

poniedziałek, 22 lipca 2019 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 2Q 2019

Rynek akcji

Finanse

Wyniki 2Q'19 w sektorze finansowym wzrosną o 5% R/R, a cały sektor wykona 42% naszej całorocznej prognozy. W świetle sezonowo słabego 1Q'19 oraz negatywnych odpisów, jakie będą miały miejsce w 2Q'19 (ZM Henryk Kania) uważamy, że wynik jest dobry. Niemniej jednak sentyment do polskiego sektora bankowego będzie kreowany przez oczekiwany wyrok TSUE w sprawie kredytów CHF. Na pozytywne wyróżnienie w 2Q'19 zasługują OTP z historycznie wysokim wynikiem, PKO BP oraz Skarbiec Holding.

Chemia

Bardzo dobre wyniki w 2Q'19 przedstawi Grupa Azoty, co może dalej przesunąć konsensus na bieżący rok w górę. Ciech poda wyniki zbliżone R/R, co może być negatywnie interpretowane przez rynek.

Paliwa

W obszarze downstream wyniki powinny być pod presją z uwagi na spadek marży modelowej, zarówno w Lotosie, jak i MOL-u. W segmencie wydobywczym najbardziej ucierpi PGN, z uwagi na tąpnięcie cen gazu. W przypadku węgierskiego koncernu „buforem” ochronnym w tym wypadku jest regulowana sprzedaż, nieindeksowana do cen giełdowych.

Energetyka

Realizacja naszych skorygowanych prognoz EBITDA w energetyce po 2Q powinna sięgnąć 52%, co nie odbiega od sezonowych wzorców (najlepiej wypada ENG). W kolejnych okresach oczekujemy wyższej dodatniej dynamiki w PGE i Enei (wyższe wolumeny na wytwarzaniu, efekt normalnej zimy w 4Q), gdzie po półroczu notujemy najniższy stopień wykonania.

Telekomunikacja, media, IT

Oczekujemy, że w 2Q'19 bardzo dobre wyniki na tle OPL i CPS zaraportuje PLY (>12% wzrost na linii EBITDA w PLY vs. spadki oczyszczonych wyników w CPS i OPL). Dobre wyniki zaraportuje naszym zdaniem WPL, a słabe AGO. Ze względu na efekt bazy wyniki w CMR i ACP w trendzie spadkowym, ale istotna poprawa wyników R/R w ASE (+16% bez konsolidacji Macrologic i MSSF16).

Przemysł, surowce

W 2Q'19 proporcja spółek podających słabsze R/R wyników wzrosła do 56% (najsłabiej odkąd prowadzimy statystyki). Lepsze R/R wyniki zaraportuje jedynie 31% spółek – najniżej od 2Q'17. Największych pozytywnych zaskoczeń oczekivalibyśmy w Famur i Pozbud. Negatywnie mogą zaskoczyć Alumetal i Boryszew. Słabsze R/R wyniki przedstawią spółki wydobywcze (JSW i KGHM).

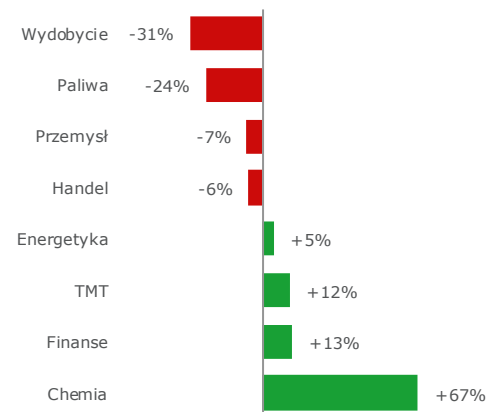
Deweloperzy

Pierwsze półrocze wśród deweloperów i Catalyst zostało zamknięte wzrostem +9% R/R liczby przekazanych mieszkań, lecz sam 2Q był słabszy, a dynamika spadku wyniosła -9%. Spadek liczby mieszkań rozliczonych w wyniku determinuje ujemną dynamikę wyników w DOM, 1AT i LCC, która niemniej jednak jest zgodna z naszymi rocznymi prognozami (wykonanie zysku netto 47% w DOM i 35% w 1AT, w którym najmocniejszy będzie 4Q). Pozytywnie wyróżniają się wyniki Archicomu, który zanotował rekordowy poziom przekazania.

Handel

Oczekujemy pozytywnej reakcji rynku na wyniki EAT i VRG. Słabe wyniki kwartalne powinny zaraportować CCC i MON. Efekt kalendarzowy powinien wspierać poprawę sprzedaży porównywalnej w EUR, DNP i JMT. Aktywność promocyjna i inflacja kosztów może wpłynąć na rentowność tych spółek.

Dynamika wyników sektorów*



*na podstawie zysku netto (banki), oczyszczonego wyniku EBIT (deweloperzy) lub wyniku EBITDA (pozostałe)

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
Agora	AmRest
Alior Bank	Asseco SEE
Alumetal	Dom Development
Boryszew	Energa
CCC	Famur
Ciech	Grupa Azoty
Monnari	OTP Bank
Orange Polska	Play
PGNiG	Pozbud
Tauron	Skarbiec Holding
	VRG
	Wirtualna Polska

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Spis treści

1. Zaskoczenia na wynikach spółek	3	7. Przemysł	11
2. Banki	5	7.1. AC	11
2.1. Alior Bank	5	7.2. Alumetal	11
2.2. Handlowy	5	7.3. Amica	11
2.3. ING BSK	5	7.4. Apator	11
2.4. Millennium	5	7.5. Boryszew	11
2.5. Pekao	5	7.6. Cognor	11
2.6. PKO BP	5	7.7. Ergis	11
2.7. Santander Bank Polska	5	7.8. Famur	11
2.8. Komerčni Banka	6	7.9. Forte	12
2.9. Erste Bank	6	7.10. Grupa Kęty	12
2.10. OTP Bank	6	7.11. Impexmetal	12
3. Finanse	6	7.12. Kernel	12
3.1. PZU	6	7.13. Kruszwica	12
3.2. Kruk	6	7.14. Mangata	12
3.3. Skarbiec	6	7.15. Pfeiderer Group	12
4. Chemia, paliwa	7	7.16. Pozbud	12
4.1. Ciech	7	7.17. Stelmet	13
4.2. Grupa Azoty	7	7.18. Tarczyński	13
4.3. Lotos	7	7.19. TIM	13
4.4. MOL	7	8. Deweloperzy	13
4.5. PGNiG	7	8.1. Archicom	13
5. Energetyka, surowce	8	8.2. Atal	13
5.1. CEZ	8	8.3. Dom Development	13
5.2. Enea	8	8.4. LC Corp	13
5.3. Energa	8	9. Handel	14
5.4. PGE	8	9.1. AmRest	14
5.5. Tauron	8	9.2. CCC	14
5.6. JSW	8	9.3. Dino	14
5.7. KGHM	8	9.4. Eurocash	14
6. Telekomunikacja, media, IT	9	9.5. LPP	14
6.1. Netia	9	9.6. Monnari	15
6.2. Orange Polska	9	9.7. VRG	15
6.3. Play	9	10. Aktualne rekomendacje i pozycjonowania	16
6.4. Agora	9		
6.5. Cyfrowy Polsat	9		
6.6. Wirtualna Polska	9		
6.7. Asseco Poland	9		
6.8. Asseco Business Solutions	10		
6.9. Asseco South Eastern Europe	10		
6.11. Atende	10		
6.12. Comarch	10		
6.13. 11 bit studios	10		
6.14. CD Projekt	10		

