

piątek, 8 maja 2020 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 1Q 2020

Rynek akcji

Finanse

Uważamy, że wyniki w 1Q'20 będą zanieczyszczone dużą ilością zdarzeń jednorazowych, niestety negatywnych, począwszy od składki na BFG, poprzez aktualizację udziałów Visa, podatki bankowe, odpisy goodwill, czy kończąc na rezerwach związanych z COVID-19. Z wyników już zaprezentowanych najbardziej podobał nam się Alior ze względu na dobry wynik odsetkowy i jego podłoże. Zaskakująco pozytywna jest prognoza kosztów ryzyka w bankach czeskich i Erste, które są znacząco poniżej wartości notowanych w kryzysie 2008/09.

Chemia

Spółki chemiczne nie odczuwają negatywnego wpływu COVID-19 w 1Q'20. Wręcz przeciwnie, firmy korzystają z niższych cen surowców energetycznych (gaz, węgiel koksujący). Wzrost wyników r/r powinien być widoczny w Ciech. Grupie Azoty nie uda się pokonać wysokiej zeszłorocznej bazy.

Surowce

Niższe ceny surowców i wyższe koszty wydobycia ciężać będą nad spółkami górnictwami w 1Q'20. Według nas zarówno JSW jak i KGHM zanotują spadek r/r wyników finansowych.

Paliwa

Taniejąca ropa sprzyjała segmentowi downstream, ale 2Q będzie już trudniejszy dlatego wysokie wykonania po 3M nie stanowią podstawy do podwyższania rocznych prognoz. W obszarze wydobywczym wszystkie spółki zanotują mocne spadki i trudno zakładać poprawę w kolejnych okresach. tego roku. Zwracamy uwagę na coraz mocniejszy wynik obrotu w PGNiG.

Energetyka

Wyniki sektora za 1Q'20 zapewnią wykonanie naszych rocznych prognoz EBITDA na poziomie 29%, co wpisuje się we wzorec sezonowy. Należy jednak pamiętać, że 2Q będzie trudniejszy (niższe wolumeny, niezbilansowanie w obrocie, odpisy należności) i nie można wykluczyć rewizji. Najbezpieczniej w tym kontekście wygląda obecnie CEZ.

Telekomunikacja, Media, IT

Sektor telko oraz IT nie odczuwają istotnego wpływu COVID-19 na wynikach 1Q'20 (sądzymy, że w branży IT przyjdzie on z pewnym opóźnieniem). Oczekujemy dobrych wyników w PLY. Słabych wyników z kolei spodziewamy się w sektorze mediowym. Widoczne będą: spowolnienie na rynku reklamy ze stycznia i lutego oraz pierwsza negatywna reakcja na COVID-19 z marca'20. Publikacja WPL powinna przynieść rozczarowanie rynkowi oraz uwiarygodnić nasze niekonsensusowe, negatywne podejście do spółki.

Gaming

COVID-19 nie ma negatywnego wpływu na działalność spółek z sektora, a wręcz może sprzyjać wynikom sprzedażowym. Wszystkie analizowane przez nas spółki z segmentu powinny odnotować poprawę wyników r/r w 1Q'20. Najwyższej dynamiki oczekujemy w TEN i CDR.

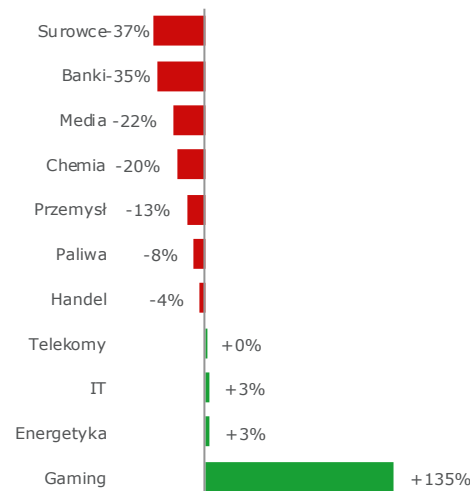
Przemysł

Według nas w 1Q'20 53% spółek poda słabsze r/r wyniki finansowe, a jedynie 29% r/r je poprawi. Słabych wyników w 1Q'20 oczekujemy w Amica, Astarta, Boryszew, Famur i Pozbud. Pozytywnie zaskoczyć może tylko Kernel. Spółki w 1Q'20 odczuwają spadek wartości PLN do EUR, co przełoży się na ujemne różnice kursowe związane z przeszacowaniem zadłużenia.

Handel

Ograniczenia w działalności placówek w związku z COVID-19 powinny istotnie wpłynąć na wyniki EAT i VRG. Negatywnego wpływu nie powinny doświadczyć spółki handlu spożywczego, a najwyższej dynamiki poprawy wyniku r/r oczekujemy w DNP. Zwracamy uwagę na potencjalny negatywny wpływ niższej sprzedaży r/r w okresie Świąt Wielkanocnych na wyniki tych spółek w 2Q'20.

Dynamika wyników sektorów*



*banki na podstawie zysku netto, pozostałe wyniki EBITDA

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
AmRest	CD Projekt
Boryszew	CEZ
Energa	Ciech
Handlowy	Enea
JSW	GPW
KGHM	PGNiG
Kruk	
Wirtualna Polska	

