

środa, 4 sierpnia 2021 | opracowanie cykliczne

## Przegląd miesięczny: sierpień 2021

Rynek akcji, makroekonomia

### Rynek akcji

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

### Ze spółek

#### Finanse

Kontynuujemy przeważanie całego sektora bankowego zarówno w Polsce, jak i w regionie. Katalizatorem do dalszego wzrostu wyceny sektora powinny być solidne wyniki kwartalne, które przełożą się na podwyżki konsensusu. Szczególnie pozytywnie w całym regionie zaskakuje koszt ryzyka, który udowadnia odporność jakości aktywów na kolejne fale pandemii. Dodatkowo galopująca inflacja spowodowała rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp co niewątpliwie będzie wspierać wyniki wszystkich analizowanych przez nas banków zagranicznych. Kolejnym miłym krokiem w sadze frankowej będzie orzeczenie SN, ale to nastąpi najwcześniej 2 września.

#### Chemia

Mimo korzystnego otoczenia Grupa Azoty drugi kwartał z rzędu zawodzi wynikami - obniżamy nasze prognozy i rekomendację do sprzedaj. Widzimy ryzyko dalszej erozji marży w nawozach oraz rewizji w górę budżetu i przesunięcia oddania projektu PDH. Wyraźniej lepiej w 2Q'21 wypada Ciech.

#### Surowce

Niska liczba zaszczepionych w krajach będących dużymi producentami surowców sprzyja cenom (problemy produkcyjne na horyzoncie). Korzystnie na notowania miedzi może mieć potencjalny strajk w największej kopalni na świecie Escondida. Wysokie ceny węgla koksującego w 3Q'21 sprzyjają JSW. Zarówno JSW i KGHM poprawią wyniki w 2Q'21 i prawdopodobnie zaprezentują dobre perspektywy na 2H'21.

#### Paliwa

Bardzo dobre wyniki rafinerii wspierają notowania, ale naszym pierwszym wyborem pozostaje Lotos (podnosimy prognozy i wycenę). Potencjał do pozytywnych zaskoczeń widzimy także w MOL-u. Słabe wyniki PGN mogą tymczasowo pogorszyć sentyment do tej spółki choć w średnim terminie utrzymujemy pozytywną rekomendację.

#### Energetyka

W obecnym otoczeniu wysokich cen energii i CO<sub>2</sub> preferujemy akcje CEZ, który potwierdził w ostatniej prezentacji dużą pozytywną wrażliwość na takie warunki. W Polsce coraz większym ryzykiem może być zbliżająca się nieuchronnie dyskusja o poziomie cen dla klientów końcowych w 2022 roku.

#### Telekomunikacja, Media, IT

Podtrzymujemy pozytywnie podejście do WPL. Oczekujemy bardzo dobrych wyników za 2Q'21 oraz dobrego guidance na resztę roku. Atrakcyjne poziomy wycen oraz dobre momentum wynikowe powinny wspierać notowania ACP i CMR. W sektorze telco stawiamy na OPL. Oczekujemy ochłodzenia na ALE z/w na chłodny guidance amerykańskich spółek e-commerce na resztę roku.

#### Przemysł

Dobre momentum wyników w 2Q'21 oraz dobre perspektywy na 2H'21 sprzyjają spółkom przemysłowym. Firmy sprawniej niż zakładaliśmy w prognozach przenoszą rosnące koszty na klientów i chętniej dzielą się zyskiem z akcjonariuszami. Spadek zachorowań na COVID-19 w krajach rozwiniętych powinien sprzyjać rotacji aktywów do spółek cyklicznych. W 2Q'21 liczymy na udany kwartał w Astarce, Cognorze, Mangacie i Mo-BRUKu, zawodzić będą Amica, Apator, Famur i PKP Cargo.

#### Kluczowe rekomendacje

**Pozytywne:** AC, Assec Poland, Astarta, BNP Paribas Polska, CEZ, Cognor, Comarch, Erste Group, Forte, JSW, Kernel, KGHM, Lotos, Mo-BRUK, Orange Polska, Pekao, PGNiG, Santander Bank Polska, TIM, Wirtualna Polska

**Negatywne:** Amica, Allegro, Grupa Azoty, PKN Orlen, PKP Cargo

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	67 806	+1,2%	+19%
ATX	3 510	+1,2%	+29%
BUX	49 316	+3,8%	+17%
PX	1 221	+6,0%	+23%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 258	+1,0%	+15%
mWIG40	4 956	+1,8%	+27%
sWIG80	20 752	+0,2%	+32%
Banki	6 629	+0,3%	+39%
Budownictwo	4 361	+4,1%	+19%
Chemia	9 677	-6,3%	+26%
Energia	2 609	-2,9%	+28%
Gaming	23 849	-0,7%	-16%
Górnictwo	6 167	+2,1%	+10%
Informatyka	4 550	-0,0%	+18%
Media	8 149	+3,0%	+35%
Odzież	8 540	+10,3%	+66%
Paliwa	6 333	-0,9%	+28%
Spożywczy	4 355	-0,9%	+20%
Telekomunikacja	1 096	+8,7%	+12%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Plaza Centers NV	4,37	+236,2%	+170%
Mostostal Plock	22,00	+79,6%	+131%
LARQ	2,61	+79,4%	+57%
Mostostal W-wa	9,02	+29,2%	+79%
Esotiq & Hend	36,90	+23,4%	+104%
Medicalgo	24,90	-21,0%	+10%
Mercator Medical	202,60	-23,0%	-52%
XTB	12,78	-25,7%	-21%
Airway Medix	1,18	-30,0%	-28%
Ursus	0,36	-53,2%	-45%

#### Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Answer	kupuj ▲	51,20 PLN ▲
Grupa Azoty	sprzedaj ▼	20,97 PLN ▼
Lotos	kupuj ▲	67,20 PLN ▲

## Spis treści

<b>1. Rynek akcji</b> .....	<b>3</b>
<b>2. Sektory</b> .....	<b>5</b>
<b>3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu</b> .....	<b>9</b>
<b>4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach</b> .....	<b>10</b>
<b>5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu</b> .....	<b>13</b>
<b>6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku</b> .....	<b>14</b>
<b>7. Statystyki rekomendacji</b> .....	<b>15</b>
<b>8. Kalendarium wydarzeń</b> .....	<b>16</b>
<b>9. Makroekonomia</b> .....	<b>17</b>
<b>10. Chemia</b> .....	<b>19</b>
11.2. Grupa Azoty .....	19
<b>11. Paliwa</b> .....	<b>20</b>
11.1. Lotos .....	20
<b>12. Przemysł</b> .....	<b>21</b>
<b>13. E-commerce</b> .....	<b>22</b>
13.1. Answear .....	22

## Rynek akcji

W lipcu na rynkach akcji utrzymywał się zróżnicowany sentyment. Giełdy amerykańskie i europejskie, po bardzo dobrych danych makro i pozytywnie zaskakujących wynikach spółek za 2Q, odnotowywały niewielkie wzrosty (S&P500 +2,3%, TFSE250 +2,6%, CAC +1,6%, WIG +2,4%). Globalny sentyment psuła sytuacja w Azji (MSCI Asia ex Japan -9,0%), gdzie z jednej strony obawy o wzrost gospodarczy budzi czwarta fala COVID-19, a z drugiej decyzja Chin o nowych regulacjach dotyczących m.in. sektora technologicznego spowodowała przecenę indeksów (SHP Comp -5,4%). Rynki azjatyckie miały również kluczowy wpływ na zachowanie MSCI EM, który w lipcu spadł o 6,4%, negatywnie wpływając również na zachowanie akcji na GPW.

W kolejnych tygodniach oczekujemy utrzymania pozytywnego momentum makro (spadające PMI, ale nadal na wysokich poziomach, dobre odczyty z rynku pracy, nieco niższe odczyty inflacji) oraz wyników spółek (w polskich realiach m.in. banków), co powinno nadal wspierać rynek akcji. Konsensusowe oczekiwanie na rozpoczęcie taperingu w USA (na przełomie roku) nie powinno przesunąć się na wcześniejsze miesiące, co byłoby dla rynków argumentem za większą korektą (ale naszym zdaniem nie zmianą trendu). Podtrzymujemy opinię, że czwarta fala COVID-19 będzie mniejszym problemem w Europie, ale negatywnie wpłynie na inne rynki wschodzące. Finalnie powinno to również pomagać akcjom notowanym na GPW (relatywna siła ws. MSCI EM, analogicznie do 1H br.). Wydaje się również, że fala najbardziej „agresywnych” działań ze strony Chin w stosunku do chińskich spółek notowanych na rynkach zagranicznych już za nami (czas na uspakajanie inwestorów) a spowolnienie chińskiej gospodarki przybliży decyzję o luzowaniu monetarnym (wsparcie dla surowców). Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji.

## Silne makro przekłada się na wyniki spółek

W lipcu, wskaźniki wyprzedzające, zarówno dla USA jak i Europy, zachowały się lepiej niż oczekiwaliśmy, tj. nadal pozostają na wysokim poziomie ok. 60 pkt. Wprawdzie PMI usługowy w USA spadł do 59,8 pkt (64,6 pkt poprzednio), a w strefie euro obniżył się PMI dla przemysłu (62,6 vs. 63,4), to jednak poprawiała się ocena amerykańskich przedsiębiorców w przemyśle (63,4 pkt vs. 62,1 pkt) i europejskich w usługach (60,4 pkt vs. 58,3 pkt). Ogólny obraz pozostaje bardzo pozytywny. Dane PMI wskazują, że 2Q to szczyt dynamiki PKB (w USA nominalnie +13% r/r), ale gospodarka wchodzi z większą dynamiką w 3Q niż można było oczekiwać jeszcze miesiąc temu (tym bardziej, że w 2Q nastąpił silny spadek poziomu zapasów, które powinny być odbudowywane w kolejnych miesiącach). W scenariuszu bazowym, w kolejnych miesiącach PMI będą obniżać się w okolice 55 pkt, co nadal będzie wskaźnikiem dobrej koniunktury gospodarczej. W kontekście wyników spółek widać, że firmy łatwiej przenoszą koszty na swoich klientów, co z jednej strony chroni marże, ale odbija się na wskaźnikach inflacji. Jednocześnie wyższe ceny nie powodują osłabienia popytu, a niedobory podaży i wydłużony czas oczekiwania na „produkt” utrzymuje niezaspokojone oczekiwania konsumentów (malejący efekt, ale nadal występuje). Silny popyt podtrzymuje m.in. dostępność oszczędności zakumulowanych w okresie pandemii (jak już pisaliśmy, w USA ten efekt będzie występował jeszcze w kolejnych kwartałach). Sprzyjające otoczenie makro i początek sezonu raportowania wyników za 2Q w USA, „wywindowały” wzrost zannualizowanego EPS dla S&P500 do 200 USD – przed miesiącem 180 USD.

## Ryzyko inflacji w górę, co z FED?

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami odczyty inflacyjne utrzymują presję na banki centralne, a ryzyko wcześniejszej normalizacji polityki monetarnej utrzymuje się. Tym samym ocena, że inflacja to zjawisko przejściowe może budzić coraz większe kontrowersje, a przynajmniej poddawać pod wątpliwość, czy oczekiwane „cofnięcie” się inflacji będzie wystarczająco duże, żeby spełnić oczekiwania rynków. Dodatkowo, w ostatnim komunikacie FOMC zwrócił uwagę, że na rynku pracy sytuacja uległa poprawie, a takie stwierdzenia w ocenie rynków przybliżają decyzję o rozpoczęciu taperingu (wg. naszych makroekonomistów komunikacja we wrześniu-październiku, czyli po kolejnych dobrych raportach z rynku pracy, ograniczenie skupu aktywów na przełomie roku). Oczekiwania te nadal chłodzi ryzyko wystąpienia czwartej fali COVID-19, co pozostaje jednym z czynników ograniczających tempo odbudowy rynku pracy. Naszym zdaniem, wraz z kolejnymi raportami o zatrudnieniu będzie rosło przeświadczenie inwestorów o tym, że inflacja pozostanie na podwyższonym poziomie (oczywiście nie jak obecnie 5%) na dłużej. Jednocześnie będzie to wskazywać na siłę amerykańskiej gospodarki i duże prawdopodobieństwo, że poradzi sobie ze zmieniającą się polityką FED.

## Chińskie regulacje w sektorze technologicznym

Na wschodzie bez zmian, co nie znaczy że niewiele się dzieje.. Ostatnie tygodnie przyniosły eskalację napięcia pomiędzy USA a Chinami – tym razem w obszarze cyberprzestrzeni. USA, po raz pierwszy wspólnie z UE i krajami sprzymierzonymi w ramach NATO (+Japonia) w wydanym oświadczeniu oskarżyły Chiny o atak hakierski na serwery Microsoft Exchange z wykorzystaniem grupy oficjalnie wspieranej (element służby bezpieczeństwa) przez chińskie władze. Jednocześnie Biden zapowiedział, że takie ataki nie będą już tolerowane. Z drugiej strony, USA zgodziło się na kolejną dostawę broni na Tajwan. Oczywiście, te działania wywołały eskalacyjną reakcję Chin.

Jedną z jej form jest atak na własne firmy i sektory, które notują ADRy na NYSE/NASDAQ. Po wcześniejszych działaniach wymierzonych przeciw Alibaba, Chiny zdecydowały o wprowadzeniu nowych regulacji wymierzonych w firmy technologiczne, które nie spełniają warunków cyberbezpieczeństwa określonych przez władze. Zaczęło się od Didi Chuxing (chiński Uber), który 30 czerwca wprowadził swoje ADR na NYSE, a już 4 lipca chiński urząd ds. bezpieczeństwa (CAC) uznał, że firma naruszyła wymogi przechowywania danych osobowych i zakazał jej pozyskiwania nowych użytkowników oraz wprowadził zakaz sprzedaży jej aplikacji. Dwa dni później analogiczna decyzja została wydana w stosunku do innej firmy z sektora - Full Truck Alliance. Efektem była oczywiście silna wyprzedaż akcji zarówno na giełdzie w Chinach jak i w Nowym York-u. Postępowania toczą się w stosunku do wielu innych podmiotów, ale nie tylko z sektora technologicznego. Problem regulacji dotknął m.in. bardzo rozwinięty w Chinach sektor nauczania korepetycyjnego, który ze względu na specyfikę chińskiego systemu nauczania rozwinął się do skali umożliwiającej chińskim firmom pozyskiwanie kapitału na giełdzie w Nowym York-u. W chińskich mediach pojawiła się informacja, że nowe regulacje dotkną również sektor gaming'owy. Jednocześnie, w lipcu Chiny w trybie ekspresowym przeprowadziły konsultacje społeczne nowych przepisów dających CAC możliwość wprowadzania sankcji czy wręcz zamykania biznesów. Dotyczy to przede wszystkim spółek notowanych na rynkach zagranicznych, ale mających siedzibę i generowane zyski w Chinach. Poprzez te działania władze dają wyraźny sygnał, że nie tolerują przypadków, kiedy chińskie firmy pozyskują kapitał zagraniczny poza kontrolą

państwa, a jednocześnie blokują możliwość dostępu do masowych danych mogących opisywać chińskie społeczeństwo. Ryzyko ingerencji państwa będzie „wisiało” nad chińskimi spółkami w kolejnych miesiącach, co powinno skierować część kapitału zagranicznego na inne rynki wschodzące. Jednocześnie odgórne ograniczenie dostępności dla konsumenta np. gier (jeśli się potwierdzi) negatywnie wpłynie na światowych producentów.

Przy okazji Chin, warto również zwrócić uwagę na informacje o kolejnych ogniskach COVID-19 i relatywnie słabe odczyty wskaźników wyprzedzających (China Caixin Manufacturing PMI – 50,3 pkt.). Przedłużające się spowolnienie wzrostu gospodarczego - w kontekście wyścigu z USA - może prowadzić do decyzji o luzowaniu monetarnym, co miałyby silne przełożenie na ceny surowców przemysłowych.

### **Kolejne prowokacje na Wschodzie?**

W pierwszej połowie września rozpoczną się rosyjsko-białoruskie manewry wojskowe - Zapad 2021 (co cztery lata). Tegoroczna edycja będzie miała miejsce przy granicy z Polską. Z informacji dostępnych w mediach wynika, że Rosja doży wcześniej niż w poprzednich edycjach rozpoczęła realokację jednostek wojskowych w regiony ćwiczeń, co wraz z faktem pozostawienia znaczącej części uzbrojenia po manewrach wiosennych, sugeruje że skala ćwiczeń będzie znacząco większa niż dotychczas. Rosja stosuje strategię „walcz i negocjuj”, a ostatnie zbliżenie w stosunkach z USA (m.in. porozumienie ws. Nord Stream 2) może ją utwierdzać w słuszności takiego podejścia. Cele polityczne Putina są jasno określone, stosunki Polski w Białorusią dawno nie były tak złe (wsparcie przez Polskę opozycji w 2020 roku). Zwracamy uwagę, że we wrześniu może dochodzić do prowokacji i pokazu siły (nie tylko w stosunku do Ukrainy, ale również Polski i krajów Bałtyckich) w skali większej niż miało to miejsce na wiosnę br. Z perspektywy inwestorów zagranicznych może być to odbierane jako dodatkowy czynnik ryzyka w regionie.

