

poniedziałek, 21 października 2019 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 3Q 2019

Rynek akcji

Finanse

Uważamy, że wyniki w 3Q'19 lekko rozczarują w Polsce. Według naszych prognoz, polski sektor bankowy wykona jedynie 68% prognozy rocznej, co może zwiastować kolejną falę obniżek konsensusu. Z drugiej strony, podkreślamy bardzo dobre wyniki banków czeskich oraz Erste Banku, gdzie z kolei można oczekiwać wzrostu szacunków, co jest szczególnie interesujące biorąc pod uwagę obecne, atrakcyjne wyceny walorów. Pośród spółek finansowych zwracamy uwagę na PZU, który jest na dobrej drodze do wykonania naszych prognoz rocznych.

Chemia

Spółki chemiczne przedstawiają lepsze r/r skorygowane wyniki finansowe, Grupa Azoty skorzysta na niskich cenach gazu ziemnego, a wyższe r/r ceny sody pozwolą na poprawę znormalizowanej EBITDA w Ciechu, która rosnąć będzie najszybciej od 4Q'17.

Paliwa

Otoczenie makro mocno sprzyjało w sektorze downstream (marże rafinerijne i detaliczne) i realizacja rocznych prognoz w rafineriach sugeruje możliwość rewizji FY EBITDA w górę. Słabiej sytuacja wygląda w segmentach wydobywczych z uwagi na spadki cen ropy i gazu, co odczuje przede wszystkim PGNiG (te tendencje potwierdzają też słabe wstępne wyniki Lotosu w tym obszarze).

Energetyka

Realizacja naszych prognoz skorygowanych EBITDA po 9M powinno sięgnąć 75% i nie widzimy zagrożenia dla całorocznych szacunków, szczególnie że momentum wyników poprawia się z kwartału na kwartał. W 3Q szczególnie dobrych rezultatów oczekujemy w Enei i PGE (po słabszym 1H'19 częściowo obciążonym zaniżoną bazą kosztów CO₂ i rewaluacją instrumentów fin.).

Telekomunikacja, media, IT

Oczekujemy, że w 3Q'19 bardzo dobre wyniki zaraportuje Play (13% wzrost na linii EBITDA). W mediach dużej poprawy oczekujemy w Agorze, ze względu na polepszenie się sytuacji w segmentach reklamowych oraz wysokie wyniki Heliosa. EBITDA bez MSSF powinna wzrosnąć o >40%. Wśród spółek IT dobrych wyników oczekujemy w Assecu SEE.

Przemysł, surowce

Spółki przemysłowe w 3Q'19 pokażą w większości spadkowe wyniki r/r, a proporcja tych pogarszających r/r wyników wyniesie 56% (50% w 2Q'19). W przemyśle pozytywnie wyróżniać się będą Amica i Famur, z kolei negatywnie Apator, Ergis, Mangata, Stelmet oraz Tarczyński. Spółki wydobywcze pokażą słabsze r/r wyniki (JSW, KGHM).

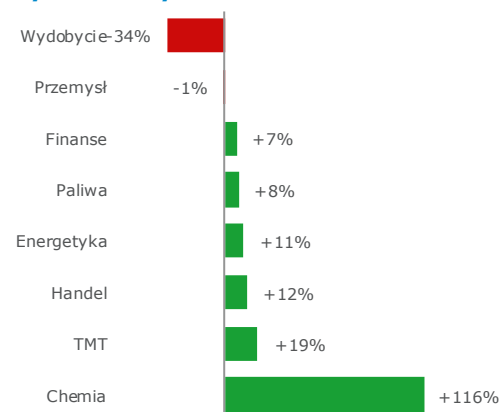
Deweloperzy

Łączenie deweloperzy rozliczą 31% mniej mieszkań r/r w 3Q'19 (efekt wysokiej bazy). Tylko 5 z nich rozliczy w wynikach więcej mieszkań r/r (Echo Investment, Archicom, Dom Development, Polnord i Budimex). Dobre momentum wyników i istotny wzrost zysku netto r/r prognozujemy dla Dom Development i Archicomu. Develia i Atal rozliczą z kolei istotnie mniej mieszkań r/r, a 3Q nie ma istotnego znaczenia dla wyników rocznych (w Develii kumulacja przekazania była w 1Q'19, w Atalu będzie w 4Q'19). W Develii prognozujemy spadek skorygowanego wyniku EBIT r/r, ale z uwagi na dodatnią rewaluację, zysk netto będzie wyższy r/r.

Handel

Najwyższą dynamikę poprawy wyników r/r w 3Q'19 powinny zaraportować AmRest oraz Dino Polska. W Eurocashu oczekujemy przyśpieszenia tempa poprawy rezultatów względem poprzednich kwartałów. Relatywnie niskiego tempa poprawy wyników r/r oczekujemy w Jeronimo Martins i w VRG.

Dynamika wyników sektorów*



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

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
Apator	Agora
Atende	Assecu SEE
ING BSK	Ciech
Monnari	Dino
PGNiG	Enea
Tarczyński	Erste Group
	Eurocash
	Famur
	JSW
	Moneta Money Bank
	PGE
	PKN Orlen
	Play

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



Spis treści

1. Zaskoczenia na wynikach spółek	3	7. Przemysł	12
2. Banki	5	7.1. AC	12
2.1. Alior Bank	5	7.2. Alumetal	12
2.2. Handlowy	5	7.3. Amica	12
2.3. ING BSK	5	7.4. Apator	12
2.4. Millennium	5	7.5. Boryszew	12
2.5. Pekao	5	7.6. Cognor	12
2.6. PKO BP	5	7.7. Ergis	12
2.7. Santander Bank Polska	5	7.8. Famur	12
2.8. Komerční Banka	6	7.9. Forte	13
2.9. Moneta Money Bank	6	7.10. Grupa Kęty	13
2.10. Erste Group	6	7.13. Kruszwica	13
3. Finanse	7	7.14. Mangata	13
3.1. PZU	7	7.16. Pozbud	13
3.2. Kruk	7	7.17. Stelmet	13
3.3. Skarbiec	7	7.18. Tarczyński	13
4. Chemia, paliwa	8	7.19. TIM	13
4.1. Ciech	8	8. Deweloperzy	14
4.2. Grupa Azoty	8	8.1. Archicom	14
4.3. MOL	8	8.2. Atal	14
4.4. PGNiG	8	8.3. Dom Development	14
4.5. PKN Orlen	8	8.4. Develia	14
5. Energetyka, surowce	9	9. Handel	15
5.1. CEZ	9	9.1. AmRest	15
5.2. Enea	9	9.2. CCC	15
5.3. Energa	9	9.3. Dino	15
5.4. PGE	9	9.4. Eurocash	15
5.5. Tauron	9	9.5. Jeronimo Martins	15
5.6. JSW	9	9.6. LPP	15
5.7. KGHM	9	9.7. Monnari	16
6. Telekomunikacja, media, IT	10	9.8. VRG	16
6.1. Netia	10	10. Aktualne rekomendacje i pozycjonowania	17
6.2. Orange Polska	10		
6.3. Play	10		
6.4. Agora	10		
6.5. Cyfrowy Polsat	10		
6.6. Wirtualna Polska	10		
6.7. Asseco Poland	10		
6.8. Asseco Business Solutions	11		
6.9. Asseco South Eastern Europe	11		
6.10. Atende	11		
6.11. Comarch	11		
6.12. 11 bit studios	11		
6.13. CD Projekt	11		

