

środa, 29 stycznia 2020 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 4Q 2019

Rynek akcji

Finanse

Uważamy, że wyniki w 4Q'19 będą słabe nie tylko ze względu na odpisy związane z kredytami frankowymi oraz rezerwami na zwrot części prowizji od pożyczek konsumenckich, ale również z powodu spadku powtarzalnego wyniku. Roczny konsensus wyników polskich banków na 2019 okazał się o 19% za wysoki. Z drugiej strony banki regionalne cały czas pokazują dobrą kondycję, w szczególności zwracamy uwagę na dobry wynik Komercni Banka, który został wsparty rozwiązaniem rezerw w wysokości 500 mln CZK.

Chemia

W Chemii oczekujemy mniej więcej zbliżonych r/r znormalizowanych wyników na poziomie EBITDA. Większe szanse na pozytywne zaskoczenie na wynikach ma Grupa Azoty.

Paliwa

Makro w 4Q nie sprzyjało zarówno w segmencie downstream (spadek marż rafineryjnych i petrochemicznych), jak i upstream (ceny gazu), co na skor. EBITDA implikuje w sektorze wysokie dwucyfrowe spadki r/r. Relatywnie najlepiej na tle rocznych oczekiwań rynku wypadła MOL, gdzie roczny konsensus będzie się musiał nieznacznie podnieść. Słabsze rezultaty w Lotosie i Orlenie mogą zainicjować rewizje konsensusu na rok 2020.

Energetyka

Realizacja naszych prognoz skor. EBITDA powinna sięgnąć 98%, a głównym źródłem odchylenia jest niekorzystna pogoda (niższe wolumeny w generacji energii i ciepła), co najbardziej odczuje PGE. Dodatkowo w końcówce roku należy liczyć się z zawiązywaniem rezerw aktuarialnych. Relatywnie dobrze na skorygowanych wynikach powinny wypaść CEZ i TPE. Prawdopodobnie ważniejsze od samych wyników 4Q będą publikowane prognozy Zarządów na rok bieżący.

Telekomunikacja, media, IT

Oczekujemy, że w 4Q'19 dobre wyniki zaraportują spółki mediowe (Wirtualna Polska +19% r/r, Agora + 13% r/r na linii EBITDA skorygowana bez MSSF16). Spodziewamy się także, że 4Q'19 był udany w Asseco BS oraz w Asseco SEE. Słabych wyników oczekujemy w Asseco Poland (zysk netto - 23% r/r) ze względu na istotny spadek obrotów spółki matki Asseco. Wzrost wyniku EBITDA całego sektora wynika głównie z wprowadzenia standardu MSSF16.

Przemysł, surowce

W 4Q'19 oczekujemy, że 47% spółek przemysłowych pogorszy r/r wyniki finansowe, a 41% je poprawi. Pozytywnych zaskoczeń szukalibyśmy w Amica, negatywnych zaś w Kernel i PKP Cargo. W ostatnim kwartale 2019 roku zdecydowanie lepiej na wynikach będzie wyglądał KGHM niż JSW.

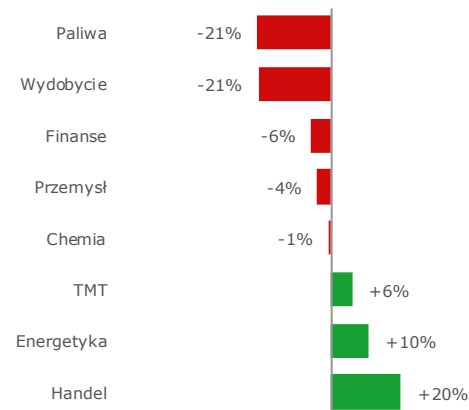
Deweloperzy

Spadek liczby mieszkań rozliczonych w wynikach i osłabienie EUR/PLN o 2,7% w 4Q'19 przyczyną niższych wyników w analizowanych spółkach (DOM, DVL, ARH). Lepsze wyniki r/r w 4Q pokaże 1AT, choć w ujęciu rocznym odbiegają one od wcześniejszych oczekiwań, a bieżący potencjał sprzedaży urealni się dopiero w latach 2020-21. Dobre wyniki pokaże również DOM, choć wysoka baza z 2018 jest poza zasięgiem.

Handel

Wysoka poprawa wyniku powinna zostać odnotowana w AmRest (poprawa operacyjna i zdarzenia jednorazowe), DNP oraz w JMT. Spowolnienie poprawy wyniku EBITDA względem poprzednich kwartałów powinno odnotować VRG.

Dynamika wyników sektorów*



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

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
Asseco Poland	Agora
Develia	Amica
JSW	AmRest
Kernel	Asseco BS
Lotos	Asseco SEE
PGE	CD Projekt
PGNiG	Grupa Azoty
PKN Orlen	Komercni Banka
PKP Cargo	Wirtualna Polska
VRG	

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.lemancyk@mbank.pl

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

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

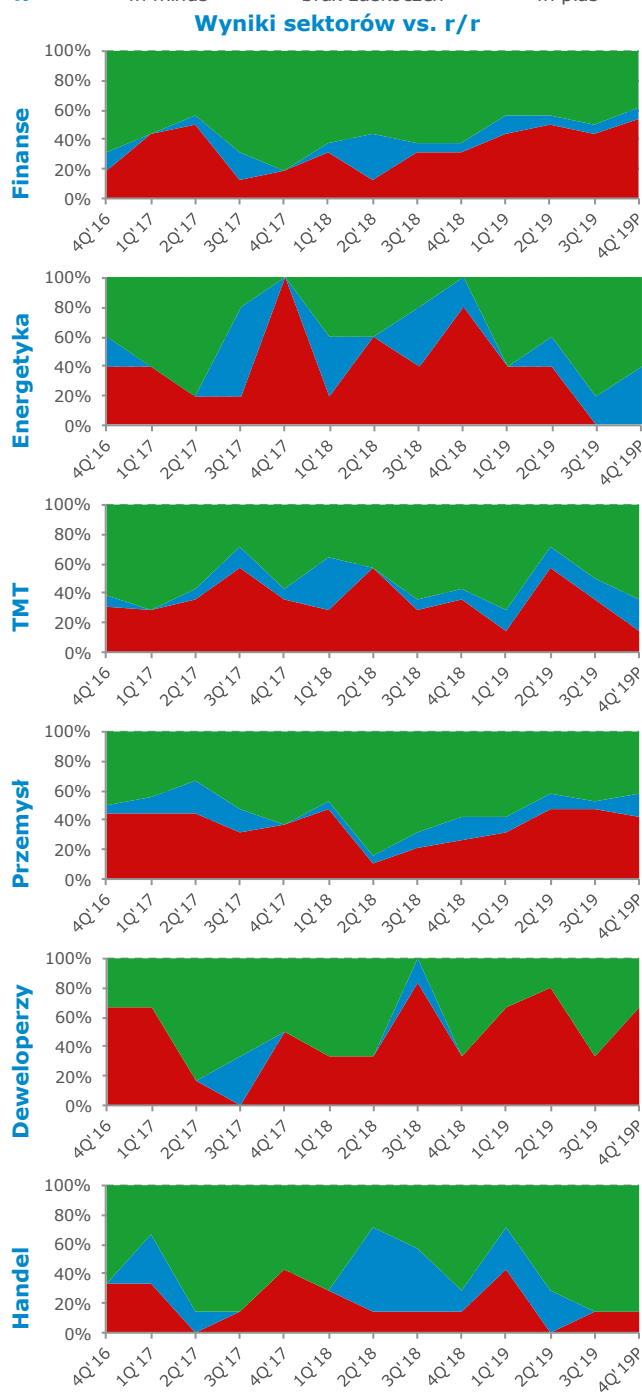
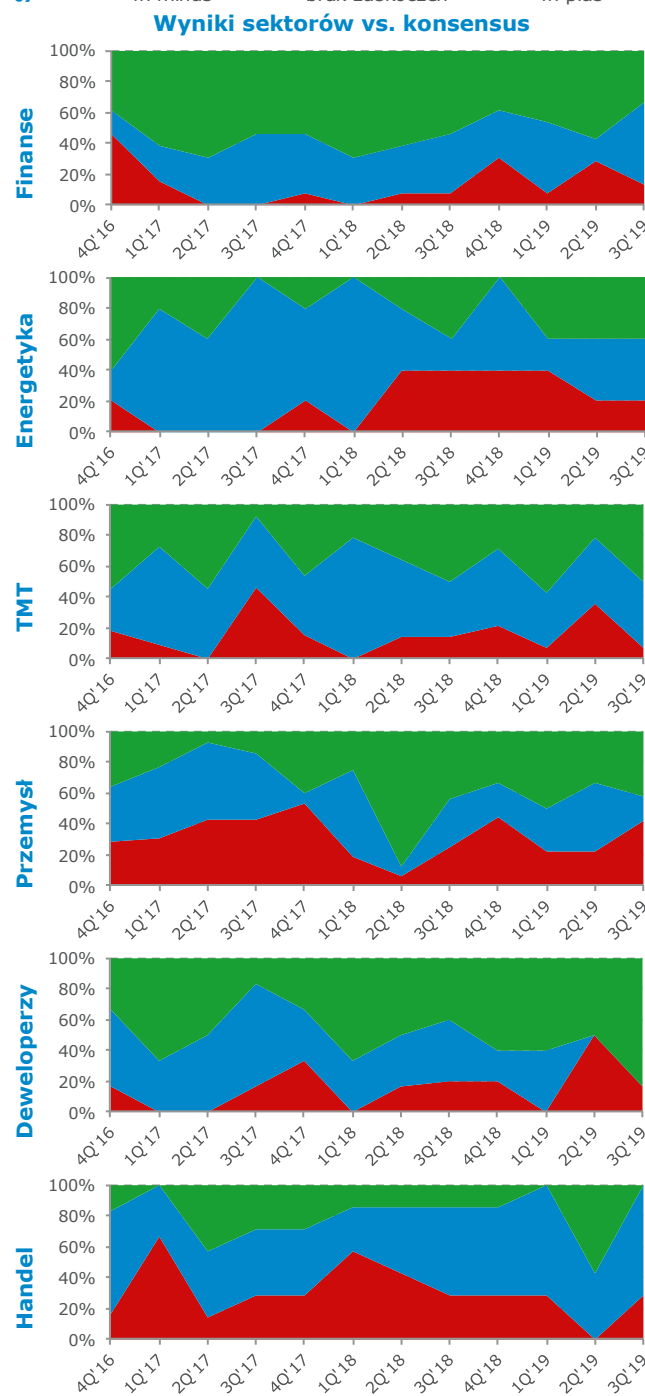
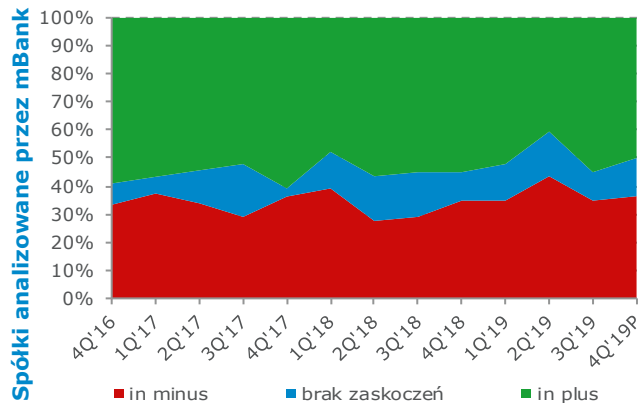
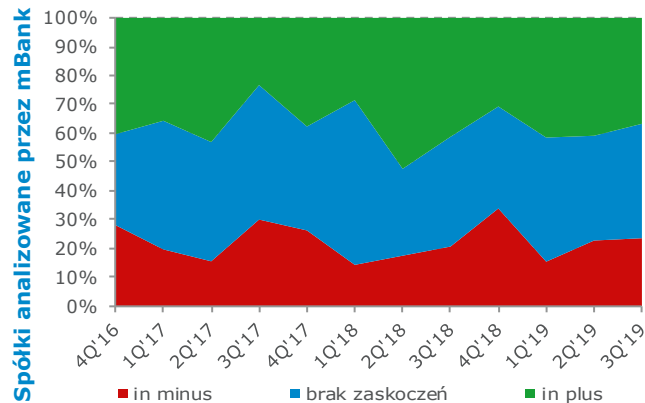
Spis treści