### **Delta zgodnie z oczekiwaniami**

Jak na razie rozwój czwartej fali wirusa przebiega zgodnie z oczekiwaniami. W krajach europejskich, gdzie poziom zaszczepienia jest relatywnie wysoki, wzrost liczby zachorowań nie przekłada się na istotny wzrost liczby hospitalizacji i przypadków śmiertelnych. Przykład Wielkiej Brytanii, gdzie po wzroście liczby nowych zachorowań do ponad 50 tys. dziennie nastąpił ich spadek o połowę (bez szczególnych restrykcji) pozwala nawet stwierdzić, że skala problemu jest mniejsza niż zakładaliśmy. Nadal uważamy, że również w Polsce należy zakładać pojawienie się czwartej fali (wrzesień), ale podobnie jak w innych krajach europejskich będzie miała „łagodny” przebieg (nie obciąży istotnie systemu opieki zdrowotnej). Zwracamy uwagę na dużą dysproporcję w poziomie zaszczepienia poszczególnych regionów kraju. W dużych miastach przekracza on 60%. Po uwzględnieniu dzieci i „zdrowieńców” można przyjąć, że regiony te zbliżyły się do osiągnięcia odporności grupowej. Naszym zdaniem, jeśli dojdzie do wprowadzania restrykcji to rząd ograniczy je do obszarów o niskim poziomie zaszczepienia (przede wszystkim wschodnia i południowo-wschodnia część kraju, ze szczególnym uwzględnieniem terenów wiejskich). Będzie to powodować, że wpływ ewentualnych restrykcji będzie znikomy z punktu widzenia PKB, a z pewnością mniejszy niż w przypadku trzeciej fali.

Czynnikami ryzyka pozostają kraje, gdzie skala szczepień była mniejsza niż w USA i Europie – szczególnie niektóre kraje azjatyckie czy kraje Ameryki Południowej. Może to skutkować, dalszym zaburzeniem łańcuchów dostaw, w tym dostaw surowców.

### **Michał Marczak**

tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)

## Sektory

### Finanse

- Rekonwalescencja polskiego sektora bankowego po COVID-19 przebiega nad wyraz sprawnie i szybko. Pierwsze wyniki za 2Q'21 (Santander i Millennium) pokazują odbicie wyniku odsetkowego, silny wynik prowizyjny oraz bardzo niskie saldo (oczyszczone o odpisy na kredyty frankowe). Według danych NBP, zagregowany koszt ryzyka za 5 miesięcy na poziomie 58 p.b. jest najniższy od co najmniej 10 lat. Ponadto pierwsze wyniki 2Q wskazują na odbicie wolumenów kredytowych, szczególnie po stronie detalicznej. Jest to istotne w perspektywie dalszego wzrostu wyniku odsetkowego w 2H'21. Zakładamy, że po sezonie wyników banki wykonają 56% naszej prognozy rocznej (bez odpisów na kredyty frankowe), co będzie wynikiem bardzo dobrym biorąc pod uwagę sezonowo słaby 1Q, ale oznacza to także, że wyniki po 1H'21 będą podstawową dla dalszej pozytywnej rewizji naszych prognoz jak i konsensusu. Na poziomie poszczególnych banków oczekujemy, że pozytywnie zaskoczą wyniki Aliora (90% prognozy rocznej po 1H'21) przez relatywnie niskie saldo rezerw, Pekao (56% prognozy rocznej) przez mocne linie przychodowe oraz PKO (55% prognozy rocznej) przez wysoki wynik, bliski historycznym maksimum. Podsumowując uważamy, że sezon wyników za 1H'21 powinien być katalizatorem do dalszego wzrostu konsensusu i wyceny sektora. Utrzymujemy przeważenie polskiego sektora bankowego.
- W sierpniu oczekujemy braku nowych informacji odnośnie kredytów frankowych, które mogłyby przełożyć się na wyceny banków. W oczekiwaniu na spotkanie Sądu Najwyższego (SN) 2 września spodziewamy się powściągliwości w wypowiedziach przedstawicieli banków podczas konferencji wynikowych. Jednocześnie uważamy, że istnieje znaczące prawdopodobieństwo braku rozstrzygnięcia 2 września ze względu na wewnętrzne spory toczące Izbę Cywilną SN. Oznaczać to może, że spotkanie zostanie przełożone na kolejny termin oraz, że liczba sędziów orzekających przy następnej próbie zostanie ograniczona do 7. Do tej pory rynek reagował pozytywnie na kolejne odroczenia orzecznictwa, a kolejnym krokiem milowym w „sadze frankowej” będzie rozpoczęcie masowego programu ugód przez PKO BP (zapowiedziane na jesień). Pozytywną informacją z perspektywy sentymentu do sektora, jest także deklaracja Prezesa Santander Bank Polska, który stwierdził, że obecnie bank jest na etapie przygotowania systemów IT do systemu ugód, a sami klienci opowiedzieli się za propozycją KNF (70% za, 9% bez decyzji).
- Dotychczasowe wyniki 2Q'21 pozytywnie zaskakują, zwłaszcza na kosztach ryzyka. Jako potwierdzenie dobrej jakości portfela Erste, RBI i Moneta zdecydowały o obniżeniu guidancie'u na CoR w 2021 roku. Zakładamy, że w OTP i Komercni Banka jakoś aktywów okaże się również dobra. Spodziewamy się wzrostu oczekiwań rynkowych w przypadku całej grupy pokrywanych przez nas banków zagranicznych. Zgodnie z przewidywaniami ECB zniósł cap na stopę wypłaty dywidendy w 4Q'21, nie oznacza to jednak pełnej dowolności wypłacie dywidendy, ale podejście indywidualne regulatora do każdego banku, który zgłosił chęć dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami w 4Q'21. W tym kontekście zwracamy uwagę na Erste, które zadeklarowało chęć wypłaty dodatkowego 1 EUR na akcję. Oprócz tego, uważamy, że CNB, który w polityce dywidendowej kierował się rekomendacjami ECB, również może poluzować limity dywidendowe, co stworzyłoby ewentualnie szansę na dodatkowe dywidendy w Komercni i Monecie. EBA opublikowała wyniki europejskich stress testów, z pokrywanych przez nas banków regionalnych wszystkie trzy tj. Erste, OTP i RBI wypadły nieznacznie lepiej od agregatu 50 banków biorących udział w testach,

ocenilibyśmy te wyniki neutralnie. Same stress testy zakładały trudniejsze warunki niż w poprzednim tego typu ćwiczeniu (w 2018 roku), mimo to w scenariuszu negatywnym CET 1 agregatu banków utrzymały się powyżej 10%, co może wskazywać na pewną odporność europejskich banków na niekorzystne warunki, chociaż oczywiście w przypadku niektórych pożyczkodawców testy wypadły gorzej. Po stronie polityki monetarnej ECB zmienił cel inflacyjny, przez co podkreślił chęć utrzymania ekspansywnej polityki monetarnej. Poza strefą euro cykl podwyżek na dobre rozpoczął się na Węgrzech i w Rosji, kontynuacji zacieśniania polityki monetarnej oczekujemy również w Czechach. Podwyżki stóp procentowych powinny oczywiście sprzyjać zarówno bankom regionalnym, jak i lokalnym.

- **Kluczowe rekomendacje:** Pekao (kupuj), Santander Bank Polska (kupuj), BNP Paribas Bank Polska (kupuj), Erste Group (akumuluj)

### Chemia

- Wzrost cen sody kalcynowanej w Chinach oraz perspektywa dobrych wyników 2Q'21 (+30% EBITDA r/r; więcej o prognozie w naszym [komentarzu specjalnym](#)) sprzyjają Grupie Ciech. Po wynikach za 1H'21 rynek może według nas oczekiwać, że całoroczna EBITDA zbliży się do górnej granicy przedziału oficjalnej prognozy Zarządu (700-735 mln PLN).
- W 2Q'21 naszym zdaniem Grupa Azoty zanotuje spadek r/r nominalnych wyników mimo dobrego otoczenia w segmencie nawozowym (rosnące ceny), tworzyw sztucznych (wzrost cen CAP i PA6) oraz produktów chemicznych (eksplozja cen alkoholi OXO). W kontekście ponad 50% r/r poprawy EBITDA Yara w Europie w 2Q'21, inwestorzy mogą negatywnie ocenić wyniki Grupy Azoty (więcej w [komentarzu specjalnym](#)).
- Obniżamy nasze prognozy i rekomendację dla Grupy Azoty z trzymaj do sprzedaj.
- Ciekawą alternatywą do polskich spółek chemicznych są podmioty zagraniczne. Pozytywnie patrzymy na Covestro, Air Liquide, Linde, BASF, czy Fuchs Petrolub.
- **Kluczowe rekomendacje:** Grupa Azoty (sprzedaj)

### Surowce

- Ceny metali przemysłowych zaczęły odbijać się w końcówce lipca na co z jednej strony przekładał się gołębi przekaz FED z ostatniego tygodnia lipca oraz zahamowanie zachorowalności na COVID-19 w krajach rozwiniętych (przykład Wielkiej Brytanii; powrót do spółek cyklicznych). Odbiciu cen sprzyjają wyraźnie niższe od oczekiwań sprzedaże rezerw metali przez Chiny. Naszym zdaniem obecnie w czasie konfliktu gospodarczego z USA, Chin nie stać na wyraźne zmniejszenie swoich rezerw strategicznych.
- W krótkim terminie pozytywnie na ceny metali wpływać mogą problemy produkcyjne. W przypadku miedzi w końcówce lipca związki zawodowe największej kopalni miedzi na świecie Escondida odrzuciły ostateczną ofertę plac, co otwiera negocjacje z udziałem mediatora. Fiasko rozmów będzie prowadziło do strajku i zaprzestania produkcji, co zaczynają dyskutować inwestorzy. Inna, jedna z największych kopalni miedzi w Peru – Los Pelambres – zmaga się z blokadami dróg, co utrudnia transport koncentratu. Lokalne społeczności domagają się od lat rekompensaty za zniszczenia spowodowane przez funkcjonowanie kopalni. Obecnie protesty mogą być o tyle niepokojące, że po wygranej socjalisty Pedro Castillo na prezydenta Peru nastroje społeczne względem przemysłu

wydobyczego mocno się spolaryzowały. Warto zwrócić uwagę, że przez powodzie w Niemczech, nieznaczne, pewne problemy produkcyjne odnotował Aurubis (huta miedzi), a swoją hutę ołowiu musiał wyłączyć Berzelius Stolberg (Niemcy).

- Szansą dla cen surowców jest eskalacja zachorowań na COVID-19 w krajach, które są producentami surowców, gdzie tempo szczytów przebiega wolniej niż w krajach rozwiniętych. Obecnie dynamicznie rosnąca liczba chorych w Indonezji przełożyła się na wyraźny wzrost cen węgla energetycznego (Indonezja to jeden z największych eksporterów węgla). Warto zauważyć, że dwaj duzi producenci miedzi jak Zambia, czy Kongo mają bardzo niski odsetek zaszczepionych (Zambia 300 tys. szczepień przy populacji 18 mln ludzi; Kongo 80 tys. szczepień przy populacji ponad 5 mln ludzi). Potencjalna 4-ta fala może grozić Peru (8 mln szczepień przy populacji 32 mln ludzi; ekspozycja na miedź, cynk, srebro), Australii (8 mln szczepień przy populacji 25 mln ludzi; ekspozycja na węgiel, rudę żelaza, cynk, ołów, miedź), Rosji (35 mln szczepień przy populacji 140 mln ludzi; ekspozycja na złoto, węgiel, miedź, aluminium, nikiel), Indonezji (40 mln szczepień przy populacji 270 mln ludzi; ekspozycja na srebro, złoto, boksyty, węgiel, nikiel), Filipinom (12 mln szczepień przy populacji 108 mln osób, ekspozycja na nikiel, kobalt), czy Meksykowi (45 mln szczepień przy populacji 130 mln ludzi; ekspozycja na miedź, cynk, złoto).
- W długim terminie fundamenty dla miedzi pozostają optymistyczne. Z punktu widzenia podaży warto zwrócić uwagę na wygraną socjalisty Pedro Castillo na urząd prezydenta w Peru. Lewicowy kandydat planuje zwiększyć opodatkowanie dla sektora wydobywania, co przekładać się będzie na zniechęcenie do inwestycji w tym obszarze i wzrostu krzywej kosztu wydobywania na świecie. Równolegle w Chile nastroje zmierzają w kierunku zwiększenia obciążeń fiskalnych do kopalni (royalties 3% sprzedaży, a jeśli cena przekracza 4USD/lb to do budżetu idzie 75% nadwyżki ponad 4 USD/lb). W Ameryce Południowej dodatkowo po wyraźnych wzrostach cen metali pracownicy sektora wydobywczego żądają podwyżek płac. W Rosji z kolei planowane jest zwiększenie opodatkowania wydobywania miedzi i niklu. Nowe podatki na świecie zniechęcają spółki górnicze do nowych inwestycji mimo wysokich cen surowców.
- Obecnie problemem po stronie podaży jest brak znaczących na horyzoncie nowych projektów górniczych w zakresie wydobywania miedzi. Poza kilkoma zaplanowanymi projektami na lata 2022-23 (Kamoa Kongo – obecnie 80% gotowe, pierwsza produkcja zaplanowana na VII'21 z docelowym wydobywaniem 500 tys. ton rocznie za 2 lata; Oyu Tulgoi II w Mongolii, pierwsze wydobywanie w 2022 roku, produkcja od 2028 roku ma wynieść 480 tys. ton rocznie; Quebrada Blanca Phase 2 w Chile ukończona w 40% ma docelowo produkować ponad 300 tys. ton miedzi rocznie) obecnie nie ma w fazie konstrukcji żadnych nowych projektów o zdolnościach produkcyjnych ponad 200 tys. ton miedzi rocznie.
- Dane wolumenowe implikują, że w 2Q'21 KGHM zwiększył wolumen sprzedaży miedzi o 2% r/r, a zmniejszył srebra i złota (o odpowiednio -7% r/r oraz -24% r/r). Spółce w 2Q'21 sprzyjały wyższe o 65% r/r ceny miedzi (w PLN), srebra (o 48% r/r) oraz molibdenu (o 80% r/r). W efekcie szacujemy, że przychody Grupy KGHM w 2Q'21 wzrosną do 8,3 mld PLN (o 46% r/r), EBITDA do 2,7 mld PLN (o 78% r/r), a zysk netto do 1,2 mld PLN (vs. 10 mln PLN w 2Q'20). Zakładamy także, że rezultaty w 2Q'21 będą wyższe na poziomie sprzedaży i EBITDA niż w 1Q'21. Po 1H'21 nasza całoroczna prognoza będzie wykonana w około 49% na poziomie EBITDA i 41% wyniku netto.
- Ceny węgla koksującego w Australii utrzymują się na poziomie ponad 200 USD/t. Wciąż obserwowana jest duża aktywność kupujących z Europy, którzy z uwagi na wysokie

ceny na Morzu Atlantyckim (ponad 220 USD/t) oraz problemy z dostawami koksu z Kolumbii, szukają alternatywnych tańszych kierunków. Naszym zdaniem arbitraż na rynku węgla koksowego będzie dalej postępował na czym korzystać będzie JSW, dla której Australia jest bezpośrednim benchmarkiem cenowym. Na starym kontynencie dynamicznie rosną ceny koksu. Te jeszcze w XI'20 wynosiły 220 USD/t, a w VI'21 wzrosły do 400 USD/t. Argus donosi również, że ostatnie transakcje na koks realizowane w regionie Morza Czarnego przekraczają 450 USD/t.

- Ceny stali walcowanej na gorąco w regionie zagłębia Rury w Niemczech wciąż utrzymują się powyżej 1 000 EUR/t. Odbiorcy stali wskazują jednak, że dostępność fizyczna stali w maju wyraźnie poprawiła się w Europie. To w zestawieniu z korektą cen rudy żelaza sprawia, że w czerwcu i okresie wakacyjnym raczej będziemy obserwować stabilizację cen stali lub ewentualną korektę. W późnej jesieni w Europie uruchamiane będą programy stymulacyjne związane z odbudową gospodarki po COVID-19, co w perspektywie 2022 roku powinno pozytywnie przekładać się na popyt i ceny.
- W połowie lipca Parlament Europejski przedstawił szczegółowy cła na aluminium, stal, cement, nawozy, które ma uwzględnić ślad węglowy (Carbon TAX). Negatywnym zaskoczeniem był termin wprowadzenia nowych ceł. Rynek oczekiwał, że zaczną obowiązywać od 2023 roku, tymczasem KE zaproponowała wprowadzenie okresu przejściowego w latach 2023-2025, kiedy ślad węglowy będzie monitorowany, ale dopiero od 2026 roku importerzy będą musieli płacić podatek od importu. Pozytywnym zaskoczeniem jest skupienie uwagi KE na transporcie morskim, który docelowo ma zostać obciążony opłatami na emisję CO<sub>2</sub> w transporcie. Armatorzy statków będą docelowo musieli kupować certyfikaty CO<sub>2</sub> od emisji powstającej w transporcie, co przełoży się na jeszcze wyższe koszty frachtu i dalsze trendy antyglobalizacyjne. Potencjalnie na tym mógłby skorzystać europejski przemysł, który przez lata był torpedowany przez konkurencję tanich wyrobów z importu (np. z Azji).
- Poprawa r/r produkcji i sprzedaży węgla koksującego i koksu przekładać się naszym zdaniem będzie na dynamiczną poprawę wyników w 2Q'21 z niskiej bazy. Zakładamy, że JSW osiągnie przychody ze sprzedaży na poziomie 2046 mln PLN (+42% r/r), EBITDA skorygowana o zdarzenia jednorazowe 164 mln PLN (vs. -116 mln PLN). Zakładamy, że rynek może pozytywnie ocenić perspektywy 3Q'21, w którym bazując na bieżących cenach węgla koksującego, Spółka może wypracować 600-700 mln PLN EBITDA.
- Wysokie ceny węgla koksowego poza JSW sprzyjają Teck Resources i Warrior Met Coal.
- Ze spółek miedzianych najbardziej podobają nam się Antofagasta (nowe podatki w Chile zdyskontowane) i FreeportMcMoran (oczekiwany wzrost wolumenów produkcji w kolejnych kwartałach).
- Dobrze w 2H'21 wciąż powinny radzić sobie spółki z branży stalowej (ArcelorMittal, Befesa).
- Warto wciąż stawiać na spółki z branży aluminium w związku z transformacją energetyczną w Chinach (Alcoa, Norsk Hydro).
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (kupuj), KGHM (kupuj)

## Paliwa

- Ceny ropy po krótkiej korekcie wróciły powyżej 70 USD/Bbl, gdyż rynek wciąż zakłada napiętą sytuację bilansową. W naszej opinii wraz z zapowiedzianym stopniowym zwiększaniem podaży przez OPEC i trochę wolniejszą odbudową popytu potencjał dalszego wzrostu notowań jest już ograniczony, nawet jeśli kwestia powrotu eksportu z Iranu będzie się przeciągać.