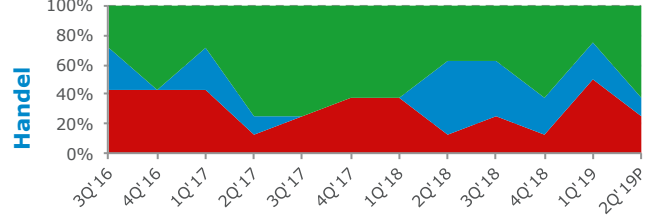
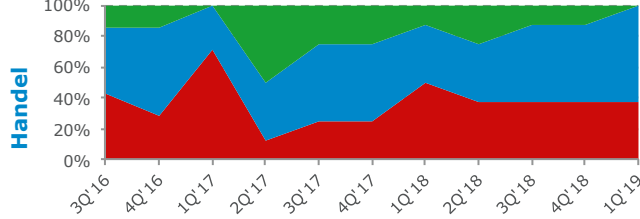
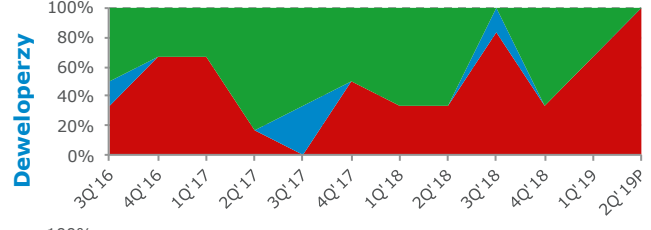
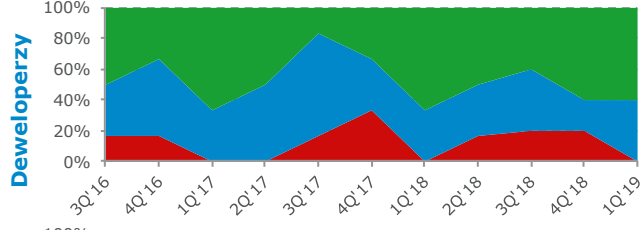
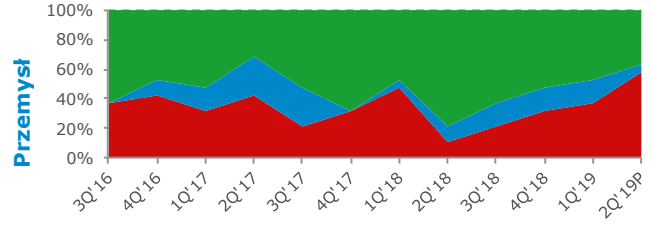
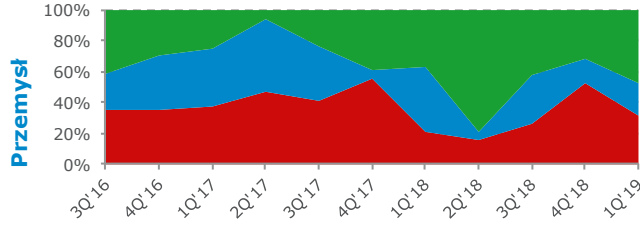
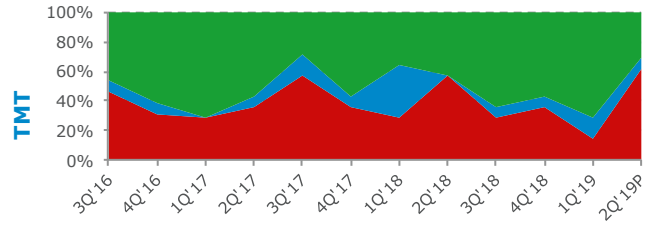
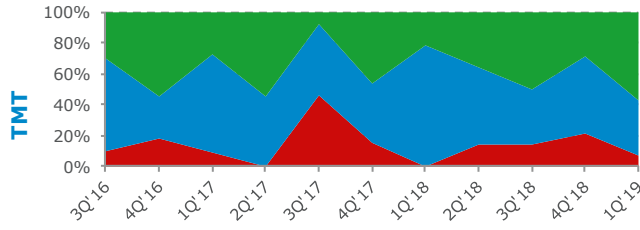
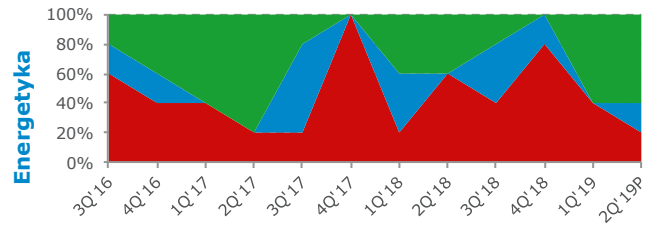
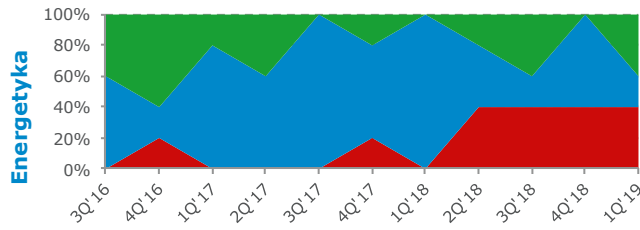
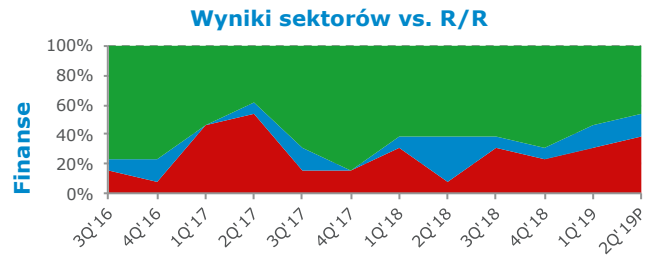
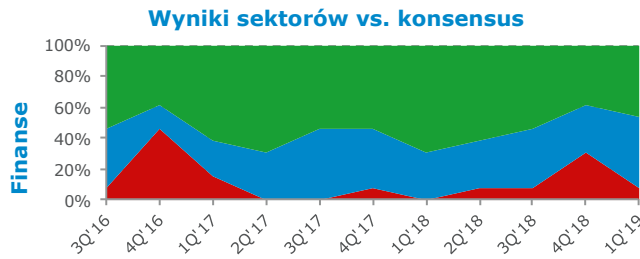
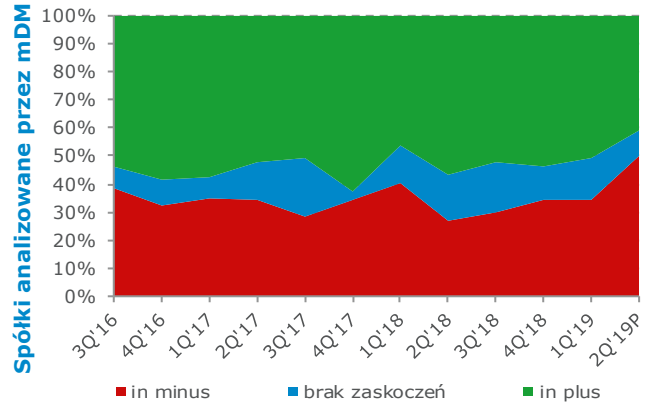
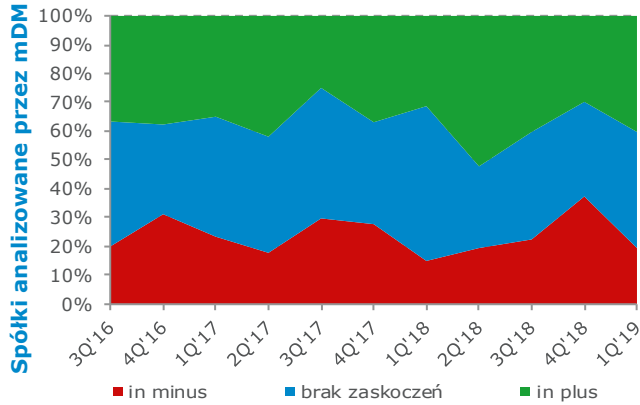
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. R/R)

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

* [+]= - udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaraportowała wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu R/R
 2Q'19 R/R - kolumna ta pokazuje porównanie naszych oczekiwań wyników kwartału w porównaniu do wyników osiągniętych przez poszczególne spółki rok wcześniej
 Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku



Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mDM oraz wybranych sektorów vs. konsensus vs. R/R



Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

Banki

Najlepsze banki w 2Q'19:

- Oczekujemy, że wyniki za 2Q'19 mogą doprowadzić do pozytywnej rewizji konsensusu dla Erste oraz OTP Banku. Banki zrealizują około 50% prognozy rocznej.

Alior Bank		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski	72,30 PLN			06-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	832	804	4%	9%	49%
Wynik prowizyjny	170	170	0%	356%	48%
WNDB	1 063	1 047	2%	1%	48%
Koszty operacyjne	-423	-512	-18%	-2%	53%
Saldo rezerw	-450	-275	64%	67%	59%
Zysk netto	42	103	-59%	-78%	20%

Handlowy		akumuluj		wyniki:	
Michał Konarski	59,45 PLN			22-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	288	277	4%	6%	48%
Wynik prowizyjny	135	134	1%	-3%	49%
WNDB	554	537	3%	-1%	50%
Koszty operacyjne	-279	-384	-27%	0%	54%
Saldo rezerw	-74	-28	161%	174%	64%
Zysk netto	138	59	133%	-24%	38%

ING BSK		redukuje		wyniki:	
Michał Konarski	191,80 PLN			01-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 043	1 011	3%	13%	50%
Wynik prowizyjny	334	328	2%	-2%	50%
WNDB	1 424	1 386	3%	9%	50%
Koszty operacyjne	-596	-721	-17%	7%	54%
Saldo rezerw	-138	-125	10%	-21%	45%
Zysk netto	440	325	35%	18%	46%

Millennium		akumuluj		wyniki:	
Michał Konarski	10,00 PLN			29-07-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	550	484	14%	25%	45%
Wynik prowizyjny	170	163	4%	3%	46%
WNDB	803	757	-6%	18%	47%
Koszty operacyjne	-364	-384	5%	20%	43%
Saldo rezerw	-180	-69	162%	226%	81%
Zysk netto	140	160	-12%	-27%	41%

Pekao		akumuluj		wyniki:	
Michał Konarski	121,00 PLN			07-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 330	1 300	2%	8%	48%
Wynik prowizyjny	625	604	3%	1%	48%
WNDB	2 027	1 947	4%	6%	48%
Koszty operacyjne	-983	-1 252	-22%	5%	-55%
Saldo rezerw	-143	-110	30%	15%	-48%
Zysk netto	568	242	134%	5%	35%

PKO BP		akumuluj		wyniki:	
Michał Konarski	47,17 PLN			13-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 561	2 455	4%	12%	49%
Wynik prowizyjny	748	746	0%	0%	50%
WNDB	3 633	3 542	3%	7%	49%
Koszty operacyjne	-1 466	-1 685	-13%	2%	51%
Saldo rezerw	-343	-325	5%	-9%	46%
Zysk netto	1 202	862	39%	29%	47%

Santander BP		redukuje		wyniki:	
Michał Konarski	337,00 PLN			23-07-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 634	1 609	2%	17%	48%
Wynik prowizyjny	532	520	2%	0%	49%
WNDB	2 380	2 245	6%	9%	49%
Koszty operacyjne	-946	-1 209	-22%	14%	53%
Saldo rezerw	-297	-263	13%	15%	48%
Zysk netto	675	351	93%	4%	44%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Alior zawiedzie w 2Q'19:

- Z drugiej strony negatywnej rewizji konsensusu można oczekiwać w Aliorze. Bank w 2Q'19 zawiąże rezerwy na „Kanię” i najprawdopodobniej dokona rewizji prognoz.

- Wyniki obciążone rezerwami na ZM Henryk Kania w wysokości 170 mln PLN.
- Wysoka efektywna stawka podatkowa w wysokości 37% związana z odpisem na ZM Henryk Kania.
- Wynik odsetkowy (+9% R/R) wspierany przez dobre wolumeny kredytowe oraz wzrost marży.
- Płaski wynik prowizyjny na poziomie 170 mln PLN.

- Wyniki obciążone rezerwami w wysokości 53 mln PLN na ZM Henryk Kania.
- Prognozujemy wzrost wyniku odsetkowego o 4% Q/Q i prowizyjnego o 1% Q/Q.
- Wyniki wsparte przez wynik na działalności handlowej w wysokości 130 mln PLN.
- Uważamy, że nasza prognoza roczna na poziomie 516,9 mln PLN w 2019 roku jest nadal w zasięgu banku.

- Lekki wzrost marży odsetkowej o 3 p.b. Q/Q po spadku o 7 p.b. Q/Q w 1Q'19.
- Wzrost wyniku prowizyjnego o 2% Q/Q oraz przychodów pozaodsetkowych o 1,4% Q/Q.
- Wzrost salda rezerw o 10% Q/Q a kosztu ryzyka do 49 p.b. z 46 p.b. w 1Q'19.
- Wyniki za 1H'19 stanowią 46% naszej prognozy rocznej.

- Wyniki obciążone rezerwami MSSF9 w wysokości 100 mln PLN.
- Pierwszy kwartał konsolidacji Eurobanku (tylko czerwiec).
- Pomijając jednorazowe zawiązanie rezerw bank odnotowałby wzrost zysku netto o 38% Q/Q i 15% R/R.
- Wyniki wspierany przez dobrą sprzedaż kredytów, wzrost marży i wyniku prowizyjnego.

- Wyniki obciążone dodatkowymi kosztami na zwolnienia grupowe około 80 mln PLN.
- Wynik netto za 1H'19 stanowi 35% prognozy rocznej ale oczekujemy przyspieszenia w pozostałej części roku.
- Oczekujemy płaskiej marży odsetkowej na poziomie 2,68% (do średnich aktywów)
- Szacujemy, że powtarzalne koszty spadną w 2Q'19 o 3% R/R.

- Oczekujemy, że wyniki będą wsparte przez rozpoznanie „badwill” z transakcji nabycia PCM w wysokości 55 mln PLN.
- Wynik wspierany przez nadal silną sprzedaż kredytów detalicznych, szczególnie konsumenckich.
- Wzrost całkowitych przychodów o 2,6% Q/Q i +7% R/R.
- Wynik netto stanowi 47% całorocznej prognozy.

- Zysk netto na poziomie 675 mln PLN, wsparty przez sezonową dywidendę z Aviva (c.100 mln PLN).
- Oczekujemy stabilizacji marży odsetkowej na poziomie 3,11%.
- Oczekujemy normalizacji kosztu ryzyka do 82 p.b. z 74 p.b. w 1Q'19.
- Koszty operacyjne wykażą pozytywną dynamikę +2% Q/Q (wyłączając zdarzenia jednorazowe).