1. Zaskoczenia na wynikach spółek	3	7. Przemysł	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. Astarta	11
2.5. Pekao	5	7.6. Boryszew	11
2.6. PKO BP	5	7.7. Cognor	11
2.7. Santander Bank Polska	5	7.8. Famur	11
2.8. Komerční Banka	6	7.9. Forte	12
2.9. Moneta Money Bank	6	7.10. Grupa Kęty	12
2.10. Erste Group	6	7.11. Kernel	12
2.11. RBI	6	7.12. Kruszwica	12
2.12. OTP Bank	6	7.13. Mangata	12
3. Finanse	6	7.14. PKP Cargo	12
3.1. GPW	6	7.15. Pozbud	12
4. Chemia, paliwa	7	7.16. Stelmet	12
4.1. Ciech	7	7.17. TIM	13
4.2. Grupa Azoty	7	8. Deweloperzy	13
4.3. Lotos	7	8.1. Archicom	13
4.4. MOL	7	8.2. Atal	13
4.5. PGNiG	7	8.3. Dom Development	13
4.6. PKN Orlen	7	8.4. Develia	13
5. Energetyka, surowce	8	9. Handel	14
5.1. CEZ	8	9.1. AmRest	14
5.2. Enea	8	9.2. CCC	14
5.3. Energa	8	9.3. Dino	14
5.4. PGE	8	9.4. Eurocash	14
5.5. Tauron	8	9.5. Jeronimo Martins	14
5.6. JSW	8	9.6. VRG	14
5.7. KGHM	8	10. Aktualne rekomendacje i pozycjonowania	15
6. Telekomunikacja, media, IT	9		
6.1. Netia	9		
6.2. Orange Polska	9		
6.3. Play	9		
6.4. Agora	9		
6.5. Cyfrowy Polsat	9		
6.6. Wirtualna Polska	9		
6.7. Ailleron	9		
6.8. Asseco Poland	10		
6.9. Asseco Business Solutions	10		
6.9. Asseco South Eastern Europe	10		
6.10. 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.	2017				2018				2019			+/=	vs.	2017				2018				2019				+/=						
konsensus	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	+/=	r/r	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	+/=				
Finanse														Finanse																		
Alior Bank	+	-	+	+	+	=	+	=	=	=	-	+	83%	+	-	+	+	-	+	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	46%
Handlowy	=	-	+	+	+	=	+	-	-	-	-	-	50%	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	46%	
ING BSK	-	+	=	=	=	=	-	=	+	+	+	-	75%	+	+	-	+	+	+	=	=	+	=	+	+	=	=	+	+	=	92%	
Millennium	+	+	=	+	+	+	+	=	+	+	+	+	100%	+	+	-	+	+	+	+	+	+	=	-	=	-	=	-	=	-	77%	
Pekao	+	+	=	+	+	=	=	+	+	=	=	+	100%	+	-	=	+	+	+	=	+	-	-	+	+	-	-	+	+	-	62%	
PKO BP	-	+	+	+	+	+	=	=	=	=	+	=	92%	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	-	85%	
Santander BP	+	=	+	=	=	=	+	=	-	=	-	=	83%	+	-	-	+	+	=	=	-	+	=	-	+	-	=	-	+	-	54%	
Komercni	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%	+	+	-	+	+	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	-	+	69%	
Moneta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	100%	-	-	-	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	54%
Erste Group	-	=	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	92%	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	62%	
RBI	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	100%	+	+	+	+	+	+	=	+	-	-	=	-	+	-	=	-	+	77%	
OTP Bank	-	+	+	+	+	+	+	+	+	=	+	+	92%	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%	
PZU	+	+	=	=	+	+	=	+	+	=	+	+	100%	+	+	+	+	+	-	+	=	+	+	-	-	-	-	-	-	-	75%	
Kruk	-	+	+	=	-	+	+	+	-	+	-	+	67%	+	+	+	=	-	-	=	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	67%	
Skarbiec	-	=	+	+	+	+	=	+	-	+	+	+	83%	=	+	+	-	+	-	-	-	-	+	+	-	-	-	+	+	-	50%	
GPW	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd		-	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-	+	-	-	-	+	-	46%	
Chemia														Chemia																		
Ciech	+	=	=	=	+	=	+	=	-	=	=	=	92%	+	+	-	-	+	-	=	-	-	-	=	+	-	-	=	+	-	46%	
Grupa Azoty	-	+	-	=	-	=	-	-	+	+	=	+	58%	-	-	+	+	+	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	54%	
Paliwa														Paliwa																		
Lotos	=	+	+	+	=	-	+	=	-	=	=	-	75%	+	+	+	+	-	-	+	=	+	+	=	=	-	-	=	=	-	77%	
MOL	-	+	+	-	-	=	=	+	+	=	+	+	83%	-	+	+	-	+	-	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	54%	
PGNiG	+	+	-	-	-	=	-	+	-	=	+	-	50%	+	+	=	=	-	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	54%	
PKN Orlen	+	=	=	-	=	=	-	-	+	=	+	=	83%	+	+	+	+	-	-	-	-	+	=	+	+	-	-	+	+	-	62%	
Energetyka														Energetyka																		
CEZ	+	=	=	=	+	=	-	+	=	=	+	-	83%	-	-	-	-	-	-	-	+	=	+	+	=	+	+	+	=	+	46%	
Enea	+	=	+	=	=	=	-	=	=	+	+	+	92%	+	+	+	=	-	=	-	=	-	-	+	+	+	-	+	+	+	77%	
Energa	=	=	=	=	-	=	=	=	-	-	-	=	58%	=	-	+	+	-	+	+	-	-	-	=	+	=	-	+	+	=	62%	
PGE	-	=	=	=	=	=	=	=	-	-	=	=	67%	-	+	+	=	-	+	+	=	-	-	-	-	+	-	+	+	=	62%	
Tauron	+	+	+	=	=	=	+	+	=	+	+	+	100%	+	+	+	=	-	=	-	-	-	-	+	-	+	-	+	+	=	62%	
TMT														TMT																		
Netia	+	=	+	+	=	=	=	=	=	=	+	=	100%	=	-	-	-	-	=	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	+	23%	
Orange PL	=	=	+	+	=	=	+	+	+	=	=	=	100%	-	-	=	-	+	=	-	+	+	=	=	+	+	=	=	+	+	69%	
Play	bd	bd	bd	=	=	=	+	+	=	+	+	+	100%	bd	+	+	+	=	-	-	-	-	+	+	=	+	+	+	=	+	67%	
Agora	+	=	+	=	+	=	+	+	=	+	-	+	92%	-	+	+	=	+	-	-	+	+	+	-	+	+	+	-	+	+	69%	
Cyfrowy	=	+	=	=	=	+	=	=	=	=	=	=	100%	+	+	+	-	+	=	-	+	+	=	=	=	=	=	=	=	=	77%	
Wirtualna	-	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	92%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%	
Ailleron	bd	bd	bd	-	+	=	=	-	-	+	-	=	56%	+	+	+	-	+	=	+	-	-	+	-	-	+	+	-	-	+	62%	
Asseco BS	=	=	=	=	+	=	=	+	+	=	+	+	100%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	-	+	+	92%	
Asseco PL	-	=	=	-	-	+	+	+	+	+	+	+	75%	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	46%	
Asseco SEE	+	=	+	-	=	=	=	+	=	+	=	+	92%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%	
Atende	bd	bd	bd	bd	+	=	-	+	-	+	-	=	63%	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	-	-	+	38%	
Comarch	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	67%	+	+	-	-	-	=	+	+	+	+	-	+	+	+	-	+	+	62%	
11 bit studios	+	=	+	-	bd	=	-	=	+	-	-	-	55%	+	+	-	=	+	+	-	+	+	+	+	-	+	+	-	-	+	62%	
CD Projekt	+	+	+	-	+	=	=	-	-	+	+	+	75%	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	+	-	+	38%	
Przemysł														Przemysł																		
AC	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	=	=	-	+	75%	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	-	+	-	+	-	+	-	62%	
Alumetal	=	-	=	+	=	=	+	=	-	-	=	=	75%	-	-	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	=	-	-	-	=	38%	
Amica	-	=	-	-	+	-	+	+	+	=	=	+	75%	=	-	-	-	+	+	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	69%	
Aparator	=	=	-	-	-	=	+	+	+	=	=	+	83%	+	+	-	+	-	-	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	54%	
Astarta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	-	0%						+	+	-	-	-	+	-	+	-	+	-	+	40%	
Boryszew	-	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	33%	-	-	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	+	46%	
Cognor	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	=	-	-	+	-	57%	+	+	=	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	62%	
Famur	+	bd	-	=	+	+	+	+	+	+	+	-	82%	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	=	92%	
Forte	=	=	=	=	-	=	+	-	-	+	-	+	58%	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	46%	
Grupa Kęty	=	=	=	=	-	=	+	=	=	=	=	=	92%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%	
JSW	-	+	+	-	-	=	+	=	-	+	+	+	67%	+	+	+	+	+	-	=	=	-	-	=	-	-	-	=	-	-	62%	
Kernel	-	-	-	-	+	=	-	+	+	=	+	+	50%	-	-	-	-	-	-	+	+	+	-	+	+	-	-	+	+	-	38%	
KGHM	+	+	=	=	+	=	+	-	-	+	=	+	83%	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	69%	
Kruszwica	+	-	=	=	-	+	+	+	+	+	+	+	67%	+	=	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	85%	
Mangata	+	=	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	67%	-	-	=	=	+	+	+	+	+	+	=	-	+	+	=	-	+	77%	
Pozbud	bd	bd	bd	bd	+	+	+	+	-	+	-	-	63%	-	-	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	62%	
PKP Cargo	+	=	=	=	=	=	+	+	-	+	-	-	67%	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	62%	
Stelmet	=	-	=	-	+	-	+	+	=	+	+	+	75%	-	-	-	+	+	=	+	+	=	+	-	+	+	+	-	+	+	69%	
TIM	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	+	-	75%	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	69%	
Deweloperzy														Deweloperzy																		
Atal	=	+	+	-	-	=	+	=	+	+	-	+	75%	-	+	+	=	+	+	+	=	-	-	-	-	+	-	-	-	+	62%	
Dom Dev.	=	=	+	+	=	+	=	+	=	=	+	+	100%	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	-	69%	
Handel														Handel																		
AmRest	+	-	+	+	+	-	-	=	+	-	+	=	67%	+	=	+	+	-														

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



Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Banki

Wyniki w Polsce wciąż słabe

- Odpisy na CHF oraz wpływ tzw. „małego TSUE” sprawiają, że wyniki polskich banków znalazły się pod presją, co powinno doprowadzić do rewizji konsensusu na 2020 r.