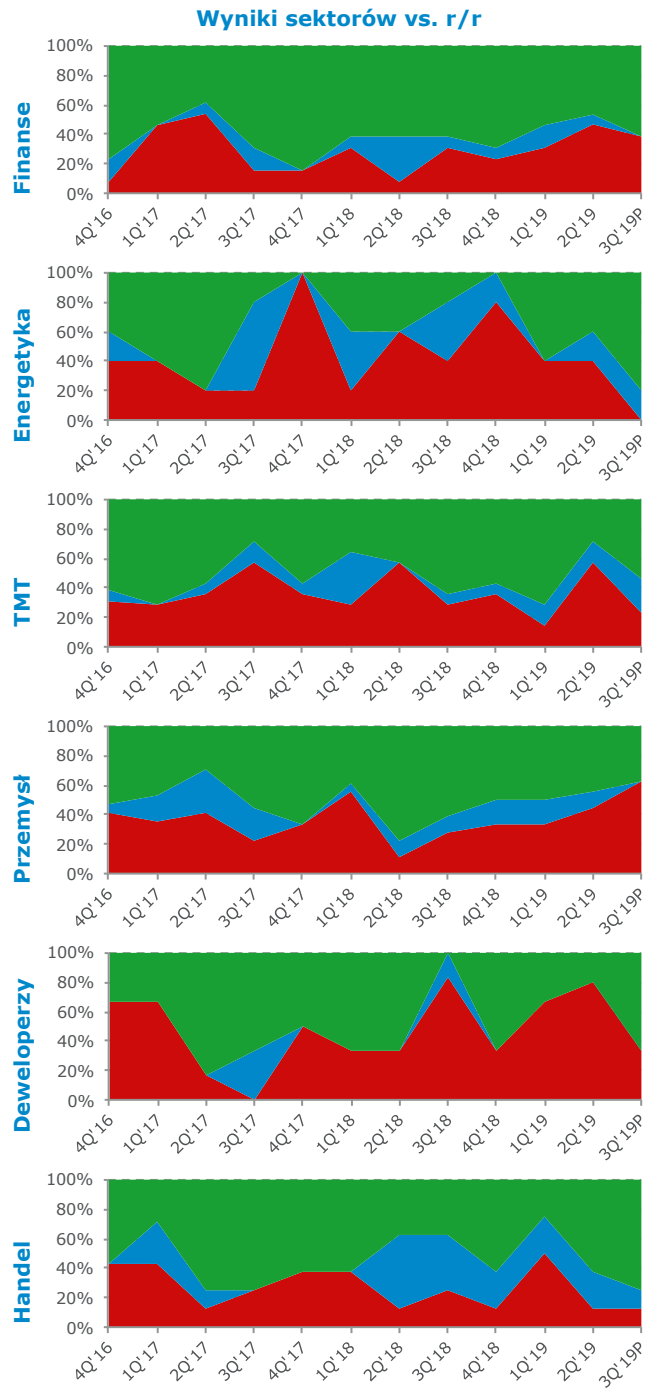
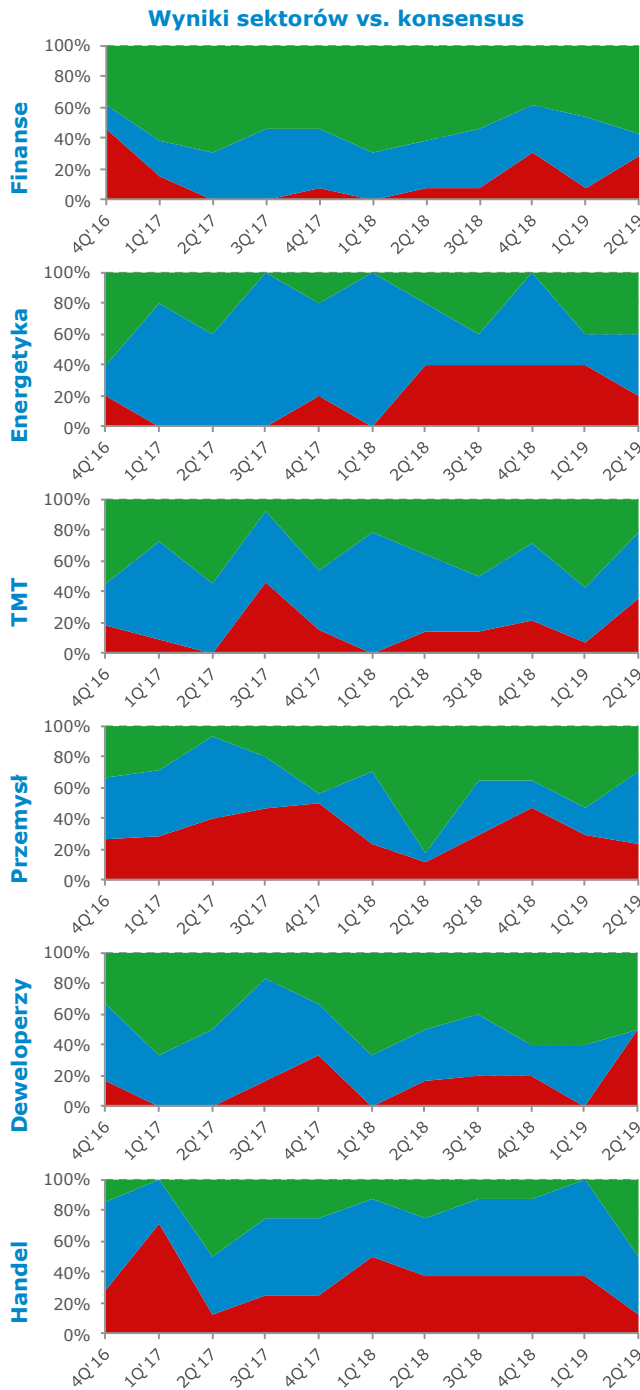
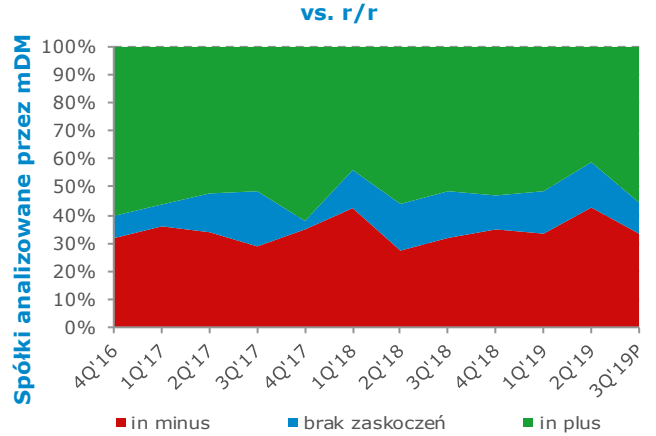
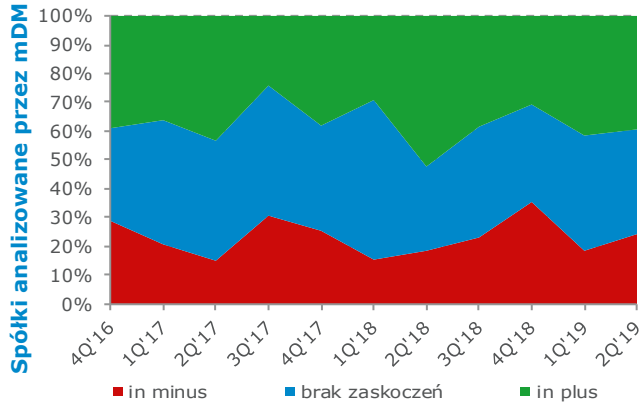
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs.	2017				2018				2019			+/=	
konsensus	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	+/=
Finanse													
Alior Bank	+	-	+	+	+	=	+	=	=	=	-	-	82%
Handlowy	=	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	55%
ING BSK	-	+	=	=	=	=	-	=	+	+	+	+	82%
Millennium	+	+	=	+	=	+	+	=	+	+	+	+	100%
Pekao	+	+	=	=	+	=	=	+	+	=	=	=	100%
PKO BP	-	+	+	+	+	+	=	=	=	=	=	+	91%
Santander BP	+	=	+	=	=	+	+	=	-	=	-	-	82%
Komercni	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Moneta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	
Erste Group	-	=	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	91%
RBI	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	100%
OTP Bank	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	91%
PZU	+	+	=	=	+	=	=	+	+	+	+	+	100%
Kruk	-	+	+	=	-	+	+	+	-	+	-	-	64%
Skarbiec	-	=	+	+	+	+	=	+	-	+	+	+	82%
Chemia													
Ciech	+	=	=	=	+	=	+	=	-	=	=	=	91%
Grupa Azoty	-	+	-	=	-	=	-	-	+	+	+	=	55%
Paliwa													
Lotos	=	+	+	+	=	-	+	=	-	=	=	=	82%
MOL	-	+	+	-	=	=	=	+	+	=	+	+	82%
PGNiG	+	+	-	-	=	-	+	-	-	=	+	+	55%
PKN Orlen	+	=	=	-	=	=	-	+	+	=	+	+	82%
Energetyka													
CEZ	+	=	=	=	+	=	-	+	=	=	+	+	91%
Enea	+	=	+	=	=	=	=	=	=	+	+	+	91%
Energia	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	55%
PGE	-	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	64%
Tauron	+	+	+	=	=	=	+	+	=	+	+	+	100%
TMT													
Netia	+	=	=	+	+	=	=	=	=	=	+	+	100%
Orange PL	=	=	+	=	=	=	+	+	+	+	=	=	100%
Play	bd	bd	bd	=	=	=	+	+	=	+	+	+	100%
Agora	+	+	+	=	+	=	+	+	+	+	+	-	91%
Cyfrowy	+	+	=	=	=	+	=	=	=	=	=	=	100%
Wirtualna	-	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	91%
Ailleron	bd	bd	bd	-	+	=	=	-	-	+	-	-	50%
Asseco BS	=	=	=	=	+	=	=	+	+	=	=	=	100%
Asseco PL	-	=	-	-	=	+	+	+	+	+	+	+	73%
Asseco SEE	+	+	+	=	=	=	+	+	+	+	+	+	91%
Atende	bd	bd	bd	bd	+	=	-	+	-	+	-	-	57%
Comarch	+	-	+	=	=	+	+	+	+	+	+	+	64%
11 bit studios	+	+	+	-	bd	=	-	+	+	+	+	-	60%
CD Projekt	+	+	+	-	+	=	=	-	-	+	+	+	73%
Przemysł													
Alumetal	=	-	=	+	=	=	+	=	-	-	=	=	73%
Amica	-	=	=	-	+	-	+	+	+	=	=	=	73%
Apator	=	=	=	=	=	=	+	+	+	+	+	+	82%
Astarta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	
Boryszew	-	+	-	+	-	=	=	-	-	-	-	-	36%
Cognor	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	=	-	-	+	+	67%
Ergis	=	+	=	-	=	=	=	=	=	=	=	=	27%
Famur	+	bd	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	90%
Forte	=	=	=	=	=	=	+	-	-	+	-	-	55%
Grupa Kęty	=	=	=	=	=	=	+	+	=	=	=	=	91%
JSW	-	+	+	+	-	=	+	=	-	+	+	+	64%
Kernel	-	-	-	-	+	=	-	+	+	-	=	=	45%
KGHM	+	+	=	=	+	+	+	-	+	+	+	+	82%
Kruszwica	+	-	-	=	=	+	+	+	+	+	+	+	73%
Mangata	+	=	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	64%
Pozbud	bd	bd	bd	bd	+	=	+	-	=	+	-	-	71%
Stelmet	=	-	=	-	+	-	+	+	+	+	+	+	73%
Tarczyński	+	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	91%
Deweloperzy													
Atal	=	+	+	-	-	=	+	=	+	+	-	-	73%
Dom Dev.	=	=	+	+	+	+	=	+	=	=	+	+	100%
Handel													
AmRest	+	-	+	+	+	-	-	=	+	-	+	+	64%
CCC	=	=	+	+	+	=	-	-	-	-	+	+	27%
Dino	bd	bd	+	=	+	+	=	=	=	=	=	+	100%
Eurocash	-	-	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	45%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
LPP	=	=	=	+	=	-	+	+	+	=	+	+	91%
Monnari	-	-	+	=	=	=	+	-	-	-	-	-	45%
VRG	=	-	-	+	+	=	=	=	=	=	=	+	64%

* [+/=] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaprezentowała wyniki zgodnie lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r 3Q'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



Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

Banki

Słabe wyniki w Polsce

- Oczekujemy, że wyniki w Polsce będą pod wpływem wyższego kosztu ryzyka, rezerw na zwrot prowizji oraz z niższym od oczekiwań, odbiciem marży odsetkowej.

Alior Bank		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski	72,30 PLN				05-11-2019
(mln PLN)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	846	828	2%	8%	74%
Wynik prowizyjny	170	159	7%	59%	70%
WNDB	1076	1033	4%	6%	72%
Koszty operacyjne	-390	-394	-1%	-5%	76%
Saldo rezerw	-316	-503	-37%	17%	89%
Zysk netto	194	36	443%	12%	47%

Handlowy		akumuluj		wyniki:	
Michał Konarski	59,45 PLN				14-11-2019
(mln PLN)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	291	288	1%	4%	73%
Wynik prowizyjny	144	153	-6%	7%	79%
WNDB	555	578	-4%	7%	77%
Koszty operacyjne	-268	-279	-4%	-3%	75%
Saldo rezerw	-36	-106	-66%	87%	107%
Zysk netto	175	133	32%	11%	71%

ING BSK		trzymaj		wyniki:	
Michał Konarski	197,53 PLN				31-10-2019
(mln PLN)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 085	1 048	4%	13%	74%
Wynik prowizyjny	330	359	-8%	4%	75%
WNDB	1 449	1 451	0%	11%	74%
Koszty operacyjne	-600	-581	3%	4%	76%
Saldo rezerw	-197	-136	45%	47%	86%
Zysk netto	406	470	-14%	7%	69%

Millennium		redukuje		wyniki:	
Michał Konarski	5,18 PLN				28-10-2019
(mln PLN)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	688	573	20%	49%	72%
Wynik prowizyjny	179	175	2%	10%	73%
WNDB	951	837	-14%	36%	73%
Koszty operacyjne	-490	-372	-32%	55%	74%
Saldo rezerw	-127	-155	-18%	119%	94%
Zysk netto	180	174	4%	-10%	61%

Pekao		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski	119,75 PLN				06-11-2019
(mln PLN)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1384	1358	2%	10%	74%
Wynik prowizyjny	642	633	1%	4%	74%
WNDB	2050	2074	-1%	4%	73%
Koszty operacyjne	-889	-971	-9%	2%	-76%
Saldo rezerw	-156	-177	-12%	0%	-84%
Zysk netto	652	582	12%	8%	65%

PKO BP		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski	47,17 PLN				07-11-2019
(mln PLN)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 655	2 538	5%	12%	74%
Wynik prowizyjny	769	760	1%	1%	76%
WNDB	3 774	3 785	0%	10%	76%
Koszty operacyjne	-1 481	-1 442	3%	3%	75%
Saldo rezerw	-309	-322	-4%	-6%	66%
Zysk netto	1 183	1 217	-3%	14%	74%

Santander BP		trzymaj		wyniki:	
Michał Konarski	276,55 PLN				30-10-2019
(mln PLN)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 705	1 624	5%	20%	74%
Wynik prowizyjny	528	522	1%	2%	75%
WNDB	2 345	2 396	-2%	14%	74%
Koszty operacyjne	-961	-970	-1%	9%	76%
Saldo rezerw	-296	-357	-17%	17%	75%
Zysk netto	631	607	4%	25%	69%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Silne wyniki w regionie

- Z drugiej strony oczekujemy, że wyniki w regionie pozostaną silne, szczególnie po stronie kosztu ryzyka, i doprowadzą do dalszej pozytywnej rewizji konsensusu.

- Wyniki obciążone rezerwami na zwrot prowizji w wysokości 27 mln PLN.
- Wynik odsetkowy (+8% r/r) wspierany przez dobre wolumeny kredytowe.
- Znormalizowany wynik prowizyjny na poziomie 170 mln PLN (+7% q/q).
- Koszt ryzyka na poziomie 202 p.b. (329 p.b. w 2Q'19), zgodny z guidance Zarządu na cały rok.