Komercyjna Banka Michał Konarski	kupuj 1 000,00 CZK		wyniki: 01-08-2019		
(mln CZK)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	5 951	5 892	1%	9%	48%
Wynik prowizyjny	1 520	1 428	6%	-3%	47%
WNDB	8 222	7 956	3%	5%	47%
Koszty operacyjne	-3 361	-4 188	-20%	-5%	51%
Saldo rezerw	53	176	-70%	-83%	26%
Zysk netto	4 004	3 176	26%	7%	47%

Erste Bank Michał Konarski	kupuj 44 HUF		wyniki: 31-07-2019		
(mln EUR)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 175	1 161	1%	4%	48%
Wynik prowizyjny	497	488	2%	3%	49%
WNDB	1 752	1 727	1%	5%	49%
Koszty operacyjne	-1 026	-1 116	-8%	1%	50%
Saldo rezerw	7,2	35,8	-80%	-62%	-32%
Zysk netto	369	377	-2%	-16%	50%

OTP Bank Michał Konarski	kupuj 13 046 HUF		wyniki: 09-08-2019		
(mln EUR)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	169	163	4%	16%	49%
Wynik prowizyjny	64	57	11%	12%	50%
WNDB	249	239	4%	11%	49%
Koszty operacyjne	-134	-131	2%	10%	51%
Saldo rezerw	-6,5	-6,2	5%	215%	14%
Zysk netto	100	73	38%	12%	54%

Finanse

Skarbiec znowu z success fee:

- Skarbiec Holding ponownie zaksięguje success fee w tym roku. Po 1H'19 wynik netto na poziomie 21 mln PLN jest już bardzo zbliżony do naszej prognozy na dywidendę w

PZU Michał Konarski	trzymaj 43,38 PLN		wyniki: 29-08-2019		
(mln PLN)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Skł. przyp. brutto	6 015	5 901	2%	2%	50%
Ubezp. majątkowe	3 980	3 845	3%	24%	49%
Ubezp. na życie	2 035	2 060	-1%	-1%	50%
Odszkodowania	-3 802	-3 958	-4%	3%	51%
Koszty	-1 213	-1 200	1%	1%	49%
Wynik bankowy	610	621	-2%	-41%	27%
Wynik techniczny	706	434	63%	16%	42%
Wynik inwestycyjny	446	686	-35%	132%	123%
Zysk brutto	1 582	1 487	6%	-7%	41%
Zysk netto	719	747	-4%	-7%	45%

Kruk Michał Konarski	kupuj 213,65 PLN		wyniki: 05-09-2019		
(mln PLN)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	318,3	305,7	7%	2%	50%
Zakup wierzyt.	293,6	280,7	7%	2%	50%
Inkaso	17,7	17,8	-1%	3%	51%
Koszty pośr. i bezp.	131,5	127,4	6%	5%	49%
Marża pośrednia	186,8	178,3	7%	-1%	51%
Zysk operacyjny	136,1	126,3	11%	-5%	51%
Zysk brutto	106,5	94,1	17%	-1%	55%
Zysk netto	94,8	97,9	0%	-1%	58%

Skarbiec Michał Konarski	kupuj 28,17 PLN		wyniki: 12-09-2019		
(mln PLN)	2Q'19P	1Q'19	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	26,6	39,8	-33%	3%	105%
Wynagr. stałe	17,3	18,1	-4%	-19%	100%
Wynagr. zmienne	9,1	21,5	-57%	204%	122%
Koszty ogółem	-18,5	-22,5	-18%	-15%	102%
Koszty dystrybucji	-7,4	-8,2	-10%	-36%	98%
Koszty pracown.	-7,1	-10,4	-32%	18%	108%
Zysk brutto	8,4	17,3	-51%	91%	113%
Zysk netto	6,7	13,9	-52%	92%	113%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Wzrost wyniku odsetkowego o 4,9% R/R oraz marży odsetkowej o 12 p.b. R/R.
- Oczekujemy rozwiązania rezerw na poziomie 53 mln CZK.
- Lekki kwartalny wzrost powtarzalnych kosztów operacyjnych (+1% Q/Q). Podwyżki płac w części zniwelowane przez redukcję zatrudnienia.
- Wzrost wyniku prowizyjnego o 5% po sezonowym spadku w 1Q.

- Wyniki obciążone będą przez odpis w wysokości 150 mln EUR na sprawy sporne w wyniku negatywnego wyroku Najwyższego Sądu w Rumunii.
- Wzrost wyników odset. o 1,2% Q/Q i prow. o 2,0% Q/Q.
- Spadek kosztów operacyjnych o 8% Q/Q. Wzrost o 1,5% R/R związany z wydatkami IT i kosztami pracowniczymi.
- Pomimo negatywnego odpisu w 2Q'19, wyniki za 1H'19 stanowią 50% naszej prognozy rocznej.

- Kwartał będzie zawierał takie zdarzenia jak konsolidacja Albanii, sezonowa dywidenda z MOL (+5,5 mld HUF) oraz przewalutowanie kredytów CHF w Serbii (-2 mld HUF),
- Bardzo wysoki wzrost wyniku prowizyjnego (+11% Q/Q) oraz marży odsetkowej (+3,7% Q/Q) związane z konsolidacją Albanii, wspierającym kursem walutowym oraz niską bazą 1Q.
- Zawiązanie salda rezerw na poziomie 6,5 mln HUF.

2020 roku, co może zwiastować podwyżki prognoz. Przypominamy, że prognozowany DYield na 2020 rok jest bliski 19%.

- Sezonowy wzrost składki przypisanej brutto (2% Q/Q) i zarobionej netto (+2,3% Q/Q).
- Wzrost odszkodowań o 2,2% R/R spowodowany niekorzystnymi czynnikami pogodowymi.
- Nadal silny wynik inwestycyjny na poziomie 446 mln PLN (+42% R/R).
- Znaczący spadek kontrybucji banków do wyników PZU (-38% R/R).
- Prognoza zysku netto za 1H'19 stanowi 45% naszej prognozy rocznej.

- Wyższe spłaty w kwartale (+5% Q/Q) przełożą się na wzrost przychodów z kupionego długu na poziomie 7% Q/Q i 2% R/R.
- Przy wzroście kosztów pośrednich na poziomie +5,6% Q/Q oczekujemy wzrostu marży pośredniej na poziomie +7% Q/Q.
- Oczekujemy spadających kosztów finansowych -8% Q/Q ze względu na zachowanie waluty w Rumunii.
- Prognozujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 11,0% w 2Q'19.

- Spadek opłaty za zarządzanie (-4,0% Q/Q) ze względu na odpływ funduszy wysokomarżowych (-2% Q/Q).
- Opłata zmienna na poziomie 9,1 mln PLN w 2Q'19.
- Spadek opłaty dystrybucyjnej o 10,0% Q/Q, również za sprawą odpływu funduszy.
- Spadek kosztów pracowniczych o 32% Q/Q ze względu na niższą opłatę zmienną w kwartale oraz brak kosztów jednorazowych (odprawy w 1Q).
- Wynik za 1H'19 jest bliski naszej prognozowanej dywidendzie na 2020 (22 mln PLN) co zwiastuje możliwe podwyżki prognoz.

Chemia, paliwa

Upstream gazowy pod presją:

- Mocny spadek cen gazu obniży rentowność segmentu wydobywczego w PGN i LTS. W MOL-u ten efekt będzie mniejszy gdyż dotyczy tylko sprzedaży nieregulowanej.

Ciech		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		41,72 PLN			10-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	981,2	933,5	5%	3 805,4	51%	
EBITDA	173,6	188,2	-8%	690,4	48%	
EBITDA skor.	167,6	172,1	-3%	690,4	49%	
marża EBITDA	17,7%	20,2%		18,1%		
EBIT	99,9	124,2	-20%	399,6	50%	
Zysk netto	71,0	98,6	-28%	266,5	53%	

Grupa Azoty		akumuluj			wyniki:	
Jakub Szkopek		45,93 PLN			05-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	3 227,4	2 379,9	36%	12 483	53%	
EBITDA	349,2	125,7	178%	1 560,5	61%	
EBITDA skor.	349,2	142,8	145%	1 560,5	61%	
marża EBITDA	10,8%	5,3%		12,5%		
EBIT	150,5	-42,0	-	809,5	69%	
Zysk netto	82,6	-48,3	-	554,1	68%	

Lotos		sprzedaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz		65,95 PLN			13-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	7 795	7 531	4%	29 085	50%	
skor. EBITDA LIFO	752	822	-8%	2 667	52%	
efekt LIFO	177	318	-	81	-	
EBITDA	932	1 082	-14%	2 748	55%	
EBIT	716	898	-20%	1 864	58%	
Dział. finansowa	15	-144	-	-154	-	
Zysk netto	533	535	0%	1 123	63%	

MOL		trzymaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz		3 223 HUF			02-08-2019	
(mln HUF)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	1 284,8	1 343,0	-4%	4 828,4	50%	
skor. EBITDA LIFO	169,4	178,5	-5%	608,5	51%	
efekt LIFO	-20,4	17,5	-	5,1	-	
EBITDA	178,8	209,7	-15%	613,6	52%	
EBIT	88,0	119,4	-26%	208,8	70%	
Dział. finansowa	0,9	-18,9	-	-10,3	-	
Zysk netto	70,9	72,9	-3%	148,6	80%	

PGNiG		kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz		6,47 PLN			22-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	7 840	7 639	3%	35 386	63%	
skor. EBITDA	1 091	1 667	-35%	6 964	47%	
EBITDA	1 076	1 626	-34%	6 835	47%	
EBIT	382	969	-61%	3 996	44%	
Dział. finansowa	40	38	-	-77	-	
Zysk netto	317	704	-55%	2 894	48%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Chemia z mieszanymi wynikami:

- Spadające ceny gazu pozytywnie wpływają na rentowność Grupy Azoty w 2Q'19. Ciek mimo podwyżek cen sody nie poprawi wyników w 2Q'19.

■ Oczekujemy lekko spadkowych wyników Grupy Ciek w 2Q'19. Naszym zdaniem jedynie segment organiki zanotuje wzrost wyników R/R (z uwagi na przejęcie Proplan). Wyniki 2Q'19 będą rozczarowaniem dla inwestorów zestawiając je z bieżącym konsensusem. Niski powinien być również OCF z uwagi na koniczność uregulowania zaległych podatków związanych z decyzjami Urzędu Skarbowego.

■ Oczekujemy olejnego silnego kwartału w segmencie nawozów Grupy Azoty. Słabsze R/R wyniki powinny mieć miejsce w chemii i tworzywach sztucznych. Rynek po 1H'19 będzie musiał przesunąć swoje oczekiwania na wynik EBITDA do około 1,5 mld PLN.

■ Skor. EBITDA LIFO w rafinerii niższa R/R (0,48 mld PLN vs 0,53 mld PLN) z uwagi na niższą modelową marżę, ale może to być skompensowane przez efekt przerobu tańszych warstw zapasów z rezerw obowiązkowych.

■ W detalu poprawa R/R (EBITDA 71 mln PLN vs 51 mln PLN) głównie na fali wdrożenia MSSF16.

■ W segmencie wydobywczym spadek EBITDA R/R (196 mln PLN vs 236 mln PLN) z uwagi na niższe ceny gazu.

■ Dział. fin. na plus z uwagi na różnice kursowe i hedging.

■ Spadek EBITDA w wydobywaniu R/R (80,6 mld HUF vs 87 mld HUF) z uwagi na zawyżoną bazę (spływ należności na 6 mld HUF) - produkcja sezonowo niższa Q/Q, wyższe ceny ropy, ale spadek cen gazu (nie dotyczy dz. regulowanej).

■ W rafinerii spadek modelowej marży kompensowany wyższą premią ładową i przesunięciami wyniku po słabym 1Q (CCS EBITDA 39,5 mld HUF vs 47 mld HUF), detal powinien utrzymać dyn. +10%, petrochemia płasko Q/Q, a segment gazowy -15% R/R przez warunki pogodowe.