Spis treści

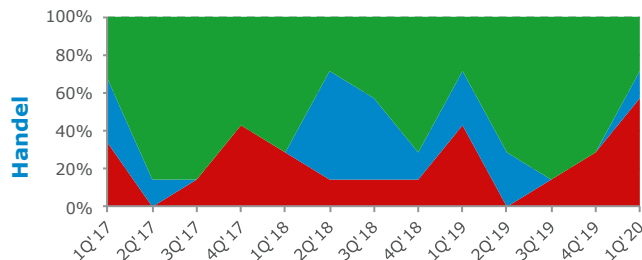
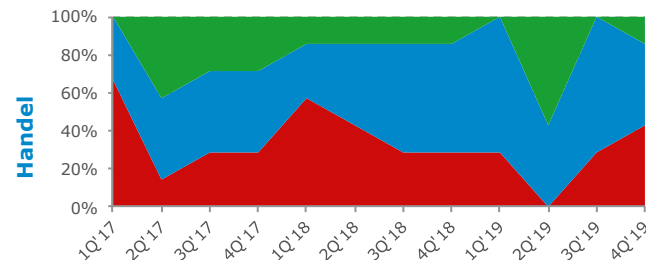
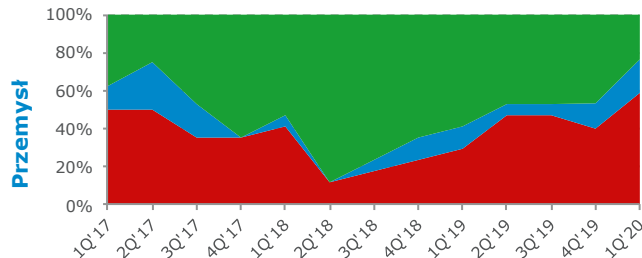
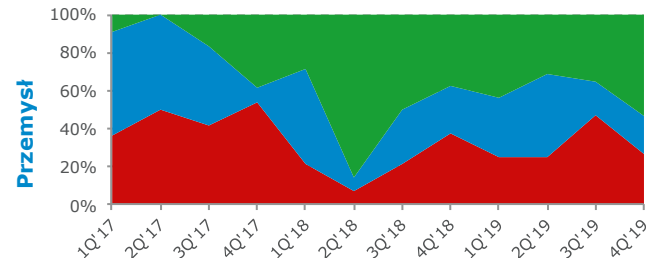
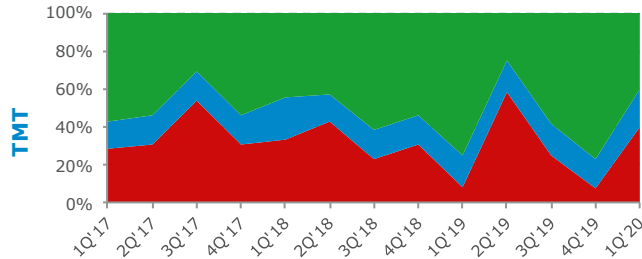
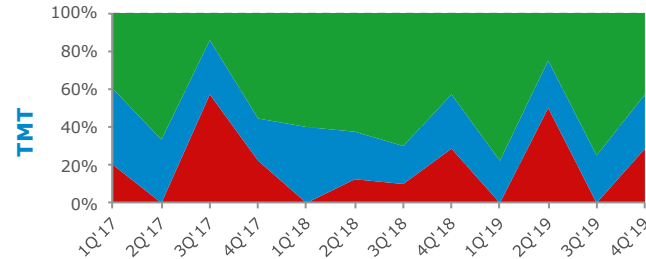
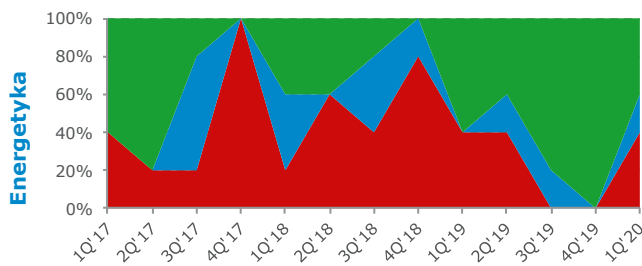
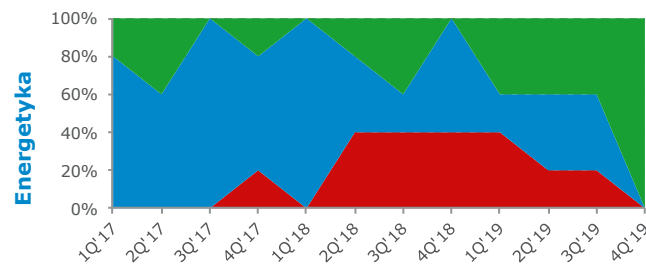
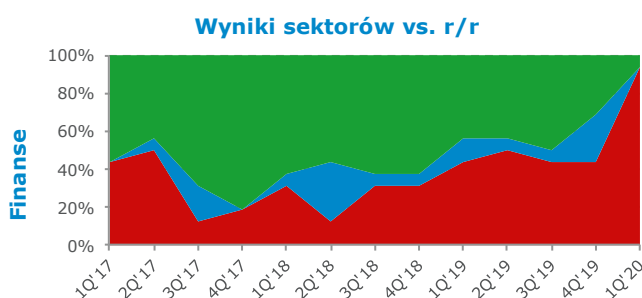
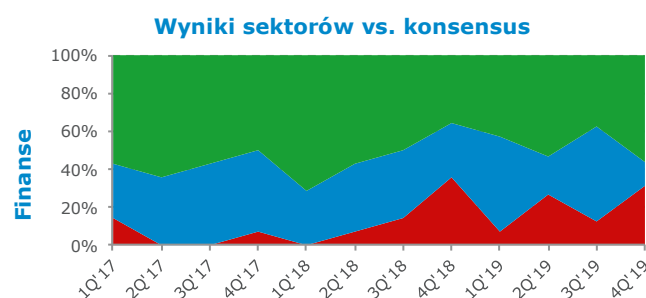
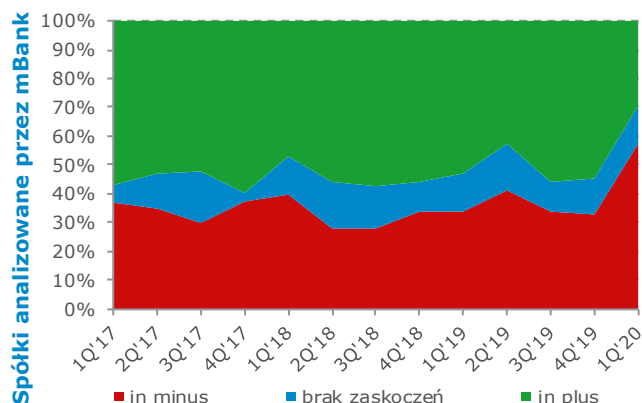
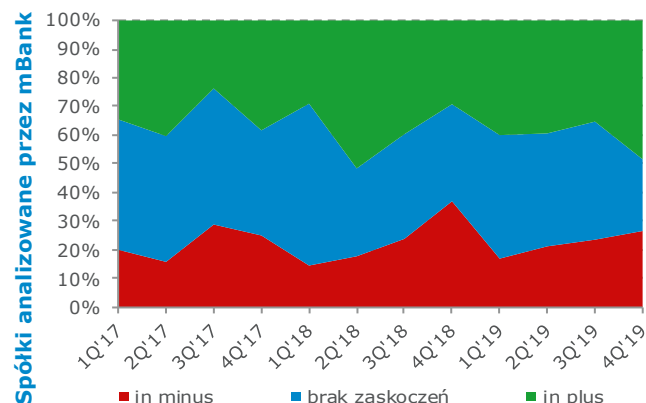
1. Zaskoczenia na wynikach spółek	3	11. IT	11
2. Aktualne rekomendacje i pozycjonowania	5	11.1. Ailleron.....	11
3. Banki	6	11.2. Asseco Poland	11
3.1. Handlowy	6	11.3. Atende	11
3.2. Millennium	6	11.4. Comarch.....	11
3.3. Pekao	6	12. Gaming	12
3.4. PKO BP	6	12.1. 11 bit studios	12
3.5. RBI	6	12.2. CD Projekt	12
4. Finanse	7	12.3. Ten Square Games	12
4.1. PZU.....	7	13. Przemysł	13
4.2. Kruk.....	7	13.1. Alumetal	13
4.3. GPW	7	13.2. Amica.....	13
5. Chemia	8	13.3. Apator	13
5.1. Ciech.....	8	13.4. Astarta	13
5.2. Grupa Azoty	8	13.5. Boryszew	13
6. Surowce	8	13.6. Famur	13
6.1. JSW	8	13.7. Forte	13
6.2. KGHM.....	8	13.8. Kernel	14
7. Paliwa	8	13.9. Kruszwica	14
7.1. PGNiG	8	13.10. Pozbud	14
8. Energetyka	9	13.11. Stelmet	14
8.1. CEZ.....	9	13.12. TIM	14
8.2. Enea	9	14. Handel	15
8.3. Energa.....	9	14.1. AmRest	15
8.4. PGE.....	9	14.2. Dino.....	15
9. Telekomunikacja	10	14.3. Eurocash	15
9.1. Cyfrowy Polsat.....	10	14.4. Jeronimo Martins	15
9.2. Play.....	10	14.5. VRG	15
10. Media.....	10		
10.1. Agora	10		
10.2. Wirtualna Polska	10		