Alior Bank Michał Konarski	trzymaj 31,00 PLN		wyniki: 28-02-2020		
(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	775	802	-3%	-3%	100%
Wynik prowizyjny	170	173	-1%	48%	100%
WNDB	1 005	1 034	-3%	-6%	100%
Koszty operacyjne	-403	-372	8%	-1%	93%
Saldo rezerw	-316	-325	-3%	5%	99%
Zysk netto	151	125	21%	-17%	101%

Handlowy Michał Konarski	akumuluj 57,44 PLN		wyniki: 13-02-2020		
(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	289	292	-1%	4%	100%
Wynik prowizyjny	139	142	-2%	3%	99%
WNDB	555	553	0%	8%	99%
Koszty operacyjne	-280	-276	2%	1%	97%
Saldo rezerw	-37	-91	-60%	212%	96%
Zysk netto	161	114	42%	6%	104%

ING BSK Michał Konarski	trzymaj 187,77 PLN		wyniki: 06-02-2020		
(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 135	1 120	1%	14%	100%
Wynik prowizyjny	347	340	2%	5%	100%
WNDB	1 504	1 469	2%	11%	100%
Koszty operacyjne	-590	-604	-2%	4%	100%
Saldo rezerw	-187	-180	4%	89%	86%
Zysk netto	456	415	10%	1%	105%

Millennium Michał Konarski	trzymaj 5,47 PLN		wyniki: 03-02-2020		
(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	692	688	1%	42%	100%
Wynik prowizyjny	182	178	2%	12%	100%
WNDB	964	1 008	4%	32%	100%
Koszty operacyjne	-502	-480	-5%	57%	93%
Saldo rezerw	-107	-134	-20%	84%	96%
Zysk netto	78	200	-61%	-63%	88%

Pekao Michał Konarski	kupuj 115,20 PLN		wyniki: 27-02-2020		
(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 403	1 391	1%	8%	100%
Wynik prowizyjny	647	643	1%	1%	99%
WNDB	2 225	2 063	8%	6%	101%
Koszty operacyjne	-882	-883	0%	0%	100%
Saldo rezerw	-181	-176	2%	72%	111%
Zysk netto	672	656	2%	-10%	-95%

PKO BP Michał Konarski	akumuluj 39,50 PLN		wyniki: 12-02-2020		
(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 642	2 662	-1%	6%	100%
Wynik prowizyjny	775	770	1%	1%	100%
WNDB	3 855	3 831	1%	8%	100%
Koszty operacyjne	-1 572	-1 470	7%	8%	95%
Saldo rezerw	-679	-294	131%	61%	118%
Zysk netto	789	1 229	-36%	-22%	91%

Santander BP Michał Konarski	trzymaj 265,50 PLN		wyniki: 29-01-2020		
(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 671	1 701	-2%	9%	99%
Wynik prowizyjny	538	544	-1%	8%	100%
WNDB	2 375	2 454	-3%	12%	99%
Koszty operacyjne	-961	-947	2%	5%	94%
Saldo rezerw	-278	-337	-18%	-34%	96%
Zysk netto	464	626	-26%	-40%	94%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

W regionie cały czas silne

- W przeciwieństwie do banków polskich, banki regionalne przebijają naszą roczną prognozę. Uwagę zwracamy na KB, którego wynik będzie wsparty rozwiązaniem rezerw.

- Pomimo dużego efektu rozliczania prowizji kredytów konsumenckich, wynik odsetkowy spadnie tylko o 3% ze względu na wzrost organiczny.
- Uważamy, że saldo rezerw spadnie do 316 mln PLN, co odpowiada kosztom ryzyka na poziomie 200 p.b.
- Koszty operacyjne powinny wzrosnąć o około 8% q/q do 403 mln PLN.

- Spodziewamy się, że sezonowy napływ depozytów sprawi, że wynik odsetkowy lekko spadnie (-1% q/q).
- Niższa transakcyjność oraz brak dużych transakcji w segmencie korporacji przełoży się na spadek wyniku prowizyjnego (-2% q/q).
- Oczekujemy, że koszty ryzyka powrócą do znormalizowanych poziomów (69 p.b).
- Wynik netto powinien wzrosnąć o 42% q/q i 6% r/r.

- Oczekujemy zawiązania rezerw na kredyty CHF w wysokości 5 mln PLN oraz odpis związany z rozliczeniem prowizji kredytów konsumenckich na poziomie 7 mln PLN.
- Z drugiej strony spodziewamy się wzrostu w prowizjach (+1,9% q/q) oraz spadku kosztów (-2,4% q/q).
- Spodziewamy się, że zysk netto wzrośnie o 10% q/q.

- Wyniki obciążone kosztami integracji Eurobanku (60 mln PLN) i rezerwami na CHF (150 mln PLN).
- Przychody pozaodsetkowe spadną o 15% q/q, ze względu na rozpoznanie transakcji BLIK w 3Q'19.
- Kwartałna marża spadnie o 7 p.b do 2,80%, co jest pokłosiem zwrotu prowizji z rozliczonych kredytów konsumenckich.

- Zakładamy, że łączny efekt netto zdarzeń jednorazowych (rezerwy na CHF i sprzedaż NPL) wyniesie -20 mln PLN.
- Kwartałna marża odsetkowa spadnie o 4 p.b do 2,76% ze względu na rozliczenie prowizji od kredytów konsumenckich.
- Oczekujemy płaskich kosztów q/q (882 mln PLN), oraz salda rezerw na poziomie 181 mln PLN.

- Spodziewamy się odpisów na kredyty CHF oraz zwrot prowizji w wysokości 530 mln PLN.
- Powracający efekt zwrotu prowizji z kredytów konsumenckich spowoduje spadek marży odsetkowej o 11 p.b.
- Saldo rezerw bez odpisów na CHF powinno być płaskie q/q (50 p.b), ale rezerwy na CHF podwoją ten wynik (113 p.b).
- Efektywna stopa podatkowa powinna wynieść 26%.

- Wyniki obciążone odpisami na kredyty CHF (184 mln PLN) oraz rezerwami na zwrot prowizji od rozliczonych kredytów konsumenckich (72 mln PLN).
- Kwartałna marża spadnie o 12 p.b do 3,20% ze względu na powtarzalny wpływ „małego TSUE” (101 mln PLN).
- Oczekujemy kosztu ryzyka na poziomie 74 p.b. w 4Q'19, a w całym roku 84 p.b, co jest zgodne z zapowiedziami zarządu.

Komercni Banka Michał Konarski	kupuj 928,20 CZK		wyniki: 06-02-2020		
(mln CZK)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	6 073	5 911	3%	2%	101%
Wynik prowizyjny	1 536	1 480	4%	-6%	101%
WNDB	8 420	8 265	2%	-1%	101%
Koszty operacyjne	-3 773	-3 512	7%	4%	100%
Saldo rezerw	470	-26	-	-	100%
Zysk netto	4 231	3 848	10%	9%	101%

Moneta Money B Michał Konarski	kupuj 94,33 CZK		wyniki: 06-02-2020		
(mln CZK)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 054	2 009	2%	4%	100%
Wynik prowizyjny	524	499	5%	-3%	102%
WNDB	2 711	2 645	3%	3%	100%
Koszty operacyjne	-1 308	-1 109	18%	8%	100%
Saldo rezerw	-185	-168	10%	-32%	80%
Zysk netto	882	1 058	-17%	5%	104%

Erste Group Michał Konarski	akumuluj 36,61 EUR		wyniki: 28-02-2020		
(mln EUR)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 222	1 188	3%	1%	100%
Wynik prowizyjny	504	504	0%	6%	100%
WNDB	1 778	1 760	1%	0%	100%
Koszty operacyjne	-1 117	-1 015	10%	3%	99%
Saldo rezerw	-31	0	-	-28%	89%
Zysk netto	410	491	-17%	-28%	106%

RBI Michał Konarski	akumuluj 23,05 EUR		wyniki: 06-02-2020		
(mln EUR)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	912	866	5%	8%	100%
Wynik prowizyjny	463	468	-1%	-1%	100%
WNDB	1 358	1 321	3%	6%	100%
Koszty operacyjne	-869	-765	14%	1%	100%
Saldo rezerw	-49	-92	-46%	-81%	100%
Zysk netto	287	303	-5%	196%	100%

OTP Bank Michał Konarski	trzymaj 14 681 HUF		wyniki: 06-03-2020		
(mld HUF)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	187	177	5%	19%	99%
Wynik prowizyjny	68	73	-6%	21%	101%
WNDB	278	271	3%	22%	100%
Koszty operacyjne	-158	-136	16%	13%	100%
Saldo rezerw	-17	-12	42%	-18%	84%
Zysk netto	86	132	-35%	10%	102%

Finanse

GPW Mikołaj Lemańczyk	kupuj 47,82 PLN		wyniki: 12-03-2020		
(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	q/q	r/r	YTD*
Przychody	77,9	88,5	-6%	-12%	102%
EBITDA	43,8	52,7	-23%	-17%	108%
marża EBITDA	0,6	0,6	-	-	-
EBIT	32,8	44,8	-31%	-27%	105%
Zysk netto	27,6	37,1	-36%	-26%	106%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Wzrost wyniku odsetkowego o 2% r/r oraz spadek wyniku prowizyjnego o 6% r/r.
- Dzięki pozytywnym wydarzeniom w segmencie korporacji oczekujemy rozwiązania rezerw na poziomie 469 mln CZK.
- Wzrost kosztów operacyjnym na poziomie +4% r/r.
- Z wynikiem netto na poziomie 4231 mln CZK, Komercni Banka realizuje 101% naszej prognozy rocznej.

- Oczekujemy dalszego wzrostu wyniku odsetkowego (+2% q/q) pomimo spadku marży odsetkowej o 5 p.b.
- Oczekujemy zawiązania rezerw na poziomie 185 mln CZK, co przełoży się na koszt ryzyka na poziomie 47 p.b.
- Koszty operacyjne wzrosną w tempie +8% r/r.
- Z zyskiem netto na poziomie 882 mln CZK, Moneta Money Bank realizuje 104% naszej prognozy rocznej.

- Wynik odsetkowy wzrośnie o 3% q/q, powinien być płaski r/r.
- Zakładamy sezonowy wzrost kosztów operacyjnych o 10% q/q.
- Oczekujemy zawiązania rezerw na poziomie 31 mln EUR.
- Prognoza 4Q implikuje realizację naszej rocznej prognozy na poziomie 106%.

- Spodziewamy się wzrostu wyniku odsetkowego o 5% q/q i 8% r/r.
- Dynamika wyniku prowizyjnego powinna być bliska 0%.
- Zakładamy sezonowy wzrost kosztów operacyjnych o 14% q/q, w stosunku rocznym powinny być płaskie.
- Ostatecznie zakładamy spadek zysku netto o 5% q/q, głównie z powodu wyższych kosztów.

- Zysk netto spadnie o 35% q/q, co w przypadku OTP jest efektem sezonowym oraz efektem zdarzeń jednorazowych w 3Q (po oczyszczeniu wynik netto spada o 29% q/q).
- Spodziewamy się sezonowego wzrost kosztów operacyjnych o 16% q/q.
- Zawiązanie salda rezerw na poziomie 17 mld HUF, co oznacza wzrost o 42%.

- Uważamy, że słabe wolumeny na rynku akcji oraz obligacji będą główną przyczyną spadku przychodów o 6% q/q.
- Koszty operacyjne wzrosną do 43,6 mln PLN, czyli o 21% q/q, co będzie spowodowane wzrostem kosztów osobowych, usług obcych oraz brakiem pozytywnych zdarzeń jednorazowych (-6 mln PLN w 3Q).
- Ostatecznie wynik netto spadnie o 36% q/q oraz 26% r/r.

Chemia, paliwa

Makro nie pomagało spółkom paliwowym

- Niskie marże rafinerijne i petrochemiczne oraz presja na ceny gazu to główne czynniki obniżające wyniki w obszarze downstream i upstream.

Ciech		kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		44,41 PLN		31-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	827,5	970,8	-15%	3 542,9	101%
EBITDA	151,5	169,8	-11%	560,8	99%
EBITDA skor.	149,0	161,6	-8%	636,6	98%
marża EBITDA	18,3%	17,5%		15,8%	
EBIT	70,8	92,6	-24%	248,6	97%
Zysk netto	47,8	-16,3	-	136,9	95%

Grupa Azoty		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		32,75 PLN		01-04-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 871,8	2 797,3	3%	11 312	102%
EBITDA	205,8	191,4	8%	1 560,6	94%
EBITDA skor.	220,8	210,3	5%	1 594,1	95%
marża EBITDA	7,2%	6,8%		12,8%	
EBIT	0,6	81,0	-	739,3	87%
Zysk netto	-22,5	-60,4	-	490,2	82%

Lotos		redukuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		77,80 PLN		12-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	7 211	7 922	-9%	29 584	100%
skor. EBITDA LIFO	675	876	-23%	2 960	100%
efekt LIFO	1	-167	-	-119	-
EBITDA	681	950	-28%	2 859	100%
EBIT	446	769	-42%	1 977	99%
Dział. finansowa	61	-151	-	-364	-
Zysk netto	370	100	-	1 142	102%

MOL		akumuluj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		3 302 HUF		21-02-2020	
(mld HUF)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1 320,7	1 404,8	-6%	5 163,6	101%
skor. EBITDA LIFO	158,1	194,1	-19%	680,9	101%
efekt LIFO	0,3	26,7	-	-13,0	-
EBITDA	160,0	186,4	-14%	667,9	101%
EBIT	72,3	43,4	66%	305,0	105%
Dział. finansowa	-8,2	-2,5	-	-24,4	-
Zysk netto	43,0	78,0	-45%	225,7	102%

PGNiG		trzymaj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		4,06 PLN		-	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	12 565	12 753	-1%	42 226	100%
skor. EBITDA	1 400	1 732	-19%	5 614	100%
EBITDA	1 300	1 347	-4%	5 229	100%
EBIT	491	596	-18%	2 308	100%
Dział. finansowa	39	20	-	37	-
Zysk netto	398	388	2%	1 738	100%

PKN Orlen		trzymaj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		94,17 PLN		30-01-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	28 037	29 420	-5%	109 098	102%
skor. EBITDA LIFO	1 827	2 342	-22%	9 862	98%
efekt LIFO	5	-799	-	-353	-
EBITDA	1 832	1 911	-4%	9 511	98%
EBIT	939	1 214	-23%	6 065	96%
Dział. finansowa	237	-51	-	-132	-
Zysk netto	952	804	18%	4 805	97%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Chemia „płasko” w 4Q

- Spółki chemiczne zaraportują raczej zbliżone r/r znormalizowane wyniki finansowe.