■ Skor. EBITDA w wydobywaniu 0,77 mld PLN vs 1,25 mld PLN 2Q'18, na spadku wolumenów wydobywania i niższych cenach ropy oraz gazu sprzedawanego do segm. obrotu.

■ W obrocie nieco większa strata R/R (-0,28 mld PLN vs -0,21 mld PLN) - wyższe koszty importu częściowo skompensowane rozliczeniami z wydobywaniem.

■ W dystrybucji negatywny efekt taryf (-12% do 0,55 mld).

■ W ciepłowniach wzrost EBITDA do 0,1 mld PLN (wolumeny).

Energetyka, surowce

Energetyka powinna poprawiać dynamiki w 2H:

- Wykonanie naszych skor. prognoz EBITDA w energetyce po 2Q'19 na poziomie 52%, nie odbiega od sezonowych wzorców (najlepiej wypada ENG). W kolejnych okresach oczekujemy wyższej dodatniej dynamiki w PGE i Enei.

CEZ Kamil Kliszcz	akumuluj 597,80 CZK			wyniki: 13-08-2019	
(mln CZK)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	43 503	40 897	6%	205365	46%
skor. EBITDA	11 561	9 402	23%	58 629	53%
EBITDA	11 561	9 402	23%	58 629	53%
EBIT	4 488	2 278	97%	29 601	55%
Dział. finansowa	-1 519	-1 858	-	-7 104	-
Zysk netto	2 405	388	-	18 036	59%

Enea Kamil Kliszcz	kupuj 12,41 PLN			wyniki: 30-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	4 180	3 051	37%	18 029	45%
skor. EBITDA	717	646	11%	3 307	45%
EBITDA	717	602	19%	3 426	44%
EBIT	322	294	9%	1 893	40%
Dział. finansowa	-70	-43	-	-232	-
Zysk netto	159	190	-16%	1 283	32%

Energa Kamil Kliszcz	kupuj 12,67 PLN			wyniki: 07-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 760	2 392	15%	11 725	49%
skor. EBITDA	579	535	8%	2 165	60%
EBITDA	579	535	8%	2 165	52%
EBIT	319	415	-23%	1 162	52%
Dział. finansowa	-55	-65	-	-269	46%
Zysk netto	214	281	-24%	734	54%

PGE Kamil Kliszcz	kupuj 13,26 PLN			wyniki: 12-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	6 412	5 734	12%	38 724	41%
skor. EBITDA	1 508	1 573	-4%	6 999	49%
EBITDA	1 358	1 461	-7%	8 168	40%
EBIT	413	516	-20%	4 086	33%
Dział. finansowa	1 067	-75	-	-300	-
Zysk netto	1 191	346	-	3 054	58%

Tauron Kamil Kliszcz	kupuj 2,52 PLN			wyniki: 16-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	5 450	4 377	25%	20 810	52%
skor. EBITDA	769	902	-15%	3 566	54%
EBITDA	769	902	-15%	3 566	56%
EBIT	284	79	-	1 671	61%
Dział. finansowa	-60	-145	-	-303	44%
Zysk netto	181	-69	-	1 108	64%

JSW Jakub Szkopek	akumuluj 50,02 PLN			wyniki: 22-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1 997	2 423	-18%	9 594	47%
EBITDA skor.	482	947	-49%	2 176	56%
EBITDA	318	631	-50%	2 176	48%
marża EBITDA	15,9%	26,1%	-	22,7%	-
EBIT	118	446	-73%	1 306	48%
Zysk netto	93	324	-71%	1 047	47%

KGHM Jakub Szkopek	trzymaj 98,35 PLN			wyniki: 13-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	5 517	5 157	7%	22 593	49%
EBITDA skor.	1 242	1 391	-11%	5 168	52%
marża EBITDA	22,5%	27,0%	-	22,9%	-
EBIT skor.	752	815	-8%	3 315	53%
Zysk netto skor.	459	171	168%	2 289	44%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Spółki wydobywcze pod presją:

- Wyższe koszty produkcji oraz niższe ceny przekładają się na spadek wyników finansowych w KGHM i JSW.

- W wytwarzaniu EBITDA 4,0 mld CZK vs. 1,6 mld CZK przed rokiem, głównie z uwagi na wyższe ceny energii i mimo nieco niższej produkcji w el. atomowych, w segmencie OZE oczekujemy zbliżonych wyników R/R.

- W segmencie dystrybucji EBITDA zbliżona R/R na 4,6 mld CZK, ale w obrocie 10% spadek z uwagi na presję na marżę w otoczeniu rosnących cen energii.

- W wydobyciu sezonowy spadek EBITDA do 0,7 mld CZK.

- W wytwarzaniu wzrost EBITDA R/R do 0,32 mld PLN z 0,21 mld PLN, z uwagi na wyższe wolumeny i marże, ale Q/Q wynik gorszy ze względu na niższy sezonowo load factor.

- W dystr. poprawa Q/Q (efekt nowej taryfy), ale gorzej R/R (-20 mln PLN) z uwagi na koszty bilansowania i one-off na 17 mln PLN w 2Q'18; w obrocie oczekujemy straty z uwagi na problemy z przenoszeniem wysokich cen (EBITDA -44 mln PLN); LWB podała wstępny wynik EBITDA 0,2 mld PLN.

- Oczekujemy poprawy EBITDA w wytwarzaniu R/R (104 mln PLN) w OZE (woda) i na wyższej dyspozycyjności Ostrołki.

- W dystrybucji spadek EBITDA R/R (księgowanie zaległych faktur w Q2'18) i Q/Q (odwrócenie pozytywnego wpływu bilansowania) do 420 mln PLN.

- W obrocie powrót do kwotowania wyższych cen klientom i normalizacja EBITDA do 70 mln PLN (bez odwracania strat)

- Spadek EBIT R/R to kwestia odwrócenia odpisów w 2Q'18.

- W wytwarzaniu wyższe CDS-y zneutralizowane przez niższą utylizację bloków i rezerwy aktuarialne (~150 mln PLN), w efekcie EBITDA segm. płaska R/R (skor. +10%); w OZE wzrost EBITDA do 0,14 mld PLN (ceny i wol. w wodzie).

- Dystrybucja -2% R/R, a w obrocie znaczny spadek podobnie jak w 1Q (EBITDA 31 mln PLN).

- Na dz. finansowej uwzględniamy +1,2 mld PLN z tytułu darmowych 10,9 mln ton CO2.

- W wytwarzaniu oczekujemy lekkiej poprawy R/R do 0,13 mld PLN, głównie w obszarze OZE.

- W kopalniach zakładamy kontynuację problemów z wolumenami i zwiększenie starty EBITDA do 97 mln PLN.

- W dystrybucji EBITDA niższa R/R z uwagi na zawyżoną bazę odniesienia i przesunięcia efektu bilansowania z 1Q.

- W obrocie spadek EBITDA R/R do 89 mln PLN w związku z presją na marżę i brakiem przeniesienia kosztów 1:1.

- W 2Q'19 mimo nieco mniejszej ilości pracujących ścian oczekujemy, że wydobycie wzrośnie o 1% Q/Q (mniejsza ilość wypadków Q/Q) do 3,5 mln ton (-8% R/R). Zakładamy, że w 2Q'19 JSW zaksięguje 163 mln PLN jednorazowej nagrody dla pracowników za 2018 rok (w 2Q'18 306 mln PLN nagrody). Mimo negatywnych tendencji oczekujemy przyzwoitego wykonania całorocznej prognozy po 1H'19.

- W 2Q'19 KGHM nie sprzyjają niższe o 5% R/R ceny miedzi w PLN oraz niższe o 4% R/R ceny srebra. Mimo wyższych R/R wolumenów sprzedaży rosnące koszty produkcji zadecydują o spadku R/R wyników. Poprawa na wyniku netto jest rezultatem zdarzeń jednorazowych, bez których wynik netto 2Q'18 wyniósłby 415 mln PLN.

Telekomunikacja, media, IT

Dobry kwartał dla PLY, WPL i ASE

- Bardzo dobre wyniki PLY na tle OPL i CPS (>12% wzrost na linii EBITDA vs. spadki w OPL i CPS oczyszczonych wyników).

Netia Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	328,7	342,9	-4%	1348,0	49%
EBITDA	107,4	92,1	17%	345,3	62%
marża EBITDA	32,7%	26,9%		25,6%	
EBIT	15,2	20,3	-25%	74,3	39%
Zysk brutto	12,4	22,0	-44%	61,9	38%
Zysk netto	10,0	11,7	-14%	50,2	38%

Orange Polska Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	2 956	2 706	9%	11 260	51%
EBITDA	825	709	16%	3 211	53%
marża EBITDA	27,9%	26,2%		28,5%	
EBIT	172,3	73,0	136%	598	67%
Zysk brutto	81,3	-14,0	-	250	87%
Zysk netto	65,8	-16,0	-	203	87%

Play Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	1 736	1 688	3%	6 964	49%
EBITDA	610	563	8%	2 282	52%
marża EBITDA	35,2%	33,4%		32,8%	
EBIT	387	366	6%	1 472	51%
Zysk brutto	301	267	13%	1 113	52%
Zysk netto	229	200	15%	839	53%

Agora Paweł Szpigiel	kupuj			wyniki:	
	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	263,4	258,3	2%	1168,4	49%
EBITDA	28,1	-2,3	-	104,0	63%
marża EBITDA	10,7%	-0,9%		8,9%	
EBIT	-8,9	-22,8	-	23,6	-35%
Zysk brutto	-9,4	3,3	-	21,9	-60%
Zysk netto	-8,2	0,3	-	14,0	-94%

Cyfrowy Polsat Paweł Szpigiel	redukuj			wyniki:	
	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	2 869	2 603	10%	11 394	50%
EBITDA	1 072	946	13%	4 179	51%
marża EBITDA	37,4%	36,4%		36,7%	
EBIT	537	476	13%	1 966	52%
Zysk brutto	437	331	32%	1 587	51%
Zysk netto	341	231	47%	1 224	52%

Wirtualna Polska Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	159,7	132,2	21%	624,6	51%
EBITDA	50,5	41,0	23%	196,5	46%
marża EBITDA	31,6%	31,0%		31,5%	
EBIT	31,8	27,9	14%	136,0	41%
Zysk brutto	26,8	25,0	7%	122,1	39%
Zysk netto	20,9	19,4	8%	94,9	38%

Asseco Poland Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	2 585	2 311	12%	9 929	51%
EBITDA	367	316	16%	1 506	49%
marża EBITDA	14,2%	13,7%		15,2%	
EBIT	222	204	9%	847	53%
Zysk brutto	202	197	2%	520	77%
Zysk netto	79	88	-11%	310	51%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Dobre wyniki zaraportuje WPL, słabe – AGO.
- Ze względu na efekt bazy wyniki w CMR i ACP w trendzie spadkowym, ale istotne poprawa wyników R/R w ASE.
- Istotny wpływ MSSF16 na wyniki spółek w sektorze.

- Niższe spadki przychodów (-4,1% R/R vs. -5,6% R/R w 1Q'19 dzięki stabilizacji obrotów z broadbandu).
- Marża brutto ze sprzedaży = 32,5%.
- Nieznaczny wzrost kosztów SG&A R/R (99 mln PLN).
- EBITDA bez efektu MSSF 16 (ok. 23,1 mln PLN) na poziomie 84,3 mln PLN (tj. -8,5% R/R).