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

vs.	2017	2018	2019	+/=	vs.	2017	2018	2019	'20	+/=
konsensus	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q		r/r	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q	
Finanse										
Alior Bank	- + + +	= + =	= - + -	75%	Alior Bank	- + + -	+ + - +	- - - -	-	38%
Handlowy	- + + +	+ + =	- - - +	50%	Handlowy	- - + +	+ + - -	- - - +	-	38%
ING BSK	+ + =	= - = +	+ + - -	75%	ING BSK	+ - + +	+ + = +	= + + =	-	85%
Millennium	+ + + +	+ + = +	+ + + -	92%	Millennium	+ - + +	+ + + +	= - = -	-	69%
Pekao	+ + = +	+ + = +	= = = +	100%	Pekao	- - = +	+ + = +	- + + =	-	62%
PKO BP	+ + + +	+ = = =	= + = +	100%	PKO BP	- = + +	+ + + +	+ + + -	-	77%
Santander BP	= + + =	= + = -	= - = +	83%	Santander BP	- - + +	= = - +	- - + -	-	46%
Komercni	+ + + +	+ + + +	= = = =	100%	Komercni	+ + + +	+ + + +	+ + - -	-	54%
Moneta	bd bd bd bd	bd bd bd bd	bd bd + =	100%	Moneta	- - = -	+ + + +	- + + =	-	54%
Erste Group	= + = +	+ + + +	+ + = +	100%	Erste Group	- - + +	+ + + +	+ - + =	-	69%
RBI	bd bd bd bd	bd bd bd bd	bd + = +	100%	RBI	+ + + +	+ + = +	= - = -	-	69%
OTP Bank	+ + + +	+ + + +	= + + +	100%	OTP Bank	+ + + +	+ + + +	+ + + +	-	92%
PZU	+ + = +	+ + = +	+ = = +	100%	PZU	+ + + +	- + + =	+ - - +	-	69%
Kruk	+ + + -	+ + + -	+ - + -	67%	Kruk	+ + = -	- = + +	+ - - -	-	54%
Skarbiec	= + + +	+ + + +	+ + = +	92%	Skarbiec	+ + + +	- - - -	+ + + -	-	46%
GPW	= + + =	+ + = -	= + = +	75%	GPW	+ + + +	- + - -	- - + -	-	54%
Chemia										
Ciech	= = = +	= + = -	= = = +	92%	Ciech	+ - - +	- = - -	- = + +	+ +	54%
Grupa Azoty	+ - = -	= - - +	+ = + =	67%	Grupa Azoty	- + + +	- - - -	+ + + =	-	54%
Surowce										
JSW	+ + - -	= + = -	+ + + +	75%	JSW	+ + + +	- = = -	- = - -	-	54%
KGHM	+ + = +	= + - -	+ + + -	75%	KGHM	+ + + -	- + - =	+ - + -	-	54%
Paliwa										
Lotos	+ + + =	- + = -	= = - -	67%	Lotos	+ + + -	- + = +	+ = = -	-	77%
MOL	+ + - =	= = + +	= + = +	92%	MOL	+ + - +	- - + +	- = = -	-	62%
PGNiG	+ - - =	- + - -	= + - +	50%	PGNiG	+ = = =	- + + -	- - - +	-	54%
PKN Orlen	= = - =	= - = +	= + = -	75%	PKN Orlen	+ + + -	- - - +	= + + -	-	62%
Energetyka										
CEZ	= = = +	= - + =	= + - +	83%	CEZ	- - - -	- - + =	+ + = +	+ +	54%
Enea	= + = =	= = = -	= + + +	91%	Enea	+ + = -	- = - -	+ + + +	+ +	75%
Energia	= = = -	= = - -	- - = -	55%	Energia	- + + =	+ + - -	- = + +	-	50%
PGE	= = = =	= = - -	- = = +	75%	PGE	+ + = -	+ + = -	- - + +	=	69%
Tauron	+ + = +	= + + =	+ + + +	100%	Tauron	+ + = -	- - - -	+ - + +	-	54%
Telekomunikacja										
Cyfrowy	+ = = =	+ = = =	= = = =	100%	Cyfrowy	+ + - -	- = = =	= = = =	=	77%
Netia	= = + +	= = = =	= + = =	100%	Netia	- - - -	- - - -	- - - +	=	23%
Orange PL	= + = +	= + + +	= = + +	100%	Orange PL	- - = +	- + + +	= = + +	+ +	77%
Play	bd bd	= = = =	+ + + +	100%	Play	+ + + =	- - - -	+ + = +	+ +	69%
Media										
Agora	= + = +	= + + =	+ - + =	92%	Agora	+ + = +	- - + +	+ - + +	-	69%
Wirtualna	+ = = =	= = = =	= = = =	100%	Wirtualna	+ + + +	+ + + +	+ + + +	-	92%
IT										
Aiellon	bd bd	- + = =	+ - = -	50%	Aiellon	+ + - +	= + - -	+ - - +	=	62%
Asseco BS	= = = +	= = + +	= = + +	100%	Asseco BS	+ + + +	+ + + +	+ - + +	=	92%
Asseco PL	= = - -	+ + + =	+ = + =	83%	Asseco PL	- - - -	+ + + +	+ - + -	-	46%
Asseco SEE	= + = -	= = + +	+ = + +	92%	Asseco SEE	+ + + +	+ + + +	+ + + +	+ +	100%
Atende	bd bd bd	+ = - +	+ - = -	67%	Atende	+ - + +	- + + -	+ - - +	-	38%
Comarch	- + - -	+ + + +	+ - + -	58%	Comarch	- - - -	= + + +	+ - + +	+ +	62%
Gaming										
11 bit studios	= + - -	bd = - = +	- - - +	55%	11 bit studios	+ - = +	+ - + +	+ - - +	+ +	69%
CD Projekt	+ + - +	= = - -	+ + + +	75%	CD Projekt	+ + - -	- - - -	- + - +	+ +	38%
Ten Square G		- - - -	- = + +	50%	Ten Square G		+ + + +	+ + + +	+ +	100%
Przemysł										
AC	bd bd bd bd	bd bd bd =	= - + +	80%	AC	- + - -	+ + + +	+ - + -	-	54%
Alumetal	- = + =	= + = -	- = = =	75%	Alumetal	- - - +	+ + + -	- - - =	-	38%
Amica	= = - +	- + + +	= = + =	83%	Amica	- - - -	- + + +	= + + +	-	62%
Apator	= - = -	= + + +	= = + =	75%	Apator	- - + -	- + + +	+ - + -	-	54%
Astarta	bd bd bd bd	bd bd bd bd	bd bd - +	50%	Astarta	+ + - -	- - - -	- + - +	-	36%
Boryszew	+ + + +	- = - -	- = - -	36%	Boryszew	+ + + +	- - - -	- - + +	-	42%
Cognor	bd bd bd bd	+ + = -	- + - -	50%	Cognor	+ + + +	+ + + -	- - - -	-	54%
Famur	bd - = + +	+ + + +	+ + - -	73%	Famur	+ + + +	+ + + +	+ + - -	-	77%
Forte	= = - -	= + - -	+ = + +	58%	Forte	- - - -	- + - +	+ - + +	+ +	46%
Grupa Kęty	= = - -	= + = =	= = + +	92%	Grupa Kęty	+ + + +	+ + + +	+ + + +	+ +	100%
Kernel	- - - +	= - + +	- = + +	58%	Kernel	- - - -	+ + + +	- + = -	-	46%
Kruszwica	- - = -	+ + + +	+ + = +	67%	Kruszwica	= = + +	+ + + +	+ + = +	=	92%
Mangata	= - - -	+ + + -	+ = = +	67%	Mangata	= - = +	+ + + +	+ = - -	-	77%
PKP Cargo	= = = -	= + + -	= - - -	58%	PKP Cargo	+ + + -	+ + + +	+ - - -	-	62%
Pozbud	bd bd bd	+ + = -	+ = + +	63%	Pozbud	- - = +	+ + + +	+ + + +	-	67%
Stelmet	- = - +	- + + +	+ + + +	75%	Stelmet	- - + +	+ + + +	+ + + +	+ +	77%
TIM	bd bd bd bd	bd bd bd +	+ + + -	80%	TIM	- - - +	+ + + +	+ + + +	+ +	77%
Handel										
AmRest	- + + +	- - = +	- + = -	58%	AmRest	= + + -	+ = + +	+ + + -	-	77%
CCC	- + - -	- - - -	- + - -	17%	CCC	+ + + -	- - - -	- + - -	-	31%
Dino	bd + = + +	+ = = =	= + = =	100%	Dino	bd + + + +	+ + + +	+ + + +	+ +	100%
Eurocash	- = - -	= = - -	= = + +	58%	Eurocash	- = - -	+ + = +	- = + +	=	69%
Jeronimo	= = = =	= = = =	= = = =	100%	Jeronimo	= + + +	+ = = =	= + + +	+ +	100%
LPP	= + = +	- + + =	= + - -	75%	LPP	+ + + +	- + + +	= + + +	-	85%
VRG	- - = =	= = = =	= = = =	67%	VRG	- + + +	+ = = +	- + + +	-	77%