- Naszym zdaniem w 4Q'19 wolumen sprzedaży sody spadnie o 20% r/r ze względu na wyłączenie fabryki w Rumunii (Govora). W segmencie sody sprzyjać będą niższe ceny węgla koksującego i gazu ziemnego oraz wyższe ceny sody. Z drugiej strony ciężyc będą koszty stałe wyłączonych instalacji w Rumunii (ok. 18 mln PLN).
- Dokładniejszy opis naszej prognozy kwartalnej jest dostępny pod adresem: <https://tinyurl.com/w4aqqsq>

- W 4Q'19 Grupa Azoty według nas zanotuje zbliżone/ lekko rosnące wyniki w ujęciu r/r, co głównie wynika z nieco słabszego niż wcześniej oczekiwaliśmy otoczenia w segmencie nawozów oraz ujemnych wyników na poziomie EBITDA w segmentach tworzyw sztucznych i produktów chemicznych.

- Dokładniejszy opis naszej prognozy kwartalnej jest dostępny pod adresem: <https://tinyurl.com/ubf76fq>

- Skor. EBITDA LIFO w rafinerii niższa r/r (0,46 mld PLN vs 0,56 mld PLN) z uwagi na spadek marży neutralizowany częściowo przez ceny gazu i DCU.

- W detalu kontynuacja trendów z 9M (skor. EBITDA +20%)
- W segmencie wydobywczym spadek skor. EBITDA (0,15 mld PLN vs 0,26 mld PLN) przez niższe wolumeny (-15%) i ceny gazu (-50%).
- Na dz. finansowej pozytywny wpływ dodatnich różnic kursowych i hedgingu na +0,1 mld PLN.

- Spadek EBITDA w wydobywczym r/r (78 mld HUF vs 96 mld HUF) to efekt niższych wolumenów i cen oraz braku jednorazowego wpływu należności w Egipcie (4 mld HUF).

- W rafinerii wynik funkcją spadku marży (CCS EBITDA 48 mld HUF vs 56 mld HUF rok wcześniej), detal powinien utrzymać dynamikę +15%, petrochemia spadek r/r do 6 mld HUF (marże+wolumeny).

- W segm. gazowym zakładamy 8% wzrost EBITDA z uwagi na niższe koszty zużycia własnych i utylizację magazynów.

- Skor. EBITDA w wydobywczym 0,9 mld PLN vs 1,46 mld PLN 4Q'18, na spadku wolumenów wydobywania i niższych cenach gazu, w tym sprzedawanego do segm. Obrotu.

- W obrocie oczekujemy zmniejszenia straty z -0,35 mld PLN do -0,25 mld PLN z uwagi na lepszy wynik PGNiG OD.

- W dystrybucji nieznaczna poprawa r/r (3%), pomimo taryf i wolumenów, na niższych kosztach bilansowania.

- W segm. ciepła EBITDA +17% (ef. odwr. rezerw na CO₂).

- Skor. EBITDA LIFO w rafinerii niższa r/r (0,9 mld PLN vs 1,3 mld PLN) z uwagi na niższą marżę i niższy przerób (-3%), tylko częściowo kompensowane przez ceny gazu.

- W petrochemii skor. EBITDA 0,4 mld PLN vs 0,35 mld PLN rok wcześniej, dzięki wyższemu wolumenowi.

- W detalu spadek r/r (0,6 mld PLN vs 0,9 mld PLN) ze względu na zawyżoną bazę odniesienia (efekt niskich stanów Renu) i presję na marżę paliwowe.

- Dokładniejszy opis naszej prognozy kwartalnej jest dostępny pod adresem: <https://tinyurl.com/yxvauaqx>

Energetyka, surowce

Pogoda miała znaczenie dla energetyki w 4Q

- Wykonanie naszych skor. prognoz EBITDA po 4Q wyniesie około 98%. Najlepiej wypadną CEZ i TPE, a najsłabiej PGE. Wyniki sektora będą obciążone rezerwami aktuarialnymi.

CEZ		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		597,80 CZK		17-03-2020	
(mln CZK)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	57 697	52 717	9%	205365	100%
skor. EBITDA	12 520	11 434	9%	58 629	100%
EBITDA	12 520	10 934	15%	58 629	98%
EBIT	5 003	3 034	65%	29 601	92%
Dział. finansowa	-1 730	-1 084	-	-7 104	-
Zysk netto	2 651	1 333	99%	18 036	89%

Enea		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		11,53 PLN		26-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	4 260	3 289	30%	16 541	99%
skor. EBITDA	702	490	43%	3 298	98%
EBITDA	632	375	69%	3 298	97%
EBIT	236	117	102%	1 763	94%
Dział. finansowa	-70	-12	-	-296	-
Zysk netto	108	103	6%	1 052	95%

Energa		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		11,67 PLN		-	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 872	2 736	5%	11 721	102%
skor. EBITDA	460	452	2%	2 228	99%
EBITDA	335	290	15%	2 228	93%
EBIT	75	188	-60%	894	84%
Dział. finansowa	-71	-74	-	-305	96%
Zysk netto	3	61	-	530	72%

PGE		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		12,20 PLN		2020-03-10	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	10 007	6 984	43%	38 245	99%
skor. EBITDA	1 596	1 458	9%	6 972	94%
EBITDA	1 196	1 220	-2%	8 083	90%
EBIT	110	105	5%	4 036	79%
Dział. finansowa	-91	-75	-	-397	-
Zysk netto	-4	-202	-	2 792	78%

Tauron		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		2,45 PLN		01-04-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	5 307	4 443	19%	20 344	101%
skor. EBITDA	595	617	-3%	3 324	99%
EBITDA	409	403	2%	3 614	95%
EBIT	-67	-515	-	1 455	86%
Dział. finansowa	-60	-69	-	-270	101%
Zysk netto	-103	-648	-	905	83%

JSW		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		23,32 PLN		19-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1 797	2 523	-29%	8 659	100%
EBITDA skor.	-65	447	-	1 759	100%
EBITDA	-45	612	-	1 640	100%
marża EBITDA	-2,5%	24,3%	-	18,9%	-
EBIT	-315	400	-	641	100%
Zysk netto	-222	295	-	467	100%

KGHM		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		85,54 PLN		17-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	5 988	5 739	4%	22 930	100%
EBITDA skor.	1 353	1 182	14%	5 531	99%
marża EBITDA	22,6%	20,6%	-	24,1%	-
EBIT skor.	863	702	23%	3 599	100%
Zysk netto skor.	555	684	-19%	2 025	110%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

KGHM lepiej niż JSW w 4Q

- W 4Q'19 otoczenie było znacząco bardziej sprzyjające dla KGHM niż JSW. Naszym zdaniem JSW może zaskoczyć na samych wynikach negatywnie, a KGHM pozytywnie.

- W wytwarzaniu EBITDA 4,1 mld CZK vs. 3,7 mld CZK przed rokiem i 2,6 mld CZK w 3Q'19. Poprawa r/r to efekt cen oraz wyższych o 5% wolumenów w el. atomowych. W kopalniach EBITDA +20% r/r, a OZE płaska q/q.

- Wyniki EBITDA w dystrybucji i obrocie porównywalne r/r mimo nieznacznie gorszych wolumenów – efekt taryf i spadku cen spotowych.

- Na działalności finansowej nie zakładamy odchyłań q/q.

- Dane PSE wskazują na słabsze wolumeny w Koziencach i Połańcu, co wraz z planowym przestojem zielonego bloku wpłynie na spadek EBITDA w wytwarzaniu q/q z 422 mln PLN do 305 mln PLN – niższa produkcja może wpłynąć na wyłączenia międzysegmentowe (węgiel LWB na zapasie).

- W dystrybucji zakładamy płaski wynik EBITDA r/r (244 mln PLN), a w obrocie -70 mln PLN z uwagi na zapowiedzianą rezerwę na segment G (uwzgl. dolna granica przedziału).

- W wytwarzaniu zakładamy spadek EBITDA r/r (59 mln PLN vs 95 mln PLN) z uwagi na znacznie niższy wolumen w Ostrołęce i gorszy wynik w ciepłe. Niższe ceny energii w OZE zostaną skompensowane wyższymi wolumenami.

- EBITDA dystrybucji porównywalna r/r (-2%) mimo niższych wolumenów (niższe koszty bilansowania).

- W obrocie uwzględniamy rezerwę na taryfę G w kwocie -125 mln PLN, co implikuje stratę EBITDA -48 mln PLN.

- EBITDA wytwarzania (644 mln PLN) pod presją niskich wolumenów (dane PSE), ale r/r +15% (nowe bloki w Opolu i księgowanie CO₂) – w tym -180 mln PLN rezerwy rekultywacyjnej (spadek stóp %).

- EBITDA OZE +6% dzięki wyższym wolumenom produkcji

- W dystrybucji zakładamy zbliżone wyniki r/r.

- W obrocie po uwzględnieniu 220 mln PLN rezerwy na taryfę G oczekujemy straty EBITDA -197 mln PLN.

- W wydobywaniu sezonowy wzrost kosztów (50-60 mln PLN premii) przy nadal niskim wolumenie implikuje stratę EBITDA rządu -188 mln PLN.

- EBITDA wytwarzania 130 mln PLN- wyższe marże CDS oraz wysoki wolumen OZE (konsolidacja kupionych farm). W dystrybucji EBITDA +5% podobnie jak w 9M'2019.

- Strata EBITDA w obrocie po uwzględnieniu rezerw netto (taryfa G vs rekompensaty) może sięgnąć -118 mln PLN.

- Według nas słabe dane o produkcji węgla w 4Q'19 I słabsze wyniki r/r przełożą się na pogorszenie wyników w 4Q'19. Zakładamy, że na przestrzeni kwartału gotówka netto spadnie o 370 mln PLN do -1,3 mld PLN.

- Raportowane wyniki mogłyby się okazać słabsze gdyby Zarząd zdecydował się na przeprowadzenie testów na utratę wartości.

- Na podstawie przedstawionych danych wolumenowych szacujemy, że w 4Q'19 Grupa osiągnie EBITDA 1353 mln PLN (+14% r/r), a zysk netto 555 mln PLN (-19% r/r). Spółce w ostatnim kwartale sprzyjać będą wyższe ceny srebra i złota oraz wyższe r/r wolumeny sprzedaży złota.

- Dokładniejszy opis naszej prognozy kwartalnej jest dostępny pod adresem: <https://tinyurl.com/vrqu3>

Telekomunikacja, media, IT

Dobre wyniki oczekiwane w ABS, AGO, ASE i WPL

- Dobre wyniki spółek mediowych: WPL +19% r/r, AGO + 13% r/r oraz w ASE oraz ABS (+14% oraz + 17% r/r).
- Słabe wyniki Asseco Poland (zysk netto -23% r/r).