- Popyt na paliwa wolno, ale systematycznie się odbudowuje. Na kluczowym rynku amerykańskim zapotrzebowanie na benzynę jest już tylko 1% niższe od referencyjnego poziomu z roku 2019. Zapasy paliw w USA wróciły do poziomów sprzed pandemii, a w Europie w portach ARA w przypadku diesla obserwujemy zejście poniżej dolnego ograniczenia przedziału wahań z 5 lat (częściowo to efekt problemów logistycznych na Renie). Ruch lotniczy się odbudowuje, w Europie jesteśmy już „tylko” 32% poniżej odczytów z 2019 (w maju było to powyżej -60%, a w czerwcu -50%), a globalnie liczba lotów komercyjnych jest niższa o 25% vs 2019.
  - Przy stabilizacji cen surowca, powyższe otoczenie popytowe pozwoliło w ostatnich tygodniach na wzrost modelowej marży rafinerijnej w okolicy 3 USD/Bbl, co przy utrzymującym się wysokim dyferencjale Ural/Brent buduje sprzyjające warunki dla wyników w 3Q. Zgodnie z naszymi założeniami wraz z powrotem wyższej utylizacji mocy w rafineriach, systematycznie rośnie premia dla kompleksowych instalacji (spread diesel-HSFO). Dobrym prognozą dla wyników w 2H są też relatywnie bardzo dobre rezultaty rafinerii za 2Q opublikowane już przez Orlen i Lotos.
  - Jeśli chodzi o marże detaliczne na stacjach benzynowych to raczej nie zakładamy, aby przy wysokich cenach ropy udało się zmienić trendy widoczne w 1H. Wolumeny w ujęciu r/r też raczej będą płaskie, biorąc pod uwagę fakt, że rok temu w okresie wakacyjnym nie obowiązywały już obostrzenia, a w tym roku część osób decyduje się na urlopy zagranicze.
  - W petrochemii pojawiają się pierwsze symptomy normalizacji, na razie przede wszystkim na monomerach (-40% od szczytów), ale cracki polimerowe również odpadły już od majowych maksimów (-10%). Napięcia podażowe powoli są rozładowywane i zbliża się termin uruchomienia nowych instalacji, choć ceny frachtu kontenerowego nadal jeszcze utrzymują wysokie premie lądowe w Europie. Podtrzymujemy naszą opinię, że drugie półrocze będzie już mniej sprzyjające.
  - Ceny gazu utrzymują się na rekordowych poziomach czemu sprzyjają bardzo niskie stany magazynowe w UE (55% vs średnia 5-letnia 71% i dotychczasowe minima z lat 2017-18 rzędu 58-60%). W tym kontekście trudno oczekiwać sezonowych spadków notowań, co potwierdza aktualna krzywa terminowa (1M FWD 36 EUR/MWh). Nasze aktualne założenia na przyszły rok to 18,3 EUR/MWh vs 26 EUR w kontrakcie 1Y FWD, tak więc identyfikujemy miejsce do dalszych rewizji w górę w tym zakresie (pozytywne dla MOL/PGN i negatywne dla PKN).
  - Uwzględniając pozytywne zaskoczenie na wynikach 2Q, podnosimy nasze prognozy, wycenę i rekomendację dla Lotosu. Słabsze wyniki PGNiG nie zmieniają naszego pozytywnego średnioterminowego podejścia do Spółki (ceny gazu), aczkolwiek widzimy potencjał do rewizji tegorocznych prognoz EBITDA rzędu -10%. Nadal oczekujemy odwrócenia dysparytetu na parze PGN/PKN w kontekście fuzji. Wyniki kwartalne PKN były solidne, ale zbieżne z oczekiwaniami i na razie nie będziemy korygować naszych rocznych prognoz. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla MOL-a, który oferuje najlepszą ekspozycję na bieżące makro i także może zaskoczyć raportem za 2Q.
  - **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (kupuj), MOL (kupuj), PGNiG (akumuluj), PKN Orlen (redukuj)
- na węgla brunatnym). Publikacja pakietu reform ETS nie przyniosła zaskoczeń, a większość przedstawionych pomysłów była już zdyskontowana (pojawiały się przecieki na BBC). Wprowadzenie ich w życie to jednak jeszcze odległa perspektywa wymagająca zgody parlamentu oraz państw członkowskich. Oczekujemy, że w związku z tym zmienność na rynku uprawnień będzie teraz niższa.
- W Polsce ceny również były w lipcu stabilne na poziomie około 350 PLN/MWh, przy stabilnych marżach dla elektrowni na węgiel kamienny i lekkiej poprawie CDS dla węgla brunatnego. Warto zwrócić uwagę na kontynuację trendu wzrostowego na zielonych certyfikatach (obecnie już 184 PLN/MWh). Przypominamy o ryzyku dla segmentu obrotu związanego z presją na marże na klientach końcowych w 2022 roku. Średni koszt pozyskania energii do portfela wzrasta r/r o ponad 100 PLN/MWh, co nie będzie proste do przeniesienia 1:1 na klienta, a dodatkowo znów mogą się pojawić populistyczne pomysły polityków mrożenia cen lub restrykcyjnej polityki URE.
  - W temacie procesu transformacji sektora pojawił się komunikat o współpracy spółek energetycznych w zakresie wydzielenia aktywów węglowych i ich integracji w ramach NABE. Nie wnosi on jednak naszym zdaniem nic nowego, gdyż sankcjonuje jedynie to co wydawało się dość intuicyjne. Nadal uważamy, że proces będzie trwał dłużej niż przewiduje oficjalny harmonogram (wyzwania finansowe/regulacyjne/społeczne). Ostatnio Prezes URE przyznał, że urząd nie został jeszcze zaangażowany w proces konsultacji założeń procesu transformacji, co tylko potwierdza naszą tezę. W horyzoncie najbliższych tygodni ważnym wydarzeniem może być oczekiwana informacja zwrotna z KE ws. pomocy publicznej dla polskiego sektora górnictwa. Będzie to papierek lakmusowy aktualnej atmosfery negocjacyjnej w sprawie transformacji polskiej energetyki, szczególnie że ostatnio relacje polskiego rządu z Brukselą nie są najlepsze (spór ws TSUE, spraw Turowa).
  - Rekomendacje dla polskich państwowych spółek energetycznych pozostają zawieszane. W obecnym otoczeniu cenowym preferujemy CEZ, który stanowi idealną ekspozycję na rosnące ceny energii (swoją wrażliwość na obecne otoczenie potwierdziła Spółka w ostatniej prezentacji dotyczącej strategii do roku 2030).
  - **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj)

## Telekomunikacja, media, IT

- Grupa Iliad złożyła wstępną ofertę nabycia 100% udziałów w spółce UPC Polska Sp. z o.o., wycenionej na 7,3 mld PLN. Wbrew konsensusowi, uważamy że potencjalny zakup UPC przez Iliad nie jest negatywną informacją dla Orange Polska w długim terminie. Po pierwsze, konsolidacja rynku najczęściej implikuje zmniejszenie presji konkurencyjnej, co na polskim rynku powinno implikować lepsze otoczenie dla telekomów. (Po drugie, wskaźnik dla transakcji, tj. 9,3x EBITDA'21, powinien poprawić sentyment do części stacjonarnej Orange Polska (w końcu >30% klientów stacjonarnych korzystna już z FTTx). UPC nie jest znane na polskim rynku z agresywnej walki cenowej. Zakup UPC przez Iliad po wysokim wskaźniku i ostre cięcie cen od początku jest dla nas nieintuicyjne. Dodatkowo, ukształtowanie się trzech graczy konwergentnych (Play + UPC), Orange Polska i Cyfrowy Polsat powinno zmotywować T-Mobile do wzrostu wykorzystania sieci hurtowej FTTx Orange Polska na warunkach dyktowanych przez francuską grupę. W długim terminie (to jest po wzroście penetracji szybkiej sieci własnej Netii) także Cyfrowy Polsat powinien mocniej korzystać z oferty FTTx od Orange Polska.
- Cyfrowy Polsat ogłosił przymusowy wykup od akcjonariuszy mniejszościowych Netii wszystkich posiadanych przez nich akcji stacjonarnego operatora alternatywnego. Płaci 7 PLN

## Energetyka

- Ceny energii w Niemczech utrzymują się w ostatnich tygodniach na tegorocznych maksimach (73 EUR/MWh), głównie dzięki drogim uprawniom CO2 (wsparcie dla wytwórców niskoemisyjnych), aczkolwiek ostatnio również za sprawą droższego węgla i gazu (m/m poprawia to dodatkowo sytuację koncernów zintegrowanych pionowo

za jedną. Oferta dotyczy w sumie nieco ponad 7,3 mln akcji, co odpowiada 2,18% ogólnej liczby głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy. Wykup nastąpi 6 sierpnia.

- Jak powiedział Janusz Cieszyński, sekretarz stanu w KPRM, pełniący de facto funkcje ministra cyfryzacji, jesienią znane będą wyniki prac legislacyjnych oraz analitycznych związanych z procedowaniem ustawy o krajowym systemie cyberbezpieczeństwa, które warunkuje rozpoczęcie rozdysponowania pasma 3400-3800 MHz. Przypominamy, że aukcja powyższego pasma w czasie epidemii COVID-19 została przerwana.
- Sentyment do telekomunikacji powinny pobudzić niedawne transakcje infrastrukturalne. OPL utworzyło 50/50% joint venture z APG. Z kolei CPS zawarło umowę sprzedaży pakietu 99,99 proc. udziałów Polkomtel Infrastruktura za 7,1 mld PLN.
- Rozwój wariantu Delta COVID-19 budzi ryzyko dla reklamy stacjonarnej i kin. W takich warunkach akcje WPL są naszym zdaniem lepszym wyborem niż walory AGO.
- **Kluczowe rekomendacje:** Asseco Poland (kupuj), Comarch (kupuj), Orange Polska (kupuj), Wirtualna Polska (kupuj)

## Przemysł

- Lokalnie rekordowe wskaźniki PMI dla przemysłu oraz osłabienie PLN do EUR korzystnie wpływają na otoczenie dla polskich spółek przemysłowych w perspektywie 2Q'21 i 3Q'21.  
Z większą ostrożnością spoglądamy natomiast na wzrosty kosztów energii i pracy w perspektywie 2022 roku. Widmo podwyżek stóp procentowych w Polsce może przekładać się na umocnienie waluty i pogorszenie warunków dla eksporterów.
- W 2Q'21 oczekujemy, że 80% spółek poprawi r/r wyniki. Największych pozytywnych zaskoczeń oczekujemy w Astarce, Cognorze, Mangacie i Mo-BRUK-u. Słabe w 2Q'21 wyniki będą mieć miejsce w Amice, Apatorze, Famurze i PKP Cargo. Dobre wyniki i outlook 2H'21 powinny prezentować JSW i KGHM. Więcej na temat prognoz w spółkach przemysłowych można znaleźć w naszych publikacjach ([metale](#) i [przemysł](#)).
- Spadek dynamiki zachorowań na COVID-19 w gospodarkach rozwiniętych (przykład Wielkiej Brytanii) powinien wpływać na ponowną rotację aktywów do spółek cyklicznych, na czym korzystać powinien przemysł. Mimo dynamicznie rosnących cen surowców spółki przemysłowe zaskakują nas pozytywnie łatwością przekładania tego na ceny produktów. Przy wynikach za 2Q'21 spółki według nas będą prezentować dobre perspektywy na 2H'21.
- W lipcowym wydaniu *spółek przemysłowych* podwyższyliśmy nasze prognozy dla Forte (EBITDA'21 +15%; EBITDA'22 +23%) oraz pozycjonowanie z równoważ do przeważaj. Zwracamy uwagę na paraboliczne wzrosty cen płyty drewnopochodnej w Niemczech oraz rekordowe wskaźniki IFO w przemyśle meblarskim w Niemczech.
- Obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do: AC (wysoki DYield, rozwój nowego segmentu PV, bezpieczny bilans; [patrz nasza prognoza na 2Q'21](#)), Astarta (rekordowe wyniki w 2021 r. z uwagi na wysokie ceny cukru, zbóż, oleju sojowego i mleka, dywidenda i buyback – [patrz nasz](#)

[komentarz](#)), Cognor (rekordowe spready na produkcji pręta zebraowanego po wzrostach cen stali; oczekiwane bliskie rekordów wyniki w 2021 r. – [patrz nasza rekomendacja](#)), Kernel (wyraźna poprawa wyników w 20/21 i 21/22, oczekiwany wzrost dywidend w przyszłości; ogłoszony skup akcji własnych) i Mo-BRUK (mocne wyniki w 2Q'21 i 3Q'21, możliwe zmniejszenie kar nałożonych przez Marszałka Województwa Dolnośląskiego oraz możliwe nowe kontrakt na „bomby ekologiczne”).

- Unikaliibyśmy spółek Amica (niedoważaj) z uwagi na presję ze strony rosnących cen stali, kosztów frachtu morskiego, marketingu, a także PKP Cargo (utrzymująca się ciągła presja kosztowa i inwestycyjna, wysokie zadłużenie – [patrz nasza prognoza na 2Q'21](#)).
- **Kluczowe rekomendacje:** AC (przeważaj), Amica (niedoważaj), Astarta (przeważaj), Cognor (kupuj), Forte (przeważaj), Kernel (kupuj), Mo-BRUK (kupuj), PKP Cargo (sprzedaj)

## E-commerce

- Od 1 lipca zostały wprowadzone zmiany w opodatkowaniu VAT, z dokładnie zlikwidowano w całej UE zwolnienie z VAT od importu tzw. małych przesyłek o wartości do 22 EUR. Podwyżki cen dotkną również droższych zakupów. Od 1 lipca przesyłki przekraczające 150 EUR będą nie tylko objęte VAT-em, lecz również obowiązkiem pokrycia dodatkowych należności celnych. Dla serwisów e-commerce, a zwłaszcza na tych gdzie obrót odbywa się w znacznej mierze towarami produkowanymi poza UE, oznacza to potencjalne ryzyko. Droższe towary mogą przełożyć się na niższy popyt i większe zainteresowaniu towarami z UE.
- GUS opublikował dane o polskim handlu za czerwiec'21. Nominalna sprzedaż e-commerce wzrosła o 19% r/r. Penetracja e-commerce wyniosła 8,1% (+0,4 p.p. r/r). Dane za czerwiec'21 mogą optymistycznie nastawiać polskich inwestorów e-commerce.
- Z drugiej strony w ostatnich dniach napłynęły oczekiwania technologicznych spółek amerykańskich związanych z e-commerce na resztę roku. Kluczowym wydarzeniem były wyniki Amazon za 2Q'21. Firma zaraportowała sprzedaż w wysokości 113,1 mld USD co oznacza wzrost o 27% r/r. Jednak wartość ta była poniżej konsensusu Wall Street, który liczył na 115,4 mld USD. CFO spółki wskazał na szerszą dostępność szczepionek i większą liczbę wyjść z domu jako czynniki spowolnienia, a także na trudne porównania z sytuacją sprzed roku.. W tym kontekście podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, negatywne podejście do Allegro.
- **Kluczowe rekomendacje:** Allegro (sprzedaj)

## Handel

- W [lipcu przychody TIM](#) (jednostka) wyniosły 106,0 mln PLN (+23% r/r) i były nieznacznie powyżej naszych oczekiwań. Co istotne, zeszłoroczna baza nie była zaniżona (wówczas ok. +20% r/r). Bardzo dobra lipcowa sprzedaż wskazuje na utrzymywanie się pozytywnych trendów wokół spółki. Warto pamiętać o wyśmienitych przychodach za 2Q'21, które w połączeniu z oczekiwaną przez nas dobrą rentownością implikują świetny kwartał 2Q'21 (a 2H zazwyczaj jest lepsza).
- **Kluczowe rekomendacje:** TIM (przeważaj)

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

vs.	2018			2019			2020			2021		+/-		
konsensus	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q				
in minus	11	13	22	11	13	15	20	21	9	7	12	8	1	163
brak zaskoczeń	17	22	19	27	26	25	14	12	14	23	17	10	5	231
in plus	28	22	18	22	22	23	29	30	40	36	30	39	5	344
<b>suma</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>59</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>66</b>	<b>59</b>	<b>57</b>	<b>11</b>	<b>738</b>
in minus (%)	20	23	37	18	21	24	32	33	14	11	20	14	9	22
in plus (%)	50	39	31	37	36	37	46	48	63	55	51	68	45	47

vs.	2018			2019			2020			2021		+/-		
r/r	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q				
in minus	18	16	21	23	28	22	22	32	39	30	25	15	2	293
brak zaskoczeń	11	10	6	9	10	6	9	7	4	8	3	5	2	90
in plus	38	41	40	35	29	39	36	28	24	30	31	37	7	415
<b>suma</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>59</b>	<b>57</b>	<b>11</b>	<b>798</b>
in minus (%)	27	24	31	34	42	33	33	48	58	44	42	26	18	37
in plus (%)	57	61	60	52	43	58	54	42	36	44	53	65	64	52