* [+/=] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaraportowała wyniki zgodnie lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r
 Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank; 1Q'20 r/r – prognoza mBanku

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



Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2019	P/E 2020	EV/EBITDA 2019	EV/EBITDA 2020
Finanse										
Alior Bank	kupuj	2020-04-16	16,45	21,00	14,01	+54,7%	6,6	7,9		
Handlowy	trzymaj	2020-04-16	39,50	39,86	36,15	+49,9%	7,2	-		
ING BSK	trzymaj	2020-04-16	141,00	114,14	131,00	+10,3%	9,7	15,1		
Millennium	trzymaj	2020-04-16	3,28	3,38	2,30	-12,9%	10,3	18,9		
Pekao	kupuj	2020-04-16	54,30	77,70	49,80	+47,1%	5,0	92,9		
PKO BP	akumuluj	2020-04-16	22,14	24,85	21,00	+56,0%	6,0	7,9		
Santander Bank Polska	kupuj	2020-04-16	160,70	194,52	148,00	+18,3%	6,5	13,3		
Komercni Banka	kupuj	2019-12-05	792,00	928,20 CZK	525,00	+31,4%	7,1	15,2		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	50,30	+76,8%	6,5	6,9		
Erste Group	kupuj	2020-03-04	29,44	36,61 EUR	19,14	+87,5%	6,7	6,3		
RBI	akumuluj	2019-12-05	21,24	23,05 EUR	15,75	+91,3%	5,3	5,1		
OTP Bank	trzymaj	2019-12-05	14 870	14 681 HUF	9 305	+46,3%	4,5	4,3		
PZU	kupuj	2020-04-28	29,92	35,93	29,30	+57,8%	6,4	5,8		
Kruk	kupuj	2019-12-05	150,90	210,31	73,70	+22,6%	7,7	9,9		
Skarbiec Holding	kupuj	2020-03-04	18,80	21,20	18,05	+185,4%	4,2	4,1		
GPW	kupuj	2020-01-16	40,85	47,82	39,85	+17,5%	9,5	6,9		
Chemia										
Ciech	kupuj	2020-04-14	31,80	45,14	37,80	+20,0%	13,1	15,0		
Grupa Azoty	trzymaj	2020-04-17	28,00	28,42	25,75	+14,5%	11,9	10,5	5,1	5,5
Surowce										
JSW	sprzedaj	2020-03-27	12,85	9,78	12,54	+19,4%	16,9	8,8	6,0	5,3
KGHM	sprzedaj	2020-05-05	74,00	46,83	75,18	-22,0%	2,3	-	0,3	3,8
Paliwa										
Lotos	redukuj	2020-04-07	65,10	59,22	60,06	-37,7%	10,6	25,0	4,8	6,8
MOL	trzymaj	2020-03-31	1 849	1 927 HUF	2 046	+3,6%	8,3	12,0	4,1	8,3
PGNiG	kupuj	2020-04-07	3,48	4,44	3,70	-1,4%	9,6	-	4,9	26,3
PKN Orlen	trzymaj	2020-05-05	59,52	58,61	60,86	-5,8%	6,9	-	3,5	8,6
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2020-05-05	451,00	527,86 CZK	468,00	+19,9%	15,6	12,0	4,6	4,3
Enea	zawieszona	2020-02-27	6,00	-	5,37	-3,7%	6,1	-	3,7	8,0
Energia	zawieszona	2020-02-27	7,36	-	7,88	+12,8%	6,2	5,2	3,8	4,3
PGE	zawieszona	2020-04-27	4,05	-	3,82	+12,8%	-	5,2	2,7	3,0
Tauron	zawieszona	2020-05-05	1,14	-	1,09	-	-	2,9	4,4	4,8
Telekomunikacja										
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-04-01	23,82	24,10	24,28	+3,5%	20,9	12,7	5,7	5,9
Netia	akumuluj	2020-05-05	3,91	4,40	3,90	-0,7%	14,1	12,7	6,8	7,0
Orange Polska	kupuj	2020-03-27	5,88	6,90	6,68	+12,8%	27,6	25,1	3,9	4,1
Play	kupuj	2020-03-25	29,04	33,50	30,56	+3,4%	95,9	-	5,3	5,5
Media										
Agora	akumuluj	2020-04-15	7,74	8,60	7,24	+9,6%	8,9	9,7	6,0	6,3
Wirtualna Polska	redukuj	2020-04-20	67,80	63,10	66,80	-1,2%	62,0	34,0	8,4	16,8
IT										
Aiellon	równoważ	2020-05-05	6,26	-	6,08	+18,8%	95,3	-	5,6	20,0
Asseco BS	równoważ	2020-05-05	35,80	-	35,80	-5,5%	28,7	34,0	11,1	13,6
Asseco Poland	trzymaj	2020-05-05	64,70	63,90	71,90	-3,1%	16,3	17,1	6,4	6,8
Asseco SEE	przeważają	2020-05-05	31,40	-	33,20	-	18,9	18,1	9,7	8,5
Atende	równoważ	2020-05-05	2,94	-	2,98	-	8,9	16,4	4,6	7,1
Comarch	kupuj	2019-11-25	189,50	250,00	212,00	+17,9%	15,0	14,7	7,0	6,5
Gaming										
11 bit studios	trzymaj	2020-05-05	408,50	422,00	432,50	-3,2%	47,0	25,8	36,0	21,8
CD Projekt	trzymaj	2020-05-05	357,90	342,50	355,60	-2,4%	50,6	71,4	34,3	39,5
Ten Square Games	trzymaj	2020-05-05	450,00	462,00	455,00	-3,7%	-	15,6	-	13,4
Przemysł										
AC	równoważ	2020-04-01	39,00	-	38,30	+1,5%	40,3	25,8	37,7	21,8