Netia Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)	4,70	4,70			
Przychody	326,0	342,5	-5%	1298,8	100%
EBITDA	108,3	78,9	37%	437,7	102%
marża EBITDA	33,2%	23,0%		33,7%	
EBIT	16,6	10,6	57%	67,5	108%
Zysk brutto	17,1	10,6	62%	59,2	124%
Zysk netto	13,9	13,1	6%	48,2	127%

Orange Polska Paweł Szpigiel	akumuluj			wyniki:	
	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)	7,40	7,40			
Przychody	2 950	2 930	1%	11 381	100%
EBITDA	580	711	-18%	3 246	96%
marża EBITDA	19,7%	24,3%		28,5%	
EBIT	-86,6	64,3	-	66,1	73%
Zysk brutto	-169,6	-6,9	-	34,3	50%
Zysk netto	-169,6	-14,7	-	27,9	39%

Play Paweł Szpigiel	kupuj			wyniki:	
	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)	36,00	36,00			
Przychody	1 775	1 807	-2%	7 058	99%
EBITDA	556	542	2%	2 405	100%
marża EBITDA	31,3%	30,0%		34,1%	
EBIT	329	338	-3%	1 504	101%
Zysk brutto	238	247	-4%	1 156	100%
Zysk netto	186	202	-8%	881	101%

Agora Paweł Szpigiel	kupuj			wyniki:	
	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)	17,00	17,00			
Przychody	366,4	346,1	6%	1223,8	101%
EBITDA	65,1	37,5	74%	167,7	108%
marża EBITDA	17,8%	10,8%		13,7%	
EBIT	27,3	14,7	86%	11,9	226%
Zysk brutto	21,3	9,5	124%	18,2	48%
Zysk netto	17,3	0,3	-	9,8	31%

Cyfrowy Polsat Paweł Szpigiel	redukuje			wyniki:	
	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)	26,10	26,10			
Przychody	3 056	3 002	2%	11 698	100%
EBITDA	1 049	941	11%	4 153	101%
marża EBITDA	34,3%	31,4%		35,5%	
EBIT	487	419	16%	1 922	102%
Zysk brutto	387	308	26%	1 419	100%
Zysk netto	293	71	313%	1 121	96%

Wirtualna Polska Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)	70,00	70,00			
Przychody	213,9	173,5	23%	733,9	100%
EBITDA	59,6	46,8	27%	195,0	105%
marża EBITDA	27,9%	27,0%		26,6%	
EBIT	39,1	31,9	23%	124,3	101%
Zysk brutto	33,8	28,3	19%	96,2	100%
Zysk netto	26,2	26,5	-1%	77,0	89%

Ailleron Paweł Szpigiel	równoważ			wyniki:	
	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
(mln PLN)	26,02	26,02			
Przychody	45,8	44,5	3%	141,3	100%
EBITDA	5,8	4,4	32%	17,5	98%
marża EBITDA	12,6%	9,8%		12,4%	
EBIT	3,7	2,3	59%	9,0	97%
Zysk brutto	3,5	2,2	59%	8,5	98%
Zysk netto	2,8	1,9	51%	6,9	91%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Wśród spółek telekomunikacyjnych: najwyższa dynamika w PLY, najniższa w CPS.

- Dalsza stabilizacja obrotów z broadbandu (141 mln PLN w 4Q'19, stabilnie q/q).
- Efekty optymalizacji kosztowej: istotny spadek kosztów interkonektu (o >20% r/r), niższe r/r koszty wynagrodzeń.
- EBITDA bez efektu MSSF 16 (ok. 23 mln PLN) na poziomie 85,8 mln PLN (tj. +4,7% r/r), z MSSF16 ok. 108,3 mln PLN.

- Dalsza erozja przychodów z usług tylko mobilnych i tylko stacjonarnych (odpowiednio -23 i -58 mln PLN r/r).
- Wysokie obroty z usług IT i integracyjnych (głównie przez konsolidację wyników spółki BlueSoft) oraz ze sprzętu.
- Wynik EBITDAaL powinien wynieść 659 mln PLN r/r, tj. -3,9% r/r, jednak po oczyszczeniu wyników o zyski na nieruchomościach i konsolidację przejętej spółki BlueSoft wynik będzie +3,6% wyższy r/r.

- Nieznaczne osłabienie wzrostu ARPU vs. 3Q'19 (+2,3% r/r vs. +3,1% W 3Q'19), spowodowane zmianą struktury sprzedaży (więcej B2B oraz Internetu mobilnego).
- Istotny spadek marży na sprzęcie r/r.
- Marża kontrybucyjna powinna wynieść 840,8 mln PLN (+4,9% r/r).
- Wynik EBITDA skorygowana szacujemy na 565,7 mln PLN (+5,6% r/r).

- Istotna poprawa wyników w segmencie Prasa + Druk (EBITDA ex. MSSF16 = 2,5 mln PLN vs. -1,4 mln PLN rok wcześniej).
- Spadek EBITDA w segmencie Film i Książka z/w na wysoką bazę (film Kler), wzrost kosztów operacyjnych i stratę w obszarze gastronomicznym.
- Skorygowany wynik EBITDA bez MSSF16 = 53,6 mln PLN (wzrost r/r o 13%).

- Wpływ konsolidacji Netii na wyniki Cyfrowego Polsatu (+326 mln PLN na przychodach, +86 mln PLN na EBITDA) oraz MSSF 16 (+119 mln PLN na linii EBITDA).
- Relatywnie słaby kwartał w reklamie TV (w części efekt bazy), spadek przychodów z roamingu krajowego z Play (stąd płaskie obroty hurtowe w 4Q'19 r/r).
- Wynik EBITDA bez MSSF16 i bez Netii szacujemy na 843 mln PLN (ok. -2,0% r/r).

- Dobra koniunktura na rynku reklamy internetowej, wzrost segmentu e-commerce.
- Przychody bez barteru +18% r/r (vs. proforma).
- Wpływ biznesu TV -2,5 mln PLN, z drugiej strony wpływ MSSF16 +2,2 mln PLN.
- Skorygowana EBITDA online ex. MSSF16 61,2 mln PLN, +19% r/r vs. proforma.

- Wysoka baza w segmencie Fintech sprzed roku (zafakturowanie jednego z dużych klientów); zakładamy spadek obrotów o >15% oraz stratę w tym segmencie.
- Poprawa r/r w segmencie Hoteltech (mniejsza strata) oraz udany kwartał w Enterprise Services (32,3 mln PLN przychodów oraz 4,1 mln PLN zysku).
- Zakładamy koszty finansowe netto = 0,2 mln PLN oraz 19% efektywnej stawki podatkowej.

Asseco Poland		trzymaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		59,20 PLN			-	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	2 985	2 650	13%	10 874	99%	
EBITDA	422	354	19%	1 655	97%	
marża EBITDA	14,1%	13,4%		15,2%		
EBIT	258	238	8%	949	103%	
Zysk brutto	228	238	-4%	988	89%	
Zysk netto	76	98	-23%	329	95%	

Asseco BS		równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel		27-02-2020			-	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	78,8	70,0	13%	268,2	101%	
EBITDA	34,1	28,1	22%	105,7	102%	
marża EBITDA	43,3%	40,1%		39,4%		
EBIT	28,0	23,4	20%	81,4	103%	
Zysk brutto	27,5	23,3	18%	79,6	103%	
Zysk netto	22,6	19,1	18%	65,4	104%	

Asseco SEE		przeważaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		24-02-2020			-	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	272,0	221,5	23%	866,9	101%	
EBITDA	48,4	36,5	33%	158,2	108%	
marża EBITDA	17,8%	16,5%		18,2%		
EBIT	31,7	24,6	29%	107,3	98%	
Zysk brutto	31,4	22,9	37%	105,3	101%	
Zysk netto	25,8	19,9	29%	84,2	103%	

Atende		równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel		31-03-2020			-	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	87,8	82,8	6%	296,4	99%	
EBITDA	15,2	12,8	19%	27,8	101%	
marża EBITDA	17,4%	15,4%		9,4%		
EBIT	11,3	10,7	6%	13,8	99%	
Zysk brutto	14,3	10,4	37%	12,6	118%	
Zysk netto	9,7	7,4	31%	10,3	89%	

Comarch		kupuj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		250,00 PLN			28-02-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	422,5	415,6	2%	1476,1	98%	
EBITDA	71,8	67,2	7%	260,1	95%	
marża EBITDA	17,0%	16,2%		17,6%		
EBIT	50,5	49,9	1%	175,6	93%	
Zysk brutto	45,5	37,0	23%	157,3	93%	
Zysk netto	39,1	29,2	34%	112,3	97%	

11 bit studios		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		454,00 PLN			25-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	20,3	22,6	-10%	76,0	92%	
EBITDA	9,9	13,3	-26%	34,5	80%	
marża EBITDA	48,6%	59,0%		45,5%		
EBIT	8,1	11,7	-31%	28,9	74%	
Zysk brutto	8,5	11,7	-28%	29,4	76%	
Zysk netto	6,9	9,0	-24%	22,8	74%	

CD Projekt		akumuluj			wyniki:	
Piotr Bogusz		281,30 PLN			08-04-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	161,7	127,3	27%	430,1	109%	
EBITDA	59,7	34,2	75%	119,9	135%	
marża EBITDA	36,9%	26,8%		27,9%		
EBIT	51,0	32,8	56%	111,6	115%	
Zysk brutto	53,6	36,3	48%	120,3	114%	
Zysk netto	55,6	41,4	34%	100,4	122%	

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Istotny spadek obrotów spółki matki z/w na mniejsze obroty od ZUS i od Huawei, EBIT sp. matki = 21,4 mln PLN (aż 52% mniej r/r).

- Poprawa wyników segmentu Formula Systems (EBIT = 122 vs. 100 mln PLN w 4Q'18) oraz na innych rynkach międzynarodowych (EBIT = 106 vs. 91 mln PLN w 4Q'18).
- Zysk netto na poziomie 75,7 mln PLN (tj. -23% r/r).

- Udany kwartał na rynku polskim, duża rola regulacji JPK oraz przesunięcie popytu na rozwiązania Wapro z 1Q'20 (+13% r/r).

- Istotna poprawa na rynkach zagranicznych (+8% r/r).
- Poziom kosztów SG&A na stabilnym poziomie r/r.
- Wpływ MSSF 16 na EBITDA szacujemy na ok. +1,4 mln PLN (EBITDA w MSR17 = 32,7 mln PLN, +17% r/r).
- Wzrost zysku netto tylko o 18% r/r.

- Dalszy dynamiczny rozwój sprzedaży w segmencie płatności, dodatkowe przychody z przejętych Necomplus i Sonet, poprawa całkowitych obrotów o blisko 23% r/r.

- Na linii EBITDA akwizycje oraz wprowadzenie standardu MSSF16 w 3Q'19 przyniosły razem ok. 6,8 mln PLN, organiczny wzrost EBITDA o >14%.

- Saldo na działalności finansowej zakładamy na poziomie -0,3 mln PLN, efektywną stopę podatkową na 18,0%.

- Nieznaczna poprawa obrotów spółki matki (+4% r/r), ale spadek wyników: EBIT 3,0 mln PLN vs. 3,7 mln PLN w 4Q'19.

- Wzrost wyników spółek córek (+19% na linii EBIT).
- Efektywna stopa podatkowa = 20%.
- Zysk netto równy 9,7 mln PLN vs. 7,4 mln PLN rok wcześniej. Ostatni kwartał 2019 nie nadrobi w ujęciu rocznym słabych wyników za 9M'19.

- Spadek przychodów z TMT (obroty w 4Q'18 = 109 mln PLN—wysoka baza!, w 4Q'19 szacujemy 96 mln PLN), poprawa handlu i usługach, odbicie na rynku publicznym.

- Wzrost kosztów operacyjnych spowodowany przede wszystkim większym funduszem płac.

- EBITDA ex. MSSF16 = 67,8 mln PLN, tj. płaski R/R, jednak wynik w 4Q'18 obniżony przez pozostałą dział. operacyjną (w 4Q'19 przyjmujemy neutralne saldo).