- Oczekujemy, że z zyskiem netto na poziomie 175 mln PLN Bank Handlowy wykona 71% naszej prognozy.
- Prognozujemy wzrost wyniku odsetkowego o 4% r/r i prowizyjnego o 7% r/r.
- Prognozujemy koszt ryzyka na poziomie 68 p.b. (-136 p.b. q/q), z czego 20 p.b. w korporacjach i 150 p.b. w detalu.
- Oczekujemy spadku wyniku handlowego do 112 mln PLN z 128 mln PLN w 2Q'19.

- Oczekujemy wzrostu salda rezerw o 45% q/q ze względu na rekalkulację modeli ryzyka.
- Spadek wyniku prowizyjnego o 8% w 3Q'19 ze względu na pozytywne zdarzenia jednorazowe w 2Q.
- Wzrost kosztów operacyjnych o 4% r/r.
- Uważamy, że istnieje ryzyko zawiązania przez bank rezerw na ekspozycję kredytów hipotecznych denominowanych w FX.

- Wyniki obciążone rezerwami MSSF9 w wysokości 30 mln PLN oraz niskimi rezerwami na zwrot prowizji.
- Pierwszy pełen kwartał konsolidacji Eurobanku. Oczekujemy, że koszty integracji w 3Q'19 wyniosą około 60 mln PLN.
- Wynik wspierany przez dobrą sprzedaż kredytów, wzrost marży i wyniku prowizyjnego.

- Wyniki obciążone rezerwą na zwrot prowizji w wysokości około 30 mln PLN. W odróżnieniu do pozostałych banków oczekujemy, że Pekao zrobi rezerwę na prawie cały koszt.
- Oczekujemy pozytywnej dynamiki wyniku odsetkowego oraz prowizyjnego napędzanych wolumenami oraz wzrostem marży odsetkowej.
- Spadek kosztów operacyjnych spowodowany efektem wysokiej bazy w 2Q'19 (rezerwa na zwolnienia grupowe).

- Oczekujemy wzrostu wyniku odsetkowego na poziomie +12% r/r wspieranego przez poprawę marży odsetkowej (+10 p.b. q/q).
- Wynik wspierany przez nadal silną sprzedaż kredytów detalicznych.
- Oczekujemy rezerwy na prowizje od kredytów na poziomie około 65 mln PLN.
- Wynik netto stanowi 74% naszej całorocznej prognozy.

- Zysk netto na poziomie 631 mln PLN, +25% r/r i +4% q/q.
- Oczekujemy, że Santander w 3Q'19 może utworzyć rezerwę na zwrot prowizji (<10 mln PLN) oraz ponieść koszty integracji.
- Oczekujemy spadku kosztu ryzyka z 99 p.b. w 2Q'19 do 80 p.b. w 3Q'19. Poziom podwyższony ze względu na segment korporacyjny.

Komerčni Banka	kupuj		wyniki:		
Michał Konarski	945,02 CZK		06-11-2019		
(mln CZK)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	5 945	5 867	1%	4%	79%
Wynik prowizyjny	1 487	1 533	-3%	-2%	72%
WNDB	8 116	8 216	-1%	-3%	75%
Koszty operacyjne	-3 467	-3 524	-2%	1%	76%
Saldo rezerw	107	178	-40%	-59%	72%
Zysk netto	3 898	4 036	-3%	-7%	75%

Moneta Money B	kupuj		wyniki:		
Michał Konarski	94,33 CZK		06-11-2019		
(mln CZK)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 015	1 955	3%	8%	74%
Wynik prowizyjny	490	484	1%	10%	74%
WNDB	2 640	2 639	0%	-4%	74%
Koszty operacyjne	-1 143	-1 134	1%	4%	73%
Saldo rezerw	-162	-147	10%	7%	49%
Zysk netto	1 011	1 029	-2%	-19%	79%

Erste Group	kupuj		wyniki:		
Michał Konarski	40,38 EUR		30-10-2019		
(mln EUR)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 189	1 169	2%	3%	74%
Wynik prowizyjny	501	493	2%	6%	75%
WNDB	1 781	1 779	0%	6%	75%
Koszty operacyjne	-1 025	-1 030	-1%	0%	73%
Saldo rezerw	-5,2	7,1	n.m.	n.m.	n.m.
Zysk netto	490	355	38%	8%	80%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Wzrost wyniku odsetkowego o 4% r/r oraz spadek wyniku prowizyjnego o 2% r/r.
- Oczekujemy rozwiązania rezerw na poziomie 107 mln CZK.
- Wzrost kosztów operacyjnym na poziomie +1,3% r/r.
- Z wynikiem netto na poziomie 3 898 mln CZK Komerčni Banka realizuje 75% naszej prognozy rocznej.

- Oczekujemy dalszego wzrostu wyniku odsetkowego (+6% q/q) pomimo spadku marży odsetkowej o 3 p.b.
- Oczekujemy zawiązania rezerw na poziomie 162 mln CZK, co przełoży się na koszt ryzyka na poziomie 42 p.b.
- Koszty operacyjne wzrosną w tempie +4% r/r.
- Z zyskiem netto na poziomie 1 011 mln CZK Moneta Money Bank realizuje 79% naszej prognozy rocznej.

- Wynik czysty od zdarzeń jednorazowych.
- Oczekujemy, że wynik będzie wsparty przez koszt ryzyka bliski zeru.
- Wzrost wyniku odsetkowego oraz prowizyjnego w tempie +1,7% q/q.
- Stabilne koszty operacyjne na poziomie 1 025 mln EUR.
- Wyniki za 9M'19 stanowią 80% naszej prognozy zysku netto na 2019 rok.

Finanse

PZU pokaże dobre wyniki

- Oczekujemy, że z zyskiem na poziomie 849 mln PLN, PZU wykona 71% naszej prognozy rocznej. Z jednej strony oczekujemy wzrostu składki zarobionej netto, a z drugiej

PZU Michał Konarski	kupuj		wyniki:		
	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Skł. przyp. brutto	5 554	5 938	-6%	-6%	73%
Ubezpiec. majątkowe	3 460	3 844	-10%	8%	75%
Ubezpiec. na życie	2 094	2 105	-1%	3%	76%
Odszkodowania	-3 964	-3 971	0%	7%	79%
Koszty	-1 270	-1 253	1%	5%	75%
Wynik bankowy	1 054	830	27%	1%	54%
Wynik techniczny	600	518	16%	-2%	57%
Wynik inwestycyjny	355	455	-22%	85%	162%
Zysk brutto	1 808	1 613	12%	7%	66%
Zysk netto	849	734	16%	10%	71%

Kruk Michał Konarski	kupuj		wyniki:		
	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	308,5	315,9	-2%	7%	74%
Zakup wierzyt.	281,6	283,2	-1%	6%	73%
Inkaso	17,5	16,3	7%	6%	74%
Koszty pośr. i bezp.	142,4	152,0	-6%	23%	79%
Marża pośrednia	166,1	163,9	1%	-2%	71%
Zysk operacyjny	116,2	106,1	10%	-8%	67%
Zysk brutto	87,2	82,3	6%	-11%	71%
Zysk netto	77,6	69,4	12%	-14%	73%

Skarbiec Michał Konarski	kupuj		wyniki:		
	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	3Q'19P	2Q'19	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	18,4	29,0	-36%	-20%	20%
Wynagr. stałe	16,5	17,3	-5%	-26%	21%
Wynagr. zmienne	1,1	11,2	-90%	127%	8%
Koszty ogółem	-14,5	-15,9	-8%	-21%	21%
Koszty dystrybucji	-6,1	-6,5	-7%	-41%	18%
Koszty pracown.	-4,4	-5,3	-16%	-3%	25%
Zysk brutto	4,2	13,5	-69%	-11%	17%
Zysk netto	3,3	10,8	-69%	-12%	17%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

spadku wyniku inwestycyjnego oraz stabilizacji odszkodowań. Uważamy, że wyniki powinny odwrócić ostatni trend obniżek konsensusu na PZU.

- Sezonowy spadek składki przypisanej brutto o 6% q/q, głównie po stronie segmentu majątkowego.
 - Oczekujemy kwartalnej stabilizacji odszkodowań (+7% r/r) ze względu na nadal niesprzyjające warunki meteorologiczne w 3Q'19.
 - Spadek wyniku inwestycyjnego do 355 mln PLN, głównie ze względu na rynek akcji.
 - Wzrost kosztów operacyjnych o 10% r/r ze względu na koszty akwizycji (+6% r/r) oraz G&A (+16% r/r).
 - Prognoza zysku netto za 9M stanowi 71% naszej prognozy rocznej.
-
- Oczekujemy stabilnej marży pośredniej z długu kupionego.
 - Oczekujemy wyższych kosztów związanych z windykacją (+24% r/r, -1,5% q/q) ze względu na kontynuację procesu hybrydowego we Włoszech.
 - Oczekujemy płaskich kosztów operacyjnych w kwartale (+0,7% r/r) oraz rosnących kosztów finansowych (+22% q/q) ze względu na zachowanie waluty.
 - Prognozujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 11,0% w 3Q'19.
-
- Spadek opłaty za zarządzanie (-5% q/q i 26% r/r) ze względu na odpływ funduszy.
 - Znaczący spadek funduszy pod zarządzaniem (-7,5% q/q lub o 258 mln PLN q/q), głównie za sprawą funduszy wysoko marżowych (-8,7% q/q).
 - Oczekujemy opłaty zmiennej na poziomie 1 mln PLN.
 - Spadek kosztów dystrybucyjnych o 7% q/q, również za sprawą odpływu funduszy.
 - Spadek kosztów pracowniczych o 16% q/q ze względu na niską opłatę zmienną w kwartale.

Chemia, paliwa

Rekordowe wyniki w rafineriach, słabiej w E&P

- Otoczenie makro mocno sprzyjało w sektorze downstream i realizacja rocznych prognoz w rafineriach sugeruje możliwości rewizji FY EBITDA w górę.

Ciech		kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		42,03 PLN		19-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	892,7	882,7	1%	3 805,4	73%
EBITDA	101,0	131,0	-23%	647,9	62%
EBITDA skor.	141,0	132,2	7%	647,9	74%
marża EBITDA	11,3%	14,8%		17,0%	
EBIT	27,3	60,3	-55%	357,0	48%
Zysk netto	12,9	26,8	-52%	231,7	41%

Grupa Azoty		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		34,09 PLN		13-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 819,6	2 324,7	21%	12 133	74%
EBITDA	277,1	44,1	528%	1 502,1	81%
EBITDA skor.	277,1	46,1	501%	1 534,8	81%
marża EBITDA	9,8%	1,9%		12,4%	
EBIT	67,6	-126,3	-	751,2	80%
Zysk netto	20,6	-105,6	-	501,1	77%

MOL		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		3 258 HUF		31-10-2019	
(mld HUF)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1 138,1	1 454,3	-22%	4 598,2	79%
skor. EBITDA LIFO	196,3	197,4	-1%	671,6	78%
efekt LIFO	-5,3	-3,8	-	-3,6	-
EBITDA	188,2	213,8	-12%	667,9	77%
EBIT	99,7	121,4	-18%	290,1	85%
Dział. finansowa	-21,2	0,6	-	-10,1	-
Zysk netto	63,2	90,0	-30%	207,5	91%

PGNiG		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		6,33 PLN		14-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	7 468	7 595	-2%	33 754	89%
skor. EBITDA	1 080	1 533	-30%	6 377	72%
EBITDA	1 030	1 469	-30%	6 172	67%
EBIT	374	826	-55%	3 303	62%
Dział. finansowa	-75	-26	-	-59	-
Zysk netto	224	552	-59%	2 395	64%

PKN Orlen		trzymaj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		92,82 PLN		24-10-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	29 634	30 344	-2%	105 333	80%
skor. EBITDA LIFO	3 186	2 405	32%	9 077	84%
efekt LIFO	-316	579	-	-240	-
EBITDA	2 870	2 968	-3%	9 077	84%
EBIT	2 024	2 291	-12%	5 638	91%
Dział. finansowa	-430	257	-	-86	-
Zysk netto	1 289	2 063	-38%	4 497	83%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Spółki chemiczne przedstawią lepsze r/r znormalizowane wyniki finansowe, którym sprzyjać będzie niska baza 3Q'18 oraz niższe koszty surowców wykorzystywanych do produkcji (między innymi gaz).