Alumetal	równoważ	2020-04-01	34,60	-	39,10	+9,5%	13,8	12,7	6,2	6,6
Amica	równoważ	2020-04-01	84,30	-	96,40	-	9,9	13,0	6,9	8,3
Apator	równoważ	2020-04-01	16,20	-	19,00	-	11,8	19,5	6,6	9,3
Astarta	przeważają	2020-04-01	11,50	-	11,75	-	6,9	11,8	4,3	6,6
Boryszew	niedoważają	2020-04-01	3,74	-	3,55	-	12,3	12,7	6,4	6,9
Cognor	trzymaj	2020-04-22	0,95	0,94	0,85	-	-	3,9	6,6	2,6
Famur	trzymaj	2020-04-30	2,08	2,20	2,08	+10,3%	7,8	71,1	3,9	5,9
Forte	niedoważają	2020-04-01	11,20	-	17,76	+6,0%	4,9	8,7	3,0	3,9
Grupa Kęty	trzymaj	2020-04-07	339,00	335,96	363,50	-	10,8	13,1	6,8	7,6
Kemel	trzymaj	2020-02-05	47,20	47,25	38,20	-7,6%	11,8	13,4	8,0	8,9
Kruszwica	przeważają	2020-01-30	52,20	-	55,40	+23,7%	4,0	5,8	4,2	5,7
Mangata	równoważ	2020-04-01	50,00	-	56,00	-	12,2	11,6	6,4	6,2
PKP Cargo	trzymaj	2020-05-05	11,46	12,37	11,30	-	7,6	14,6	5,5	7,5
Pozbud	równoważ	2020-04-01	0,81	-	0,79	+9,5%	14,1	-	3,0	5,1
Stelmet	kupuj	2020-04-01	6,75	9,04	7,50	-	1,9	3,2	3,3	4,2
TIM	przeważają	2020-04-01	9,20	-	10,60	+20,5%	-	-	5,0	7,4
Handel										
AmRest	trzymaj	2020-03-04	39,55	40,00	24,85	-	11,7	12,2	6,2	6,2
CCC	zawieszona	2020-03-19	24,98	-	43,70	+6,5%	19,4	26,7	8,5	8,9
Dino	redukuj	2020-05-05	173,70	151,60	169,30	+61,0%	18,4	22,3	8,6	7,6
Eurocash	trzymaj	2020-05-05	21,10	20,50	19,93	-10,5%	41,2	31,1	23,7	18,5
Jeronimo Martins	trzymaj	2020-02-05	15,78	16,30 EUR	15,51	+2,9%	38,4	39,4	6,9	6,8
LPP	trzymaj	2020-05-05	6 075,00	5 800,00	6 225,00	+5,1%	18,3	18,1	9,7	8,5
VRG	trzymaj	2020-04-06	1,94	2,00	2,37	-6,8%	20,3	-	8,4	40,4
						-15,6%	8,7	-	3,1	9,2

Banki

Pierwszy kwartał tradycyjnie

- Zdarzenia jednorazowe oraz efekt sezonowy sprawiają, że 1Q będzie tradycyjnie słaby, nadchodzące kwartały mogą być jednak jeszcze słabsze.

Handlowy Michał Konarski	trzymaj 39,86 PLN		wyniki: 14-05-2020		
(mln PLN)	1Q'20P	4Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	288	296	-3%	4%	30%
Wynik prowizyjny	132	136	-3%	-2%	24%
WNDB	532	548	-3%	-1%	25%
Koszty operacyjne	-372	-275	35%	-3%	31%
Saldo rezerw	-66	-12	461%	135%	15%
Zysk netto	33	180	-82%	-44%	11%

Millennium Michał Konarski	trzymaj 3,38 PLN		wyniki: 11-05-2020		
(mln PLN)	1Q'20P	4Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	671	693	-3%	39%	26%
Wynik prowizyjny	175	183	-4%	7%	25%
WNDB	929	983	6%	23%	25%
Koszty operacyjne	-512	-490	-4%	33%	26%
Saldo rezerw	-186	-70	166%	171%	16%
Zysk netto	56	27	109%	-65%	188%

Pekao Michał Konarski	kupuj 77,70 PLN		wyniki: 12-05-2020		
(mln PLN)	1Q'20P	4Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 399	1 419	-1%	8%	27%
Wynik prowizyjny	604	655	-8%	0%	25%
WNDB	2 060	2 199	-6%	6%	25%
Koszty operacyjne	-1 276	-885	44%	2%	33%
Saldo rezerw	-381	-233	64%	247%	27%
Zysk netto	125	684	-82%	-49%	8%

PKO BP Michał Konarski	akumuluj 24,85 PLN		wyniki: 28-05-2020		
(mln PLN)	1Q'20P	4Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 598	2 624	-1%	6%	27%
Wynik prowizyjny	736	771	-5%	-1%	25%
WNDB	3 732	3 880	-4%	5%	26%
Koszty operacyjne	-1 808	-1 551	17%	7%	29%
Saldo rezerw	-594	-320	86%	83%	15%
Zysk netto	657	723	-9%	-24%	33%

RBI Michał Konarski	akumuluj 23,05 EUR		wyniki: 14-05-2020		
(mln EUR)	1Q'20P	4Q'19	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	899	881	2%	9%	24%
Wynik prowizyjny	411	489	-16%	2%	23%
WNDB	1 301	1 456	-11%	9%	24%
Koszty operacyjne	-872	-834	5%	4%	26%
Saldo rezerw	-151	-154	-2%	-	51%
Zysk netto	179	353	-49%	-21%	15%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Słaby wynik Handlowego, zanieczyszczony w Pekao

- Rozczarowujący wyniki pokaże Bank Handlowy, zaś Pekao przedstawi liczby wyjątkowo zanieczyszczone przez zdarzenia jednorazowe.