- Sprzedaż w kwartale była wspierana przez premierę konsolowych wersji Frostpunk i Children of Morta. Niższe wykonanie prognozy na poziomie przychodów i wyników jest powodem przesunięcia części zakładanych przychodów na 1Q'20.

- Oczekujemy, że EBIT będzie niższy r/r ze względu na niższą sprzedaż r/r oraz wzrost kosztów usług obcych, wynagrodzeń oraz amortyzacji r/r.

- Sprzedaż spółki była napędzana przez wysoką sprzedaż gry Wiedźmin 3 (wspierane przez serial od Netflix) oraz premierę gry Wiedźmin 3 na Nintendo Switch.

- Promocja Cyberpunk 2077, marketing dodatków do gry Gwint wraz z premierą Wiedźmina 3 na Nintendo Switch powinny wpłynąć na wyższe koszty sprzedaży.

- Zakładamy stopę podatkową na poziomie 11% w 2019 (wykorzystanie IP Box; wyrównanie podatku w 4Q'19).

Przemysł

AC	równoważ			wyniki:	
Piotr Poniąkowski				16-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	46,5	52,7	-12%	226,3	98%
EBITDA	8,9	11,3	-21%	59,4	96%
marża EBITDA	19,2%	21,4%		26,2%	
EBIT	5,9	8,7	-32%	48,0	95%
Zysk netto	4,2	6,5	-35%	39,3	95%

Alumetal	równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek				23-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	323,4	360,3	-10%	1426,7	99%
EBITDA	21,6	22,4	-3%	94,2	100%
marża EBITDA	6,7%	6,2%		6,6%	
EBIT	13,5	14,6	-8%	62,2	100%
Zysk netto	10,3	3,6	182%	48,6	100%

Amica	równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek				31-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	867,1	835,3	4%	3056,1	100%
EBITDA	73,1	65,8	11%	222,6	100%
marża EBITDA	8,4%	7,9%		7,3%	
EBIT	59,4	52,3	14%	168,3	100%
Zysk netto	44,2	38,5	15%	114,8	100%

Apator	równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek				28-02-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	233,2	242,0	-4%	897,8	98%
EBITDA	27,6	35,3	-22%	137,7	91%
marża EBITDA	11,8%	14,6%		15,3%	
EBIT	16,6	24,4	-32%	89,7	86%
Zysk netto	11,8	17,1	-31%	66,3	85%

Astarta	przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek				14-04-2020	
(mln UAH)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	3 265	3 790	-14%	13 174	104%
EBITDA	-7,8	-485,0	-	1349,8	97%
marża EBITDA	-0,2%	-12,8%		10,2%	
EBIT	-357,8	-1227,9	-	-184,4	-
Zysk netto	-558,9	-52,6	-	-441,5	-

Boryszew	równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek				08-04-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1583,4	1413,3	12%	6371,6	100%
EBITDA	99,5	67,3	48%	422,3	100%
marża EBITDA	6,3%	4,8%		7,0%	
EBIT	46,9	29,3	60%	227,6	
Zysk netto	20,6	-27,1	-176%	72,6	100%

Cognor	trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek	1,25 PLN			-	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	424,3	471,2	-10%	1919,8	97%
EBITDA	16,9	24,0	-30%	110,4	93%
marża EBITDA	4,0%	5,1%			
EBIT	5,4	13,0	-59%	64,3	87%
Zysk netto	3,1	-5,0	-	35,5	92%

Famur	kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek	5,18 PLN			21-04-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	510,0	505,9	1%	2105,3	101%
EBITDA	127,7	131,2	-3%	528,1	103%
marża EBITDA	25,0%	25,9%		25,1%	
EBIT	77,7	84,8	-8%	329,7	105%
Zysk netto	52,2	53,5	-2%	373,8	103%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Wstępne przychody za 4Q'19 wyniosły 46,5 mln PLN.
- Oczekujemy spadku w segmencie gazowym (pokłóście problemowe w byłych republikach radzieckich, głównie w Kazachstanie i w Rosji) oraz w hakach (wysoka baza 4Q'18, przesunięcie części sprzedaży na 1Q'20).
- Spodziewamy się, że spółka zakończy rok z wynikiem EBITDA powyżej programu motywacyjnego.

- W 4Q'19 oczekujemy 2% r/r spadków wolumenu sprzedaży oraz podobnych r/r marży na przerobie aluminium. W efekcie Alumetal powinien zaraportować zbliżoną r/r wartość EBITDA oraz 10% spadek obrotów w efekcie niższych cen aluminium.

- W 4Q'19 oczekujemy kontynuacji trendów sprzedażowych z 3Q'19. Zdecydowanie lepiej r/r ma szanse wyglądać sprzedaż w Polsce, Niemczech i Rosji. Słabiej r/r wypadnie Wielka Brytania i Francja.
- Spółka ma potencjał by zaskoczyć lekko pozytywnie na publikacji wyników.

- Spółka podała już wstępne wyniki finansowe za 4Q'19, które zakładają przychody na poziomie 233 mln PLN oraz zysk netto 11,8 mln PLN.
- Obniżamy nasze oczekiwania na 4Q'19 do poziomu rezultatów oczekiwanych przez Zarząd.

- Bazując na zaraportowanych wolumenach sprzedaży naszym zdaniem Astarta w 4Q'19 zanotuje EBITDA -8 mln UAH vs. -485 mln UAH rok wcześniej.
- Bardzo dobre wolumeny sprzedaży powinny przekładać się na dodatki OCF w 4Q'19 i dalszy spadek zadłużenia.

- Wynikom w 4Q'19 sprzyjać będzie bardzo niska baza rezultatów w segmencie motoryzacyjnym i metali.
- Zakładamy, że relacja długu netto do EBITDA na koniec roku wyniesie 3,9x.

- W 4Q'19 oczekujemy spadkowych wyników r/r ze względu na niższe rynkowe ceny sprzedaży oraz spadek marży na produkcji prętów żebrowanych i wyrobów długich.
- Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę w 4Q'19 na odreagowanie cen złomu na rynku i spadek marży rynkowych na produkcji prętów żebrowanych.

- W 4Q'19 głównym motorem wzrostu wyników będzie segment underground. Grupa nie będzie konsolidować sprzedanego w połowie roku PBSZ.
- Nasza prognoza nie uwzględnia potencjalnych odpisów w Famak (maksymalnie 18 mln PLN) oraz testów na utratę wartości Famak (maksymalnie 59 mln PLN).

Forte		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		30-03-2020				
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	337,0	297,5	13%	1145,6	103%	
EBITDA	47,1	32,2	46%	129,3	109%	
marża EBITDA	14,0%	10,8%		11,3%		
EBIT	33,1	19,0	74%	72,5	116%	
Zysk netto	21,2	12,0	77%	29,4	133%	

Grupa Kęty		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		335,44 PLN			26-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	732,4	753,7	-3%	3163,7	100%	
EBITDA	101,5	91,6	11%	505,6	100%	
marża EBITDA	13,9%	12,2%		16,0%		
EBIT	66,9	59,4	13%	368,2		
Zysk netto	47,7	60,1	-21%	280,2	100%	

Kernel		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		41,60 PLN			28-02-2020	
(mln USD)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*	
Przychody	977,9	1114,9	-12%	4223,1	43%	
EBITDA	99,2	129,3	-23%	322,0	64%	
marża EBITDA	10,1%	11,6%		7,6%		
EBIT	75,0	111,3	-33%	226,3	70%	
Zysk netto	44,4	88,5	-50%	112,4	92%	

Kruszwica		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					-	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	693,2	729,3	-5%	2818,4	100%	
EBITDA	47,7	54,4	-12%	153,5	104%	
marża EBITDA	6,9%	7,5%		5,4%		
EBIT	41,1	47,9	-14%	125,9	105%	
Zysk netto	33,9	37,2	-9%	99,6	105%	

Mangata		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		31-03-2020				
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	166,5	161,8	3%	705,0	100%	
EBITDA	22,5	15,4	46%	102,6	100%	
marża EBITDA	13,5%	9,5%		14,5%		
EBIT	14,7	7,7	90%	71,6	100%	
Zysk netto	10,9	11,8	-8%	55,3	100%	

PKP Cargo		redukuj			wyniki:	
Piotr Poniatowski		18,13 PLN			-	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	1173,6	1377,8	-15%	4863,9	98%	
EBITDA	145,2	205,3	-29%	914,7	94%	
marża EBITDA	12,4%	14,9%		18,8%		
EBIT	-36,8	1,8	-	184,4	79%	
Zysk netto	-45,9	-10,3	-	103,0	51%	

Pozbud		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		08-04-2020				
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	72,8	42,8	70%	211,2	100%	
EBITDA	4,1	5,0	-18%	24,9	100%	
marża EBITDA	5,7%	11,7%		11,8%		
EBIT	2,4	3,3	-27%	18,1	100%	
Zysk netto	1,8	2,4	-27%	11,4	100%	

Stelmet		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		8,78 PLN			28-02-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*	
Przychody	70,5	74,0	-5%	599,6	12%	
EBITDA	10,0	8,9	13%	67,9	15%	
marża EBITDA	14,2%	12,0%		11,0%		
EBIT	-0,6	-1,7	-	25,2	-	
Zysk netto	1,3	-5,2	-	18,8	7%	

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Spółka podała już wstępne prognozy na 4Q'19. Nasze prognozy nie odstają znacząco od prognoz Zarządu.
- Ryzykiem są potencjalne testy na utratę wartości w spółce zależnej w Indiach.

- Spółka podała już wstępne prognozy na 4Q'19. Nasze prognozy nie odstają znacząco od prognoz Zarządu.

- Naszym zdaniem EBITDA zmniejszy się o 23%, głównie z powodu wysokiej bazy (62 mln USD) segmentu rolnictwa w 2Q'19 (4Q'18) (oczekujemy 20 mln USD w 2Q'20). Zakładamy, że segment infrastruktury poprawi wyniki o 22% r/r, a segment olejów pokaże płaską EBITDA w 2Q'20.
- Zakładamy, że stosunek długu netto/EBITDA przekroczy 4x na koniec 2Q'20 (4Q'19).

- W 4Q'19 oczekujemy spadku wolumenów produkcji o 3% r/r oraz marży o 5% r/r z uwagi na wysoką bazę roku ubiegłego.
- Zakładamy, że gotówka netto na koniec 4Q'19 wyniesie 274 mln PLN (11,9 PLN gotówki na akcję).

- W 4Q'19 poprawie wyników sprzyjać naszym zdaniem będzie rozpoznanie rekompensat wyższych cen energii elektrycznej za IH'19 (4 m PLN) oraz relatywnie niska baza wyników w 4Q'18 (ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej). Całoroczne wyniki powinny przynieść nieznaczne przekroczenie opublikowanej na początku roku prognozy Zarządu (4% na EBITDA i 6% na wyniku netto).

- Spadki w przewozach za X-XI'19 oraz ciepły grudzień naszym zdaniem przełożą się na słabe wyniki PKP Cargo w 4Q'19 (dokładniejszy opis naszej prognozy kwartalnej jest dostępny pod adresem: <https://tinyurl.com/urctq4e>)
- W 2020 r. oczekujemy kontynuacji słabych tendencji (płace i energia rosną, odbicie przewozów najwcześniej w 2H).

- W 4Q'19 oczekujemy wzrostu przychodów ze sprzedaży w efekcie wyższych obrotów w segmencie budowlanym. Niestety niższa marżowość w segmencie stolarki otworowej oraz budownictwa przekładać się będzie na słabsze r/r wyniki finansowe. Rynek w 4Q'19 zwracać będzie uwagę na przepływy gotówki z działalności operacyjnej, w tym przede wszystkim w segmencie mieszkaniowym.

- W 1Q'20 oczekujemy spadku obrotów w związku ze słabszą wolumenową sprzedażą pellet i niższym cenom.
- Z drugiej strony wyniki w segmencie DAO wspierać będą kursy walutowe, w szczególności PLN/EUR i PLN/GBP. Liczymy na nieznacznie lepsze r/r wolumeny sprzedaży DAO.