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

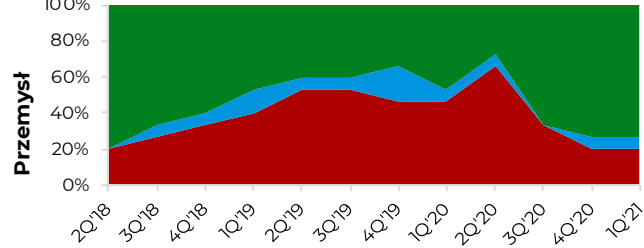
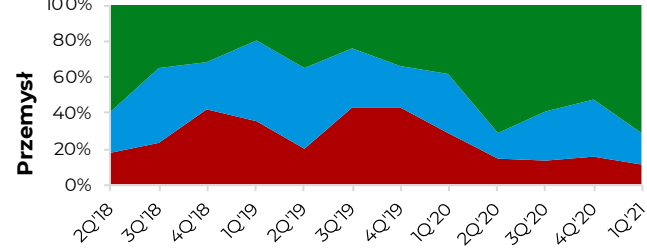
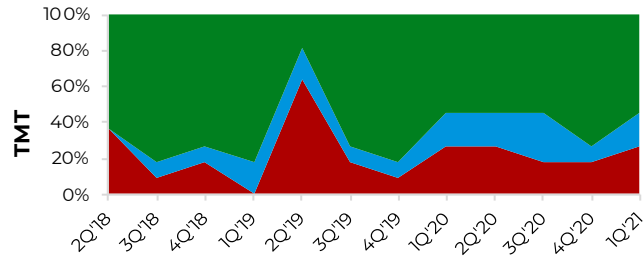
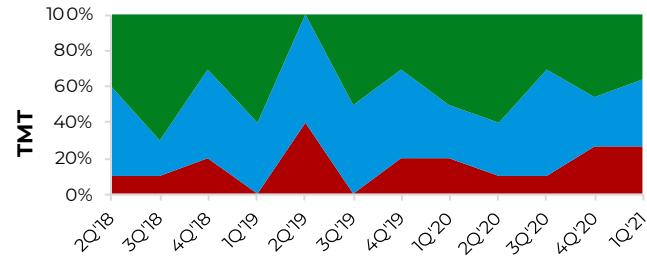
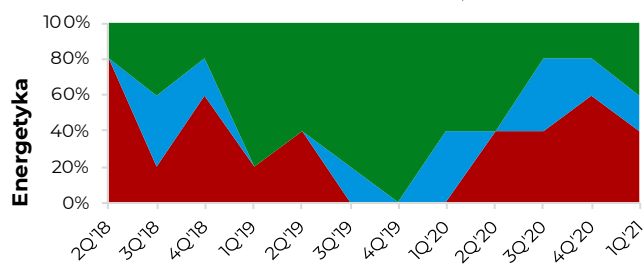
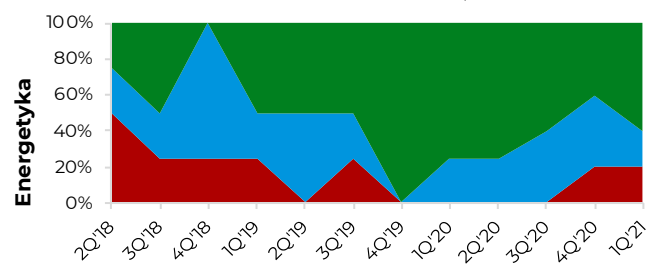
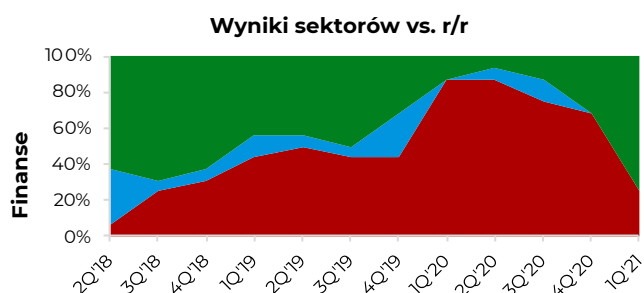
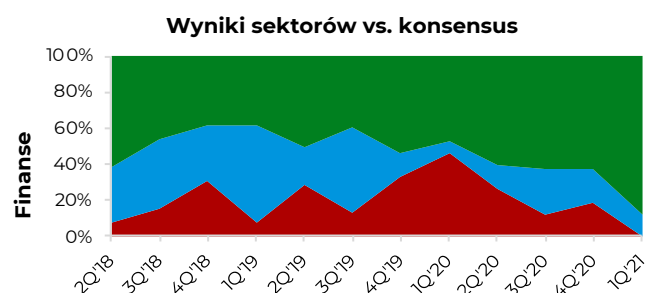
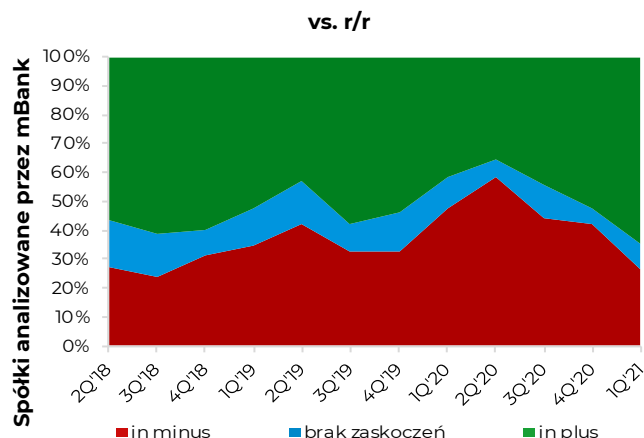
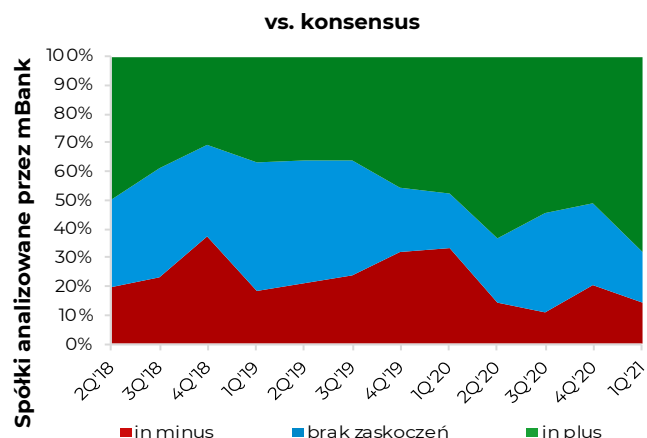


## Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek europejski
Finanse	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PEO, SPL, BNP	JPM US, BAC US, WFC US, MS US, GS US	EBS, KOMB, OTP
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Wyniki za 2Q'21	Dobre wyniki zielonym światłem dla buybacków i dywidend	Wyniki za 2Q, odblokowanie przez ECB dywidend
Chemia	SENTYMENT	NEGATYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	CIE	DOW US, APD US, ASH US, LYB US	LIN GY, TCOV GY, FPE3 GY, SDF GY
	Spółki na minus	ATT		YAR NO
	Kluczowe katalizatory:		Wzrosty cen surowców i certyfikatów CO2	
Surowce	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	JSW, KGH	ALB US, PLL US, LTHM US, FCX US, A US	OQ11 UK, AA US, ANTO US, MT US, BFS A GY, FCX US
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen surowców przez rozprzestrzenienie COVID w krajach o znacznym wydobyciu		
Paliwa	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	LTS, PGN	VLO US, PSX US, GTLS US, BKR US, LNG US, CHX US	MOL
	Spółki na minus	PKN		
	Kluczowe katalizatory:	Odbudowa marż rafineryjnych, wysokie ceny gazu	Utrzymujące się wysokie ceny ropy	Odbudowa marż rafineryjnych
Energetyka	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ	VST US, AES US, AWK US, EVRG US, AEP US	RWE GY, EOAN GY, EDP PL, EDPR PL, ORSTED DC
	Spółki na minus	PGE, TPE	HE US, ED US	
	Kluczowe katalizatory:	Potencjalna dyskusja o regulacji cen energii w 2022 roku		
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	OPL	TMUS US, CMCSA US	
	Spółki na minus		DLR US, COR US	
	Kluczowe katalizatory:	Joint venture z APG - budowa sieci FTTx		
Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	WPL	DIS US, FB US, NFLX US, GOOGL US	
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Rozwój wariantu Delta może być pozytywny dla reklamy cyfrowej		
IT	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ACP, CMR	NVDA US, AMAT US, MSFT US, LRCX US, CSCO US, KLA US, CSCO, CRM US	ASML
	Spółki na minus	ALE		
	Kluczowe katalizatory:	Atrakcyjne wyceny i pozytywne momentum wynikowe, w e-commerce na minus słaby guidance na rynek ze spółek amerykańskich		
Przemysł	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ACG, AST, COG, FTE, KER, MBR	CAT US, PDL US, CSX US, CMI US, LUV US, TEX US	ENR GY, TKA GY, SIE GY, KGX GY, GIA GY
	Spółki na minus	AMC, FMF, PKP		
	Kluczowe katalizatory:	Wysokie PMI, sprzyjająca słaba PLN, wzrost cen surowców	Wysokie PMI, wzrost cen surowców, przerzucanie wzrostu cen na odbiorcę końcowego	
Automotive	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	AML, MGT	GM US, F US, TSLA US, MGA US, APTV US, CRNC US, TSLA US	STLA IM, FR FP, DAI GY, BMW GY
	Spółki na minus	BRS		
	Kluczowe katalizatory:	Dobre momentum na wynikach 2Q'21	Wzrost penetracji sprzedaży aut EV, odbudowa produkcji po przestożach, wzrost marż oraz rotacja do cyklicznych spółek value	
Konsument cykliczny	SENTYMENT		POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		TSCO US, GOOS US, LEVI US, NKE US, HD US, TPR US, AAP US, KMX US, AZO US, FL US, BBY US, CMG US, MCD US	HFG GY, TUII GY, ADS GY, PUM GY, BOSS GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:		Wzrost kosztów jest z sukcesem przerzucanym na konsumenta, podwyższona inflacja może pozostać na dłużej	
Konsument defensywny	SENTYMENT		POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		EL US, CL US, KO US	HEN3 GY
	Spółki na minus		PG US	
	Kluczowe katalizatory:		Wzrost kosztów jest z sukcesem przerzucanym na konsumenta, podwyższona inflacja może pozostać na dłużej	



Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



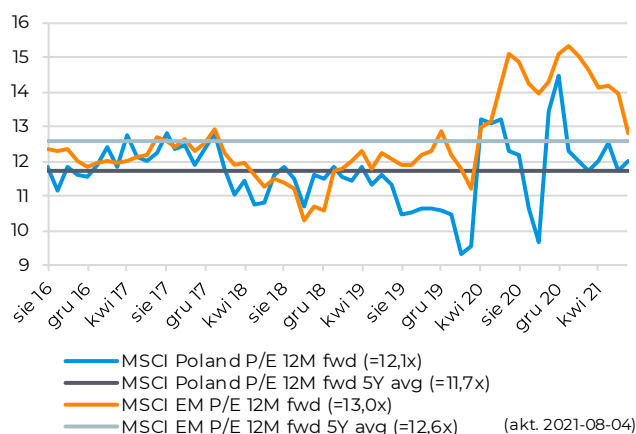
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

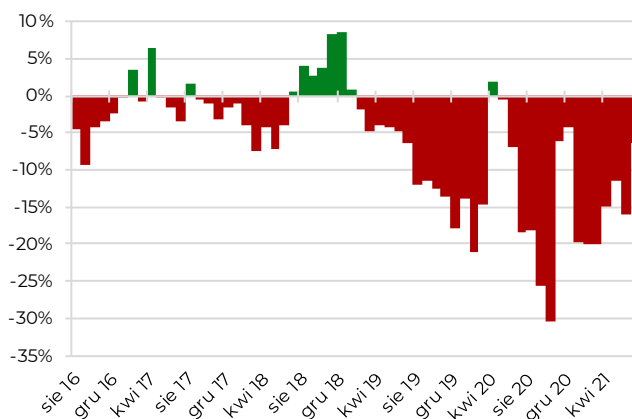
lip 20=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
sie 20	+3%	-0%	-0%	+0%	+3%	+1%	+1%	+0%	+1%	+0%	+0%	+0%	+0%	-53%	+25%	-5%
wrz 20	+2%	-1%	-0%	-1%	+0%	+1%	+1%	+0%	-9%	+0%	-1%	+0%	+0%	-53%	+30%	-16%
paź 20	-1%	+0%	-8%	-1%	-7%	+1%	+9%	+0%	-14%	+1%	-1%	+11%	+82%	-53%	+38%	-22%
lis 20	+1%	+11%	-6%	+8%	-9%	+11%	-21%	-27%	-7%	+22%	+30%	+31%	+82%	+5%	+52%	+55%
gru 20	+5%	+8%	+3%	+8%	-14%	+11%	-16%	-27%	+2%	+22%	+22%	+14%	+5%	+5%	+78%	+55%
sty 21	+7%	+9%	+4%	+8%	-15%	+11%	-21%	-27%	+6%	+22%	+21%	+14%	-6%	-6%	+96%	+55%
lut 21	+7%	+10%	+7%	+8%	-16%	+11%	-19%	-27%	-10%	+22%	+18%	+14%	-6%	-6%	+97%	+73%
mar 21	+8%	+19%	+9%	+11%	-12%	+5%	-20%	-33%	-23%	+92%	+8%	-1%	-6%	+133%	+122%	+177%
kwi 21	+11%	-3%	+5%	-22%	+4%	+5%	-16%	-33%	-14%	-	+6%	-19%	+111%	+164%	+95%	+177%
maj 21	+22%	+1%	+27%	-22%	+8%	+5%	-14%	-21%	-14%	-	+6%	-19%	+219%	+164%	+119%	+200%
cze 21	+30%	+15%	+35%	-21%	+9%	+75%	-8%	-21%	-16%	-	+24%	-19%	+174%	+164%	+138%	+200%
lip 21	+29%	+18%	+18%	-21%	+19%	+92%	-0%	-21%	-15%	-	+40%	-19%	+174%	+31%	+132%	+200%