- Wynik odsetkowy spadnie sezonowo do 288 mln PLN, co oznacza NIM na poziomie 2,22%.
- Spodziewamy się salda rezerw na poziomie 66,5 mln PLN, z czego około 40 mln przypisujemy rezerwom związanym z COVID-19. Oznacza to CoR na poziomie 1,25%.
- Zakładamy spadek wyniku handlowego do 110 mln PLN (-5% Q/Q i -12% R/R), co jest rozczarowaniem w skali całego roku.

- Wyniki pod wpływem składki na BFG (58,2 mln) oraz rezerwy na CHF (55 mln PLN). Przypominamy też, że bank cały czas mierzy się z wyższymi kosztami w związku z fuzją z Eurobankiem.

- Zakładamy spadek marży odsetkowej o 9 p.b. do 2,74% głównie ze względu na efekt sezonowy, w efekcie NII spadnie o około 3% do 671 mln PLN.

- Ostatecznie spodziewamy się, że wynik netto będzie słabszy o 65% R/R.

- Wyniki zanieczyszczone przez zdarzenia jednorazowe w postaci składki na BFG 208 mln PLN, rezerwy na zwolnienia 130 mln PLN, dodatkowe rezerwy 200 mln PLN na COVID-19 oraz rewaluację udziałów w Visa 30 mln PLN.

- Kwartalna marża odsetkowa spadnie o 7 p.b. do 2,75% ze względu na efekt sezonowy.

- Saldo rezerw wyniesie 380 mln PLN, z czego 200 mln to rezerwy związane z COVID-19.

- Wynik pod wpływem składki na BFG (295 mln PLN), rezerwy na kredyty CHF (85 mln PLN), rezerwy na tzw. „małe TSUE” (70 mln PLN), rezerwy związanych z COVID-19 (215 mln PLN) oraz rewaluacji udziałów w Visa.

- Spodziewamy się sezonowego skurczenia NIM o 4 p.b. do 2,98%, co będzie oznaczać 1% spadku NII do 2,6 mld PLN.

- Ostatecznie spodziewamy się, że zysk netto będzie gorszy R/R o 24% i wyniesie 656,6 mln PLN.

- Spadek wyniku netto o 49% Q/Q i 21% R/R.

- Wyniki dotknięte przez odpis goodwillu w wysokości 60 mln EUR, podatkami bankowymi w wysokości 73 mln EUR oraz składką resolution w wysokości 55 mln EUR.

- Oczekujemy płaskiego salda rezerw w kwartale (151 mln EUR), które ma potencjał do pozytywnego zaskoczenia.

- Strona przychodowa silna w ujęciu rocznym ze wzrostem WNDB na poziomie +9% R/R.

Finanse

Nieźle PZU oraz GPW

- Oczekujemy mocnych wyników przychodowych PZU oraz linii odszkodowań.

PZU	kupuj		wyniki:		
Michał Konarski	35,93 PLN		29-05-2020		
(mln PLN)	1Q'20P	4Q'19	q/q	r/r	YTD*
Skł. przyp. brutto	6 048	6 690	-10%	2%	25%
Ubezp. majątkowe	3 883	4 572	-15%	21%	25%
Ubezp. na życie	2 165	2 220	-3%	5%	25%
Odszkodowania	-3 577	-3 775	-5%	-3%	23%
Koszty	-1 244	-1 391	-11%	3%	24%
Wynik bankowy	374	988	-62%	-64%	16%
Wynik techniczny	931	697	34%	53%	31%
Wynik inwestycyjny	31	623	-95%	-84%	2%
Zysk brutto	1 108	2 024	-45%	-35%	22%
Zysk netto	562	935	-40%	-27%	22%

Kruk	kupuj		wyniki:		
Michał Konarski	210,31 PLN		28-05-2020		
(mln PLN)	1Q'20P	4Q'19	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	179,4	302,9	-41%	-41%	14%
Zakup wierzyt.	176,5	286,7	-38%	-37%	15%
Inkaso	-15,0	3,3	-	-	-
Koszty pośr. i bezp.	145,3	163,4	-11%	14%	25%
Marża pośrednia	34,0	139,6	-76%	-81%	5%
Zysk operacyjny	-21,5	78,7	-	-	-5%
Zysk brutto	-33,4	54,9	-	-	-10%
Zysk netto	-29,7	31,6	-	-	-10%

GPW	kupuj		wyniki:		
Mikołaj Lemańczyk	47,82 PLN		14-05-2020		
(mln PLN)	1Q'20P	4Q'19	q/q	r/r	YTD*
Przychody	93,0	80,0	16%	10%	29%
EBITDA	47,0	41,0	14%	22%	29%
marża EBITDA	0,5	0,5	-	-	-
EBIT	37,0	32,0	17%	27%	29%
Zysk netto	30,0	12,0	165%	25%	27%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- GPW dzięki wysokim wolumenom również powinna pokazać dobry zestaw wyników, przestrzegamy jednak przed nadmiernym optymizmem ze względu na rosnącą bazę kosztową.

- Sezonowy spadek składki przypisanej brutto o 10% Q/Q, głównie po stronie segmentu majątkowego.
- Oczekujemy spadku odszkodowań na poziomie 3% R/R zarówno w segmencie majątku jak i życia. Znaczna część spadku przypisana jest produktom inwestycyjnym.
- Spadek wyniku inwestycyjnego do 31 mln PLN, głównie ze względu na rynek akcji, hedging i produkty inwestycyjne.
- Lekki wzrost kosztów operacyjnych o 3% R/R oraz znaczący spadek wyniku z banków w kwartale (-64% R/R).
- Prognoza zysku netto za 1Q stanowi 22% naszej prognozy rocznej, co uważamy za pozytywny rezultat biorąc pod uwagę odwrócenie wyniku inwestycyjnego w 2Q.

- Prognozujemy stratę netto na poziomie 29,7m PLN, ze względu na negatywne rewaluacje (około 80 mln PLN) spowodowane spowolnieniem w gospodarkach oraz przez odpis goodwillu w hiszpańskiej spółce Inkaso.
- Ze względu na późny start kwarantanny oczekujemy, że koszty bezpośrednie spadną nieznacznie o 11% Q/Q, ale wzrosną o +14% R/R.
- Pozytywnie w kwartale powinny wyglądać koszty finansowe wsparte przez kurs RON/EUR.