- W 3Q'19 oczekujemy stabilizacji r/r przychodów ze sprzedaży Grupy Ciech.

- Wyższe ceny sody oraz niska baza 3Q'18 prowadzić będą do wzrostu skorygowanej EBITDA segmentu o 13% r/r. Z drugiej strony, oczekujemy słabszych wyników w organice oraz szkle. Wyniki raportowane w 3Q'19 będą obciążone rezerwą (37 mln PLN) związaną z zapowiadającym odpisem fabryki w Rumunii.

- W 3Q'19 oczekujemy dobrych wyników w segmencie nawozów oraz słabszych r/r w segmentach tworzyw i energetyki. Niskie ceny gazu przy relatywnie wysokich cenach nawozów przełożą się na dynamiczny wzrost wyniku EBITDA w segmencie nawozów.

- Wysokie zaawansowanie prognozy powinno utwierdzać rynek w przekonaniu realizacji 1,5 mld PLN EBITDA w 2019 roku.

- Spadek EBITDA w wydobywaniu r/r (71 mld HUF vs 89 mld HUF) mimo wyższych wolumenów z uwagi na niższe ceny ropy i gazu kompensowane częściowo efektem waluty.

- W rafinerii wzrost modelowej marży neutralizowany częściowo przez planowy przestój remontowy rafinerii na Węgrzech (CCS EBITDA 58 mld HUF vs 54 mld HUF rok wcześniej), detal powinien utrzymać dynamikę +15%, petrochemia wzrost r/r do 24 mld HUF (marże+wolumeny).

- Strata na dział. fin. będzie wynikać z różnic kursowych.

- Skor. EBITDA w wydobywaniu 0,75 mld PLN vs 1,38 mld PLN w 3Q'18, na spadku wolumenów wydobywania i niższych cenach ropy oraz gazu sprzedawanego do segm. obrotu.

- W obrocie ograniczenie straty do -139 mln PLN vs -468 mln PLN rok wcześniej z uwagi na inercję w cenach sprzedaży i niższe koszty zakupów wewnątrz Grupy.

- W dystrybucji EBITDA w dół do 0,44 mld PLN (efekt taryf).

- Na dział. fin. straty fx na pożyczce w PGNiG Norway.

- Skor. EBITDA LIFO w rafinerii wyższa r/r (1,6 mld PLN vs 1,2 mld PLN) z uwagi na wyższą marżę i rekordowe wolumeny, a także niskie ceny gazu.

- W petrochemii również poprawa r/r (0,8 mld PLN vs 0,5 mld PLN) z uwagi na ceny gazu, dobre marże PTA i brak istotnych przestojów remontowych.

- W detalu kontynuacja pozytywnych tendencji z 1H (rekordowe marże paliwowe + efekt MSSF16) i EBITDA +28% r/r.

- Strata na dział. fin. z uwagi na różnice kursowe.

Energetyka, surowce

Momentum wyników w energetyce przyspiesza

- Wykonanie naszych skorygowanych prognoz EBITDA po 3Q na poziomie 75%. W tym kwartale szczególnie dobrych rezultatów oczekujemy po Enei i PGE.

CEZ	akumuluj		wyniki:		
Kamil Kliszcz	597,80 CZK		12-11-2019		
(mln CZK)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	48 172	43 021	12%	205365	72%
skor. EBITDA	12 637	11 815	7%	58 629	76%
EBITDA	11 337	11 815	-4%	58 629	74%
EBIT	3 982	4 048	-2%	29 601	71%
Dział. finansowa	-1 499	-1 804	-	-7 104	-
Zysk netto	2 011	1 485	-	18 036	73%

Enea	kupuj		wyniki:		
Kamil Kliszcz	12,41 PLN		21-11-2019		
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	3 624	3 345	8%	16 179	72%
skor. EBITDA	782	605	29%	3 307	71%
EBITDA	782	669	17%	3 307	74%
EBIT	398	287	38%	1 772	75%
Dział. finansowa	-70	-82	-	-205	-
Zysk netto	236	153	54%	1 188	62%

Energa	kupuj		wyniki:		
Kamil Kliszcz	12,67 PLN		06-11-2019		
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 523	2 567	-2%	11 725	73%
skor. EBITDA	460	426	8%	2 165	79%
EBITDA	484	426	14%	2 165	80%
EBIT	217	185	17%	1 162	58%
Dział. finansowa	-68	-38	-	-269	78%
Zysk netto	121	122	-1%	734	54%

PGE	kupuj		wyniki:		
Kamil Kliszcz	13,26 PLN		12-11-2019		
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	8 993	6 091	48%	38 716	70%
skor. EBITDA	1 700	1 465	16%	6 999	72%
EBITDA	1 700	1 466	16%	8 168	75%
EBIT	660	532	24%	4 086	76%
Dział. finansowa	-89	-39	-	-300	-
Zysk netto	446	416	-	3 054	70%

Tauron	kupuj		wyniki:		
Kamil Kliszcz	2,52 PLN		13-11-2019		
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	5 794	4 476	29%	20 810	78%
skor. EBITDA	694	722	-4%	3 566	74%
EBITDA	694	778	-11%	3 566	81%
EBIT	223	351	-36%	1 671	73%
Dział. finansowa	-160	12	-	-303	90%
Zysk netto	51	286	-82%	1 108	65%

JSW	kupuj		wyniki:		
Jakub Szkopek	39,29 PLN		21-11-2019		
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 073	2 353	-12%	9 231	73%
EBITDA skor.	407	635	-36%	1 940	89%
EBITDA	397	641	-38%	1 784	88%
marża EBITDA	19,2%	27,3%	-	19,3%	-
EBIT	187	457	-59%	872	101%
Zysk netto	148	347	-57%	693	99%

KGHM	akumuluj		wyniki:		
Jakub Szkopek	90,12 PLN		20-11-2019		
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	5 368	5 364	0%	22 544	74%
EBITDA skor.	1 123	1 225	-8%	5 184	74%
marża EBITDA	20,9%	22,8%	-	23,0%	-
EBIT skor.	643	793	-19%	3 331	74%
Zysk netto skor.	382	363	5%	2 304	59%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Wysoka baza wyników z 3Q'18 nie pozwoli na poprawę wyników w spółkach wydobywczych (KGH, JSW).
- Wzrost wydobycia złagodzi spadek wyników JSW, z kolei niższy wolumen sprzedaży zaszkodzi wynikom KGHM.

■ Raportowana EBITDA obciążona przegraną sprawą z SZDC na 1,3 mld CZK, co praktycznie skonsumentuje wynik segmentu obrotu.

■ Oczekujemy kontynuacji wzrostów w wytwarzaniu (łącznie z OZE EBITDA 4,9 mld CZK vs 4,1 mld CZK) z uwagi na wyższe ceny, ale dynamika niższa niż w 1H z uwagi na efekt bazy i niższą produkcję z atomu.

■ W dystryb. kontynuacja trendów z 1H (EBITDA +5% r/r).

■ W wytwarzaniu wzrost EBITDA r/r do 0,32 mld PLN z 0,23 mld PLN z uwagi na wyższe wolumeny (pełna dyspozycyjność bloków 500 MW, częściowo neutralizowana przez remont bloku 11) i marże.

■ W dystrybucji EBITDA płaska q/q (260 mln PLN) i spadek r/r z uwagi na wyższe koszty strat sieciowych.

■ Wynik obrotu blisko 0, podobnie do 2Q bez rekompensat.

■ Wstępne wyniki LWB zostały już podane.

■ Spółka podała już wstępne wyniki za 3Q.

■ W wytwarzaniu niewielki spadek EBITDA r/r (54 mln PLN vs 66 mln PLN) z uwagi na niższe wolumeny.

■ W dystrybucji spadek EBITDA do 327 mln PLN (-13% r/r) za sprawą wolumenów i wyższych kosztów strat sieciowych (efekt cenowy).

■ W obrocie EBITDA 119 mln PLN przy rozwiązaniu rezerw na 24 mln PLN i wyższych marżach na portfelu.

■ W wytwarzaniu wyższe CDS-y, zawyżona baza kosztowa CO₂ i nowe bloki w Opolu powinny przynieść poprawę EBITDA r/r do 0,73 mld PLN, mimo niższych wolumenów.

■ W segmencie OZE EBITDA porównywalna r/r (niższa dyspozycyjność, wyższe ceny), w dystrybucji kontynuacja trendu z 1H (EBITDA -3% r/r), w obrocie normalizacja EBITDA na 0,1 mld PLN, dodatkowo na konsolidacji oczekujemy odwrócenia negatywnej wyceny z 1H'19.

■ W wytwarzaniu oczekujemy poprawy r/r do 96 mln PLN, zarówno w obszarze OZE, jak i generacji konwencjonalnej (poprawa marżowości przy niższych wolumenach).

■ W kopalniach oczekujemy pogłębienia straty za sprawą niskich wolumenów (-133 mln PLN EBITDA).

■ W dystrybucji zakładamy powtórzenie EBITDA r/r, a w obrocie spadek marży o 20 mln PLN r/r.

■ Dział. finansowa obciążona stratą FX na -100 mln PLN.

■ W 3Q'19 Grupie JSW udało się wyprodukować 3,85 mln ton węgla (+9% q/q i +14% r/r) przy udziale produkcji węgla koksowego na poziomie 71% (67% w 3Q'18). Grupie JSW udawało się sprzedawać węgiel koksowy z lekką premią do cen rynkowych. Pomimo rosnących kosztów zakładamy, że przy wyższym r/r wydobyciu jednostkowy MCC wzrósł jedynie +3% r/r.

■ KGHM w 3Q'19 korzystać będzie na wyższych cenach srebra, złota i molibdenu (odpowiednio 19%, 28% i 17%). Sprzyjać będą niższy podatek od wydobycia. Z drugiej strony na wynikach ciążyć będą wyższe koszty energii i płać oraz niższa wolumenowa sprzedaż srebra, złota i molibdenu (odpowiednio -26% r/r, -5% r/r, -34% r/r).

■ Oczekujemy lekko spadkowych wyników w 3Q'19.

Telekomunikacja, media, IT

Dobry kwartał w PLY, AGO i ASE

- Bardzo dobre wyniki PLY (wzrost skorygowanego wyniku EBITDA o 13% r/r)
- Dobre wyniki w AGO z/w na poprawę w biznesach reklamowych oraz wysokie wyniki Heliosa.