- Obroty z usług tylko mobilnych = 638 mln PLN (-6,2% R/R), z usług konwergentnych = 382 mln PLN, a tylko stacjonarnych = 555 mln PLN.
- Wzrost obrotów sprzętem do poziomu 367 mln PLN.
- Wzrosty kosztów sprzedaży do 587 mln PLN (+6,6% R/R).
- Zakładamy 45 mln PLN zysku ze sprzedaży aktywów.
- EBITDaL wyniesie 693 mln PLN (+0,3% R/R). Po eliminacji zysków z nieruchomości, EBITDaL byłby niższy R/R aż o 5,8%.

- Utrzymanie trendów z 1Q'19 dot. KPIs: baza klientów postpaid +49 tys. R/R, a prepaid -29 tys. R/R.
- Wzrost obrotów sprzętem (+3,6% R/R) przy stabilnej Q/Q marży na poziomie 21,5% – efekt zakupów sprzętu oraz efektywnej akcji marketingowej smartfonów.
- W 2Q'19 spodziewamy się spadku kosztów roamingu krajowego o 34% R/R.
- Skorygowana EBITDA wyższa R/R o >12,0% R/R!

- Słaby wynik w kluczowym segmencie Film i Książka: EBITDA = -3,7 mln PLN (vs. -2,6 mln PLN rok wcześniej) z/w na bardzo słaba sprzedaż biletów w czerwcu'19 oraz dodatkowe koszty dział. Gastronomicznej.
- Spadek wyników także w Radiu, Druku, Internecie i w Prasie, wzrost jedynie w segmencie Outdoor.
- Wynik EBITDA bez MSSF16 = 10,8 mln PLN (spadek vs. 15,5 mln PLN skorygowany wynik rok wcześniej).

- Wpływ konsolidacji Netii na wyniki Cyfrowego Polsatu (+339 mln PLN na przychodach, + 84 mln PLN na EBITDA) oraz MSSF 16 (+ 116 mln PLN na linii EBITDA).
- Słaby kwartał w reklamie TV (w części efekt bazy).
- Wzrost kosztów dystrybucji i marketingu oraz kontentu.
- Wynik EBITDA bez MSSF16 i bez Netii szacujemy na 872 mln PLN, co oznacza spadek o 6,0% R/R.

- Dobra koniunktura na rynku reklamy internetowej, istotny wzrost segmentu e-commerce.
- Przychody bez barteru +18% R/R (vs. proforma), w tym + 12,5% w reklamie i +23% w e-commerce).
- Spadek marży e-commerce o ok. 3 p.p.
- Wpływ biznesu TV -1,3 mln PLN, MSSF16 +1,7 mln PLN.
- Skorygowana EBITDA online 50,1 mln PLN, +18,0% R/R (vs. proforma).

- Spadek obrotów w sp. matce (-7,2% R/R) przez niższe obroty w bankowości (brak Deutsche Bank) oraz przestój w admin. publ. EBIT matki = 29,2 mln PLN (-32,5% R/R).
- Znaczna poprawa wyników w Formuła Systems (EBIT 102 mln PLN, +46% R/R), poprawa także na rynkach międzynarodowych (EBIT 78,4 mln PLN, + 13% R/R).
- Zysk netto spada o >10% R/R.

Asseco BS		równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel					01-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	65,4	63,6	3%	272,8	47%	
EBITDA	23,9	22,6	6%	100,9	48%	
marża EBITDA	36,5%	35,5%		37,0%		
EBIT	17,8	17,9	-1%	81,2	45%	
Zysk brutto	17,4	17,7	-2%	81,3	44%	
Zysk netto	14,3	14,5	-2%	65,9	45%	

Asseco SEE		przeważaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel					08-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	187,3	158,7	18%	770,1	48%	
EBITDA	39,0	29,2	34%	149,2	50%	
marża EBITDA	20,8%	18,4%		19,4%		
EBIT	24,2	18,0	35%	92,9	49%	
Zysk brutto	24,2	19,6	23%	89,4	51%	
Zysk netto	19,0	15,7	21%	71,1	52%	

Atende		równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel					12-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	83,0	57,5	44%	320,0	49%	
EBITDA	4,3	1,8	142%	30,1	34%	
marża EBITDA	5,2%	3,1%		9,4%		
EBIT	0,8	0,0	-	22,3	14%	
Zysk brutto	0,3	-0,8	-	21,3	8%	
Zysk netto	0,3	-1,2	-	14,5	11%	

Comarch		kupuj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		230,00 PLN			30-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	344,1	332,0	4%	1522,7	45%	
EBITDA	47,7	54,7	-13%	225,8	39%	
marża EBITDA	13,8%	16,5%		14,8%		
EBIT	27,4	34,4	-21%	157,3	31%	
Zysk brutto	29,4	14,7	100%	150,3	32%	
Zysk netto	18,7	10,5	78%	98,5	26%	

11 bit studios		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		518,00 PLN			29-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	12,2	43,8	-72%	79,6	33%	
EBITDA	5,3	32,0	-84%	45,8	27%	
marża EBITDA	43,3%	73,0%		57,6%		
EBIT	3,7	31,0	-88%	41,7	23%	
Zysk brutto	6,0	32,4	-82%	42,3	23%	
Zysk netto	4,4	25,9	-83%	34,1	22%	

CD Projekt		akumuluj			wyniki:	
Piotr Bogusz		237,50 PLN			29-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	92,5	93,0	-1%	307,6	56%	
EBITDA	21,8	34,6	-37%	44,1	116%	
marża EBITDA	23,5%	37,2%		14,3%		
EBIT	16,5	33,4	-51%	38,9	95%	
Zysk brutto	17,5	37,4	-53%	48,3	83%	
Zysk netto	14,2	29,5	-52%	38,6	83%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Nieznaczny wzrost obrotów w 2Q'19 o 3% R/R, słaba sprzedaż rozwiązania Wapro, nadrobiona przez sprzedaż w Macrologic.

- Poziomu kosztów SG&A na stabilnym R/R.
- Wpływ MSSF 16 na EBITDA szacujemy na ok. +1,3 mln PLN (EBITDA w MSR17 = 22,6 mln PLN, płasko R/R).
- Wzrost zysku netto tylko o 5,7% R/R.

- Oczekujemy, że segment płatności wygeneruje dobre wyniki (Zarząd podał już po 1Q'19, że backlog na tzw. marży pierwszej jest 24% wyższy R/R).

- Poprawa także w bankowości i integracji.
- Zakładamy wzrost przychodów o 18% R/R i wzrost wyniku EBITDA o 34% R/R.
- Wynik EBITDA = 33,7%, tj. + 16% R/R bez konsolidacji Macrologic (+2 mln PLN) i MSSF16 (+3,3 mln PLN).

- Dość wysoki poziom przychodów ze sprzedaży (znaczna poprawa w jed. dominującej).

- Spadek wyników spółki matki (EBIT szacujemy na -0,6 mln PLN vs. +0,2 mln PLN rok wcześniej), poprawa w córkach (EBIT = 1,5 mln PLN vs. -0,3 mln PLN w 2Q'18).

- Efekt MSSF16 = 1,6 mln PLN, EBITDA bez MSSF16 = 2,7 mln PLN, poprawa vs. rok wcześniej: 1,8 mln PLN.

- Wysokie obroty w 2Q'19 w wys. 344,1 mln PLN (+3,6% R/R; wzrost zwłaszcza w TMT), pomimo wysokiej bazy w 2Q'18 (rozpoznanie dużego kontaktu dla Min. Spraw.).

- Zakładamy nieznaczny spadek marży brutto na sprzedaży, tj. do poziomu 24,6% vs. 25,9% rok wcześniej.

- Kosztów SG&A na stabilnym poziomie R/R.
- EBITDA bez MSSF16=43,1 mln PLN, tj. 21% R/R (co należy interpretować neutralnie z/w na wysoką bazę z 2Q'18).

- Brak premier gier/dodatków wpłynie negatywnie na sprzedaż w 2Q'19. Oczekujemy wzrostu sprzedaży w 2H'19.

- Koszty działalności szacujemy na 8,5 mln PLN w 2Q'19 vs. 12,8 mln PLN w 2Q'18 (okres premierowy). Głównymi składnikami kosztowymi będą koszty wynagrodzeń, tantiemy dla producentów oraz amortyzacja nakładów poniesionych na Frostpunk.

- CD Projekt RED: spadek sprzedaży o 7% R/R do 52,7 mln PLN w 2Q'19 oraz koszty SG&A na poziomie 31 mln PLN w 2Q'19 (+9 mln PLN R/R; wyższe koszty marketingu C2077)

- W segmencie GOG.com zakładamy wzrost sprzedaży o 2,7% R/R do 40 mln PLN w 2Q'19, a koszty SG&A na poziomie 10,7 mln PLN w 2Q'19 vs. 9,9 mln PLN w 2Q'18.

- Biorąc pod uwagę realizację prognozy rocznej, widzimy potencjał do podwyższenia naszych szacunków.

Przemysł

AC	równoważ			wyniki:	
Piotr Poniatowski				09-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	57,5	67,6	-15%	266,8	45%
EBITDA	13,9	18,1	-23%	66,3	48%
marża EBITDA	24,1%	26,8%		24,9%	
EBIT	11,1	15,9	-30%	55,8	47%
Zysk netto	8,8	12,6	-30%	44,8	47%

Alumetal	niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek				19-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	376,9	450,4	-16%	1586,8	49%
EBITDA	26,9	39,8	-32%	103,1	50%
marża EBITDA	7,1%	8,8%		6,5%	
EBIT	18,8	32,2	-42%	70,3	50%
Zysk netto	16,6	25,0	-33%	62,3	51%

Amica	równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek				27-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	723,7	685,4	6%	3013,5	47%
EBITDA	44,3	41,4	7%	213,0	41%
marża EBITDA	6,1%	6,0%		7,1%	
EBIT	30,9	28,0	10%	159,3	38%
Zysk netto	22,2	28,9	-23%	108,7	33%

Apator	równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek				30-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	206,3	202,3	2%	898,5	47%
EBITDA	31,6	35,6	-11%	141,9	46%
marża EBITDA	15,3%	17,6%		15,8%	
EBIT	21,2	25,2	-16%	98,3	44%
Zysk netto	15,9	20,2	-21%	73,9	42%

Boryszew	równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek				17-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1484,7	1626,7	-9%	5744,6	52%
EBITDA	111,5	120,3	-7%	401,5	50%
marża EBITDA	7,5%	7,4%		7,0%	
EBIT	70,8	81,7	-13%	247,4	48%
Zysk netto	40,4	37,0	9%	108,0	52%

Cognor	akumuluj			wyniki:	
Jakub Szkopek	1,84 PLN			14-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	487,4	535,7	-9%	2004,2	50%
EBITDA	21,0	62,1	-66%	108,5	44%
marża EBITDA	4,3%	11,6%		5,4%	
EBIT	9,5	51,0	-81%	61,7	40%
Zysk netto	4,1	16,0	-74%	33,9	38%

Ergis	równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek				12-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	217,7	207,3	5%	816,2	51%
EBITDA	15,7	14,9	5%	50,9	56%
marża EBITDA	7,2%	7,2%		6,2%	
EBIT	9,6	9,0	6%	26,0	63%
Zysk netto	6,0	6,2	-3%	14,4	68%

Famur	kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek	6,96 PLN			02-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	547,0	570,9	-4%	2144,7	48%
EBITDA	290,4	116,4	149%	698,2	61%
marża EBITDA	53,1%	20,4%		32,6%	
EBIT	245,4	67,9	261%	541,4	62%
Zysk netto	194,8	56,8	243%	454,5	57%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

■ Do spadku sprzedaży (wstępne przychody -15% R/R, po świetnym +7,5% R/R w 1Q'19) przyczyniła się przede wszystkim słaba sytuacja na rynku rosyjskim. Wyniki operacyjne będą dodatkowo pogorszone przez wzrost kosztów ogólnych (nakłady na rozwój). Wysoka baza roku 2018 nie pomaga, zaś niskie wykonanie po 1H'19 może spowodować potrzebę aktualizacji prognoz całorocznych.