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

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

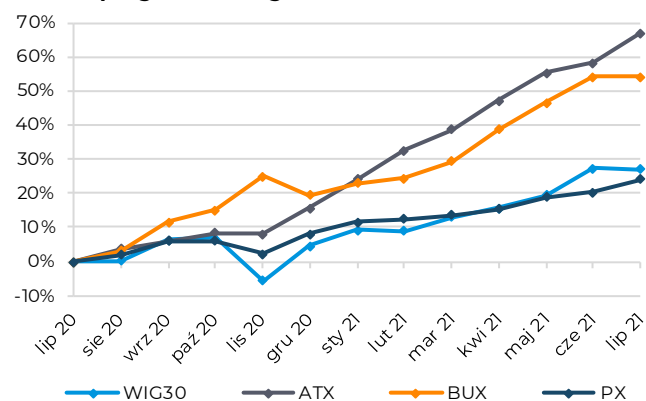


Źródło: Bloomberg, mBank



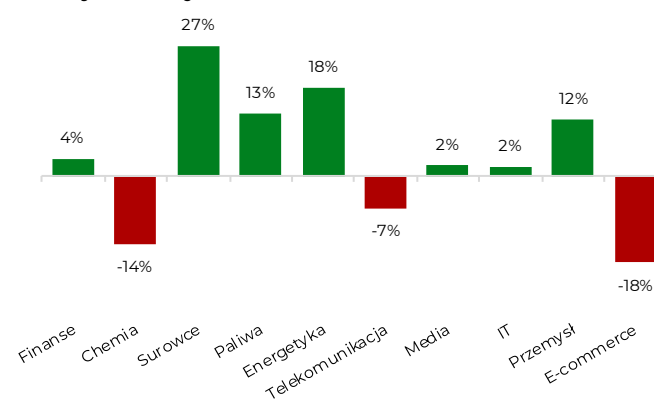
Źródło: Bloomberg, mBank

**Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd**



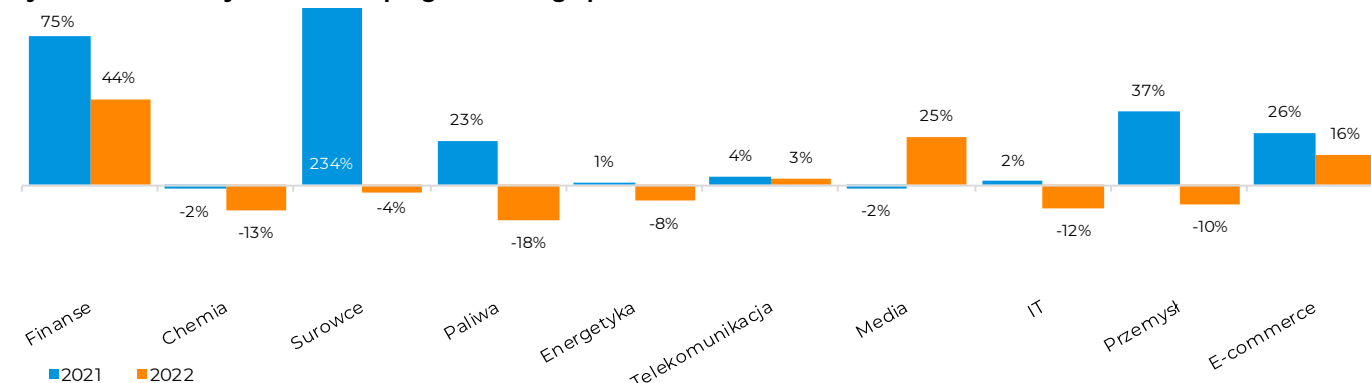
Źródło: Bloomberg, mBank

**Potencjał zmiany cen dla sektorów**



Źródło: mBank; na podstawie cen docelowych według mBanku

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



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

## Odchylenie prognoz mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mBank	TP mBank <sup>1</sup>	Rekomendacje <sup>2</sup>			TP kons. <sup>3</sup>	mBank/kons. TP	ZN mBank/kons.			EBITDA mBank/kons.			Liczba prognoz <sup>4</sup>
			▲	▶	▼			2021	2022	2023	2021	2022	2023	
<b>Finanse</b>														
Alior Bank	akumuluj	30,00	7	6	2	36,08	-16,8%	-28%	-30%	-28%				10
BNP Paribas Polska	kupuj	90,00	8	1	0	78,60	+14,5%	-29%	+60%	+109%				3
Handlowy	akumuluj	49,50	3	5	4	43,94	+12,6%	+18%	+12%	+8%				6
ING BSK	akumuluj	190,00	10	2	1	202,50	-6,2%	-2%	-6%	-13%				6
Millennium	trzymaj	4,20	6	4	4	4,99	-15,8%	-	+127%	-3%				7
Pekao	kupuj	102,00	12	5	2	100,62	+1,4%	-19%	-5%	-7%				11
PKO BP	kupuj	40,66	11	6	1	41,78	-2,7%	-4%	-5%	-9%				10
Santander Bank Polska	kupuj	283,70	8	7	1	266,01	+6,7%	-	+14%	+4%				8
Komercni Banka	akumuluj	804,77	12	7	0	853,57	-5,7%	-7%	+8%	+11%				14
Moneta Money Bank	kupuj	95,50	8	2	0	96,68	-1,2%	-0%	-1%	+12%				4
Erste Group	akumuluj	34,06	19	3	1	37,26	-8,6%	+4%	+11%	+9%				17
RBI	akumuluj	21,00	14	4	3	22,76	-7,7%	-18%	-21%	-25%				14
OTP Bank	trzymaj	15 143	13	4	0	17 705	-14,5%	-6%	-7%	-				15
PZU	akumuluj	40,63	8	4	0	39,84	+2,0%	+5%	+4%	+1%				8
Kruk	akumuluj	288,46	2	2	3	287,37	+0,4%	-14%	+0%	-8%				3
GPW	trzymaj	44,48	1	5	1	51,16	-13,1%	+13%	+9%	+6%	+8%	+7%	+7%	4/3
<b>Chemia</b>														
Ciech	trzymaj	47,47	5	4	0	46,64	+1,8%	-11%	-0%	-2%	-1%	-2%	-1%	5/4
Grupa Azoty	sprzedaj	20,97	2	2	4	34,85	-39,8%	-52%	-	-	-17%	-32%	-25%	2/2
<b>Surowce</b>														
JSW	kupuj	48,09	2	0	6	24,62	+95,4%	+122%	+125%	-	+20%	+30%	+85%	5/4
KGHM	kupuj	245,39	8	3	3	214,09	+14,6%	+20%	+12%	+31%	+12%	+8%	+21%	12/11
<b>Paliwa</b>														
Lotos	kupuj	67,20	8	4	1	61,79	+8,8%	+51%	-27%	-5%	+42%	-12%	-4%	8/10
MOL	kupuj	2 816,0	7	7	0	2 659,5	+5,9%	-3%	-54%	-32%	+3%	-19%	-10%	10/9
PGNiG	akumuluj	7,45	5	4	0	7,04	+5,9%	+23%	+8%	+8%	+14%	+5%	+8%	8/7
PKN Orlen	redukuj	70,59	5	8	5	75,42	-6,4%	-5%	-69%	-55%	+4%	-24%	-17%	15/15
<b>Energetyka</b>														
CEZ	kupuj	722,14	7	6	1	637,60	+13,3%	-5%	-0%	+2%	-0%	-1%	-1%	7/6
Enea	zawieszona	-	6	2	0	11,40	-	+7%	+1%	+8%	+3%	-1%	+12%	6/5
PGE	zawieszona	-	6	4	0	10,31	-	+4%	-65%	-32%	-2%	-14%	+1%	8/7
Polenergia	trzymaj	78,59	1	3	0	74,47	+5,5%	+13%	-5%	+8%	+6%	-4%	+4%	2/2
Tauron	zawieszona	-	8	1	0	4,51	-	-8%	-25%	-27%	-3%	-6%	-6%	6/5
<b>Telekomunikacja</b>														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	27,90	10	3	1	32,53	-14,2%	-49%	+4%	+6%	-41%	+13%	+12%	5/6
Orange Polska	kupuj	8,20	7	7	2	7,53	+8,8%	+37%	+4%	-2%	+14%	+11%	+11%	7/6
<b>Media</b>														
Wirtualna Polska	kupuj	126,00	9	1	0	115,66	+8,9%	+7%	+3%	-2%	+6%	+2%	-1%	4/4
<b>IT</b>														
Asseco BS	równoważ	-	1	3	0	40,60	-	-4%	-	-	-3%	-	-	3/3
Asseco Poland	kupuj	80,70	6	2	0	80,90	-0,2%	-8%	-6%	-5%	-5%	-5%	-7%	6/5
Asseco SEE	przeważaj	-	3	1	0	45,50	-	+1%	-	-	+1%	-	-	3/3
Comarch	kupuj	267,00	5	2	0	250,67	+6,5%	-15%	-11%	-10%	-6%	-5%	-5%	4/4
<b>Przemysł</b>														
Alumetal	równoważ	-	3	2	0	54,87	-	+13%	-2%	-	+7%	-3%	-	4/4
Astarta	przeważaj	-	2	1	1	50,73	-	+39%	+112%	+89%	+3%	+28%	-	2/1
Famur	trzymaj	2,50	2	3	0	2,68	-6,5%	-1%	-14%	-18%	-5%	-19%	-23%	4/3
Grupa Kęty	trzymaj	599,16	4	5	0	692,75	-13,5%	+1%	-5%	-8%	+2%	-5%	-6%	6/6
Kernel	kupuj	75,85	5	0	0	74,59	+1,7%	+8%	-2%	-4%	-6%	-6%	-0%	4/3
Stalprodukt	trzymaj	403,06	0	3	0	399,35	+0,9%	+5%	-6%	-1%	+5%	-0%	+2%	3/3
<b>E-commerce</b>														
Allegro	sprzedaj	54,00	8	6	2	78,54	-31,2%	-10%	-11%	-10%	-7%	-10%	-12%	10/10
Answear	kupuj	51,20	2	0	0	46,73	+9,6%	+12%	+3%	+14%	+18%	+12%	+19%	3/3

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

## Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2021	2022	2021	2022
<b>Finanse</b>										
Alior Bank	akumuluj	2021-05-07	28,80	30,00	38,20	+3,7%	12,3	11,8	-	-
BNP Paribas Polska	kupuj	2021-04-19	66,60	90,00	70,20	+28,2%	17,2	6,1	-	-
Handlowy	akumuluj	2021-04-19	43,25	49,50	46,10	+7,4%	8,3	13,6	-	-
ING BSK	akumuluj	2021-05-07	176,40	190,00	191,60	-0,8%	14,7	13,8	-	-
Millennium	trzymaj	2021-04-19	3,80	4,20	5,10	-17,6%	-	9,9	-	-
Pekao	kupuj	2021-04-19	76,24	102,00	95,10	+7,3%	17,3	11,8	-	-
PKO BP	kupuj	2021-04-23	32,91	40,66	37,63	+8,1%	10,8	10,8	-	-
Santander Bank Polska	kupuj	2021-04-19	211,80	283,70	253,30	+12,0%	-	11,8	-	-
Komercyjni Banka	akumuluj	2021-07-06	779,00	804,77 CZK	808,50	-0,5%	16,4	11,9	-	-
Moneta Money Bank	kupuj	2021-04-09	78,20	95,50 CZK	88,05	+8,5%	15,3	12,1	-	-
Erste Group	akumuluj	2021-07-06	31,57	34,06 EUR	33,31	+2,3%	10,8	9,1	-	-
RBI	akumuluj	2021-04-09	18,52	21,00 EUR	19,67	+6,8%	10,2	8,7	-	-
OTP Bank	trzymaj	2021-06-02	15 865	15 143 HUF	16 555	-8,5%	11,2	10,2	-	-
PZU	akumuluj	2021-06-02	37,29	40,63	37,30	+8,9%	10,1	10,1	-	-
Kruk	akumuluj	2021-07-06	267,00	288,46	307,80	-6,3%	13,0	12,5	-	-
GPW	trzymaj	2021-04-09	45,76	44,48	43,44	+2,4%	11,5	12,3	-	-
<b>Chemia</b>										
Ciech	trzymaj	2021-06-02	46,70	47,47	48,05	-1,2%	10,8	11,4	5,8	5,6
Grupa Azoty	sprzedaj	2021-08-04	29,64	20,97	29,64	-29,3%	17,7	-	7,9	11,3
<b>Surowce</b>										
JSW	kupuj	2021-04-09	31,88	48,09	33,62	+43,0%	6,1	6,4	2,2	2,0
KGHM	kupuj	2021-06-02	208,80	245,39	196,30	+25,0%	6,2	6,8	3,5	3,4
<b>Paliwa</b>										
Lotos	kupuj	2021-08-04	52,52	67,20	52,52	+28,0%	5,7	11,5	3,4	4,2
MOL	kupuj	2021-07-06	2 378	2 816 HUF	2 422	+16,3%	7,5	16,6	3,7	4,6
PGNiG	akumuluj	2021-07-06	6,58	7,45	6,30	+18,3%	8,5	9,2	3,5	3,5
PKN Orlen	redukuj	2021-07-06	77,80	70,59	73,68	-4,2%	7,7	23,8	4,7	6,9
<b>Energetyka</b>										
CEZ	kupuj	2021-07-06	598,00	722,14 CZK	608,00	+18,8%	18,0	15,2	7,8	7,5
Enea	zawieszona	2021-06-02	8,76	-	8,74	-	3,5	4,3	3,2	2,9
PGE	zawieszona	2021-06-02	9,94	-	8,81	-	9,1	39,7	3,2	3,3
Polenergia	trzymaj	2021-06-02	70,20	78,59	71,40	+10,1%	27,0	28,0	14,2	13,9
Tauron	zawieszona	2021-06-02	3,40	-	3,28	-	4,3	6,0	4,8	5,1
<b>Telekomunikacja</b>										
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-12-08	27,84	27,90	33,12	-15,8%	14,2	13,7	7,7	7,6
Netia	zawieszona	2021-07-06	6,92	-	6,94	-	-	-	-	-
Orange Polska	kupuj	2020-12-08	6,52	8,20	7,55	+8,7%	33,5	21,7	4,9	4,8
<b>Media</b>										
Agora	trzymaj	2021-07-06	10,40	10,60	9,38	+13,0%	-	-	13,3	8,4
Wirtualna Polska	kupuj	2021-05-06	99,20	126,00	125,00	+0,8%	26,6	22,4	13,6	11,7
<b>IT</b>										
Ailleron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	12,50	-	19,4	-	6,9	-
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	36,20	-	15,7	-	10,2	-
Asseco Poland	kupuj	2020-09-02	70,20	80,70	79,00	+2,2%	16,5	15,5	5,0	4,8
Asseco SEE	przeważają	2020-08-07	43,70	-	39,90	-	15,8	-	8,0	-
Atende	przeważają	2020-11-27	3,44	-	5,68	-	19,2	-	9,2	-
Comarch	kupuj	2021-03-30	219,00	267,00	268,00	-0,4%	19,7	19,2	7,9	7,6
Sygnity	trzymaj	2021-03-18	11,10	11,60	9,90	+17,2%	4,8	8,6	4,1	4,7
<b>Gaming</b>										
11 bit studios	zawieszona	2021-05-07	501,00	-	476,40	-	-	-	-	-
CD Projekt	zawieszona	2021-05-07	156,52	-	175,52	-	-	-	-	-
PlayWay	zawieszona	2021-05-07	430,20	-	454,80	-	-	-	-	-
Ten Square Games	zawieszona	2021-05-07	420,00	-	542,00	-	-	-	-	-
<b>Przemysł</b>										
AC	przeważają	2021-04-29	37,00	-	36,90	-	14,2	12,0	9,3	8,1
Alumetal	równoważ	2021-05-31	68,00	-	59,00	-	7,1	10,8	5,6	8,0
Amica	niedoważają	2021-04-09	153,20	-	156,20	-	11,5	11,3	6,4	6,4
Aparator	równoważ	2021-04-29	23,90	-	24,60	-	9,4	12,8	5,6	7,3
Astarta	przeważają	2021-04-26	38,20	-	48,05	-	2,7	3,4	1,9	1,8
Boryszew	równoważ	2021-05-31	3,29	-	3,37	-	20,6	13,9	7,0	6,1
Cognor	kupuj	2021-06-18	3,57	4,30	4,20	+2,4%	5,7	8,5	3,6	4,6
Famur	trzymaj	2021-04-09	2,53	2,50	2,25	+11,4%	10,1	12,2	2,1	1,9
Forte	przeważają	2021-07-30	57,50	-	55,50	-	10,1	8,5	6,5	6,0
Grupa Kęty	trzymaj	2021-07-06	679,00	599,16	684,00	-12,4%	12,9	14,9	9,0	10,2
Kernel	kupuj	2021-07-06	54,10	75,85	54,80	+38,4%	3,4	3,9	3,1	3,5
Mangata	równoważ	2021-05-31	87,80	-	80,80	-	10,4	11,1	6,9	7,1
Mo-BRUK	kupuj	2021-07-06	326,00	379,61	331,00	+14,7%	11,9	11,3	8,6	8,0
PKP Cargo	sprzedaj	2021-04-09	19,08	16,21	18,46	-12,2%	-	-	4,4	3,9
Stalprodukt	trzymaj	2021-06-02	382,00	403,06	370,00	+8,9%	8,3	11,4	3,8	4,2
<b>E-commerce</b>										
Allegro	sprzedaj	2020-11-18	67,89	54,00	67,12	-19,5%	63,6	51,2	36,0	30,7
Answer	kupuj	2021-08-04	33,40	51,20	33,40	+53,3%	26,5	21,6	14,0	12,0
Vercom	akumuluj	2021-07-09	54,20	59,30	53,70	+10,4%	32,0	24,8	22,2	16,9
<b>Handel</b>										
AmRest	zawieszona	2020-12-08	25,80	-	26,80	-	-	-	-	-
CCC	zawieszona	2021-05-07	111,80	-	119,65	-	-	-	-	-
Dino	zawieszona	2021-05-07	247,30	-	313,40	-	-	-	-	-
Eurocash	zawieszona	2021-05-07	14,32	-	12,14	-	-	-	-	-
Jeronimo Martins	zawieszona	2021-05-07	15,38	-	17,62	-	-	-	-	-
LPP	zawieszona	2021-05-07	10 640,00	-	14 580,00	-	-	-	-	-
TIM	przeważają	2020-12-08	18,90	-	37,25	-	20,8	21,4	11,6	11,7
VRG	zawieszona	2021-07-06	3,64	-	3,30	-	-	-	-	-

## Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Answear	kupuj	zawieszona	51,20	PLN	2021-08-04
Grupa Azoty	sprzedaj	trzymaj	20,97	PLN	2021-08-04
Lotos	kupuj	akumuluj	67,20	PLN	2021-08-04

## Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Agora	trzymaj	akumuluj	10,60	PLN	2021-07-06
CEZ	kupuj	kupuj	722,14	CZK	2021-07-06
Erste Group	akumuluj	trzymaj	34,06	EUR	2021-07-06
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	599,16	PLN	2021-07-06
Kernel	kupuj	kupuj	75,85	PLN	2021-07-06
Komercni Banka	akumuluj	trzymaj	804,77	CZK	2021-07-06
Kruk	akumuluj	akumuluj	288,46	PLN	2021-07-06
Mo-BRUK	kupuj	trzymaj	379,61	PLN	2021-07-06
MOL	kupuj	trzymaj	2816,00	HUF	2021-07-06
Netia	zawieszona	trzymaj	-	-	2021-07-06
PGNiG	akumuluj	trzymaj	7,45	PLN	2021-07-06
PKN Orlen	redukuj	trzymaj	70,59	PLN	2021-07-06
VRG	zawieszona	akumuluj	-	-	2021-07-06
Vercom	akumuluj		59,30	PLN	2021-07-09
Forte	przeważaj	równoważ	-	-	2021-07-30

## Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	5,4%	0	0,0%
redukuj	1	1,8%	0	0,0%
niedoważaj	1	1,8%	1	4,3%
trzymaj	11	19,6%	4	17,4%
równoważ	6	10,7%	1	4,3%
akumuluj	10	17,9%	8	34,8%
kupuj	18	32,1%	8	34,8%
przeważaj	6	10,7%	1	4,3%