Netia Paweł Szpigel	trzymaj			wyniki:	
	4,70 PLN			29-10-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	323,1	340,8	-5%	1348,0	72%
EBITDA	116,3	94,5	23%	345,3	77%
marża EBITDA	28,6%	27,7%	-	25,6%	-
EBIT	21,5	23,1	-7%	74,3	72%
Zysk brutto	21,2	21,9	-3%	61,9	85%
Zysk netto	17,1	18,8	-9%	50,2	87%

Orange Polska Paweł Szpigel	kupuj			wyniki:	
	7,50 PLN			28-10-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 834	2 755	3%	11 260	74%
EBITDA	1 002	792	27%	3 211	78%
marża EBITDA	35,4%	28,7%	-	28,5%	-
EBIT	362,3	175,0	107%	598	95%
Zysk brutto	293,0	114,0	157%	250	144%
Zysk netto	239,4	91,0	163%	203	143%

Play Paweł Szpigel	kupuj			wyniki:	
	33,10 PLN			12-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1 763	1 707	3%	7 054	74%
EBITDA	619	544	14%	2 380	77%
marża EBITDA	35,1%	31,9%	-	33,7%	-
EBIT	389	346	13%	1 454	80%
Zysk brutto	296	257	15%	1 096	82%
Zysk netto	228	190	20%	826	85%

Agora Paweł Szpigel	kupuj			wyniki:	
	16,00 PLN			08-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	285,4	258,9	10%	1168,4	74%
EBITDA	42,3	17,0	149%	104,0	54%
marża EBITDA	14,8%	6,6%	-	8,9%	-
EBIT	1,5	-4,1	-	23,6	-44%
Zysk brutto	2,0	-4,4	-	21,9	-37%
Zysk netto	1,6	-3,7	-	14,0	-67%

Cyfrowy Polsat Paweł Szpigel	redukuje			wyniki:	
	24,15 PLN			07-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 839	2 735	4%	11 394	75%
EBITDA	1 007	920	9%	4 179	75%
marża EBITDA	35,5%	33,6%	-	36,7%	-
EBIT	442	397	11%	1 966	74%
Zysk brutto	332	303	10%	1 587	67%
Zysk netto	257	226	14%	1 224	66%

Wirtualna Polska Paweł Szpigel	trzymaj			wyniki:	
	61,50 PLN			19-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	182,4	143,8	27%	624,6	83%
EBITDA	52,6	43,0	22%	196,5	73%
marża EBITDA	28,8%	29,9%	-	31,5%	-
EBIT	31,6	28,9	9%	136,0	64%
Zysk brutto	25,4	27,6	-8%	122,1	50%
Zysk netto	19,1	21,4	-11%	94,9	44%

Asseco Poland Paweł Szpigel	trzymaj			wyniki:	
	50,80 PLN			20-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2298,3	2218,4	4%	9929,0	73%
EBITDA	385,7	301,3	28%	1506,4	76%
marża EBITDA	16,8%	13,6%	-	15,2%	-
EBIT	226,9	187,6	21%	847,3	80%
Zysk brutto	206,9	178,0	16%	519,6	120%
Zysk netto	68,0	78,0	-13%	310,2	76%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Istotne poprawa wyników r/r w ASE.
- Istotny wpływ MSSF16 na wyniki spółek w sektorze.

- Dalsza stabilizacja obrotów z broadbandu (140 mln PLN w 3Q'19 vs. 161,6 mln PLN w 1Q'19 i 141,9 mln PLN w 2Q'19).
- Marża brutto ze sprzedaży = 35,0%.
- Spadek kosztów SG&A r/r (o 3% r/r).
- EBITDA bez efektu MSSF 16 (ok. 24 mln PLN) na poziomie 92,3 mln PLN (tj. -2,4% r/r), z MSSF16 ok. 116,3 mln PLN.

- Dalsza erozja przychodów z usług tylko mobilnych i tylko stacjonarnych (odpowiednio -36 i -63 mln PLN r/r).
- Wysokie obroty z usług IT i integracyjnych oraz pozostałe (głównie przez konsolidację wyników spółki BlueSoft).
- Wynik EBITDAaL powinien wynieść 926 mln PLN r/r, tj. +19,9% więcej r/r, jednak na ten wynik wpływ będzie mieć zysk ze sprzedaży nieruchomości (230 mln PLN w 3Q'19).

- Poprawa ARPU postpaid, z/w na mniejszą skalę promocji i podwyżkę cen (+1,5% r/r ARPU postpaid do 28,7 PLN).
- Spadek marży na sprzęcie q/q z 20,1% w 2Q'19 do 18,5%
- Spadek kosztów roamingu krajowego o 37% r/r (do poziomu 46,3 mln PLN).
- Wynik EBITDA skorygowana szacujemy na 628 mln PLN, co oznacza poprawę o >13% r/r.

- Istotna poprawa wyniku w kluczowym segmencie Film i Książka: EBITDA = 18,4 mln PLN (vs. 14,9 mln PLN rok wcześniej) z/w na wzrost frekwencji w polskich kinach i dobry performance Heliosa na tle rynku (jak w 2Q'19).
- Poprawa wyników także w Radiu, w Internecie i w segmencie Outdoor.
- Wynik EBITDA bez MSSF16 = 24,1 mln PLN (wzrost r/r o 41%).

- Wpływ konsolidacji Netii na wyniki Cyfrowego Polsatu (+323 mln PLN na przychodach, +92 mln PLN na EBITDA) oraz MSSF 16 (+115 mln PLN na linii EBITDA).
- Relatywnie 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 800 mln PLN (ok. - 3,1% R/R).

- Dobra koniunktura na rynku reklamy internetowej, istotny wzrost segmentu e-commerce.
- Przychody bez barteru +18% r/r (vs. proforma).
- Spadek rentowności biznesu e-commerce o ok. 3 p.p.
- Wpływ biznesu TV -1,6 mln PLN (relatywnie słabe odczyty oglądalności za 3Q'19), MSSF16 +1,7 mln PLN.
- Skorygowana EBITDA online 53,7 mln PLN, +14% r/r vs. proforma.

- Spadek wyników spółki matki: spadek zysku EBIT do 31,6 mln PLN (tj. 34% r/r), głównie ze względu na słabą sytuację w segmencie publicznym.
- Wyniki Asseco Data Systems obciążone dodatkowo płatnością wstecznego VAT (-8,8 mln PLN na linii netto).
- Poprawa wyników w Sapiens ACE i ASE.
- Zysk netto (skorygowany o zdarzenie jednorazowe w ADS na poziomie 76,8 mln PLN (tj. -1,6% r/r).

Asseco BS		równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel					24-10-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	62,0	59,4	4%	272,8	69%	
EBITDA	24,3	22,0	11%	100,9	72%	
marża EBITDA	39,2%	37,0%	-	37,0%	-	
EBIT	18,3	17,3	6%	81,2	67%	
Zysk brutto	17,8	17,3	3%	81,3	66%	
Zysk netto	14,7	14,2	3%	65,9	67%	

Asseco SEE		przeważaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel					07-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	212,1	151,5	40%	866,9	68%	
EBITDA	43,4	30,5	42%	154,6	76%	
marża EBITDA	20,4%	20,1%	-	17,8%	-	
EBIT	26,9	18,8	43%	103,6	68%	
Zysk brutto	25,7	21,4	20%	100,1	71%	
Zysk netto	20,8	18,3	13%	79,6	72%	

Atende		równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel					14-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	65,2	78,1	-17%	320,0	66%	
EBITDA	2,4	7,7	-69%	30,1	38%	
marża EBITDA	3,7%	9,9%	-	9,4%	-	
EBIT	-0,7	5,7	-	22,3	7%	
Zysk brutto	-0,8	5,5	-	21,3	4%	
Zysk netto	-0,8	4,4	-	14,5	0%	

Comarch		kupuj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		231,00 PLN			15-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	343,4	345,3	-1%	1501,5	67%	
EBITDA	62,6	38,2	64%	225,6	66%	
marża EBITDA	18,2%	11,1%	-	15,0%	-	
EBIT	42,3	27,1	56%	141,1	63%	
Zysk brutto	36,3	38,6	-6%	139,1	59%	
Zysk netto	28,3	18,2	56%	94,0	59%	

11 bit studios		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		518,00 PLN			14-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	24,0	14,0	71%	79,6	69%	
EBITDA	10,0	6,6	52%	45,8	47%	
marża EBITDA	41,5%	46,7%	-	57,6%	-	
EBIT	8,9	5,0	77%	41,7	42%	
Zysk brutto	6,0	4,9	22%	42,3	43%	
Zysk netto	4,4	3,6	23%	34,1	41%	

CD Projekt		akumuluj			wyniki:	
Piotr Bogusz		272,50 PLN			21-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	73,3	67,2	9%	375,8	77%	
EBITDA	9,7	19,3	-50%	78,6	110%	
marża EBITDA	13,2%	28,8%	-	20,9%	-	
EBIT	8,5	18,3	-53%	72,0	95%	
Zysk brutto	9,5	20,1	-53%	78,6	94%	
Zysk netto	9,1	15,5	-41%	65,5	93%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Nieznaczny wzrost obrotów w 3Q'19 o 4% r/r, niewielka poprawa sprzedaży rozwiązania Wapro, dobra sytuacja w Macrologic.

- Poziomu kosztów SG&A na stabilnym poziomie q/q.
- Wpływ MSSF 16 na EBITDA szacujemy na ok. +1,3 mln PLN (EBITDA w MSR17 = 23,0 mln PLN, +4,8% r/r).
- Wzrost zysku netto tylko o 3,1% r/r.

- Wpływ przejętych spółek NecomPlus i Sonet na 27,9 mln PLN. Organiczny wzrost sprzedaży r/r szacujemy na +21,5% (niewielki efekt aprecjacji EUR vs. PLN o 3%).

- Na linii EBITDA akwizycje oraz wprowadzenie standardu MSSF16 w 3Q'19 przyniosły razem ok. 5,8 mln PLN.
- Saldo na działalności finansowej zakładamy na poziomie 1,2 mln PLN, efektywną stopę podatkową na 19,0%.

- Słaba sytuacja na rynku zamówień publicznych – istotny spadek obrotów w spółce matce do poziomu 50,0 mln PLN (-21% r/r).

- Marża brutto na sprzedaży rządu 24,6%.
- Stabilny q/q poziom sprzedaży i kosztów ogólnego zarządu.
- Efekt MSSF16 = 1,1 mln PLN, EBITDA z pominięciem MSSF16 równa 1,3 mln PLN.
- Istotny spadek wyniku EBITDA r/r.

- Wynik EBITDA na poziomie 62,6 mln PLN.
- Wzrost będzie jednak naszym zdaniem spowodowany rozwiązaniem rezerwy na karę od ZUS w związku z kontaktem na utrzymanie systemu KSI.

- Szacujemy, że EBITDA bez wpływu MSSF16 oraz wspomnianego rozwiązania rezerwy wyniesie ok. 39,4 mln PLN, co oznacza 3% dynamikę wzrostu. Przypominamy, że Comarch walczył o nadrobienie luki w wynikach po kontrakcie dla Ministerstwa Sprawiedliwości.

- 3Q ma sezonowo niską istotność dla wyniku.
- Sprzedaż spółki powinna być wspierana przez premierę Season Pass do Frostpunk, DLC do Moonlighter oraz premierę Children of Morta na PC.

- Oczekujemy 8,3 mln PLN usług obcych ze względu na zakładaną wysoką sprzedaż segmentu wydawniczego.
- Zakładamy 3,1 mln PLN kosztów wynagrodzeń (uwzględniamy koszty programu motywacyjnego).

- 3Q ma sezonowo niską istotność dla wyniku.
- W segmencie produkcji gier oczekujemy 1% r/r wzrostu sprzedaży oraz spadku EBIT z 19 mln PLN w 3Q'18 do 9,2 mln PLN w 3Q'19 (wzrost kosztów marketingu r/r).

- W segmencie GOG oczekujemy wzrostu sprzedaży o 14% r/r do 32 mln PLN oraz EBIT na poziomie -0,9 mln PLN w 3Q'19 (vs. -0,8 mln PLN w 3Q'18). Płaski wynik r/r jest rezultatem oczekiwanego wzrostu kosztów SG&A r/r.