■ W 2Q'19 dynamika spadku wyników finansowych pogłębi się względem 1Q'19. Przy okazji publikacji, Zarząd może naszym zdaniem zapowiedzieć, że wyniki w 3Q'19 odnotują kolejny znaczący spadek R/R.

■ W 2Q'19 oczekujemy kontynuacji dobrych trendów sprzedażowych na rynkach Polskim i Europy Zachodniej. Porównywalnie R/R sprzedaż powinna wyglądać na rynkach wschodnich. Mimo rosnących R/R kosztach marketingu wierzymy, że Amice uda się w 2Q'19 poprawić R/R wyniki finansowe.

■ W 2Q'19 w wynikach widoczne naszym będzie pewne opóźnienie w relacji inwestycji w spółkach energetycznych, co ma wpływ na sprzedaż i realizowane marże. Z drugiej strony warto zwrócić uwagę na wysoką bazę porównawczą roku ubiegłego.

■ W 2Q'19 na wynikach Boryszew ciężać będą słabsze wyniki Impexmetal. Przy założeniu poprawy R/R wyniku w segmencie Automotive, prognozowany wynik całej Grupy spada R/R. Według naszych szacunków po rozliczeniu zakupu akcji Impexmetal dług netto na koniec 1H'19 wzrośnie do 1,5 mld PLN (4,3xEBITDA), co oznacza naruszenie umowy z bankami.

■ Niższe R/R ceny produktów i 3% R/R spadek wolumenów sprzedaży przy wzroście kosztów energii i płac naszym zdaniem powodować będzie, że wyniki w 2Q'19 będą wyraźnie niższe R/R oraz słabsze od 1Q'19.

■ Sądzymy, że 2Q'19 będzie najsłabszym kwartałem w całym roku.

■ Pomimo wysokiej bazy rezultatów liczymy, że niższe ceny petrochemii pozwolą przełamanie spadkowego trendu wyników finansowych w 2Q'19. Po drugiej stronie spółka będzie wciąż odczuwać rosnące koszty pracy i energii.

■ Głównym czynnikiem wzrostu wyników w 2Q'19 będzie segment underground. Liczymy, że oczyszczona EBITDA w 2Q'19 wyniesie około 140 mln PLN.

■ Na wyniki pozytywny wpływ będzie miała transakcja sprzedaży PBSz, co doda do wyniku 150 mln PLN pozytywnego jednorazowego wpływu.

Forte		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		345,32 PLN			12-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	260,6	258,0	1%	1157,7	50%	
EBITDA	31,0	34,6	-10%	139,8	50%	
marża EBITDA	11,9%	13,4%		12,1%		
EBIT	19,4	23,2	-17%	87,5	50%	
Zysk netto	9,6	0,3	-	47,5	49%	

Grupa Kęty		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		345,32 PLN			07-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	820,0	748,8	10%	2957,7	54%	
EBITDA	135,0	126,4	7%	459,8	53%	
marża EBITDA	16,5%	16,9%		15,5%		
EBIT	102,0	94,5	8%	330,9	54%	
Zysk netto	77,0	71,7	7%	246,5	55%	

Impexmetal		niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		345,32 PLN			12-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	776,3	856,0	-9%	3047,9	53%	
EBITDA	58,8	78,8	-25%	248,0	51%	
marża EBITDA	7,6%	9,2%		8,1%		
EBIT	41,8	62,2	-33%	179,8	52%	
Zysk netto	34,9	54,3	-36%	144,4	48%	

Kernel		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		58,63 PLN			23-10-2019	
(mln USD)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	848,1	789,4	7%	3905,8	63%	
EBITDA	55,2	26,2	111%	340,3	53%	
marża EBITDA	6,5%	3,3%		9,0%		
EBIT	35,0	6,1	478%	264,4	90%	
Zysk netto	13,8	1,4	883%	203,5	290%	

Kruszwica		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		20-09-2019			20-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	587,5	586,6	0%	2661,0	49%	
EBITDA	15,2	17,0	-11%	137,3	44%	
marża EBITDA	2,6%	2,9%		5,2%		
EBIT	8,2	10,7	-23%	110,8	43%	
Zysk netto	6,9	8,9	-22%	96,0	39%	

Mangata		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		12-09-2019			12-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	188,7	182,4	3%	751,5	51%	
EBITDA	24,9	25,4	-2%	98,6	54%	
marża EBITDA	13,2%	13,9%		13,1%		
EBIT	17,5	18,1	-3%	68,6	56%	
Zysk netto	12,6	16,7	-25%	49,7	57%	

Pfleiderer Group		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		11-09-2019			11-09-2019	
(mln EUR)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	256,5	264,4	-3%	1029,1	50%	
EBITDA	28,4	32,9	-14%	111,6	44%	
marża EBITDA	11,1%	12,4%		10,8%		
EBIT	6,3	13,9	-55%	33,3	11%	
Zysk netto	1,4	-1,6	-	8,2	-	

Pozbud		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		30-08-2019			30-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	67,4	22,6	198%	319,7	33%	
EBITDA	9,9	6,7	48%	33,9	54%	
marża EBITDA	14,7%	29,5%		10,6%		
EBIT	8,5	5,4	59%	28,1	55%	
Zysk netto	6,7	2,9	134%	22,0	53%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

■ Wysoka baza 2Q'18 (przesunięcie części zamówień z 1Q'18) oraz dłuższy przestój fabryki płyty w kwietniu (w związku ze Świątami Wielkanocnymi) powodować będą, że Grupie ciężko będzie poprawić wyniki R/R.

■ Naszym zdaniem dług netto w relacji do EBITDA na koniec 1H'19 znajdzie się na poziomie 4,9x (dokładnie tyle, ile wynoszą kowenanty bankowe).

■ Wstępne szacunki Zarządu Grupy Kęty wskazują, że w 2Q'19 Grupie udało się poprawić zeszlazoczne rezultaty, co naszym, zdaniem jest pozytywnym zaskoczeniem.

■ Nasze prognozy na 2Q'19 są zbliżone do wstępnych szacunków Zarządu.

■ W 2Q'19 niższe R/R wolumeny sprzedaży, presja ze strony kosztów pracy i energii przełożą się na wysoką spadkową dynamikę rezultatów.

■ Warto zwrócić uwagę, że 2Q'18 był praktycznie rekordowym kwartałem w ostatnich latach pod względem wartości wygenerowanej EBITDA.

■ W fiskalnym 4Q'19, a kalendarzowym 2Q'19, poprawie R/R wyników sprzyjać będzie zwiększenie wolumenów sprzedaży zboża i oleju. Dodatkowo liczymy, że spółka zależna Avere nie odnotuje tak znaczących strat jak w roku ubiegłym. Liczymy na dynamiczną poprawę wyników R/R w ostatnim kwartale roku obrotowego.

■ Zakładamy, że w końcówce sezonu 2018/2019 wolumeny pozostaną stabilne R/R. Oczekujemy również nieznacznie wyższych R/R marży przerobowych, choć w 2Q'18 znajdują się one na relatywnie wysokim historycznie poziomie.

■ Na koniec czerwca Grupa powinna dysponować około 200 mln PLN gotówki netto (9 PLN/akcja).

■ W 2Q'19 zakładamy nieznaczny spadek R/R wyników finansowych ze względu na wysoką bazę roku ubiegłego. Spadek R/R wyniku netto wynika z dodatnich różnic kursowych, które miały miejsce w 2Q'18.

■ Zakładamy, że wykonanie całorocznej prognozy wyników będzie na przyzwoitym poziomie.

■ Niższe R/R ceny płyty drewnopochodnej i obciążenia związane ze szkoleniami załogi nadal będą negatywnie przekładać się na wyniki finansowe. W 2Q'19 zauważalne będą pierwsze oszczędności z tytułu niższych kosztów surowców (poza energią). Bardzo prawdopodobne, że w 2Q'19 Spółka nie naruszy umów kredytowych z bankami.

■ W 2Q'19 Pozbud rozpocznie przekazywanie mieszkań w zakresie projektu deweloperskiego Poznań-Strzeszyn, co naszym zdaniem, powinno zdynamizować wyniki finansowe.

■ Naszym zdaniem, wraz ze sprzedażą mieszkań powinien być widoczny efekt spadku zadłużenia.

Stelmet		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		7,95 PLN			29-08-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	226,5	221,6	2%	591,1	83%	
EBITDA	26,5	33,5	-21%	68,5	83%	
marża EBITDA	11,7%	15,1%		12,0%		
EBIT	15,9	22,8	-30%	27,0	92%	
Zysk netto	18,5	12,3	51%	19,8	75%	

Tarczyński		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		27-09-2019			27-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	178,9	174,7	2%	851,0	45%	
EBITDA	13,7	3,6	277%	69,2	47%	
marża EBITDA	7,7%	2,1%		8,1%		
EBIT	6,5	-3,6	-	40,4	45%	
Zysk netto	3,9	-8,4	-	26,1	42%	

TIM		przeważaj			wyniki:	
Piotr Poniatowski		11-09-2019			11-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	209,8	198,1	6%	898,1	46%	
EBITDA	11,8	8,3	43%	48,3	49%	
marża EBITDA	5,6%	4,2%		5,4%		
EBIT	7,1	5,6	26%	28,1	51%	
Zysk netto	4,0	4,3	-7%	19,5	40%	

Deweloperzy

- Łącznie deweloperzy z GPW i Catalyst przekazali w 2Q'19 o 9% mniej mieszkań R/R, ale po 1H wynik ten jest lepszy o 9%. Wyniki poszczególnych Spółek w 2Q istotnie się różniły (>100% wzrostu przekazania R/R pokazał m.in. LKD,

Archicom		wyniki:			
Aleksandra Szklarczyk		17-09-2019			
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	238,1	77,2	209%	-	-
Zysk brutto ze sprz.	65,3	19,2	240%	-	-
marża	27,4%	24,9%	-	-	-
EBIT bez rew.	52,2	8,0	-	-	-
Rewaluacja	15,0	0,0	-	-	-
EBIT	67,2	8,0	-	-	-
Zysk brutto	66,4	6,8	-	-	-
Zysk netto	53,5	4,9	-	-	-

Atal		akumuluj			wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk		41,89 PLN			03-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	120,4	337,0	-64%	974,9	36%	
Zysk brutto ze sprz.	31,7	99,0	-68%	265,8	37%	
marża	26,3%	29,4%	-	27,3%		
EBIT	24,1	91,1	-74%	234,6	36%	
Zysk brutto	23,3	88,6	-74%	226,1	35%	
Zysk netto	18,6	68,9	-73%	180,8	35%	

Dom Dev.		trzymaj			wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk		79,80 PLN			23-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	233,3	435,7	-46%	1688,0	45%	
Zysk brutto ze sprz.	67,8	118,1	-43%	446,4	48%	
marża	29,1%	27,1%	-	26,4%		
EBIT	25,2	72,8	-65%	277,1	47%	
Zysk brutto	25,4	72,8	-65%	275,3	47%	
Zysk netto	20,6	58,8	-65%	222,4	47%	

LC Corp		wyniki:			
Aleksandra Szklarczyk		10-09-2019			
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	203,3	229,7	-11%	-	-
Zysk brutto ze sprz.	70,9	93,3	-24%	-	-
marża	34,9%	40,6%	-	-	-
EBIT bez rew.	55,9	76,5	-27%	-	-
Rewaluacja	-38,8	37,1	-	-	-
EBIT	17,1	113,6	-85%	-	-
Zysk brutto	19,5	82,1	-76%	-	-
Zysk netto	15,8	68,8	-77%	-	-

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W 3Q'19 efekt wysokiej bazy porównawczej połączony z inflacją kosztów naszym zdaniem przekładać się będzie na dwucyfrowy R/R spadek wyników finansowych.