**Kalendarium wydarzeń**

Data	Spółka	Wydarzenie
4 sie	<b>Alior Bank</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
4 sie 10:00	<b>Alior Bank</b>	Telekonferencja z Zarządem ( <a href="https://www.aliorbank.pl/l/konferencja">https://www.aliorbank.pl/l/konferencja</a> )
4 sie	<b>Asseco SEE</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
4 sie	<b>Grupa Kęty</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
4 sie	<b>Pekao</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
4 sie 12:00	<b>Pekao</b>	Telekonferencja z Zarządem ( <a href="http://infostrefa.tv/pekaoo/">http://infostrefa.tv/pekaoo/</a> )
5 sie 10:00	<b>Asseco SEE</b>	Telekonferencja z Zarządem
5 sie	<b>Allegro</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
5 sie 11:00	<b>Allegro</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
6 sie	<b>ING BSK</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
6 sie 10:30	<b>ING BSK</b>	Telekonferencja z Zarządem ( <a href="http://infostrefa.tv/ing/">http://infostrefa.tv/ing/</a> )
6 sie 10:00	<b>MOL</b>	Publikacja wyników za 2Q'21 i telekonferencja (MS Teams)
6 sie	<b>OTP Bank</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
6 sie 15:00	<b>OTP Bank</b>	Telekonferencja z Zarządem (T:+44 203 481 5237; ID: 939 2347 9129 PIN: 938349)
10 sie	<b>CEZ</b>	Publikacja wyników za 2Q'20
10 sie 16:00	<b>CEZ</b>	Telekonferencja z Zarządem (T:+48 225 839 021; PIN: 42926090#)
11 sie	<b>AC</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
11 sie	<b>Astarta</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
11 sie	<b>Polenergia</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
12 sie 11:15	<b>ASBIS</b>	Telekonferencja z Zarządem
12 sie	<b>BNP Paribas</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
12 sie	<b>Energa</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
12 sie	<b>Lotos</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
12 sie	<b>Netia</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
12 sie	<b>PKO BP</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
13 sie	<b>Agora</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
13 sie	<b>Cognor</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
13 sie	<b>Sygnity</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
16 sie	<b>Alumetal</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
17 sie	<b>KGHM</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
18 sie	<b>Cyfrowy Polsat</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
18 sie	<b>Huuuge</b>	Wygaśnięcie lock-up z IPO dla głównych akcjonariuszy pre-IPO (bez CEO)
18 sie	<b>Tauron</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
19 sie	<b>JSW</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
19 sie	<b>Mo-BRUK</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
19 sie	<b>PGNiG</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
20 sie	<b>Citi Handlowy</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
20 sie	<b>Dino</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
20 sie	<b>PKP Cargo</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
23 sie	<b>Ten Square Games</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
24 sie	<b>Wirtualna Polska</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
25 sie	<b>Asseco Poland</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
25 sie	<b>Eurocash</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
26 sie	<b>11 bit studios</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
26 sie	<b>VRG</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
27 sie	<b>PlayWay</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
27 sie	<b>PZU</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
30 sie	<b>Stalprodukt</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
31 sie	<b>Apator</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
31 sie	<b>Comarch</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
31 sie	<b>Famur</b>	Publikacja wyników za 2Q'21
31 sie	<b>Vercom</b>	Publikacja wyników za 2Q'21



## Makroekonomia

### Produkcja przemysłowa w czerwcu

Wynik produkcji był zgodny z konsensusem prognoz, ale ceny producentów wzrosły szybciej niż oczekiwano. Produkcja rośnie mniej więcej w tempie przyspieszonego trendu, choć wynik z czerwca był najniższy od trzech miesięcy. Zmiennością produkcji rządzą naszym zdaniem głównie czynniki podażowe, choć w najbliższym czasie globalny cykl wejdzie w okres przejściowy, w którym popyt na towary konsumpcyjne będzie niższy (nie wiemy w jakim stopniu zrównoważy go popyt na dobra kapitałowe). W cenach producentów widzimy coraz więcej efektów drugiego rzędu. 7% to wciąż nie jest tegoroczne maksimum. Wyniki produkcji pozostają jeszcze pod wpływem efektów bazy z ubiegłego roku, co wciąż odbija się na dynamikach rocznych. Efekt ten jednak maleje z czasem, bo porównujemy bieżący strumień produkcji z miesiącami ubiegłego roku, kiedy strumień produkcji był jeszcze niski, ale już solidnie przyspieszał. W ujęciu odsezonowanym produkcja osiągnęła jedynie +0,2% m/m. To wynik słabszy niż w poprzednich miesiącach, ale mimo wszystko nadal produkcja plasuje się w okolicy przyspieszonego trendu. Nadrabianie produkcji straconej podczas najsilniejszych restrykcji epidemicznych trwa i pewnie przed końcem wakacji się zakończy. Bardzo niska (bliska rekordowej) liczba firm wskazuje barierę popytu jako barierę rozwojową. Z kolei zdecydowanie rekordowa liczba jednostek nie ma wątpliwości, że barierą rozwojową jest niedobór surowców i materiałów. Poszlaki prowadzą więc wciąż do stwierdzenia, że to problemy po stronie podażowej w większym stopniu sterują obecnie miesięcznymi wynikami produkcji sprzedanej i jej zmiennością. Wniosek spójny jest też z tym, co można było wyczytać choćby po ostatniej publikacji ankiety PMI. Nie wiemy oczywiście na ile istotne są tu dodatkowe dostosowania cenowe, które mogą prowadzić do efektów substytucyjnych w popycie (a więc już do efektów realnych) i jak szybko będzie proces adaptacji firm do wyższych cen. Dobra sytuacja dochodowa zarówno firm i konsumentów sprawia, że krzywe popytu mogą być strome (okresowo słabo zależne od cen), a wyższe ceny dość łatwo powinny poruszać się w kierunku odbiorcy końcowego z niewielkim wpływem na zmienne realne.

Rzut oka na ceny producentów sprawia, że w sferze nominalnej mamy do czynienia z dużymi zmianami. Dość szybko ceny bazowe producentów (a więc te wyłączające efekty pierwszego rzędu zmian cen ropy naftowej) pną się w górę. Widać oczywiście efekty pierwszego rzędu płynące z problemów podażowych w danych sekcjach (wzrosty cen w równowagach cząstkowych na poszczególnych rynkach). Widać też z pewnością efekty kursowe (kurs walutowy jest ważną i istotną statystycznie zmienną wpływającą na ceny producentów). Całkowity efekt cenowy, który obserwujemy od początku pandemii wyłączając zmiany cen energii (ale nie wyłączając zmian cen surowców) jest już bardzo zbliżony do całkowitego efektu kursowego w wysokości kilku procent. Biorąc pod uwagę strukturę kosztów prowadzi nas to do stwierdzenia, że powoli widać jednocześnie efekty drugiego rzędu i dopasowania cen względnym pomiędzy różnymi sekcjami (a więc też niejako wstępne podniesienie się poziomu cen w równowadze ogólnej). Wstępne szacunki sugerują, że lipcowa dynamika cen bazowych w przetwórstwie będzie nadal silnie dodatnia w ujęciu miesięcznym (i ponownie zderzamy ją z efektem niskiej bazy z poprzedniego roku). Ceny producentów jeszcze urosną. Obok problemów natury podażowej, gdzieś w tle wciąż się musi jednak również pewien aspekt popytowy. Otóż otwierające się gospodarce powinny, przynajmniej przez pewien czas, generować relatywnie więcej popytu usługowego (dotychczas zamrożonego) i relatywnie mniej towarowego. Można zaryzykować stwierdzenie, że w najbliższym czasie ubędzie popytu na dobra konsumpcyjne. W tym samym czasie rozpędał będzie się cykl inwestycyjny, ale krótkoterminowy efekt nie jest pewny i może skutkować

obniżeniem się dynamiki produkcji w krajach, które istotnie zyskały w trakcie pandemii właśnie z uwagi na przeważenie w kierunku dóbr konsumpcyjnych. Temat będziemy uważnie monitorować.

### Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w czerwcu o 8,6% r/r. To wynik nieco słabszy od naszej prognozy (9,2% r/r), ale lepszy od konsensu prognoz (8,4% r/r). Ogólny obraz sprzedaży detalicznej w czerwcu nie zaskakuje. Po okresie przyspieszenia konsumpcji towarów z uwagi na poluzowanie obostrzeń przyszedł czas na umiarkowanie. Wzrosty strumienia sprzedaży prawdopodobnie coraz bliższe są typowym dla gospodarki będącej po prostu na ścieżce wzrostu, a nie domykającej epidemiczną dziurę w konsumpcji. Przez pewien czas konsumpcja towarów nie będzie solidnie przyspieszała i zobaczymy przeważenie akcentów w kierunku usług. W ujęciu odsezonowanym sprzedaż była wyższa w porównaniu do maja o 0,8% m/m. To zdecydowanie słabsza miesięczna dynamika niż w poprzednim miesiącu - wówczas wynik sprzedaży był pod silnym wpływem otwierania galerii handlowych. To też gorsza miesięczna dynamika niż w pierwszych miesiącach otwierania gospodarki w zeszłym roku - teraz inny był harmonogram luzowania (było skupione w maju, a nie rozłożone po miesiącach), inna była też skala zamknięcia gospodarki i wcześniejszych spadków sprzedaży. Ten przydługi wstęp prowadzi do jednego wniosku - osłabienie dynamiki sprzedaży detalicznej to nie sygnał słabości gospodarki, czy konsumenta, tylko efekt ustąpienia widocznego wpływu pandemicznych restrykcji. Odłożony popyt został w większości zrealizowany w poprzednim miesiącu (nie dodawał więc zbyt wiele do czerwcowego wyniku), stąd umiarkowane przyrosty sprzedaży detalicznej. Wzrosty strumienia sprzedaży prawdopodobnie coraz bliższe są typowym dla gospodarki będącej po prostu na ścieżce wzrostu (obecnego wzrostu: biorąc pod uwagę obecny stan rynku pracy i chęci konsumpcji oszczędności), a nie domykającej epidemiczną dziurę w konsumpcji.

To powiedziawszy należy nadmienić, że strumień sprzedaży wciąż pozostawał w czerwcu poniżej długookresowego trendu (z lat 2014-19) - nie spodziewamy się szybkiego odbicia sprzedaży w te okolice (to już za nami), ale będziemy dalej obserwować powolny powrót do trendu. Skoro sprzedaż pozostawała poniżej trendu, to luka (skumulowane odchylenie sprzedaży od trendu) wciąż się pogłębiała. Konsumenci nie kupują obecnie z nawiązką towarów, których nie mogli kupić wcześniej (nie kupują 2 rzeczy teraz, bo wcześniej udało im się kupić tylko jedną). Po prostu kupują więcej i w tym sensie popyt wrócił już do poprzednich poziomów. Eksplozji jednak nie było. Nie widać dążenia, aby nadrobić to, czego nie udało się skosztować wcześniej. To od początku był nasz scenariusz bazowy. Nadrabianie implikowałoby przejściowy wyskok ponad trend.

Patrząc na rozbieżności sektorowe, na pierwsze miejsce (pod względem rocznych dynamik) wysunęła się sprzedaż odzieży i obuwi. To raczej nie efekt bazy (zeszły rok przyniósł solidne wyniki tej kategorii w czerwcu), wzrosty możemy powiązać z powrotem konsumentów do sklepów (tych tradycyjnych, zarówno udział sprzedaży przez Internet w sprzedaży ogółem, jak i jej dynamika spadły w tym miesiącu). Silnie w ujęciu r/r rosła też sprzedaż farmaceutyków, co akurat możemy powiązać z niską bazą z roku poprzedniego. Przyspieszyła też sprzedaż paliw. Analizując implikacje wyniku sprzedaży detalicznej na konsumpcję w II kwartale warto pamiętać, że sprzedaż towarów była - w kolejnych miesiącach - coraz mniejszym źródłem przyspieszania. Pałeczkę powoli przejmują usługi i teraz tam obserwujemy powrót strumienia konsumpcji usług do poprzednich poziomów (choć tu nasz ogląd jest nieco bardziej założony, bo na razie konsumpcji usług nie możemy poprawnie odsezonować). Dodatkowo

część konsumpcji, która mogła być zaspokajana poprzez zakupy towarów, teraz przeniesie się do sektora usługowego (najprostszym przykładem jest gastronomia). II kwartał powinien przynieść wzrosty konsumpcji w okolicach 14%. Wspomniana substytucja będzie hamować przyrosty sprzedaży detalicznej i opóźniać jej powrót do trendu. Nie jest to jednak czas by bić na alarm w przypadku całego agregatu konsumpcji - dobry rynek pracy, wzrosty wynagrodzeń i na razie brak perspektyw szerokiego zamknięcia gospodarki przy IV fali powinny sprzyjać zarówno sprzedaży towarów jak i usług. Główne ryzyko na horyzoncie to powrót restrykcji lub powrót obaw zdrowotnych konsumentów i w efekcie niższa aktywność. Nie akcentujemy jednak zbyt mocno tego ryzyka. Konsumenci mają wysokie oszczędności i od ich preferencji (oraz rozłożenia tych oszczędności w różnych grupach dochodowych) zależy tempo powrotu całej konsumpcji do trendu. Obstawialibyśmy, że ograniczenie budżetowe jest raczej niewiążące. Wciąż bliżej nam więc w tym przypadku do ryzyka w górę niż w dół na całej konsumpcji.

### Inflacja

Polska: 5% inflacja po raz pierwszy od 2011 roku. Wysoka inflacja to spore zaskoczenie, ale możemy je jednoznacznie przypisać kategoriom bazowym. W kolejnych miesiącach inflacja będzie rosła. Nie zmieniamy zdania, że powrót do celu w średnim terminie jest niemożliwy. Inflacja nie wróci nawet do przedziału wahań (a więc poniżej 3,5%). W dalszym ciągu naszym scenariuszem bazowym jest rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp na początku 2022 roku, jednak ryzyko wcześniejszego zacieśnienia wzrosło. Wyższych inflacji należy szukać w roku 2001. W (podanej) kompozycji inflacji nie ma wielkich niespodzianek. Spadek inflacji cen żywności o 0,4% m/m był zgodny z naszymi szacunkami, nieco niżej naszych oczekiwań uplasowała się dynamika cen paliw (+4,4% m/m) i energia (0,1% m/m). I te czynniki odpowiadają za przyspieszenie inflacji w okolice 4,8% i jednocześnie także dużą (aczkolwiek nie przeważającą) część osiągniętych poziomów. Brakujące 0,2% dołożyła inflacja bazowa, która przyspieszyła z 3,5% do 3,6-3,7%. A co w niej? Tego niestety nie wiemy i możemy tylko spekulować, że to rekreacja i kultura oraz hotele i restauracje (może wsparte ubezpieczeniami). Taka kompozycja odpowiadałaby nam najbardziej, gdyż najlepiej pasowałaby do obrazu świata, który ukazuje się w naszych analizach. Kompozycja w tym przypadku ma spore znaczenie. Jeśli mamy rację, to skokowe dostosowanie cen miesięcznych we wspomnianych kategoriach bazowych bliskie jest apogeum. Przy takich założeniach oraz przy dodaniu delikatnego echa wzrostu cen paliw w sierpniu, wyższych niż standardy sezonowe cen żywności oraz małej podwyżki cen gazu w sierpniu, ciężko będzie uzyskać wyniki niższe niż 5% do końca roku, a sama końcówka może sprawić solidną niespodziankę skokowym wzrostem w okolice 5,5%. Pisaliśmy wyraźnie, że ścieżka jest wzrostowa. Pisaliśmy też, że przy wysokiej inflacji prawdopodobieństwo niespodzianek tego typu jak dziś (nazwijmy je nielinowościami, bo modelowe woły robocze są liniowe) jest wysokie i pewnie rosnące wprost proporcjonalnie do poziomu inflacji. Ten z kolei silnie zależny jest od ścieżki i ostatniego odczytu. W poprzednim miesiącu bujnęło w dół, teraz w górę. W obecnych warunkach potrzeba dużo wyobraźni, aby zakładać silne spadki cen w 2022 roku. Oczywiście częściowo zadziała baza statystyczna i inflacja trochę zwolni. Dodając jednak do tego wyższe ceny nośników energii oraz pamiętając, że w 2022 roku w zasadzie minie okres, w którym luka popytowa miała szansę negatywnie oddziaływać na ceny, pozostaje nam podtrzymać prognozę, że inflacja w 2022 roku nawet nie wróci do przedziału wahań, czyli nie obniży się poniżej 3,5%.

RPP dostała niejako w prezencie niższy odczyt inflacji podczas ostatniej publikacji projekcji inflacyjnych. W zbiegu z niskimi odczytami oczekiwań inflacyjnych pozwoliło to na kontynuację narracji o przejściowych, niezależnych od polityki pieniężnej wzrostach cen. W kolejnych miesiącach ta narracja będzie coraz trudniejsza do utrzymania, bo oczekiwania będą

rosły, a 5% inflacja rozpali wyobraźnię i obstawiamy, że będzie solidnie komentowana w mediach. Listopadowa projekcja NBP w zasadzie już teraz ma podstawy do wypadnięcia poza górny przedział wahań w średnim terminie. Do tej pory obstawialiśmy pierwszą podwyżkę stóp na początku 2022 roku, jednak w obecnym momencie zaczynamy bardzo uważnie wsłuchiwać się w głosy poszczególnych członków RPP i pieczołowicie liczyć szable. Oczekiwania rynkowe z pewnością się przesuną.