Przemysł

AC		niedoważaj			wyniki:	
Piotr Poniatowski					08-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	55,2	58,0	-5%	223,2	79%	
EBITDA	13,9	14,6	-5%	54,6	85%	
marża EBITDA	25,1%	25,2%		24,5%		
EBIT	11,0	12,3	-10%	43,1	88%	
Zysk netto	8,7	9,5	-8%	33,4	91%	

Alumetal		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					30-10-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	346,4	416,3	-17%	1499,0	75%	
EBITDA	21,2	29,0	-27%	90,3	79%	
marża EBITDA	6,1%	7,0%		6,0%		
EBIT	13,2	21,4	-38%	58,2	81%	
Zysk netto	10,9	20,2	-46%	47,9	82%	

Amica		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					29-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	797,9	773,1	3%	3013,9	72%	
EBITDA	57,8	55,4	4%	208,4	70%	
marża EBITDA	7,2%	6,0%		6,9%		
EBIT	44,2	41,9	5%	154,7	68%	
Zysk netto	32,3	27,9	16%	106,7	66%	

Aparator		niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					15-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	216,3	202,2	7%	893,7	72%	
EBITDA	29,7	34,2	-13%	136,0	71%	
marża EBITDA	13,7%	16,9%		15,2%		
EBIT	17,7	23,6	-25%	88,4	67%	
Zysk netto	13,4	17,0	-21%	65,3	66%	

Boryszew		niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					29-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	1516,8	1437,0	6%	6311,2	75%	
EBITDA	95,1	80,2	19%	422,9	77%	
marża EBITDA	6,3%	5,6%		7,0%		
EBIT	42,7	43,4	-2%	226,0	79%	
Zysk netto	26,0	23,7	10%	95,7	82%	

Cognor		akumuluj			wyniki:	
Jakub Szkopek		2,00 PLN			31-10-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	510,3	550,7	-7%	2004,1	77%	
EBITDA	24,4	56,2	-57%	122,5	77%	
marża EBITDA	4,8%	10,2%		6,1%		
EBIT	12,9	45,3	-72%	75,7	79%	
Zysk netto	6,9	32,3	-79%	45,2	70%	

Ergis		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					07-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	190,8	195,7	-3%	772,3	79%	
EBITDA	10,8	11,6	-7%	45,2	87%	
marża EBITDA	5,7%	5,9%		5,9%		
EBIT	4,5	5,4	-17%	20,2	103%	
Zysk netto	2,0	3,9	-50%	9,3	126%	

Famur		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		5,33 PLN			29-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	635,0	650,8	-2%	2124,7	77%	
EBITDA	153,5	140,3	9%	552,8	81%	
marża EBITDA	24,2%	21,6%		26,0%		
EBIT	112,5	95,0	18%	390,4	79%	
Zysk netto	85,6	64,7	32%	452,3	82%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Wstępne przychody za 3Q'19 wyniosły 55,2 mln PLN.
- W 3Q'19 oczekujemy pogorszenia marży brutto na sprzedaży w porównaniu r/r (wysoka baza roku 2018), jednakże wzrostu q/q po bardzo słabym 2Q'19, obciążonym problemami w Rosji.
- Po 9M'19 wykonanie naszych prognoz będzie na relatywnie wysokim poziomie i nie obawiamy się o wyniki 2019 r.

- W 3Q'19 oczekujemy, że wolumen sprzedaży wyniesie 45,7 tys. ton i będzie o 6% r/r niższy przy niższych o 8% r/r cenach aluminium w PLN.
- Niższe marże rynkowe naszym zdaniem przełożą się na około 30% spadek EBITDA Grupy, na która pozytywny wpływ będzie miało zaksięgowanie rekompensat cen energii 1,6 mln PLN.

- W 3Q'19 oczekujemy jednocyfrowego wzrostu sprzedaży dzięki pozytywnej dynamice zanotowanej w Polsce, Europie Zachodniej, Północnej i Południowej. Podobnie jak we wcześniejszych kwartałach słabszy r/r powinien być rynek rosyjski.
- Oczekujemy jednocyfrowego wzrostu wyników na poziomie operacyjnym.

- W 3Q'19 oczekujemy, że Aparator będzie pod negatywnym wpływem słabszych wyników w segmencie energii elektrycznej.
- Drugi kwartał z rzędu oczekujemy spadku wyników finansowych. Po 9M'19 rynek może zwątpić w wykonanie całorocznej prognozy Zarządu.

- W 3Q'19 Boryszew korzystać będzie z niskiej bazy porównawczej w segmencie Automotive.
- Gdyby nie akwizycja Alchemii segment metali w 3Q'19 zanotowałyby spadek wyników w ujęciu r/r.
- Zakładamy, że na koniec 3Q'19 relacja długu netto do EBITDA wyniesie około 3,5x.

- W 3Q'19 zakładamy, że wolumen sprzedaży produktów spadnie o 4% r/r, przy jednoczesnym wzroście produkcji kęsów o 40% r/r (efekt poprawy konkurencyjności EAF względem BOF).
- Zakładamy pozytywny wpływ ustawy prądowej na wynik w kwocie 5 mln PLN, zmianę rachunkowości związanej z remontami oraz spadek r/r spreadów na asortymencie.

- W 3Q'19 oczekujemy, że na wyniki negatywny wpływ będą miały rosnące płace oraz wyższe ceny energii elektrycznej. Pozytywny efekt tańszych na początku 2019 roku produktów petrochemicznych powinien już się wyczerpywać w 3Q'19. Spółka mogłaby zaksięgować część rekompensat wyższych cen energii za 1H'19 w 3Q'19, co pozytywnie wpłynęłoby na wynik.

- Zakładamy, że w 3Q'19 głównym motorem poprawy wyników będzie segment Underground. Lekki spadek obrotów r/r to efekt sprzedaży PBSz.
- Zakładamy, że Famur w 3Q'19 zawiąże 15 mln PLN rezerw związanych z długoterminowymi kontraktami w segmencie Surface.

Forte		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		298,64 PLN			25-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	271,7	256,3	6%	1153,3	73%	
EBITDA	30,6	27,3	12%	126,6	72%	
marża EBITDA	11,3%	10,7%		11,0%		
EBIT	16,7	14,4	16%	70,2	70%	
Zysk netto	8,1	14,9	-45%	36,5	67%	

Grupa Kęty		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		298,64 PLN			23-10-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	820,0	811,6	1%	3142,6	77%	
EBITDA	155,0	140,3	11%	491,9	81%	
marża EBITDA	18,9%	17,3%		15,7%		
EBIT	120,0	109,2	10%	356,4	84%	
Zysk netto	92,0	83,2	11%	267,2	84%	

Kruszwica		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		15-11-2019			15-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	658,0	681,6	-3%	2765,3	75%	
EBITDA	43,2	48,8	-11%	159,7	75%	
marża EBITDA	6,6%	7,2%	-	5,8%		
EBIT	37,2	42,8	-13%	133,2	76%	
Zysk netto	30,7	34,4	-11%	106,0	75%	

Mangata		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		30-10-2019			30-10-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	178,5	179,7	-1%	712,4	77%	
EBITDA	25,1	26,8	-6%	97,8	81%	
marża EBITDA	14,1%	14,9%		13,7%		
EBIT	17,4	19,7	-12%	66,4	84%	
Zysk netto	13,1	12,2	7%	48,3	84%	

Pozbud		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		15-11-2019			15-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	77,1	29,0	166%	249,0	67%	
EBITDA	6,1	3,4	79%	27,1	79%	
marża EBITDA	7,9%	11,7%		10,9%		
EBIT	4,6	2,5	83%	20,6	80%	
Zysk netto	3,5	0,1	-	13,8	77%	

Stelmet		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		8,10 PLN			-	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	r/r	
Przychody	106,3	118,6	-10%	580,7	5%	
EBITDA	10,8	12,2	-12%	73,9	8%	
marża EBITDA	10,1%	10,3%		13,0%		
EBIT	0,2	2,0	-91%	31,5	16%	
Zysk netto	-0,3	-6,8	-	21,7	127%	

Tarczyński		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		29-11-2019			29-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	226,7	199,8	13%	872,7	74%	
EBITDA	15,4	27,5	-44%	58,8	78%	
marża EBITDA	6,8%	13,8%		6,7%		
EBIT	8,2	20,5	-60%	30,0	81%	
Zysk netto	5,2	13,8	-62%	17,1	81%	

TIM		przeważaj			wyniki:	
Piotr Poniatowski		20-11-2019			20-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	229,2	214,3	7%	898,1	72%	
EBITDA	16,5	9,9	66%	48,3	85%	
marża EBITDA	7,2%	4,6%		5,4%		
EBIT	11,1	7,0	60%	28,1	92%	
Zysk netto	7,3	5,0	44%	19,5	81%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

■ Naszym zdaniem Forte w 3Q'19 odnotuje lekki wzrost wyników finansowych z uwagi na niską bazę roku ubiegłego.

■ Nasze szacunki nie zakładają, rezerwy na poczet wydatków na budowę lotniska w Suwałkach, ani potencjalnego zaksięgowania rekompensat wyższych kosztów energii elektrycznej.

■ Zarząd oczekuje, że w 3Q'19 obroty będą porównywalne r/r (820 mln PLN), EBITDA i zysk netto wzrosną o około 11% r/r.

■ Nasze prognozy nie odbiegają znacząco od oczekiwań Zarządu.

■ W 3Q'19 Grupa wchodzi w wysoką bazę rezultatów zarówno pod względem wolumenu sprzedaży, jak i generowanych marży.

■ Oczekujemy nieco słabszych r/r wyników, ale nasze prognozy nie uwzględniają potencjalnych rekompensat wyższych kosztów energii za 1H'19.

■ W 3Q'19 oczekujemy, że Mangata zacznie odczuwać pierwsze symptomy spowolnienia w segmentach elementów łącznych i motoryzacji.

■ Oczekujemy, że spadek obrotów spowolni w armaturze.

■ Tym niemniej oczekujemy, że Mangata w 3Q'19 przedstawi słabsze r/r wyniki finansowe.

■ Poprawie wyników w 3Q'19 sprzyjać będzie niska baza rezultatów roku ubiegłego oraz przekazania nowych mieszkań w zakresie projektu Strzeszyn. Liczymy na wysoką dynamikę oprawy rezultatów.

■ Rynek zwracać będzie uwagę na poziom zadłużenia netto po 3Q'19 (intuicyjnie powinno spaść).

■ W 4Q'19 (kalendarzowo 3Q'19) zakładamy "schłodzenie" sprzedaży drewnianej architektury ogrodowej. Negatywny wpływ będą miały wzrosty kosztów pracy, energii i drewna. Oczekujemy słabej r/r sprzedaży pelletu w związku z łagodniejszą zimą. Spółka w 4Q'19 może przeprowadzić test na utratę wartości aktywów Grange Fencing. Możliwe też, że Stelmet rozpozna 1 mln PLN z tytułu rekompensat cen energii.

■ W 3Q'19 oczekujemy dynamicznego wzrostu obrotów efektem problemów w jakich znalazł się ZM Kania. Mimo tego rentowność będzie pod negatywnym wpływem rosnących cen mięsa, płac i energii.

■ Oczekujemy spadku r/r wyniku nawet na poziomie porównywalnej EBITDA.

■ TIM podał wstępne przychody jednostkowe (208 mln PLN, +5,4% r/r), do których należy dodać Rotopino i 3LP.

■ Oczekujemy, że wzrosty sprzedaży Grupy, utrzymana dyscyplina kosztowa oraz efekt MSSF16 (wzrost amortyzacji, spadek kosztów usług obcych, wzrost kosztów finansowych) przełożą się na kolejny kwartał z mocnym wzrostem wyników.