- Mocny wynik netto, to efekt umocnienia PLN, co przekłada się na pozytywne różnice kursowe z tytułu zmiany wyceny zadłużenia.

- W 2Q'19 wyniki wyraźnie się poprawiają, co wynikać będzie głównie z efektu niskiej bazy. W 2Q'18 spółka zaksięgowwała około 15 mln PLN odpisów związanych z negatywnym orzeczeniem sądu odnośnie rozliczeń z wykonawcą zakładu w Ujeźdźcu.

- W 2Q'19 będzie widoczna erozja marży z uwagi na rosnące ceny wieprzowiny.

- TIM podał wstępne przychody jednostkowe (189 mln PLN, +4,8% R/R), do których należy dodać Rotopino i 3LP.

- Szacujemy, że wzrost sprzedaży Grupy, dyscyplina kosztowa oraz efekt MSSF16 (wzrost amortyzacji, spadek kosztów usług obcych, wzrost kosztów finansowych) przełożą się na mocny wzrost wyników (w 2Q'18 wystąpiły zdarzenia jednorazowe na poziomie +3,3 mln PLN).

ARH, JWC, a spadek >40% R/R - DOM, ECH, 1AT). Spodziewamy się zatem szczególnie mocnego momentum wyników dla ARH (dodatkowo wzmocniony dodatnią rewaluacją).

- 2Q'19 będzie rekordowy w historii Spółki. Wzrost ZN będzie pochodną (1) wyższej liczby przekazanych mieszkań (730 szt., +202% R/R, najlepszy kwartał w historii) i (2) pozytywnej rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych (łączny wpływ netto ok. +15 mln PLN)

- Szacujemy wzrostu marży ZBNS R/R względem relatywnie niższej marży (na tle ubiegłych lat) rozpoznanej w 2Q'18.
- „Oczyszczony” zysk netto szacujemy na 41,3 mln PLN, blisko rekordowych dotychczas wyników w 4Q'18.

- 2Q będzie wyraźnie słabszy R/R i nieco słabszy Q/Q ze względu na spadek liczby przekazanych lokali (313 szt., -64% R/R). Większość mieszkań w tym roku będzie rozpoznana w 4Q, podczas gdy w 2018 najlepszy był 2Q.

- Szacujemy, że Atal utrzyma porównywalną R/R i Q/Q średnią wartość rozliczonego mieszkania, lecz ze względu na mix projektowy - przy nieco niższej rentowności (szczególnie względem wysokiej bazy w 2Q'18).

- Po bardzo dobrym 1Q Dom Development rozliczył w wyniku 2Q'19 440 mieszkań (-57% R/R). Nominalnie wyniki będą słabsze (ZN -65% R/R), ale spodziewamy się poz. trendów na wartości przekazanego mieszkania i marży.

- Przekazywane lokale pochodzą w większości z tych samych projektów Q/Q (1 nowy projekt), ale oczekujemy pozytywnego wpływu wzrostu cen, przy nieco innym mix-ie projektowym (mniejszy wpływ lokali z niższą ceną i marżą).

- W 2Q'19 LC Corp rozliczył w wynikach 510 lokali, -16% R/R. Oczekujemy niższej R/R marży ZBNS (względem wys. bazy w 2Q'18) i szacujemy spadek ZBNS o 24% R/R.

- Ponadto na spadek ZN R/R będzie mieć wpływ ujemna wycena aktywów komercyjnych. W pozycji „rewaluacja” (-39 mln PLN) zakładamy -17 mln PLN (1) wpływu różnic kursowych i -22 mln PLN (2a) z tytułu utraty wartości i (2b) kosztów doprowadzenia do sprzedaży aktywów.

- EBIT przed rewaluacją szacujemy na 56 mln PLN w 2Q'19 (-27% R/R) i oczyszczony ZN na 41 mln PLN.

Handel, inne

Najlepsze wyniki w EAT i VRG

- Dobre dane operacyjne oraz efekt bazy powinny pozwolić na istotną poprawę wyników R/R w EAT i VRG.
- Efekt Świąt Wielkanocnych będzie wspierał poprawę

AmRest		kupuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		48,00 PLN		28-08-2019	
(mln EUR)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	473,7	364,2	30%	1988,9	46%
Zysk brutto na sprz.	71,4	58,8	22%	319,2	43%
marża	15,1%	16,1%		16,0%	
EBITDA	51,7	40,3	28%	204,7	46%
marża EBITDA	10,9%	11,1%		10,3%	
EBIT	16,4	11,7	40%	89,5	40%
Zysk brutto	3,6	10,2	-65%	75,9	14%
Zysk netto	3,3	8,2	-60%	54,3	13%

CCC		trzymaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		161,00 PLN		23-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1 621	1 271	28%	5 969	45%
Zysk brutto na sprz.	834	678	23%	3 076	43%
marża	51,4%	53,3%		51,5%	
EBITDA	169,0	269,0	-37%	967,0	19%
marża EBITDA	10,4%	21,2%		16,2%	
EBIT	128,5	247,7	-48%	259,2	
Zysk brutto	105,8	219,0	-52%	166,4	
Zysk netto	80,7	210,9	-62%	110,2	

Dino		redukuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		112,70 PLN		19-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1 915	1 410	36%	7 742	45%
Zysk brutto na sprz.	457	333	37%	1 890	44%
marża	23,8%	23,6%		24,4%	
EBITDA	166,5	124,6	34%	715	42%
marża EBITDA	8,7%	8,8%		9,2%	
EBIT	129,2	97,7	32%	561	40%
Zysk brutto	114,3	87,2	31%	513	38%
Zysk netto	91,4	70,5	30%	404	39%

Eurocash		redukuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		18,10 PLN		28-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	6 015	5 775	4%	23 640	25%
Zysk brutto na sprz.	770	706	9%	3 109	25%
marża	12,8%	12,2%		13,2%	
EBITDA	121,7	117,0	4%	374,7	32%
marża EBITDA	2,0%	2,0%		1,6%	
EBIT	67,2	67,6	-0,6%	158,0	
Zysk brutto	59,1	59,0	0,2%	98,2	
Zysk netto	36,9	36,8	0%	72,0	

LPP		akumuluj		wyniki:	
Piotr Bogusz		8 500,00 PLN		12-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 220	2 050	8%	9 172	44%
Zysk brutto na sprz.	1 315	1 224	7%	4 970	42%
marża	59,2%	59,7%		54,2%	
EBITDA	579,8	397,4	45,9%	1 920	37,1%
marża EBITDA	26,1%	19,4%		13,8%	
EBIT	330,0	311,8	5,9%	850,8	27,0%
Zysk brutto	305,2	296,3	3,0%	839,2	22,4%
Zysk netto	228,9	206,1	11%	677,2	17%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

sprzedaży porównywalnej w DNP, EUR i JMT. Wysoka aktywność promocyjna oraz istotny wzrost cen mięsa wieprzowego i warzyw może wpłynąć na rentowność.

- Słabych wyników oczekujemy w CCC i MON.
- Oczekujemy poprawy sprzedaży/restaurację o 1% R/R w 2Q'19, co w efekcie powinno przełożyć się na 30% R/R wzrost sprzedaży w 2Q'19 (sieć restauracji wzrosła o 28% R/R w 2Q'19). Spółka powinna opublikować wstępne dane sprzedażowe do końca lipca 2019).
- Szacujemy, że marża EBITDA restauracji (oczyszczona o odpisy zmniejszy się o 0,2 p.p. R/R (głównie negatywny wpływ rynku hiszpańskiego, czeskiego i polskiego).
- Oczekujemy, że odpisy na restauracje wyniosą 8 mln EUR w 2Q'19 vs. 5 mln EUR w 2Q'18.

- Niska dynamika sprzedaży R/R w miesiącach IV-V'19 oraz wysoka aktywność promocyjna w czerwcu, powinny negatywnie wpłynąć na marżę brutto na sprzedaży w 2Q'19 (oczekujemy -1,5 p.p. R/R).
- Oczekujemy wyższej dynamiki kosztów SG&A R/R niż tempo poprawy sprzedaży.
- Szacujemy, że spółka po 1H'19 wygeneruje -35 mln PLN EBIT vs. 170 mln PLN EBIT w 1H'18.
- W 2Q'18 spółka rozpoznała 80,4 mln PLN zysku z tytułu okazjonalnego zakupu Voegele.

- Oczekujemy poprawy sprzedaży/mkw. o 5% R/R w 2Q'19, co powinno przełożyć się na wzrost lfl o 16,5% w 2Q'19.
- Efekt wysokiej bazy oraz rosnące ceny mięsa powinny wpłynąć na ograniczenie wzrostu marży brutto na sprzedaży do 0,2 p.p. R/R (spadek względem poprzednich kwartałów).
- Szacujemy, że narzut kosztów SG&A na sprzedaż wyniesie +0,4 p.p. R/R (presja ze strony kosztów wynagrodzeń i kosztów energii). W efekcie oczekujemy spadku marży EBITDA o 0,1 p.p. R/R do 8,7% w 2Q'19.

- W segmencie hurtowym oczekujemy wzrostu sprzedaży w tempie 3,9% R/R do 4,8 mld PLN oraz wzrost wyniku EBITDA o 3,4% R/R do 115 mln PLN w 2Q'19.
- W segmencie detalicznym oczekujemy wzrostu sprzedaży o 7% R/R do 1,2 mld PLN (zakładana poprawa lfl napędzana przez efekt Świąt Wielkanocnych) oraz wzrostu EBITDA o 19% R/R do 37 mln PLN w 2Q'19.
- W segmencie projekty i inne zakładamy odpowiednio -11,5/-19 mln PLN EBITDA w 2Q'19.
- Szacunki wyników nie uwzględniają MSSF 16.

- Zgodnie z opublikowanymi wstępnymi danymi za 2Q'19 oczekujemy wzrostu sprzedaży o 8% R/R oraz wzrostu EBIT o 5,9% R/R.
- Zwracamy uwagę, że na wyniki spółki w 2Q'19 wpływ miał efekt wysokiej bazy oraz wyższy R/R kurs USD/PLN przy zakupie kolekcji wiosna-lato'19.
- Szacujemy, że saldo na działalności finansowej wyniesie -15 mln PLN w 2Q'19 (płasko R/R).
- Efektywną stopę podatkową szacujemy na 25% w 2Q'19 vs. 30% w 2Q'18.