- Dobre wolumeny na rynkach finansowych napędzą przychody do 92,8 mln PLN (+16% Q/Q i +10% R/R).
- Zakładamy wzrost kosztów operacyjnych do 56,3 mln PLN (+19% Q/Q) ze względu na rezerwę na opłatę dla KNF (+10,4 mln PLN), ale również z powodu wzrostu kosztów osobowych.
- Ostatecznie wynik wzrośnie o 164% Q/Q (zdarzenia jednorazowe w 4Q'19) oraz 25% R/R.

Chemia

Chemia w 1Q'20 bez wpływu COVID-19

- Naszym zdaniem spółki chemiczne w 1Q'20 nie odczują negatywnego wpływu COVID-19 na wyniki.
- Wynikom sprzyjało ograniczenie konkurencji z Chin, które

Ciech		kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		45,14 PLN		27-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	842,4	952,7	-12%	3 233,4	26%
EBITDA	159,7	160,3	0%	677,7	24%
EBITDA skor.	168,7	159,6	6%	677,7	25%
marża EBITDA	19,0%	16,8%		21,0%	
EBIT	81,1	83,4	-3%	352,6	23%
Zysk netto	54,3	62,6	-13%	225,6	24%

Grupa Azoty		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		28,42 PLN		21-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	3 146,4	3 364,9	-7%	9 614	33%
EBITDA	456,1	610,0	-25%	1 211,2	38%
EBITDA skor.	456,1	608,4	-25%	1 211,2	38%
marża EBITDA	14,5%	18,1%		12,6%	
EBIT	247,2	408,1	-39%	406,6	61%
Zysk netto	164,2	294,8	-44%	211,5	78%

Surowce

Wyniki w wydobywaniu pod presją

- Niższe ceny surowców i presja kosztowa przełoży się naszym zdaniem na spadek wyników finansowych spółek górniczych w 1Q'20.

JSW		sprzedaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		9,78 PLN		21-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1 997	2 523	-21%	7 504	27%
EBITDA skor.	-61	447	-	600	-10%
EBITDA	-46	612	-	600	-8%
marża EBITDA	-2,3%	24,3%		8,0%	
EBIT	-296	400	-	-495	60%
Zysk netto	-209	295	-	-452	46%

KGHM		sprzedaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		46,83 PLN		13-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	5 365	5 488	-2%	20 250	26%
EBITDA skor.	1 260	1 454	-13%	3 231	39%
marża EBITDA	23,5%	26,5%		16,0%	
EBIT skor.	760	1 001	-24%	1 200	63%
Zysk netto skor.	447	552	-19%	603	74%

Paliwa

Mocne wyniki w rafineriach, tąpnięcie w upstream

- W wydobywaniu oczekujemy znacznych spadków r/r, a i tak będzie to najlepszy kwartał w tym roku. Otoczenie makro mocno sprzyjało za to w sektorze downstream i wykonanie

PGNiG		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		4,44 PLN		04-06-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	13 027	14 340	-9%	34 498	38%
skor. EBITDA	1 983	2 160	-8%	5 848	34%
EBITDA	1 968	2 165	-9%	5 673	35%
EBIT	1 037	1 383	-25%	2 309	45%
Dział. finansowa	-30	27	-	-228	-
Zysk netto	776	1 063	-27%	1 785	43%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

borykały się z problemami produkcyjnymi i transportowymi.

- Na wynikach 1Q'20 zdecydowanie lepiej będzie wyglądać Grupa Ciech niż Azoty.

- Wynik w 1Q'20 sprzyjać będzie spadek kosztów gazu i węgla koksowego w segmencie sody oraz wyższe ceny jej sprzedaży.
- Porównywalne r/r wyniki mogą mieć miejsce w segmencie organiki, natomiast nieco słabsze w szkło. Raportowane wyniki obciążone będą przez koszty programu motywacyjnego (5 mln PLN) oraz koszty reorganizacji.
- Oczekujemy wzrosty r/r EBITDA oczyszczonej o 6% r/r.

- W 1Q'20 oczekujemy, że spadające ceny gazu wpłyną na poprawę wyniku EBITDA w segmencie nawozów, ale słabsze otoczenie makroekonomiczne wpłynie na drastyczny spadek wyników w segmentach tworzyw sztucznych i produktów chemicznych.

- Oczekujemy, że spółka w 1Q'20 nie rozpozna jeszcze rekompensaty z tytułu wyższych kosztów CO₂.

- Oczekujemy, że outlook na 2Q'20 może być jeszcze słabszy, szczególnie w przypadku JSW, która ogłosiła stan siły wyższej. KGHM w kolejnych okresach może borykać się ze spadkiem sprzedaży miedzi.

- Słaba sprzedaż węgla w 1Q'20 oraz realizowane ceny z dyskontem do rynku przełożą się na wyraźny spadek wyników finansowych.

- Grupa mimo bardzo dobrych wyników produkcyjnych w 1Q'20 z trudem znajdowała klientów na oferowany węgiel.
- Dodatkowo wyraźny wzrost zapasów do 2,5 mln ton przekładać się będzie na ujemny OCF i wzrost zadłużenia Grupy.

- W 1Q'20 pozytywnie na wyniki wpływać będą wyższe ceny i wolumeny sprzedaży metali szlachetnych (+0,2 mld PLN r/r). Z drugiej strony nieco słabszy wolumen sprzedaży miedzi i ceny będą ciężać rezultatom (-0,3 mld PLN).

- W wynikach widoczne powinny być również 5% wyższe wynagrodzenia i około 7-10% r/r wyższe ceny energii.

rocznych prognoz jest wysokie, ale 2Q będzie trudniejszy (niższe wolumeny, widoczna już presja na marże). W PGN mocny segment obrotu powinien być dobrym prognozykiem na kolejne okresy.

- Skor. EBITDA w wydobywaniu 0,65 mld PLN vs 1,3 mld PLN 1Q'19, na spadku cen węglowodorów, w tym gazu sprzedawanego do segm. obrotu.
- W obrocie znaczna poprawa 0,38 mld PLN z -0,07 mld PLN przez lepszy wynik PGNiG OD i niższe koszty zakupu gazu.
- W dystrybucji poprawa r/r (+10% na wolumenach i kosztach bilansowania), w segm. ciepła EBITDA -13% (efekt niższych wolumenów i kosztów CO₂).

Energetyka

Wykonanie 3M zgodne ze wzorcem sezonowym

- Szacujemy, że wyniki sektora za 1Q'20 zapewnią wykonanie naszych rocznych prognoz skor. EBITDA na poziomie 29%, co wpisuje się we wzorec sezonowy.