Deweloperzy

Dobry kwartał w DOM i ARH

- łącznie deweloperzy z GPW i Catalyst przekazali w 3Q'19 o 31% mniej mieszkań r/r, co wynikało głównie z wysokiej bazy i -6% w ciągu 9 miesięcy 2019. W 3Q tylko 5 spółek rozliczyły w wynikach więcej mieszkań r/r (ECH, ARH, DOM, PND i BDX).
- W przypadku DOM, gdzie kumulacja przekazanych będzie miała miejsce w 1Q'19 i 4Q'19, wykonanie naszej prognozy wynosić będzie 68% na poziomie ZN i 71% przekazanych po 3Q.
- Dla Atalu oczekujemy wykonania na poziomie 35% po 3Q'19. Istotne znaczenie dla wyników będzie miał dopiero

Archicom		wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk		28-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r
Przychody	120,7	67,1	80%
Zysk brutto ze sprz. marża	36,6	13,9	163%
EBIT bez rew.	26,2	3,4	-
Rewaluacja	1,4	0	-
EBIT	27,6	3,4	-
Zysk brutto	26,5	2,1	-
Zysk netto	21,0	2,0	-
Przekazania (szt.)	290	133	118%
Przych./lok. (tys. PLN)	412,3	485,3	-15%

Atal		akumuluj		wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk		41,89 PLN		19-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	60,8	240,5	-75%	974,9	42%
Zysk brutto ze sprz. marża	15,6	58,4	-73%	265,8	40%
EBIT	7,7	52,5	-85%	234,6	36%
Zysk brutto	6,8	51,5	-87%	226,1	35%
Zysk netto	5,5	40,8	-87%	180,8	35%
Przekazania (szt.)	174	604	-71%	2 574	43%
Przych./lok. (tys. PLN)	344,0	395,0	-13%	379,0	-

Dom Developm		trzymaj		wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk		81,10 PLN		05-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	384,7	265,8	45%	1689,8	68%
Zysk brutto ze sprz. marża	97,1	67,6	44%	461,2	70%
EBIT	56,1	28,1	100%	292,7	68%
Zysk brutto	55,8	28,5	96%	291,6	68%
Zysk netto	45,2	21,9	106%	235,5	68%
Przekazania (szt.)	839	587	43%	3 525	71%
Przych./lok. (tys. PLN)	458,0	453,0	1%	479,0	-

Develia		wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk		14-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r
Przychody	72,3	149,7	-52%
Zysk brutto ze sprz. marża	33,7	50,7	-34%
EBIT bez rew.	21,5	38,6	-44%
Rewaluacja	36,0	-47,0	-
EBIT	57,5	-8,4	-
Zysk brutto	32,7	-2,4	-
Zysk netto	26,5	-2,7	-
Przekazania (szt.)	105	341	-69%
Przych./lok. (tys. PLN)	361,8	334,9	8%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- 4Q. Przy okazji danych sprzedażowych podkreślaliśmy, że terminy zakończenia budów wybranych inwestycji przesunęły się z 3Q na 4Q, stąd naszym zdaniem istnieje ryzyko, że część przekazanych przesunie się na 1Q'20 i w nasze prognozy roczne oceniamy jako nieco optymistyczne (spodziewalibyśmy się rozliczenia w wyniku rocznym bliżej 2 300 lokali vs. zakładane przez nas 2 574 w prognozach).
- W Develii kumulacja przekazanych miała miejsce już w 1Q, w efekcie zarówno 3Q, jak i 4Q nie ma istotnego znaczenia z punktu widzenia wyników rocznych. W 3Q'19 Develia i Archicom odnotują pozytywny wpływ na wyniki z tytułu umocnienia kursu EUR/PLN (dodatnia rewaluacja).

- Spółka rozliczy w wynikach 3Q'19 290 lokali vs. 133 w 3Q'18. Prognozujemy wzrost przychodów +80% r/r, przy średniej cenie lokalu 412 tys./lokal (485 tys. w 3Q'18).
- Oczekujemy przekazanych na relatywnie wysoko marżowych projektach. Prognozujemy wzrost marży ZBNS w segmencie mieszkaniowym do 30,1% vs. 19% w 3Q'18.
- Rewaluację szacujemy na 1,4 mln PLN (pozytywny wpływ umocnienia EUR/PLN, częściowo skompensowany zakładanymi kosztami zamknięcia sprzedaży aktywów komercyjnych).
- EBIT bez rewaluacji szacujemy na 26,2 mln PLN.
- Oczekujemy spadku ZN 3Q'19 o 87% r/r, ze względu na niski poziom przekazanych (174 lokale, -71% r/r). Ponad 60% rozliczonych mieszkań pochodzi z rynku w Łodzi, a blisko 25% to Gdańsk. Na bazie mixu projektowego oczekujemy spadku średniej ceny rozliczonego lokalu o 13% r/r.
- Marżę ZBNS szacujemy na 25,7%, wzrost r/r ze względu na lepszy mix projektowy i q/q z uwagi na jednorazowe koszty zaksięgowane w 2Q.
- Przesunięcie terminu zakończenia niektórych budów na 4Q sprawia, że roczna prognoza ZN jest nieco optymistyczna.
- W 3Q'19 DOM rozliczy 839 lokali (+43% r/r). Największy wpływ na wyniki mają przekazania na projektach w Warszawie: Regaty (205 lokali), Cybernetyki (199), Osiedle Forma (116) i we Wrocławiu: Księża Nowe (119).
- Szacujemy średnią cenę rozliczonego mieszkania +1% r/r.
- Oczekujemy marży ZBNS na nieco niższym r/r poziomie tj. 25,2% (i vs. 33,3% w 2Q'19), przez rozliczenie relatywnie nisko marżowych Regat (24% udziału w przekazaniach).
- Szacujemy wzrost ZN 3Q'19 na +106% r/r przez wyższy wolumen przekazanych.
- Oczekujemy lepszych wyników r/r ze względu na dodatnią rewaluację, ale szacujemy spadek zysku EBIT bez rewaluacji r/r ze względu na spadek poziomu przekazanych
- W 3Q'19 Develia rozliczy w wynikach zaledwie 105 mieszkań, -69% r/r. Oczekujemy wzrostu średniej ceny rozliczonego mieszkania i istotnej poprawy marży w segmencie mieszk. względem niskiej bazy w 3Q'18.
- W segmencie komercyjnym oczekujemy nieznacznego spadku NOI (-1,5%) z uwagi na sprzedaż aktywów komercyjnych w połowie 3Q'19.
- W 3Q'19 zakładamy pozytywny wpływ z rewaluacji aktywów komercyjnych, głównie efekt dodatnich zmian EUR/PLN (szacujemy 36 mln PLN).

Handel

Dobre wyniki DNP, EUR i EAT

- Oczekujemy wysokiego tempa poprawy wyników w DNP (kontynuacja strategii rozwoju oraz sprzyjający efekt bazy), EUR (istotna poprawa wyniku w segmencie

AmRest		akumuluj		wyniki:	
Piotr Bogusz		48,00 PLN		07-11-2019	
(mln EUR)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	515,2	392,4	31%	1988,9	73%
Zysk brutto na sprz. marża	89,0	67,9	31%	319,2	73%
EBITDA skor. marża EBITDA	17,3%	17,3%		16,0%	
EBITDA skor.	65,5	49,7	32%	204,7	78%
EBIT	12,7%	12,7%		10,3%	
Zysk brutto	37,6	12,7	196%	89,5	83%
Zysk netto	21,6	23,9	-10%	75,9	49%
	16,3	18,0	-10%	54,3	49%

CCC		kupuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		161,00 PLN		30-10-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1 440	1 193	21%	5 969	69%
Zysk brutto na sprz. marża	687	564	22%	3 076	66%
EBITDA skor. marża EBITDA	47,7%	47,3%		51,5%	
EBITDA skor.	58,7	67,3	-13%	420,8	32%
EBIT	4,1%	5,6%		16,2%	
Zysk brutto	15,7	30,1	-48%	259,2	2%
Zysk netto	-2,8	-3,6		166,4	
	-12,3	-15,0		110,2	

Dino		trzymaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		149,20 PLN		07-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 089	1 544	35%	7 698	73%
Zysk brutto na sprz. marża	522	377	39%	1 907	72%
EBITDA skor. marża EBITDA	25,0%	24,4%		24,8%	
EBITDA skor.	198,9	141,5	41%	738	69%
EBIT	9,5%	9,2%		9,6%	
Zysk brutto	157,4	113,0	39%	582	68%
Zysk netto	138,3	101,5	36%	516	67%
	110,7	82,3	35%	407	70%

Eurocash		redukuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		18,10 PLN		13-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	6 526	6 256	4%	23 640	78%
Zysk brutto na sprz. marża	911	785	16%	3 109	79%
EBITDA skor. marża EBITDA	14,0%	12,5%		13,2%	
EBITDA skor.	121,9	105,1	16%	374,7	75%
EBIT	1,9%	1,7%		1,6%	
Zysk brutto	69,5	51,5	34,9%	158,0	89,4%
Zysk netto	19,4	37,2	-48%	98,2	39,0%
	13,9	36,4	-62%	72,0	30%

Jeronimo Martins		trzymaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		14,30 EUR		23-10-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	4 710	4 374	8%	18 440	74%
Zysk brutto na sprz. marża	1 036	958	8%	4 065	73%
EBITDA skor. marża EBITDA	22,0%	21,9%		22,0%	
EBITDA skor.	286,7	263,0	9%	1 055	72%
EBIT	6,1%	6,0%		5,7%	
Zysk brutto	185,3	170,0	9%	651	70%
Zysk netto	175,3	164,0	7%	522	62%
	119,5	112,0	7%	443	68%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

detalicznym) oraz EAT (poprawa biznesu organicznego oraz efekt bazy).

- Neutralny wpływ na notowania spółek powinny mieć wyniki JMT oraz VRG.

- Oczekujemy wzrostu sprzedaży o 31% r/r, zaś dynamika ekspansji restauracji będzie na niższym r/r poziomie.
- Zakładamy r/r płaską marżę EBITDA, pogorszenie rentowności w Polsce, Hiszpanii oraz Czechach oraz poprawę rentowności w Rosji, Chinach oraz w segmencie pozostałe WE.
- Dynamika poprawy wyników będzie wspierana przez efekt niskiej bazy.

- Spółka podała wstępne wyniki za 3Q'19.
- Szacujemy, że EBITDA bez MSSF 16 będzie niższa r/r o 13%. Zwracamy uwagę że w 3Q'18 rozpoznano dodatkowy zysk jednorazowy z tytułu rozliczenia okazyjnego nabycia spółki KVAG. Po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe spółka wykazałaby wzrost rezultatów r/r.
- Zwracamy uwagę, że w związku z implementacją MSSF 16, zmiana EURPLN w 3Q'19 powinna przełożyć się na negatywne różnice kursowe (szacujemy 24 mln PLN).

- W 3Q'19 oczekujemy wzrostu sprzedaży porównywalnej na poziomie tempie 14%. Wysoka dynamika powinna być wspierana efektem bazy.
- Dalsza poprawa warunków zakupowych powinna przełożyć się na wzrost marży brutto na sprzedaży o 0,6p.p. r/r do 25% w 3Q'19.
- Oczekujemy wzrostu narzutu kosztów SG&A o 0,4p.p. r/r.
- Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy wzrostu marży EBITDA o 0,3p.p. r/r do 9,5% w 3Q'19 (około 0,13p.p. poprawy wyniku z implementacji MSSF 16).

- Oczekujemy spowolnienia tempa wzrostu sprzedaży do 4% r/r ze względu na brak konsolidacji sklepów Miła.
- W 3Q'19 segmencie hurtowym oczekujemy wzrostu przychodów o 4,8% r/r oraz wzrostu EBITDA o 4,4 % r/r do 136 mln PLN.
- Kontynuacja wzrostu IFl oraz niższe dodatkowe koszty r/r powinny przełożyć się na wzrost EBITDA w segmencie detalicznym do 26,8 mln PLN (+15,2 mln PLN r/r).
- W segmentach Projekty oraz Inne szacujemy -40 mln PLN EBITDA (vs. -36 mln PLN w 3Q'18).

- Oczekujemy wzrostu sprzedaży/mkw. o: 5,5% r/r w sieci Biedronka w PLN, 1,8% r/r w sieci Pingo Doce oraz 1,2% r/r w Recheio.
- Wpływ wysokiej dynamiki kosztów SG&A powinien zostać częściowo skompensowany przez wzrost efektywności sprzedaży/mkw. w 3Q'19.
- Oczekujemy płaskiej marży EBITDA r/r w Polsce oraz wzrostu w Portugalii. Szacujemy, że biznes Ara i Hebe wygeneruje -15,5 mln EUR EBITDA w 3Q'19 (poprawa o 4,5 mln EUR r/r).