Monnari	równoważ			wyniki:	
Piotr Bogusz				27-09-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	66,0	61,1	8%	247,7	50%
Zysk brutto na sprz.	39,5	37,2	6%	145,0	48%
marża	59,9%	60,9%		58,6%	
EBITDA	5,5	8,7	-37%	16,8	26%
marża EBITDA	8,3%	14,3%		6,8%	
EBIT	4,4	7,6	-42%	12,6	18,0%
Zysk brutto	4,9	8,2	-40%	18,6	14,7%
Zysk netto	3,8	6,1	-38%	15,4	11%

VRG	przeważaj			wyniki:	
Piotr Bogusz				28-08-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	269,0	192,9	39%	1085,0	33%
Zysk brutto na sprz.	144,5	100,6	44%	562,1	32%
marża	53,7%	52,1%		51,8%	
EBITDA	31,8	19,8	60,6%	122,9	24%
marża EBITDA	11,8%	10,3%		11,3%	
EBIT	31,8	19,2	65,7%	100,9	20,9%
Zysk brutto	29,0	17,6	64,5%	89,7	20,1%
Zysk netto	23,5	14,1	66%	74,9	19%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Zgodnie z opublikowanym danymi miesięcznymi oczekujemy wzrosty sprzedaży o 8% R/R w 2Q'19.
 - Spadek sprzedaży w czerwcu może wynikać ze skoncentrowania się spółki na obronie marży brutto na sprzedaży. Pomimo wyższego kursu USDPLN R/R przy zakupie kolekcji wiosna-lato'19, oczekujemy spadku marży brutto na sprzedaży o 1 p.p. R/R.
 - Szacujemy wzrost kosztów SG&A/mkw. o 4% R/R (presja ze strony kosztów wynagrodzeń oraz konsolidacja Centro).
-
- Zgodnie opublikowanymi raportami miesięcznymi, oczekujemy wzrostu przychodów o 39% R/R oraz wzrostu zysku brutto na sprzedaży o 44% R/R w 2Q'19.
 - Zwracamy uwagę na wzrost rentowności sprzedaży o 1,6 p.p. R/R w 2Q'19, na co wpływ miała nowa polityka cenowa połączonych podmiotów.
 - Szacujemy, że spółka utrzyma dyscyplinę kosztową w 2Q'19, a koszty SG&A prognozujemy na poziomie 113 mln PLN.
 - Szacunki wyników nie uwzględniają MSSF 16.

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2019	2020	2019	2020
Finanse						+11,8%	11,8	10,7		
Alior Bank	kupuj	2019-07-03	51,10	72,30	52,40	+38,0%	9,5	7,3		
Handlowy	akumuluj	2019-07-03	53,60	59,45	53,40	+11,3%	13,5	11,1		
ING BSK	redukuj	2019-07-03	203,50	191,80	197,00	-2,6%	15,5	13,8		
Millennium	akumuluj	2019-02-01	8,82	10,00	8,20	+22,0%	13,5	9,7		
Pekao	akumuluj	2019-07-03	112,95	121,00	106,40	+13,7%	12,2	10,7		
PKO BP	akumuluj	2019-06-26	42,20	47,17	42,65	+10,6%	12,1	11,7		
Santander Bank Polska	redukuj	2019-07-12	357,20	337,00	356,60	-5,5%	15,5	12,7		
Komercni Banka	kupuj	2019-05-09	873,00	1 000 CZK	908,00	+10,1%	11,3	10,9		
Erste Bank	kupuj	2019-02-04	31,00	43,72 EUR	33,04	+32,3%	9,5	8,8		
OTP Bank	kupuj	2019-07-03	11 790	13 046 HUF	12 830	+1,7%	10,6	10,0		
PZU	trzymaj	2019-07-03	44,35	43,38	44,47	-2,5%	11,8	11,2		
Kruk	kupuj	2019-04-02	152,30	213,65	188,10	+13,6%	10,6	10,4		
Skarbiec Holding	kupuj	2019-06-03	16,50	28,17	17,45	+61,4%	6,0	5,2		
Chemia						+1,8%	8,2	14,5	5,2	6,6
Ciech	trzymaj	2019-07-03	41,60	41,72	43,05	-3,1%	8,5	8,9	5,5	5,4
Grupa Azoty	akumuluj	2019-07-03	42,10	45,93	44,12	+4,1%	7,9	20,0	4,9	7,7
Paliwa						-0,8%	13,2	11,5	5,6	5,2
Lotos	sprzedaj	2019-06-03	87,82	65,95	88,50	-25,5%	14,6	13,4	7,3	6,1
MOL	trzymaj	2019-06-03	3 276	3 223 HUF	3 086	+4,4%	15,3	9,9	5,0	4,2
PGNiG	kupuj	2019-05-28	5,58	6,47	5,42	+19,5%	10,8	8,4	4,6	3,8
PKN Orlen	sprzedaj	2019-06-03	96,78	80,01	98,84	-19,1%	11,8	13,2	6,3	6,4
Energetyka						+26,6%	4,2	4,7	3,9	3,7
CEZ	akumuluj	2019-06-25	544,00	597,80 CZK	528,50	+13,1%	15,8	13,7	7,5	7,0
Enea	kupuj	2019-06-25	8,53	12,41	9,27	+33,9%	3,4	3,2	3,3	3,1
Energa	kupuj	2019-06-25	7,33	12,67	7,47	+69,6%	4,2	4,7	3,9	4,2
PGE	kupuj	2019-06-25	9,00	13,26	9,37	+41,5%	5,7	6,4	3,5	3,6
Tauron	kupuj	2019-06-25	1,57	2,52	1,72	+46,4%	2,7	2,6	4,1	3,7
Telekomunikacja, media, IT						-0,1%	18,8	15,5	6,5	6,3
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,72	-0,4%	31,7	26,3	5,4	5,4
Orange Polska	trzymaj	2019-06-19	7,29	7,50	6,28	+19,4%	40,6	25,5	4,9	4,7
Play	trzymaj	2019-07-03	33,34	29,00	33,50	-13,4%	10,1	9,6	6,5	6,5
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	12,00	+33,3%	39,9	21,2	5,5	5,0
Cyfrowy Polsat	redukuj	2019-05-31	26,00	24,15	30,20	-20,0%	15,8	13,5	7,4	7,2
Wirtualna Polska	trzymaj	2019-07-03	61,20	61,50	60,00	+2,5%	18,8	16,0	10,0	8,8
Asseco Poland	trzymaj	2019-06-03	51,10	50,80	57,10	-11,0%	15,3	14,9	4,8	4,5
Comarch	kupuj	2019-04-17	181,00	230,00	178,00	+29,2%	14,7	13,2	6,5	6,2
11 bit studios	kupuj	2019-05-20	398,00	518,00	422,50	+22,6%	28,3	40,3	19,9	24,6
CD Projekt	akumuluj	2019-05-09	215,00	237,50	223,00	+6,5%	-	10,9	-	8,1
Przemysł, surowce						+11,5%	7,7	10,2	4,9	4,8
Cognor	akumuluj	2019-07-03	1,77	1,84	1,78	+0,8%	8,4	11,5	5,1	5,3
Famur	kupuj	2019-07-03	5,24	6,96	4,50	+54,7%	5,7	9,3	3,6	4,8
Grupa Kęty	trzymaj	2019-07-03	337,00	345,32	329,50	+4,8%	12,8	12,1	8,9	8,5
JSW	akumuluj	2019-07-03	47,00	50,02	43,26	+15,6%	4,9	12,7	1,1	1,9
Kemel	kupuj	2019-06-03	46,50	58,63	50,00	+17,3%	5,5	5,6	5,8	5,0
KGHM	trzymaj	2019-07-03	101,70	98,35	97,26	+1,1%	10,5	10,1	4,6	4,5
Stelmet	trzymaj	2019-07-03	7,00	7,95	6,60	+20,5%	9,8	10,3	5,1	4,8
Deweloperzy						+9,9%	7,9	7,6	7,4	7,0
Atal	akumuluj	2019-07-03	36,60	41,89	37,00	+13,2%	7,9	8,3	7,4	7,8
Dom Development	trzymaj	2019-07-03	77,40	79,80	74,40	+7,3%	8,4	7,6	7,6	7,0
Handel						-0,5%	36,2	25,0	10,1	9,1
AmRest	kupuj	2019-04-02	41,20	48,00	39,50	+21,5%	37,1	27,1	12,7	10,2
CCC	trzymaj	2019-06-06	153,80	161,00	154,60	+4,1%	57,7	23,8	7,8	6,1
Dino	redukuj	2019-04-02	126,10	112,70	146,00	-22,8%	35,4	27,5	20,9	16,7
Eurocash	redukuj	2019-06-03	19,31	18,10	19,14	-5,4%	37,0	26,2	8,0	7,1
Jerónimo Martins	trzymaj	2019-05-09	13,89	14,30 EUR	14,90	-4,0%	21,2	19,0	9,3	8,4
LPP	akumuluj	2019-07-03	7 745,00	8 500,00	7 890,00	+7,7%	21,6	19,5	10,9	9,8

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2019	2020	2019	2020
Spółki IT						12,0	11,2	4,7	4,5
Ailleron	równoważ	2019-06-28	8,40	8,60	+2,4%	11,1	10,1	4,0	3,1
Asseco BS	równoważ	2019-03-29	29,50	27,40	-7,1%	13,9	12,9	9,3	8,7
Asseco SEE	przeważaj	2019-04-11	14,20	17,60	+23,9%	12,9	12,3	5,3	4,9
Atende	równoważ	2019-01-31	4,40	3,48	-20,9%	8,7	8,2	4,1	4,1
Spółki przemysłowe						9,6	9,4	6,2	6,2
AC	równoważ	2019-03-22	48,50	49,00	+1,0%	10,8	9,8	7,4	6,8
Alumetal	niedoważaj	2019-05-29	51,00	37,10	-27,3%	9,1	9,9	6,9	7,2
Amica	równoważ	2019-04-29	130,00	118,00	-9,2%	7,8	7,4	5,0	4,7
Apator	równoważ	2019-04-29	25,80	24,30	-5,8%	11,5	11,3	7,3	7,1
Boryszew	równoważ	2019-04-29	4,65	4,44	-4,4%	9,9	9,2	7,6	7,4
Ergis	równoważ	2019-05-29	3,00	2,75	-8,3%	7,4	8,2	5,0	5,0
Forte	równoważ	2019-04-29	40,60	32,60	-19,7%	16,3	14,2	9,8	9,1
Impexmetal	niedoważaj	2019-04-25	4,16	4,23	+1,7%	5,6	5,8	5,9	5,7
Kruszwica	równoważ	2019-04-02	43,90	42,80	-2,5%	10,2	9,3	5,4	5,0
Mangata	równoważ	2019-05-29	69,50	69,00	-0,7%	9,3	10,5	6,2	6,8
Pfleiderer Group	równoważ	2019-05-29	20,40	26,70	+30,9%	55,6	26,7	7,1	6,7
Pozbud	przeważaj	2019-04-29	2,37	2,14	-9,7%	2,6	2,7	2,4	1,9
Tarczyński	równoważ	2019-05-29	15,40	16,50	+7,1%	7,2	6,0	5,1	4,6
TIM	przeważaj	2019-04-29	7,90	9,50	+20,3%	10,8	9,6	6,2	5,6
Handel						11,1	10,1	6,4	5,4
Monnari	równoważ	2019-07-17	4,66	4,72	+1,3%	9,4	9,2	4,4	3,6
VRG	przeważaj	2019-05-29	3,90	4,09	+4,9%	12,8	10,9	8,4	7,1

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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

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

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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 Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczących poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, CI Games, Globalworth Poland, Orbis, Polenergia, Prime Car Management, Primetech.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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