TIM		przeważają			wyniki:	
Piotr Poniatowski					22-04-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	239,0	223,9	7%	882,0	101%	
EBITDA	14,9	7,3	105%	53,7	102%	
marża EBITDA	5,6%	3,2%		6,1%		
EBIT	9,5	4,2	124%	33,4	102%	
Zysk netto	5,9	3,4	74%	19,8	102%	

Deweloperzy

W odróżnieniu od bardzo mocnej sprzedaży wynikowo 4Q wypadnie relatywnie słabiej

- W 4Q 2019 14 notowanych deweloperów mieszkaniowych rozliczyło w wynikach łącznie o 4% mniej mieszkań r/r, podczas gdy ich sprzedaż wzrosła o 18% r/r. W ujęciu rocznym kierunek zmian również został zachowany: spadek przekazań o 6% i wzrost sprzedanych mieszkań +2% r/r.
- Największą dodatnią dynamikę przekazań w 4Q pokazały: JWC (+137% r/r), Ronson (+118% r/r) i Atal (+80% r/r). Z kolei po drugiej stronie były: Polnord (-81% r/r), Archicom (-70% r/r) i Develia (-51% r/r).

Archicom					wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk					07-04-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	76,6	264,9	-71%	499,7	-	
Zysk brutto ze sprz. marża	21,3	77,2	-72%	153,0	-	
	27,8%	29,1%	-	30,6%	-	
EBIT bez rew.	5,6	64,8	-91%	96,1	-	
Rewaluacja	7,1	-3,9	-	28,2	-	
EBIT	12,8	60,9	-79%	124,3	-	
Zysk brutto	10,4	60,0	-83%	116,0	-	
Zysk netto	8,1	40,0	-80%	88,1	-	
Przekazania (szt.)	205	677	-70%	1 382	-	
Przych./lok. (tys. PLN)	368,6	389,0	-5%	358,0	-	

Atal		kupuj			wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk		44,90 PLN			19-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	223,5	176,5	27%	813,1	79%	
Zysk brutto ze sprz. marża	61,9	45,1	37%	222,0	79%	
	27,7%	25,6%	-	27,3%	-	
EBIT	53,1	42,0	27%	190,0	76%	
Zysk brutto	52,7	42,1	25%	183,6	77%	
Zysk netto	42,2	34,0	24%	145,1	76%	
Przekazania (szt.)	675	374	80%	2 188	81%	
Przych./lok. (tys. PLN)	341,4	467,6	-27%	371,6	100%	

Dom Development		trzymaj			wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk		88,92 PLN			06-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	520,7	749,0	-30%	1689,2	99%	
Zysk brutto ze sprz. marża	149,3	208,6	-28%	480,8	101%	
	28,7%	27,8%	-	28,5%	-	
EBIT	104,2	158,5	-34%	314,0	101%	
Zysk brutto	103,6	159,0	-35%	312,9	101%	
Zysk netto	83,9	128,8	-35%	252,3	101%	
Przekazania (szt.)	988	1 605	-38%	3 512	99%	
Przych./lok. (tys. PLN)	527,1	466,6	13%	481,0	100%	

Develia					wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk					-	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD**	
Przychody	101,0	159,3	-37%	815,2	98%	
Zysk brutto ze sprz. marża	42,0	57,6	-27%	316,9	-	
	41,6%	36,2%	-	38,9%	-	
EBIT bez rew.	26,1	38,6	-32%	263,5	-	
Rewaluacja	-62,0	1,5	-	-71,2	-	
EBIT	-35,9	40,1	-	192,3	90%	
Zysk brutto	-26,2	25,9	-	172,8	-	
Zysk netto	-21,2	15,9	-	137,3	-	
Przekazania (szt.)	185	383	-52%	1 963	-	
Przych./lok. (tys. PLN)	380,0	310,3	22%	344,3	-	

*wykonanie rocznej prognozy mBanku; **wykonanie rocznej prognozy konsens.

- Do wstępnych przychodów jednostk. TIM (211,4 mln PLN, +6,4% r/r) należy dodać Rotopino i 3LP. W 4Q'19 oczekujemy powtórzenia dobrych wyników z 3Q'19, w tym wysokich przychodów z logistyki (gł. kontrakt z IKEA).

- 4Q'19 będzie ostatnim kwartałem z tak wysoką dynamiką r/r wspieraną przez efekt MSSF16 (wzrost amortyzacji, spadek kosztów usł. obcych, wzrost kosztów finansowych).

- Oslabienie kursu EUR/PLN o 2,7% q/q wpłynie na spadek zysku z rewaluacji deweloperów komercyjnych, w przypadku Develii dodatkowo wzmocniony kosztami zbycia Wola Center, a w Archicomie z nawiązką zrekomensowany dodatnią rewaluacją City Forum.

- W ujęciu rocznym wyniki finansowe poprawią Archicom i Dom Development. Również w Develii oczyszczony ZN powinien być wyższy r/r. Atal natomiast z niższymi przejściowo wynikami, gdzie obecny poziom przekazań nie odzwierciedla bieżącego jej potencjału sprzedażowego, który w wynikach urealni się w latach 2020-21.

- Mimo obniżenia celu przekazań w 2H19, Archicom przekazał w '19 o 4% więcej lokali r/r, a dzięki wysokiej rentowności szacujemy wzrost skor. ZN w całym 2019 r. o 16% r/r.

- Sam 4Q'19 pod względem przekazań był natomiast relatywnie słaby: 205 szt., -70% r/r. Szacujemy, że przełoży się to na spadek skor. ZN w 4Q o około 95% r/r.

- Pozytywny wpływ na wyniki 4Q'19 powinna mieć dodatnia rewaluacja z projektu City Forum, częściowo skompensowana umocnieniem PLN do EUR (zakładamy efekt netto 7,1 mln PLN vs. negatywny wpływ 3,9 mln PLN w 4Q'18).

- W 2019 r. Atal przekazał blisko 1,8 tys. mieszkań (-33% r/r), nieco poniżej oczekiwań rynku i naszych prognoz, za czym stały dłuższe niż oczekiwaliśmy opóźnienia w uzyskiwaniu pozwoleń.

- W tym samym czasie Atal sprzedał 3,2 tys. mieszkań, stąd obecne wyniki nie odzwierciedlają bieżącego potencjału.

- W samym 4Q'19 Atal rozliczył w wynikach 675 lokali (+80% r/r), co przy niższej wartości jednostkowej przekazanego lokalu (również pochodna spadku rozliczonego PUMu) i nieco wyższej marży przełoży się na wzrost ZN +24% r/r.

- W wynikach 4Q'19 DOM rozliczył 988 lokali, 38% mniej r/r, z uwagi na wysoką bazę (rekordowy poziom przekazań w 4Q'18). W efekcie w 4Q'19 szacujemy spadek ZN r/r, przy jednocześnie wyższej średniej wartości przekazanego mieszkania (ok. 530 tys. PLN) i wyższej r/r marży.

- Wynik roczny przekazań jest bliski oczekiwaniom Spółki (3,482 lokali vs. „nieco ponad 3,500”), i nie powinien przeszkodzić w realizacji rocznego ZN >250 mln PLN.

- Przy nieco niższym wolumenie przekazań (-4% r/r), oczekujemy wzrostu ZN'19 o 12% r/r, za czym stoi wzrost cen i lepsze marże.

- Za spadek ZN w 4Q'19 odpowiadają (1) niższa liczba mieszkań rozliczonych w wyniku (-52% r/r), (2) spadek zysków z komercji (na skutek sprzedaży aktywów) oraz (3) ujemna rewaluacja nieruchomości komercyjnych głównie determinowana umocnieniem PLN do EUR (łączny efekt szacujemy na -62 mln PLN).

- Oprócz różnic kursowych (-42 mln PLN) w pozycji „rewaluacja” zakładamy wpływ rozliczenia kosztów zbycia Wola Center na wycenę (-15 mln PLN), ponadto widzimy także ryzyko do obniżenia wyceny Arkad Wrocławskich.

- Oczyszczony ZN w 4Q'19 szacujemy na 17 mln PLN (-13% r/r) oraz 188 mln PLN w 2019 (+12% r/r).

Handel

Wysoka poprawa wyniku w AmRest

- Dobre wyniki operacyjne oraz zdarzenia jednorazowe wsparciem dla wyników AmRest.

AmRest	trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz	47,00 PLN			28-02-2020	
(mln EUR)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	518,3	442,9	17%	1957,2	100%
Zysk brutto na sprz.	124,0	70,1	77%	357,9	100%
marża	23,9%	15,8%		18,3%	
EBITDA skor.	91,9	49,3	86%	241,7	103%
marża EBITDA	17,7%	11,1%		12,3%	
EBIT	60,1	28,6	110%	131,1	100%
Zysk brutto	40,1	15,2	164%	84,7	92%
Zysk netto	31,0	11,7	165%	63,4	92%

CCC	kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz	157,00 PLN			06-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1 716	1 603	7%	6 021	97%
Zysk brutto na sprz.	889	816	9%	2 973	98%
marża	51,8%	50,9%		49,4%	
EBITDA skor.	157,9	214,0	-26%	368,6	78%
marża EBITDA	9,2%	13,3%		15,1%	
EBIT	116,0	172,5	-33%	202,2	60%
Zysk brutto	109,5	134,5		89,5	
Zysk netto skor.	97,3	134,7		43,7	

Dino	akumuluj			wyniki:	
Piotr Bogusz	148,60 PLN			13-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 109	1 613	31%	7 628	100%
Zysk brutto na sprz.	518	405	28%	1 861	100%
marża	24,5%	25,1%		24,4%	
EBITDA	216,2	170,6	27%	717	100%
marża EBITDA	10,3%	10,6%		9,4%	
EBIT	173,6	139,0	25%	565	99%
Zysk brutto	157,8	126,0	25%	507	99%
Zysk netto	127,8	98,8	29%	407	101%

Eurocash	redukuj			wyniki:	
Piotr Bogusz	19,80 PLN			13-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	6 099	5 801	5%	24 581	100%
Zysk brutto na sprz.	878	809	9%	3 254	100%
marża	14,4%	14,0%		13,2%	
EBITDA skor.	118,4	108,9	9%	406,0	100%
marża EBITDA	1,9%	1,9%		1,8%	
EBIT	73,4	102,3	-28%	231,7	99,0%
Zysk brutto	21,2	76,6	-72%	80,2	97,2%
Zysk netto	13,2	52,2	-75%	41,0	106%

Jerónimo Martins	trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz	14,30 EUR			20-02-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	4 977	4 537	10%	18 440	101%
Zysk brutto na sprz.	1 102	991	11%	4 065	101%
marża	22,1%	21,8%		22,0%	
EBITDA skor.	291,8	251,0	16%	1 055	107%
marża EBITDA	5,9%	5,5%		5,7%	
EBIT	187,8	155,0	21%	651	99%
Zysk brutto	179,8	149,0	21%	522	89%
Zysk netto	126,6	109,0	16%	443	97%

VRG	akumuluj			wyniki:	
Piotr Bogusz	4,50 PLN			31-03-2020	
(mln PLN)	4Q'19P	4Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	315,1	272,1	16%	1 067,6	98%
Zysk brutto na sprz.	170,2	143,8	18%	550,8	99%
marża	54,0%	52,9%		51,6%	
EBITDA skor.	49,5	45,6	9%	108,9	98%
marża EBITDA	15,7%	16,8%		19,1%	
EBIT	44,0	40,8	8%	92,5	91%
Zysk brutto	51,4	38,9	32%	74,4	103%
Zysk netto	43,2	32,4	33%	60,8	103%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Spowolnienie w VRG

- Niska dynamika sprzedaży w grudniu przełoży się na spowolnienie tempa poprawy wyniku r/r w VRG.