LPP Piotr Bogusz	trzymaj			wyniki:	
	8 500,00 PLN			19-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 310	2 044	13%	9 172	69%
Zysk brutto na sprz.	1 155	1 043	11%	4 970	66%
marża	50,0%	51,0%		54,2%	
EBITDA skor.	240,0	217,4	10,4%	1 259	51,9%
marża EBITDA	10,4%	10,6%		13,8%	
EBIT	135,0	129,2	4%	850,8	45,5%
Zysk brutto	89,8	110,0	-18%	839,2	37,5%
Zysk netto	72,7	91,6	-21%	677,2	24%

Monnari Piotr Bogusz	równoważ			wyniki:	
	26-11-2019			26-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	62,7	50,9	23%	247,7	75%
Zysk brutto na sprz.	34,5	28,5	21%	145,0	71%
marża	55,1%	56,1%		58,6%	
EBITDA skor.	-0,1	-0,3	-	16,8	21%
marża EBITDA	-0,2%	-0,6%		6,8%	
EBIT	-1,7	-1,3	-	12,6	-5,1%
Zysk brutto	-1,7	-1,7	-	18,6	-3,4%
Zysk netto	-1,3	-1,7	-	15,4	-5%

VRG Piotr Bogusz	kupuj			wyniki:	
	5,20 PLN			13-11-2019	
(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	249,6	180,1	39%	1035,3	71%
Zysk brutto na sprz.	126,8	90,1	41%	537,7	70%
marża	50,8%	50,0%		51,9%	
EBITDA skor.	16,8	14,0	20%	123,7	46%
marża EBITDA	6,7%	7,8%		11,9%	
EBIT	11,4	10,0	13%	101,4	38,2%
Zysk brutto	3,7	8,8	-58%	90,2	32,2%
Zysk netto	2,1	6,9	-70%	73,9	32%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

■ Spółka zaraportowała wstępne wyniki finansowe na początku października 2019.

■ Oczekujemy wzrostu EBITDA oczyszczonej o MSSF 16 o 10,4% r/r w 3Q'19.

■ W związku z implementacją MSSF 16, wzrostu kursu EURPLN negatywnie wpłynie na saldo działalności finansowej spółki (szacujemy negatywny wpływ na poziomie 34 mln PLN).

■ Szacujemy, że sprzedaż spółki w 3Q'19 wyniosła 61,4 mln PLN w (dane z raportów miesięcznych powiększone o 0,7 mln PLN z tytułu sprzedaży usług).

■ Biorąc pod uwagę intensywne wyprzedaże (wysoki poziom zapasów na koniec 2Q'19) oczekujemy 1p.p. r/r spadku marży brutto na sprzedaży w 3Q'19.

■ Rosnące koszty wynagrodzeń oraz konsolidacja Centro powinny wpłynąć na wzrost kosztów SG&A o 21% r/r do 36,3 mln PLN w 3Q'19.

■ Sprzedaż oraz marżę brutto na sprzedaży szacujemy zgodnie z opublikowanymi raportami miesięcznymi.

■ W segmencie odzieżowym spadek efektywności sprzedaży w markach „starej” Vistuli oraz Bytom powinien przełożyć się na spadek wyniku tego segmentu o 0,9 mln PLN do 1,8 mln PLN w 3Q'19.

■ W segmencie jubilerskim wzrost efektywności sprzedaży oraz poprawa marży powinny pozwolić na poprawę EBIT o 2,6 mln PLN r/r do 9,6 mln PLN w 3Q'19.

■ Negatywne różnice kursowe szacujemy na 5 mln PLN.

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										
Alior Bank	kupuj	2019-07-03	51,10	72,30	38,04	+19,1%	9,8	9,5		
Handlowy	akumuluj	2019-07-03	53,60	59,45	50,10	+18,7%	12,7	10,4		
ING BSK	trzymaj	2019-10-07	194,80	197,53	196,80	+0,4%	14,6	13,4		
Millennium	redukuj	2019-10-07	5,48	5,18	6,15	-15,7%	8,8	13,2		
Pekao	kupuj	2019-08-02	99,88	119,75	106,50	+12,4%	12,2	10,7		
PKO BP	kupuj	2019-08-02	39,34	47,17	37,64	+25,3%	10,7	10,3		
Santander Bank Polska	trzymaj	2019-10-07	286,00	276,55	299,60	-7,7%	13,3	11,6		
Komercni Banka	kupuj	2019-08-28	817,00	945,02 CZK	781,50	+20,9%	9,8	10,1		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	76,40	+23,5%	10,3	9,5		
Erste Group	kupuj	2019-08-28	30,03	40,38 EUR	30,30	+33,3%	8,5	7,8		
RBI	akumuluj	2019-08-28	20,44	23,05 EUR	21,40	+7,7%	6,5	6,1		
OTP Bank	kupuj	2019-08-28	12 000	14 681 HUF	13 050	+12,5%	9,0	8,2		
PZU	kupuj	2019-09-05	36,59	43,38	36,76	+18,0%	9,8	9,2		
Kruk	kupuj	2019-04-02	152,30	213,65	122,50	+74,4%	6,9	6,8		
Skarbiec Holding	kupuj	2019-06-03	16,50	28,17	17,30	+62,8%	5,9	5,1		
Chemia										
Ciech	kupuj	2019-09-05	34,00	42,03	32,60	+28,9%	7,4	7,7	4,8	6,6
Grupa Azoty	trzymaj	2019-10-07	31,18	34,09	34,84	-2,2%	6,9	36,5	4,4	8,1
Paliwa										
Lotos	sprzedaj	2019-08-02	88,66	72,31	90,64	-20,2%	13,8	12,7	7,0	5,9
MOL	kupuj	2019-10-07	2 826	3 258 HUF	2 846	+14,5%	10,3	9,1	4,3	4,1
PGNiG	kupuj	2019-09-05	4,49	6,33	4,59	+38,0%	11,1	7,6	4,3	3,3
PKN Orlen	trzymaj	2019-08-01	97,36	92,82	104,50	-11,2%	9,9	11,7	5,8	6,1
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2019-06-25	544,00	597,80 CZK	521,00	+14,7%	15,5	13,5	7,4	6,9
Enea	kupuj	2019-06-25	8,53	12,41	8,50	+46,0%	3,2	2,9	3,2	3,0
Energa	kupuj	2019-06-25	7,33	12,67	6,18	+105,0%	3,5	3,9	3,6	4,0
PGE	kupuj	2019-06-25	9,00	13,26	8,23	+61,2%	5,0	5,7	3,2	3,3
Tauron	kupuj	2019-06-25	1,57	2,52	1,68	+50,3%	2,7	2,5	4,1	3,7
Telekomunikacja, media, IT										
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,85	-3,1%	32,6	27,0	5,5	5,6
Orange Polska	kupuj	2019-09-05	6,12	7,50	5,74	+30,7%	37,1	23,3	4,7	4,5
Play	kupuj	2019-09-12	27,16	33,10	29,20	+13,4%	9,0	8,2	5,9	5,9
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	9,38	+70,6%	31,2	16,6	4,3	4,0
Cyfrowy Polsat	redukuj	2019-05-31	26,00	24,15	27,42	-11,9%	14,3	12,3	7,0	6,8
Wirtualna Polska	trzymaj	2019-07-03	61,20	61,50	65,00	-5,4%	20,4	17,4	10,8	9,5
Asseco Poland	trzymaj	2019-06-03	51,10	50,80	52,20	-2,7%	14,0	13,6	4,6	4,3
Comarch	kupuj	2019-07-25	178,50	231,00	171,50	+34,7%	14,8	13,4	6,3	5,6
11 bit studios	kupuj	2019-05-20	398,00	518,00	345,50	+49,9%	23,2	33,0	16,1	19,8
CD Projekt	akumuluj	2019-09-05	251,30	272,50	235,00	+16,0%	-	9,8	-	8,5
Przemysł, surowce										
Cognor	akumuluj	2019-09-05	1,65	2,00	1,79	+8,5%	6,5	11,6	4,4	5,3
Famur	kupuj	2019-08-07	4,42	5,33	3,45	+54,5%	4,4	8,0	3,6	4,2
Grupa Kęty	trzymaj	2019-10-07	283,00	298,64	284,50	+5,0%	10,2	11,9	7,4	8,1
JSW	kupuj	2019-09-05	26,50	39,29	19,03	+106,5%	3,2	-	0,1	1,2
Kemel	redukuj	2019-10-07	42,90	40,76	42,60	-4,3%	4,9	7,9	4,6	5,7
KGHM	akumuluj	2019-10-14	79,92	90,12	78,28	+15,1%	6,5	8,3	3,7	4,1
Stelmet	trzymaj	2019-10-07	7,90	8,10	8,30	-2,4%	11,2	12,7	5,3	5,3
Deweloperzy										
Atal	akumuluj	2019-07-03	36,60	41,89	33,90	+23,6%	7,3	7,6	6,9	7,2
Dom Development	trzymaj	2019-09-05	84,00	81,10	83,20	-2,5%	8,9	8,3	7,8	7,6
Handel										
AmRest	akumuluj	2019-10-07	44,05	48,00	47,00	+2,1%	44,2	32,3	14,6	11,7
CCC	kupuj	2019-09-05	131,90	161,00	129,00	+24,8%	48,2	19,9	6,7	5,3
Dino	trzymaj	2019-08-23	149,60	149,20	150,40	-0,8%	36,2	26,3	20,9	15,7
Eurocash	redukuj	2019-09-05	20,62	18,10	21,72	-16,7%	42,0	29,7	8,9	8,0
Jeronimo Martins	trzymaj	2019-10-07	14,92	14,30 EUR	14,97	-4,4%	21,3	19,1	9,3	8,5
LPP	trzymaj	2019-10-07	7 950,00	8 500,00	8 025,00	+5,9%	22,0	19,8	11,1	10,0
VRG	kupuj	2019-07-26	4,20	5,20	4,16	+25,0%	13,2	11,5	8,3	7,0

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						11,6	10,6	5,1	4,6
Ailleron	równoważ	2019-06-28	8,40	7,40	-11,9%	9,6	8,7	3,3	2,4
Asseco BS	równoważ	2019-03-29	29,50	27,60	-6,4%	14,0	13,0	9,4	8,7
Asseco SEE	przeważaj	2019-10-10	19,40	21,00	+8,2%	13,7	12,4	6,3	5,5
Atende	równoważ	2019-01-31	4,40	3,26	-25,9%	8,2	7,7	3,9	3,8
Spółki przemysłowe						10,6	10,5	6,4	6,2
AC	niedoważaj	2019-08-30	43,60	39,60	-9,2%	11,7	11,2	7,7	7,1
Alumetal	równoważ	2019-10-07	51,00	35,00	-31,4%	11,1	10,9	7,6	7,6
Amica	równoważ	2019-09-20	118,00	112,00	-5,1%	8,3	7,9	5,3	5,4
Apator	niedoważaj	2019-10-18	22,00	21,70	-1,4%	11,7	11,5	6,8	6,8
Astarta	przeważaj	2019-09-05	23,00	16,60	-27,8%	-	3,1	6,5	3,8
Boryszew	niedoważaj	2019-09-20	4,54	4,39	-3,4%	11,0	10,5	7,3	7,3
Ergis	równoważ	2019-08-30	2,48	3,18	+28,2%	13,1	16,2	6,0	6,2
Forte	równoważ	2019-09-20	40,60	24,85	-38,8%	16,2	12,7	9,3	8,4
Kruszwica	przeważaj	2019-10-07	44,40	41,10	-7,4%	8,9	8,6	4,3	4,2
Mangata	równoważ	2019-09-20	66,00	71,00	+7,6%	9,8	10,5	6,4	6,8
Pozbud	równoważ	2019-09-05	2,14	2,06	-3,7%	4,0	4,7	3,0	5,6
Tarczyński	równoważ	2019-10-07	16,30	15,50	-4,9%	10,3	6,2	6,2	4,8
TIM	przeważaj	2019-04-29	7,90	8,60	+8,9%	9,8	8,7	5,8	5,2
Handel						6,4	6,3	1,7	1,0
Monnari	równoważ	2019-07-17	4,66	3,21	-31,1%	6,4	6,3	1,7	1,0

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 dotyczącej 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, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Opono.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projrzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiac Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, 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, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, 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 właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

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

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

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Joanna Łukasik
+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@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