### Rynek pracy

Dane z polskiego rynku pracy za czerwiec napawają optymizmem. Zatrudnienie wzrosło o 2,8% r/r, przeciętne wynagrodzenie było wyższe o 9,8% r/r. Otwieranie się gospodarki znajduje swoje pozytywne odbicie również w danych z rynku pracy. Większych zagrożeń dla dalszych wzrostów na horyzoncie nie widać. Wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw o 2,8% r/r był wyższy zarówno od konsensusu prognoz (2,7% r/r), naszej prognozy (również 2,7% r/r) i w końcu zesłomiesięcznego wyniku (ponownie 2,7% r/r). W czerwcu przybyło 20,8 tys. miejsc pracy, co jest najlepszym czerwcowym wynikiem od 2007 roku. Podobny przyrost miejsc pracy odnotowano przed miesiącem (21,6 tys.), ale wówczas do wzrostu przeciętnego zatrudnienia doliczano osoby wracające ze świadczeń opiekuńczych. W czerwcu ten czynnik był naszym zdaniem pomijalny - wzrost zatrudnienia przypisać należy w pierwszej kolejności otwieraniu i rozpędzaniu gospodarki. Komentarz GUS na pierwszym miejscu wymienia przyjęcia w jednostkach i zwiększanie wymiaru etatów, choć wskazuje również na mniejszą absencję chorobową pracowników. Oczywiście nie cały przyrost zatrudnienia należy przypisywać tylko otwieraniu gospodarki. Czerwiec sezonowo jest miesiącem z przyrostami zatrudnienia. Ten odnotowany w tym roku był jednak istotnie wyższy. W kwestii rozbitcia sektorowego skazani jesteśmy na razie na szacunki i domysły (pełne rozbitcie poznamy w piątek) - naszym zdaniem wzrosty rozlały się po wielu kategoriach. W ankietach dla przemysłu (rekordowy PMI) firmy raportowały zatrudnianie nowych pracowników. Naturalnym (i pierwszym) kandydatem są też usługi, w szczególności te, które otwierały się w maju/czerwcu po okresach restrykcji (branża gastronomiczna, rozrywkowa). Czerwiec był kolejnym (po maju) miesiącem, w którym teoretycznie moglibyśmy odnotować negatywny wpływ rozliczeń Tarczy PFR (skończył się okres, w którym opłacało się "trzymać" pracownika) - ponownie jednak nie widać w danych negatywnych efektów rozliczeń Tarczy. Najbliższe miesiące powinny przynieść dalsze wzrosty zatrudnienia, które korzystać będzie z silnego przemysłu, wyższej aktywności konsumentów i wygasaniu restrykcji epidemicznych (zakładamy, że wpływ makroekonomiczny kolejnych fal zachorowań będzie już znacznie mniejszy).

Płace wpisały się w optymistyczny obraz rynku pracy. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 9,8% r/r, przebijając konsensus (9,5% r/r) i plasując się blisko naszej prognozy (9,9% r/r). W ujęciu m/m dynamika płac była zgodna z długookresową tendencją dla czerwca. Wciąż roczną dynamikę podbijała baza z roku ubiegłego - ten efekt będzie wygasał w najbliższych miesiącach. Podobnie jak w przypadku zatrudnienia, nie znamy jeszcze rozbitcia sektorowego, można jednak przypuszczać, że wzrosty płac były najsilniejsze w kategoriach o wysokim przyroście zatrudnienia. Anegdotyczne dowody sugerują wzrosty płac w gastronomii (potwierdzenia tej hipotezy szukać będziemy w piątkowych danych, w maju efekt ten był niewielki). Choć w ujęciu r/r dynamika płac będzie się obniżać (baza) to wzrost wynagrodzeń będzie pozostawał wysoki, za sprawą chociażby wysokiego popytu na pracę.

### mBank Research

(M. Mazurek, M. Zdrolik, A. Wytrykowska, J. Kownacki)  
[research@mbank.pl](mailto:research@mbank.pl)

## Chemia

### Grupa Azoty sprzedaj (obniżona)

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

W 2Q'21 naszym zdaniem Grupa Azoty zanotuje spadek r/r nominalnych wyników mimo dobrego otoczenia w segmencie nawozowym (rosnące ceny), tworzyw sztucznych (wzrost cen CAP i PA6) oraz produktów chemicznych (eksplozja cen alkoholi OXO). W kontekście ponad 50% r/r poprawy EBITDA Yara w Europie w 2Q'21, inwestorzy mogą negatywnie ocenić wyniki polskiego producenta nawozów. W drugim półroczu w związku z niskimi stanami magazynowymi ceny gazu nadal będą wywierały presję na rentowność segmentu nawozów. Warto zwrócić uwagę, że już obecnie ceny nawozów w relacji do cen zbóż znajdują się na wysokich poziomach, co utrudniać będzie dalszy wzrost cen. Dodatkowo spółka w najbliższych latach będzie się musiała zmierzyć z wysokimi cenami certyfikatów CO<sub>2</sub> (w latach 2020-2022 koszt uprawnień wzrośnie dwukrotnie o ponad 300 mln PLN). Widzimy poważne ryzyko dalszej erozji marży w 2022 roku, po tym jak na przełomie 2021/22 oddana do użytku będzie instalacja konkurencyjnego Anwil zwiększająca o 50% moce w nawozach azotowych (z 966 tys. ton do 1 461 tys. ton rocznie). Dodatkowo jako ryzyko spostrzegamy możliwą rewizję w górę budżetu projektu PDH (ze względu na wzrost cen surowców) oraz wydłużenie czasu realizacji inwestycji (obecnie zakładamy 4Q'23 vs. 1Q'23 dotychczas). Obniżamy nasze prognozy na najbliższe trzy lata oraz cenę docelową do 20,97 PLN/akcja (wcześniej 34,74 PLN). Obniżamy naszą rekomendację do sprzedaj (wcześniej trzymaj).

#### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2022P
EBITDA nawozy	965	820	782	646	661
EBITDA tworzywa	66	-32	111	88	55
EBITDA chemia	208	266	313	321	307
EBITDA energetyka	102	98	-186	-275	-210
EBITDA pozostałe	83	169	139	147	145
<b>przepływy oper.</b>	<b>2 033</b>	<b>2 705</b>	<b>1 209</b>	<b>932</b>	<b>1 177</b>
amortyzacja	811	766	785	811	1 107
kapitał obrotowy	636	1 333	72	-20	13
<b>przepływy inw.</b>	<b>-1 186</b>	<b>-2 831</b>	<b>-2 065</b>	<b>-2 029</b>	<b>-487</b>
CAPEX	1 044	3 009	2 065	2 029	487
<b>przepływy fin.</b>	<b>-923</b>	<b>280</b>	<b>-25</b>	<b>914</b>	<b>-690</b>
dywidenda/buyback	0	0	0	0	0
FCF	883	-469	-867	-1 101	686
FCF/EBITDA	62%	-35%	-75%	-119%	63%
CFO/EBITDA	143%	205%	104%	101%	107%

#### Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
mocznik (PLN/t)	2 050	1 770	1 757	1 757	1 757	1 757	1 757	1 757	1 766	1 775	1 784
saletra (PLN/t)	1 550	1 391	1 377	1 377	1 377	1 377	1 377	1 377	1 384	1 391	1 399
gaz ziem. (PLN/m <sup>3</sup> )	1 127	984	984	984	984	984	984	984	984	984	984
przychody	13 521	12 688	13 233	14 613	14 829	14 971	15 116	15 228	15 388	15 549	15 714
EBITDA	1 159	926	1 096	1 458	1 458	1 443	1 438	1 424	1 367	1 396	1 423
marża EBITDA	8,6%	7,3%	8,3%	10,0%	9,8%	9,6%	9,5%	9,4%	8,9%	9,0%	9,1%
EBIT	374	115	-12	383	432	453	455	431	374	398	425
podatek	33	-22	-64	4	17	25	28	26	16	21	27
CAPEX	-2 065	-2 029	-487	-720	-753	-821	-841	-885	-943	-993	-998
kapitał obrotowy	72	-20	13	33	5	3	3	3	4	4	4
FCF	-867	-1 101	686	767	693	601	573	516	413	388	
PV FCF	-846	-1 017	602	619	527	430	385	325	243	214	210
WACC	5,9%	5,7%	5,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%
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 29,64 PLN  
cena docelowa 20,97 PLN **potencjał zmiany -29,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	sprzedaj	20,97 PLN	2021-08-04
poprzednia	trzymaj	34,74 PLN	2021-05-07
Podstawowe dane		ATT PW	vs. WIG
ticker	ATT PW	zmiana 1M	-10,0%
ISIN	PLZATRM00012	zmiana YTD	+8,0%
liczba akcji (mln)	99,2	średni obrót 1M	2,0 mln PLN
MC (mln PLN)	2 940,2	średni obrót 6M	3,5 mln PLN
EV (mln PLN)	9 201,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,5
free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1

#### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	11 308	10 525	13 521	12 688	13 233
EBITDA skor.	1 496	1 038	1 159	926	1 096
marża EBITDA	13,2%	9,9%	8,6%	7,3%	8,3%
EBIT skor.	685	272	374	115	-12
zysk netto skor.	431	82	166	-52	-143
P/E skor.	6,8	35,9	17,7	-	-
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	4,3	7,9	7,9	11,3	9,1
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			-15,9%	-9,8%	-31,6%
zysk netto			-50,1%	-278,2%	-152,2%
mocznik (PLN/t)			+17,1%	+12,2%	+11,8%
saletra (PLN/t)			+10,7%	+6,0%	+5,5%
gaz ziemny (PLN/m <sup>3</sup> )			+19,8%	+7,9%	+7,9%
melamina (PLN/t)			+20,0%	+6,7%	0,0%
poliamid 6 (PLN/t)			+25,0%	+5,3%	+5,3%
propylen (PLN/t)			+16,9%	+3,7%	0,0%

#### Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2022P
aktywa	15 479	18 207	19 449	20 236	19 786
aktywa trwałe	10 705	13 512	14 728	15 951	15 336
kapitał własny	7 036	7 339	7 442	7 389	7 246
udział mniejszości	658	950	961	973	988
dług netto	2 807	4 270	5 300	6 584	6 083
dług netto/EBITDA (x)	197%	323%	457%	711%	555%
dług netto/kap. wł. (x)	40%	58%	71%	89%	84%

#### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	7,6	8,9	7,9	5,3	5,6	5,6
maksimum	16,2	14,7	14,9	9,0	8,4	7,7
mediana	11,2	12,4	12,0	6,2	6,5	6,3
waga	50%	0%	0%	17%	17%	17%

#### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	5 837,7
dług netto	2 601,6
inne korekty	-657,6
<b>wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>25,99</b>

#### Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	13,45
DCF	50%	25,99
cena wynikowa		19,72
koszt kapitału 9M		6,3%
<b>cena docelowa za 9M</b>		<b>20,97</b>

## Paliwa

### Lotos

#### kupuj (podwyższona)

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 [kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)

Znacznie wyższe od oczekiwań wyniki za 2Q (dane wstępne) stanowią argument za podniesieniem naszych rocznych szacunków dla Spółki na poziomie EBITDA LIFO o ponad 30%. Bardzo mocny rezultat w segmencie rafineryjnym, pomimo mało sprzyjających marż modelowych, to głównie efekt lepszych marż na asfaltach oraz rekordowej rentowności na olejach bazowych (jeśli obecne cracki na tym produkcie utrzymałyby się do końca roku to modelowy przyrost marży sięgnąłby 0,4 mld PLN). Dodatkowo Spółka prawdopodobnie skorzystała na wysokich premiach łądowych w okresie długiego przestoju w PKN Orlen. Oczywiście w drugim półroczu segment mocniej odczuje rosnące koszty gazu, ale wciąż liczymy na odbicie marż paliwowych, co będzie częściowo to równoważyć. Uwzględniając powyższe podnosimy naszą wycenę do 67,2 PLN (w tym efekt wyższych mnożników w wycenie porównawczej) i rekomendację do kupuj. W średnim terminie niezmiennie traktujemy Lotos jako najlepszą w regionie ekspozycję na scenariusz powrotu pełnej mobilności i odbudowę ruchu lotniczego. Z punktu widzenia Lotosu wspierające dla rentowności jest również obserwowane obecnie rozszerzanie się spreadu HSFO/diesela. Przypominamy, że każdy 1 USD/Bbl na modelowej marży to dodatkowe 0,3 mld PLN EBITDA (+11% do naszej prognozy dla roku 2021). W znormalizowanym otoczeniu marżowości (2022-23) EBITDA LIFO może wrócić do poziomu 2,8-3,0 mld PLN, co będzie implikować EV/EBITDA <4,0. Spółka ma mocną pozycję bilansową i w najbliższych latach oczekujemy wysokiego FCF yield. Są to naszym zdaniem konkretne argumenty przemawiające także za poprawą parytetu względem PKN Orlen w kontekście planowanej fuzji.

**cena bieżąca** 52,52 PLN **potencjał zmiany**  
**cena docelowa** 67,20 PLN **+28,0%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	67,20 PLN	2021-08-04
poprzednia	akumuluj	60,75 PLN	2021-07-06
<b>Podstawowe dane</b>			LTS PW vs. WIG
ticker	LTS PW	zmiana 1M	-2,4%
ISIN	PLLOTOS00025	zmiana YTD	+26,7%
liczba akcji (mln)	184,9	średni obrót 1M	10,6 mln PLN
MC (mln PLN)	9 709,5	średni obrót 6M	26,2 mln PLN
EV (mln PLN)	12 194,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,9
free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,2 dyskonto

#### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	
przychody	29 493	20 909	28 115	26 646	27 060	
EBITDA	2 879	-307	3 607	2 604	3 063	
marża EBITDA	9,8%	-1,5%	12,8%	9,8%	11,3%	
EBIT	1 970	-1 397	2 544	1 447	1 933	
<b>zysk netto</b>	<b>1 153</b>	<b>-1 146</b>	<b>1 710</b>	<b>842</b>	<b>1 299</b>	
P/E	8,4	-	5,7	11,5	7,5	
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	
EV/EBITDA	4,4	-	3,4	4,2	3,3	
DPS	3,00	1,00	0,00	3,00	3,00	
DYield	5,7%	1,9%	0,0%	5,7%	5,7%	
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	
EBITDA LIFO				+35,7%	+12,4%	+5,9%
<b>zysk netto</b>				<b>+103,9%</b>	<b>+39,7%</b>	<b>+12,5%</b>
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%

#### Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>EBITDA LIFO skor.</b>	<b>2 852</b>	<b>1 726</b>	<b>2 547</b>	<b>2 892</b>	<b>3 063</b>
upstream	621	469	887	1 018	901
rafineria	1 965	1 021	1 427	1 637	1 919
detal	259	253	232	238	243
<b>EV/EBITDA LIFO skor.</b>	<b>4,4</b>	<b>6,7</b>	<b>4,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>
efekt LIFO	-141	-740	760	-288	0
inne zd.jednorazowe	168	-1 293	300	0	0
<b>saldo finansowe</b>	<b>-278</b>	<b>-256</b>	<b>-291</b>	<b>-178</b>	<b>-149</b>
<b>przerób ropy mln ton</b>	<b>10,7</b>	<b>10,2</b>	<b>10,0</b>	<b>10,7</b>	<b>10,7</b>
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	6,5	3,5	5,2	5,8	6,8
detal EBITDA/tonę	156	163	140	143	146
upstream \$ EBITDA/boe	21,4	16,2	38,7	36,3	36,8
<b>wydobycie w mboe/d</b>	<b>20,7</b>	<b>20,3</b>	<b>16,9</b>	<b>21,3</b>	<b>18,6</b>
gaz	10,9	10,1	7,4	5,5	4,1
ropa	9,8	10,2	9,4	15,8	14,5

#### Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Brent (USD/Bbl)	69	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
marża+dyferencjał	3,5	5,6	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
USD/PLN	3,73	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
przychody	26 814	25 132	25 717	25 724	24 288	25 738	24 301	25 750	24 325	25 785	25 785
EBITDA	2 500	1 586	2 162	2 051	1 920	1 908	1 903	1 889	1 876	1 862	1 862
marża EBITDA	9,3%	6,3%	8,4%	8,0%	7,9%	7,4%	7,8%	7,3%	7,7%	7,2%	7,2%
EBIT	1 715	777	1 348	1 204	1 169	1 142	1 124	1 098	1 075	1 045	1 045
podatek	326	148	256	229	222	217	214	209	204	198	198
CAPEX	-592	-620	-727	-727	-692	-727	-692	-727	-692	-727	-817
kapitał obrotowy	-1 944	822	-146	2	121	53	-35	48	-37	46	0
FCF	-362	1 640	1 033	1 098	1 126	1 018	962	1 002	942	982	846
PV FCF	-350	1 471	853	836	791	659	574	551	477	459	
WACC	7,7%	8,1%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

#### Podsumowanie DCF

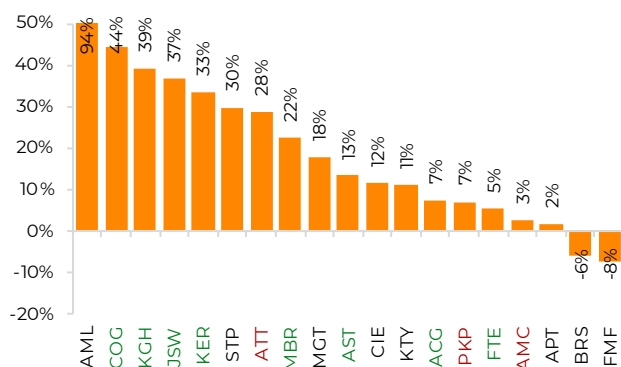
(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	1,0%
zdyskontowana wartość FCF	11 586
dług netto	1 928
Petrobaltic	2 652
<b>wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>66,59</b>

#### Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	59,84
DCF	50%	66,59
cena wynikowa		63,21
koszt kapitału 9M		6,3%
<b>cena docelowa za 9M</b>		<b>67,20</b>

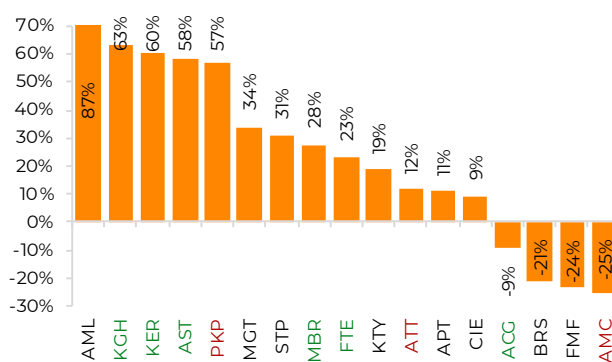
## Przemysł

### Prognozowana zmiana sprzedaży w 2021 r.



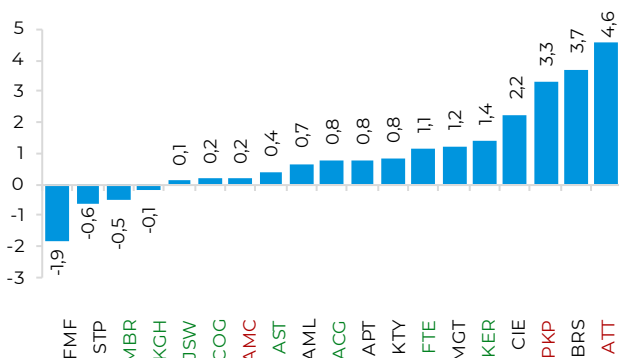
Źródło: mBank; \*zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