- Zakładamy dodanie 213 restauracji netto w 2019 roku (+10% r/r), a sprzedaż/restaurację wzrośnie o 6,3% r/r.
- Zakładamy, że EBITDA w 4Q'19 będzie wspierana przez rozliczenie transakcji pizzaportal.pl (31 mln EUR). Dodatkowo spółka może dokonać rewaluacji udziałów w Glovo (potencjalny pozytywny wpływ około 30 mln EUR).
- Zakładamy wzrost oczyszczonej marży EBITDA o 0,7p.p. r/r ze względu na oczekiwaną poprawę rentowności w Polsce, Chinach, Niemczech i na Węgrzech.
- Zakładamy 12 mln EUR na aktualizację wartości restauracji

- Spółka opublikowała wstępne szacunki wyników na początku stycznia.
- Oczekujemy, że spółka rozpozna 13,5 mln PLN salda na działalności finansowej oraz 7 mln PLN z tytułu praw własności.
- Efektywną stopę podatkową szacujemy na 19%.

- Spółka zakończyła rok z siecią liczącą 1218 sklepów (+24,7% r/r). Oczekujemy 13% lfl w 4Q'19 oraz 0,5% spadku sprzedaży/mkw. r/r w 4Q'19.
- Niższa marża brutto na sprzedaży r/r powinna być główną przyczyną obniżenia marży EBITDA r/r o 0,3p.p. w 4Q'19. W całym roku oczekujemy nieznacznej poprawy rentowności EBITDA r/r.
- Efektywną stopę podatkową zakładamy na poziomie 19%.

- Dynamika przychodów w segmencie hurt powinna być napędzana przez nisko-marżową sprzedaż wyrobów tytoniowych. Zakładamy nieznaczną poprawę EBITDA w tym segmencie w 4Q'19 (+1 mln PLN r/r do 118 mln PLN).
- Zakładamy poprawę wyniku EBITDA r/r w segmencie detal (+9 mln PLN r/r w 4Q'19) ze względu na poprawę rentowności sprzedaży oraz kontynuację wzrostu sprzedaży.
- W segmentach projekty oraz inne zakładamy odpowiednio -11/-43 mln PLN w 4Q'19 (vs. -9,5/-1 mln PLN w 4Q'18).

- Spółka podała wstępne szacunki sprzedaży w styczniu.
- Oczekujemy utrzymania płaskiej marży EBITDA r/r w sieci Biedronka i biznesach portugalskich, co w zestawieniu ze wzrostem sprzedaży powinno pozwolić na +11%/+4% wzrostu wyniku EBITDA r/r w tych segmentach.
- W sieci Ara oczekujemy 7 mln EUR straty EBITDA w 4Q'19 (+ 10 mln EUR r/r), a w Hebe 6 mln EUR (+4 mln EUR r/r).
- Działalność finansową szacujemy na -8 mln EUR, zyski udziałowców mniejszościowych na 10 mln EUR, a efektywną stopę podatkową na 24%.

- Po bardzo dobrym wyniku sprzedaży w listopadzie, spółka odnotowała spowolnienie w najważniejszym sezonowo grudniu. Sprzedaż oraz zysk brutto na sprzedaży szacujemy zgodnie z miesięcznymi raportami.
- Koszty SG&A szacujemy na 125 mln PLN w 4Q'19 (+21% r/r), a saldo na pozostałej działalności operacyjnej na -1,5 mln PLN w 4Q'19 vs. 0,6 mln PLN w 4Q'18.
- Działalność finansową szacujemy na 7,4 mln PLN w 4Q'19 (w tym 11 mln PLN z tytułu FX) vs. -1,9 mln PLN w 4Q'18.

Aktualne rekomendacje 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	trzymaj	2019-11-06	29,34	31,00	27,00	+7,3%	10,0	10,4		
Handlowy	akumuluj	2019-12-05	51,70	57,44	56,00	+2,6%	16,2	11,8		
ING BSK	trzymaj	2019-12-05	190,80	187,77	204,00	-8,0%	16,7	14,8		
Millennium	trzymaj	2019-12-05	5,49	5,47	5,80	-5,7%	10,1	12,7		
Pekao	kupuj	2019-12-05	96,34	115,20	98,20	+17,3%	11,4	10,4		
PKO BP	akumuluj	2019-12-05	34,99	39,50	34,90	+13,2%	9,7	10,0		
Santander Bank Polska	trzymaj	2019-12-05	279,00	265,50	281,80	-5,8%	13,2	11,9		
Komercni Banka	kupuj	2019-12-05	792,00	928,20 CZK	786,00	+18,1%	9,8	10,4		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	83,90	+12,4%	11,3	10,5		
Erste Group	akumuluj	2019-12-05	32,20	36,61 EUR	33,60	+9,0%	9,3	9,0		
RBI	akumuluj	2019-12-05	21,24	23,05 EUR	21,07	+9,4%	6,0	5,7		
OTP Bank	trzymaj	2019-12-05	14 870	14 681 HUF	14 300	+2,7%	9,8	9,0		
PZU	akumuluj	2019-12-05	36,47	41,91	40,89	+2,5%	11,2	10,6		
Kruk	kupuj	2019-12-05	150,90	210,31	164,40	+27,9%	9,3	9,2		
Skarbiec Holding	kupuj	2019-12-05	17,20	29,34	21,80	+34,6%	6,8	6,5		
GPW	kupuj	2020-01-16	40,85	47,82	42,70	+12,0%	14,0	16,1		
Chemia										
Ciech	kupuj	2019-12-05	36,40	44,41	38,50	+15,4%	14,8	9,1	6,5	5,6
Grupa Azoty	trzymaj	2019-12-05	30,00	32,75	26,72	+22,6%	5,4	22,1	3,9	6,3
Paliwa										
Lotos	redukuje	2019-12-05	85,20	77,80	81,16	-4,1%	13,1	9,4	6,2	4,9
MOL	akumuluj	2019-11-27	2 926	3 302 HUF	2 668	+23,8%	8,9	8,1	4,2	4,6
PGNiG	trzymaj	2020-01-28	3,86	4,06	3,86	+5,1%	12,8	15,0	4,8	4,7
PKN Orlen	trzymaj	2019-12-05	88,50	94,17	81,62	+15,4%	7,3	9,1	4,4	4,8
Energetyka										
CEZ	kupuj	2019-12-05	502,00	597,80 CZK	510,00	+17,2%	15,2	13,2	7,3	6,8
Enea	kupuj	2019-11-06	8,59	11,53	7,45	+54,8%	3,1	3,0	3,1	3,1
Energia	kupuj	2019-11-06	6,37	11,67	7,39	+57,9%	5,8	5,5	3,7	4,3
PGE	kupuj	2019-10-24	8,42	12,20	7,30	+67,2%	4,9	6,3	3,1	3,6
Tauron	kupuj	2019-11-06	1,73	2,45	1,56	+57,3%	3,0	2,5	4,1	3,8
Telekomunikacja, media, IT										
Netia	trzymaj	2019-12-05	4,44	4,70	4,54	+3,5%	31,7	32,5	4,6	4,7
Orange Polska	akumuluj	2019-11-29	6,46	7,40	7,20	+2,8%	33,9	37,2	5,4	5,6
Play	kupuj	2019-11-14	31,30	36,00	36,76	-2,1%	10,6	9,7	6,6	6,5
Agora	kupuj	2019-10-30	9,50	17,00	12,40	+37,1%	59,1	31,5	7,4	7,0
Cyfrowy Polsat	redukuje	2019-11-14	28,86	26,10	27,04	-3,5%	15,4	13,1	7,0	6,8
Wirtualna Polska	trzymaj	2019-12-05	68,20	70,00	80,40	-12,9%	31,1	21,5	14,0	11,0
Asseco Poland	trzymaj	2019-12-05	57,35	59,20	64,50	-8,2%	16,3	15,8	5,3	5,1
Comarch	kupuj	2019-11-25	189,50	250,00	205,00	+22,0%	14,8	14,2	6,5	6,3
11 bit studios	kupuj	2019-12-05	360,50	454,00	434,00	+4,6%	43,5	52,0	27,7	31,1
CD Projekt	akumuluj	2019-12-05	260,30	281,30	276,30	+1,8%	-	11,8	-	10,2
Przemysł, surowce										
Cognor	trzymaj	2019-12-06	1,20	1,25	1,27	-1,6%	6,8	39,5	4,4	6,2
Famur	kupuj	2019-12-05	2,98	5,18	3,36	+54,2%	5,2	7,9	4,1	4,2
Grupa Kęty	trzymaj	2019-12-05	338,50	335,44	349,00	-3,9%	11,9	13,6	8,1	8,9
JSW	trzymaj	2020-01-20	22,68	23,32	20,14	+15,8%	5,1	-	0,9	2,9
Kemel	trzymaj	2019-12-05	41,20	41,60	47,65	-12,7%	5,4	9,1	4,9	6,8
KGHM	trzymaj	2019-12-05	88,66	85,54	93,70	-8,7%	9,3	9,8	4,7	5,1
PKP Cargo	redukuje	2019-12-05	20,00	18,13	19,50	-7,0%	7,4	-	2,8	3,4
Stelmet	trzymaj	2019-12-05	8,20	8,78	8,00	+9,7%	12,5	12,5	5,5	5,2
Deweloperzy										
Atal	kupuj	2019-12-05	37,20	44,90	41,00	+9,5%	10,9	9,0	10,7	8,4
Dom Development	trzymaj	2019-12-05	93,00	88,92	96,00	-7,4%	9,5	8,9	7,8	7,8
Handel										
AmRest	trzymaj	2019-12-05	46,35	47,00	46,10	+2,0%	37,4	36,0	12,4	11,5
CCC	kupuj	2019-12-05	108,10	157,00	88,00	+78,4%	82,9	18,5	5,1	4,0
Dino	akumuluj	2019-11-25	134,00	148,60	155,10	-4,2%	37,4	27,8	22,1	16,8
Eurocash	redukuje	2019-11-25	22,22	19,80	19,65	+0,8%	66,7	39,7	7,3	6,9
Jeronimo Martins	trzymaj	2019-10-07	14,92	14,30 EUR	15,65	-8,6%	22,2	19,9	9,7	8,8
LPP	kupuj	2019-12-05	8 575,00	10 100,00	8 395,00	+20,3%	24,9	18,4	10,5	9,0
VRG	akumuluj	2019-12-02	3,94	4,50	3,86	+16,6%	14,9	12,3	4,7	4,3

Aktualne pozycjonowania 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						15,1	12,6	6,6	5,6
Ailleron	równoważ	2019-10-31	7,16	8,46	+18,2%	15,3	11,6	6,0	4,7
Asseco BS	równoważ	2019-12-05	27,60	32,60	+18,1%	16,7	16,1	10,7	10,2
Asseco SEE	przeważaj	2019-12-05	25,60	24,40	-4,7%	15,0	13,6	7,3	6,2
Atende	równoważ	2019-12-05	3,06	3,48	+13,7%	12,3	11,5	5,1	4,9
Spółki przemysłowe						12,2	11,3	6,5	6,8
AC	równoważ	2019-12-05	43,20	48,60	+12,5%	12,2	12,3	8,5	8,1
Alumetal	równoważ	2019-12-05	39,30	42,70	+8,7%	13,4	13,8	7,7	7,9
Amica	równoważ	2019-12-05	133,20	141,60	+6,3%	9,6	8,9	6,1	6,2
Apator	równoważ	2019-12-05	21,10	21,00	-0,5%	11,1	11,3	6,5	6,8
Astarta	przeważaj	2019-12-05	15,90	16,10	+1,3%	-	2,9	6,4	2,9
Boryszew	równoważ	2019-12-05	4,09	4,58	+12,1%	15,1	12,0	7,0	7,1
Forte	równoważ	2019-12-05	28,15	32,50	+15,5%	26,3	15,1	10,3	8,7
Kruszwica	przeważaj	2019-12-05	45,80	52,80	+15,3%	12,2	11,0	6,3	5,9
Mangata	równoważ	2019-12-05	72,00	75,50	+4,9%	9,1	10,7	6,4	6,9
Pozbud	równoważ	2019-12-05	1,80	1,65	-8,6%	3,9	3,8	4,4	5,4
TIM	przeważaj	2019-12-05	10,90	11,35	+4,1%	12,8	11,3	6,7	6,1

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 Biura 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 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 sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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

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 Biuro maklerskie 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, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, 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, NWAJ Dom Maklerski, Oponoo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeleiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, 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, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWAJ Dom Maklerski, Orbis, Pfeleiderer Group, Prime Car Management, Primetech.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej 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.

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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