### Prognozowana zmiana EBITDA w 2021 r.

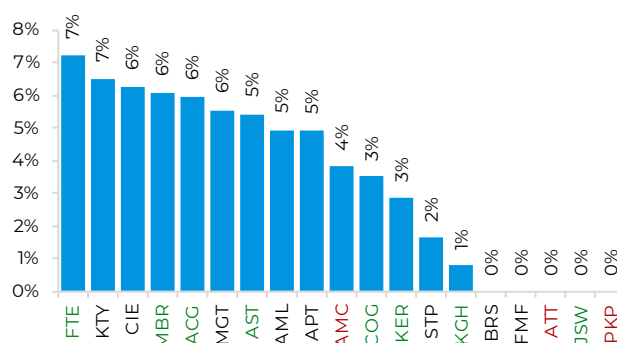


Źródło: mBank; \*zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

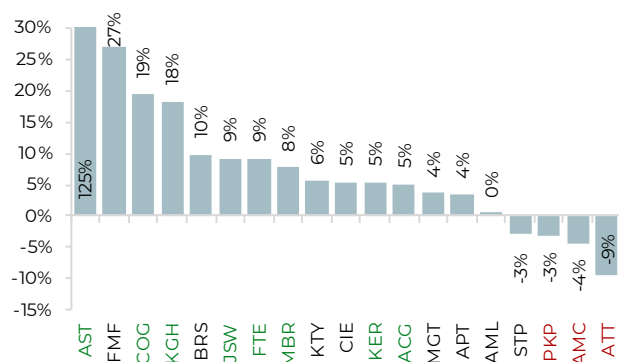
### Prognozowany dług netto/EBITDA na koniec '21



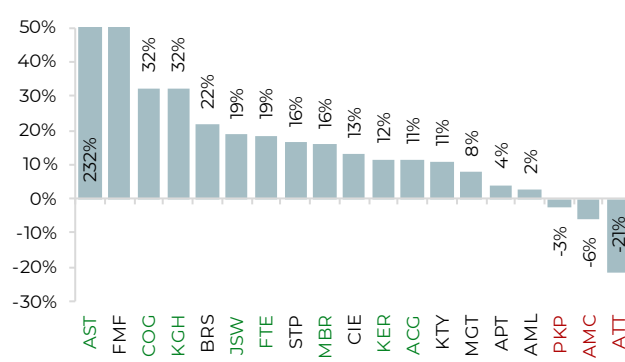
### Prognozowany DYield w 2021 r.



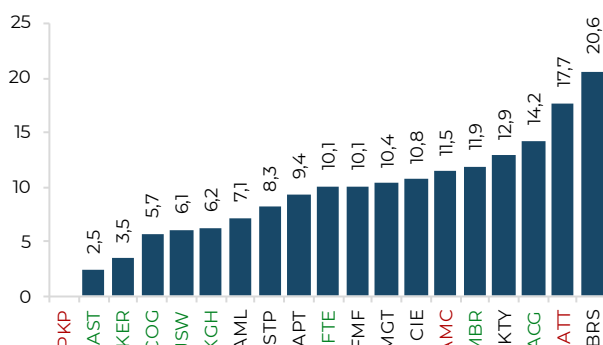
### Prognozowany poziom wolnych przepływów pieniężnych (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV) w 2021 r.



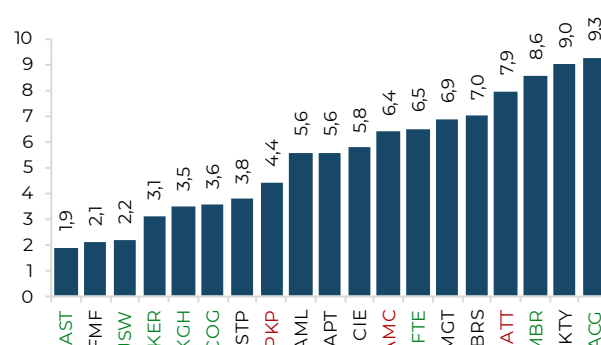
### Prognozowany średni poziom wolnych przepływów pieniężnych w latach 2021-22 (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV)



### Prognozowany poziom wskaźnika P/E'21



### Prognozowany poziom wskaźnika EV/EBITDA'21



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

## E-commerce

### Answear

#### kupuj (nowa)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Answear ogłosił szacunki sprzedaży online za 2Q'21 na poziomie 153 mln PLN, co oznacza dynamikę rzędu +37% r/r (vs. +23% rynek fashion online w Polsce). Kolejny kwartał z rzędu Answear osiąga wzrost wyższy niż rynek (w 1Q'21 +81% r/r vs. +57% rynek). Spółka w 1Q'21 poprawiła marżę brutto (45,4% w 1Q'21 vs 36,8% w 1Q'20 i 41,6% 2020) poprzez wzrost udziału marek premium w sprzedaży, zastępowanie tańszych marek własną o wyższej marżowości oraz mniejsze wykorzystanie rabatów cenowych. Spółka zgodnie z zapowiedziami wykorzystała środki z IPO na zwiększenie zatowarowania i przeprowadzenie kampanii marketingowych. Wyższy narzut kosztów marketingu (w 1Q'21 16,5% vs 12,1% rok wcześniej) poskutkowało istotnym zwiększeniem współczynnika konwersji (2,03% w 1Q'21 vs 1,69% rok wcześniej) oraz średniej wartości zamówienia (odpowiednio 255 PLN vs 221 PLN). Aktualizujemy nasz model finansowy o dane za 1H'21. Podnosimy naszą estymację przychodów (w 2021 r. do 594 mln PLN vs. 519 mln PLN wcześniej) i jednocześnie poziom kosztów marketingu (do 13,8% sprzedaży). Nasza obecna prognoza wyniku EBITDA to 40,6 mln PLN. Answear jest notowany na EV/EBITDA'21 = 14,0x, z blisko 22% dyskontem do spółek porównywalnych. Nową cenę docelową wyznaczamy na 51,20 PLN, co implikuje 53% potencjał wzrostu. Stąd wznawiamy pokrycie analityczne walorów Answear. Nasze obecne zalecenie to kupuj.

**cena bieżąca**

33,40 PLN

**potencjał zmiany**

**cena docelowa**

51,20 PLN

+53,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
<b>nowa</b>	<b>kupuj</b>	<b>51,20 PLN</b>	<b>2021-08-04</b>	
poprzednia	zawieszona		2021-05-07	
Podstawowe dane			ANR PW	vs. WIG
ticker	ANR PW	zmiana 1M	+4,4%	+3,2%
ISIN	PLANSWR00019	zmiana YTD	-	-
liczba akcji (mln)	17,2	średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	574,1	średni obrót 6M		0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	567,9	EV/EBITDA 12M fwd	15,3	-10,3%
free float	18,7%	EV/EBITDA 5Y avg	17,1	dyskonto

#### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	311	409	594	739	908
EBITDA	10	30	41	48	59
marża EBITDA	3,1%	7,4%	6,8%	6,4%	6,5%
EBIT	4	22	31	37	48
<b>zysk netto</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>36</b>
P/E	45,1	67,2	26,5	21,6	16,0
P/BV	9,0	8,9	4,4	3,7	3,0
EV/EBITDA	53,8	19,4	14,0	12,0	9,6
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
przychody			+14,3%	+11,8%	+8,8%
EBITDA			+36,2%	+23,3%	+23,9%
EBIT			+49,5%	+26,6%	+26,2%
zysk netto			+45,3%	+22,7%	+24,0%
CAPEX			+31,4%	+23,8%	+52,2%

#### Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
liczba wizyt (mln)	116,2	139,0	171,6	209,1	250,3
stopa konwersji	0,1%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%
liczba zamówień	2 062	2 557	3 484	4 287	5 180
śr. wart. zamówienia	221,0	237,0	256,0	261,1	266,3
MBNS	41,6%	41,6%	42,6%	42,0%	42,0%
<b>przepływy oper.</b>	<b>-2,4</b>	<b>15,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>16,5</b>	<b>23,4</b>
amortyzacja	5,2	3,1	3,0	4,0	4,4
kapitał obrotowy	-12,8	-17,9	-38,7	-26,8	-29,5
<b>przepływy inw.</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>-13,8</b>	<b>-7,8</b>	<b>-10,2</b>
CAPEX	-4,3	-5,4	-13,8	-7,8	-10,2
<b>przepływy fin.</b>	<b>11,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>33,6</b>	<b>-10,7</b>	<b>-10,7</b>
dywidenda/buyback	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-8,3	-5,1	-17,8	6,0	10,5
FCF/EBITDA	-	-	-	-	20%
CFO/EBITDA	-	-	-	40%	45%

#### Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
liczba wizyt (mln)	171,6	209,1	250,3	294,6	341,5	390,5	440,8	492,0	543,5	594,6	
stopa konwersji (%)	2,03%	2,05%	2,07%	2,09%	2,10%	2,11%	2,12%	2,13%	2,14%	2,15%	
zwroty (%)	29,6%	30,1%	30,4%	30,5%	30,5%	30,6%	30,6%	30,6%	30,6%	30,6%	
przychody	594	739	908	1 098	1 304	1 527	1 767	2 021	2 287	2 564	2 667
EBITDA (MSR17)	34	41	52	67	82	101	118	136	152	168	175
marża	5,7%	5,5%	5,8%	6,1%	6,3%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,5%	6,5%
EBIT	31	37	48	62	76	93	109	125	141	157	163
podatek	6	7	9	12	14	18	21	24	27	30	31
CAPEX	-14	-8	-10	-24	-10	-11	-23	-11	-11	-11	-12
kapitał obrotowy	-39	-27	-30	-35	-41	-45	-48	-51	-53	-55	-58
FCF	-18	6	11	3	24	35	35	51	61	72	74
PV FCF	-17	5	9	2	16	23	20	27	31	33	
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 (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
koszty marketingu	40	49	82	102	125
narzut na sprzedaż	12,8%	12,0%	13,8%	13,8%	13,8%
koszty logistyki	55	63	91	114	140
narzut na sprzedaż	17,7%	15,3%	15,3%	15,4%	15,4%
środki pieniężne	12	23	41	39	42
dług netto	27	12	-6	-4	-7
dług netto/EBITDA (x)	2,8	0,5	-0,2	-0,1	-0,1

#### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	17,4	15,0	13,5	5,2	4,2	3,9
maksimum	91,6	78,3	58,4	100,1	46,1	25,7
mediana	28,2	25,0	22,8	17,9	14,8	12,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

#### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	4,0%
zdyskontowana wartość FCF	910
dług netto	-33
inne korekty	-23
<b>wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>53,51</b>

#### Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	42,60
DCF	50%	53,51
cena wynikowa		48,05
koszt kapitału 9M		6,6%
<b>cena docelowa za 9M</b>		<b>51,20</b>

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

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

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

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

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 4 sierpnia 2021 o godzinie 8:08. Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 4 sierpnia 2021 o godzinie 8:35.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Answear, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Opono.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Prochem, Projprez, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vercom, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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

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

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

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

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

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

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

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

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

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

**Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek**

<b>Agora</b>	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media
<b>Allegro</b>	Alibaba, Amazon, Asos, Boohoo, Ebay, Etsy, Global Fashion Group, Jd.Com, Lojas Americanas, Magazine Luiza, Mercadolibre, Overstock.Com, Via Varejo, Vipshop Holdings, Zalando, Zozo
<b>Answer</b>	Alibaba Group, Amazon.com, Asos, Boohoo, Ebay, Global Fashion Group, Lojas Americanas, Overstock.com, Via Varejo, Zalando, Zozo
<b>Asseco Poland</b>	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
<b>CEZ</b>	EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energia, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
<b>Ciech</b>	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
<b>Cognor</b>	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
<b>Comarch</b>	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
<b>Cyfrowy Polsat</b>	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
<b>Famur</b>	Caterpillar, Epiroc, Komatsu, Sandvik, Weir Group, Metso, Flsmidth
<b>Grupa Azoty</b>	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
<b>JSW</b>	Alliance Resource Partners, Arch Coal, Banpu Public, BHP Billiton, Bukin Asam, China Coal, Cloud Peak Energy, Cokal, Henan Shenhui, LW Bogdanka, Natural Resource Partners, Peabody Energy, Rio Tinto, Semirara Mining and Power, Shaanxi Heima, Shanxi Xishan Coal & Elec, Shougang Fushan Resources, Stanmore Coal, Teck Resources, Terracom, Walter Energy, Warrior Met Coal, Yanzhou Coal Mining
<b>Kernel</b>	ADM, Anderssons, Astarta, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
<b>Kęty</b>	Alcoa, Alumetal, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Fuji Seal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
<b>KGHM</b>	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
<b>Kruk</b>	Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group
<b>Lotos, MOL</b>	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
<b>Mo-BRUK</b>	Advanced Disposal Services, Alumetal, Ambipar Participacoes, Asahi Holdings, Befesa, Biffa, Bingo Industries, Charah Solutions, China Resource and Enviro, Cleacaway Waste Management, Cognor, Commercial Metals, Daiseki, GFL Environmental, Insun, Lassila & Tikanoja, Renewi, Schnitzer Steel, Seche Environment, Sims Metal, Tervita, US Ecology, Waste Management, Wolverine Energy
<b>Orange Polska</b>	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
<b>PGNiG</b>	AZA, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energia, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, Statoil, Total
<b>PKN Orlen</b>	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
<b>PKP Cargo</b>	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
<b>PlayWay</b>	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Hasbro, Konami, SEGA Sammy, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Gungho Online, Squasre Enix, Playtech, 11 bit studios
<b>Polenergia</b>	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
<b>Stalprodukt</b>	Baoshan Iron and Steel, Befesa, Boliden, Cleveland Cliffs, Gem, Hinustan Zinc, Kloeckner, Korea Zinc, Material Technologies, Novolipetsk Steel, Nyrstar, Posco, Salzgitter, SSAB, Tata Steel, ThyssenKrupp, Umicore, United States Steel, Vallourec, VoestAlpine, Yechiu Metal Recycling
<b>Sygnity</b>	Ailleron, Asseco Business Solutions, Asseco Poland, Asseco South Eastern Europe, Atende, Comarch
<b>Wirtualna Polska</b>	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex



## Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

## 11 bit studios

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

## AC

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

## Agora

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

## Ailleron

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

## Alior Bank

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

## Allegro

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

## Alumetal

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

## Amica

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

## AmRest

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

## Answear

rekomendacja	kupuj	zawieszona	kupuj
data wydania	2021-08-04	2021-05-07	2021-02-04
cena docelowa (PLN)	51,20	-	44,50
kurs z dnia rekomendacji	33,40	32,01	28,51

## Apator

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

## Asseco BS

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

## Asseco Poland

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

## Asseco SEE

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

## Astarta

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

## Atende

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

**BNP Paribas Polska**

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

**Boryszew**

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

**CCC**

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

**CD Projekt**

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

**CEZ**

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

**Ciech**

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

**Cognor**

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

**Comarch**

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

**Cyfrowy Polsat**

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

**Dino**

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

**Enea**

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

**Energa**

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

**Erste Group**

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

**Eurocash**

rekomendacja	zawieszona	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09
cena docelowa (PLN)	-	16,50
kurs z dnia rekomendacji	14,32	15,77

**Famur**

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

**Forte**

rekomendacja	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2021-07-30	2021-05-31	2021-01-29	2020-12-08	2020-09-30	2020-08-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	57,50	59,90	43,50	38,80	32,40	28,85

## GPW

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

## Grupa Azoty

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-08-04	2021-05-07	2021-04-09	2021-01-14	2020-12-08	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	20,97	34,74	30,23	23,65	24,54	25,83
kurs z dnia rekomendacji	29,64	37,68	31,00	28,95	26,85	25,30

## Handlowy

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

## ING BSK

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

## Jeronimo Martins

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

## JSW

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

## Kernel

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

## Grupa Kęty

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

## KGHM

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

## Komerční Banka

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

## Kruk

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

## Kruszwica

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

## Lotos

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-08-04	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-25	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	67,20	60,75	53,39	53,39	54,00	49,01	47,09	47,09
kurs z dnia rekomendacji	52,52	54,40	52,80	45,15	42,44	37,30	34,00	39,22

## LPP

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

## Mangata

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

## Millennium

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

**Mo-BRUK**

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

**MOL**

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

**Moneta Money Bank**

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

**Netia**

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

**Orange Polska**

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

**OTP Bank**

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

**Pekao**

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

**PGE**

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

**PGNiG**

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

**PKN Orlen**

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

**PKO BP**

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

**PKP Cargo**

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

**Play**

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

**PlayWay**

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

**Polenergia**

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

**Pozbud**

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

**PZU**

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

**RBI**

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

**Santander Bank Polska**

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

**Skarbiec Holding**

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

**Stalprodukt**

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

**Sygnity**

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

**Tauron**

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

**Ten Square Games**

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

**TIM**

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

**Vercom**

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

**VRG**

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

**Wirtualna Polska**

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

**mBank S.A.**

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

**Departament Analiz**

Kamil Kliszczyk  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszczyk@mbank.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

Janusz Pięta  
+48 22 438 24 08  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**

**Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

Piotr Brożyna  
+48 22 697 48 47  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)