CEZ Kamil Kliszcz	akumuluj 527,86 CZK			wyniki: 12-05-2020	
(mln CZK)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	55 693	51 849	7%	229 058	24%
skor. EBITDA	22 401	21 279	5%	63 680	35%
EBITDA	22 401	21 279	5%	63 680	35%
EBIT	14 998	13 801	9%	33 219	45%
Dział. finansowa	-1 729	-1 585	-	-7 260	-
Zysk netto	10 748	9 825	9%	20 812	52%

Enea Kamil Kliszcz	zawieszona			wyniki: 22-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	4 141	4 010	3%	18 326	23%
skor. EBITDA	839	764	10%	3 298	25%
EBITDA	839	799	5%	3 274	26%
EBIT	455	441	3%	1 741	26%
Dział. finansowa	-70	-69	-	-280	-
Zysk netto	299	246	22%	1 079	28%

Energia Kamil Kliszcz	zawieszona			wyniki: 10-06-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	3 019	2 971	2%	12 560	24%
skor. EBITDA	649	727	-11%	2 132	30%
EBITDA	649	555	17%	2 132	30%
EBIT	390	291	34%	1 019	38%
Dział. finansowa	-76	-70	-	-372	20%
Zysk netto	238	186	28%	552	43%

PGE Kamil Kliszcz	zawieszona			wyniki: 26-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	10 353	9 561	8%	41 772	25%
skor. EBITDA	1 786	1 749	2%	6 483	28%
EBITDA	1 786	1 889	-5%	6 349	28%
EBIT	758	950	-20%	2 225	34%
Dział. finansowa	-175	-197	-11%	-525	33%
Zysk netto	450	585	-23%	1 380	33%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Jednak należy pamiętać, że 2Q będzie trudniejszy z uwagi na lockdown (niższe wolumeny, niezbilansowanie portfela) i nie można wykluczyć nieznaczących rewizji. Najbezpieczniej w tym kontekście wygląda obecnie CEZ.

- W wytwarzaniu EBITDA 12,7 mld CZK vs. 12 mld CZK przed rokiem – efekt wyższej ceny częściowo zneutralizowany przez wolumen w el. atomowych i ciepłe.
- W segmencie OZE nie zakładamy większych zmian r/r.
- W dystrybucji EBITDA powinna wzrosnąć o 4% dzięki niższemu kosztowi bilansowania, natomiast w obrocie zakładamy przyrost wyników o 0,4 mld CZK na poprawie marż i rosnącej kontrybucji ESCO.
- W wytwarzaniu pomimo widocznych w danych PSE spadków wolumenów oczekujemy powtórzenia EBITDA na poziomie prawie 0,4 mld PLN (efekt mechanizmu redukcji i odkupu niewyprodukowanej energii na rynku spot).
- Dystrybucja powinna poprawić wynik r/r o 10% z uwagi na jednorazowe koszty w 1Q'19 na -25 mln PLN.
- Dzięki rezerwom z 4Q, EBITDA obrotu sięgnie +35 mln PLN
- EBITDA LWB została już opublikowana na 135 mln PLN.
- W wytwarzaniu zakładamy spadek EBITDA r/r (87 mln PLN vs 118mln PLN) z uwagi na niższe ceny spot w OZE oraz spadek zapotrzebowania na produkcję wymuszoną.
- W dystrybucji również oczekujemy niższego wyniku r/r (-5%) z/w na efekt bazy (pozytywny efekt bilansowania).
- W obrocie znaczna poprawa r/r na EBITDA (55 mln PLN vs -95 mln PLN – brak wpływu zamrożenia cen (w 1Q'19 obniżone cenniki bez rekompensat) oraz wzrost marż.
- EBITDA w energetyce konwencjonalnej -12% r/r z uwagi na niższy load factor w blokach na w. brunatny, ubytek darmowych uprawnień i niższy CDS; w segmencie ciepła również spadek EBITDA r/r o 15% (wolumeny, koszt CO2).
- W segmencie OZE wynik zbliżony r/r mimo wyższych wolumenów z uwagi na niższe ceny spotowe.
- W dystrybucji 4% spadek EBITDA z uwagi na presję kosztową. W obrocie znaczna poprawa r/r (wyższe marże), ale zneutralizowana odwracaniem rezerw na konsolidacji.

Telekomunikacja

Dobry 1Q'20

- Wpływ COVID-19 na sezon 1Q'20 jest niewielki w przypadku OPL i NET, które już opublikowały wyniki. Oczekujemy podobnej sytuacji także w PLY i CPS.

Cyfrowy Polsat		trzymaj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		24,10 PLN		12-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 820	2 792	1%	11 376	25%
EBITDA	1 018	1 038	-2%	4 026	25%
marża EBITDA	36,1%	37,2%	-	35,4%	
EBIT	451	491	-8%	1 850	24%
Zysk brutto	224	375	-40%	1 527	15%
Zysk netto	168	297	-43%	1 221	14%

Play		kupuj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		33,50 PLN		12-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1 743	1 686	3%	6 933	25%
EBITDA	599	574	4%	2 330	26%
marża EBITDA	34,4%	34,0%	-	33,6%	
EBIT	369	358	3%	1 396	26%
Zysk brutto	269	275	-2%	1 052	26%
Zysk netto	210	214	-2%	797	26%

Media

Słaby 1Q'20, istotne pogorszenie trendów z 2019 r.

- Oczekujemy słabych wyników zarówno w WPL jak i w AGO.
- Widoczne będą: spowolnienie na rynku reklamy ze stycznia i lutego 2020 r., pierwsza negatywna reakcja na COVID-19.

Agora		akumuluj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		8,60 PLN		29-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	273,1	308,4	-11%	891,9	31%
EBITDA	21,3	37,9	-44%	55,5	38%
marża EBITDA	7,8%	12,3%	-	6,2%	
EBIT	-20,5	0,5	-	-111,9	-
Zysk brutto	-82,0	-3,7	-	-135,9	-
Zysk netto	-82,2	-5,0	-	-136,9	-

Wirtualna Polska		redukuje		wyniki:	
Paweł Szpigiel		63,10 PLN		26-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	153,0	157,0	-3%	592,8	26%
EBITDA	40,9	42,3	-3%	168,7	24%
marża EBITDA	26,7%	26,9%	-	28,5%	
EBIT	20,2	23,7	-15%	91,5	22%
Zysk brutto	15,0	19,8	-24%	74,5	20%
Zysk netto	11,7	14,1	-17%	58,2	20%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Oczekujemy dość pozytywnego guidance na cały rok w spółkach telekomunikacyjnych przy okazji 1Q'20.

- Pozytywny wpływ podniesienia cen za kanały Polsatu.
- Marża na sprzęcie stabilna R/R.
- Wzrost kosztów kontentu (wpływ Ekstraklasy), spadek kosztów dystrybucji i marketingu (niższe prowizje dla sprzedawców, oszczędności na reklamie).
- Rewaluacja zobowiązań w EUR (w tym UMTS) przełoży się na wysokie koszty finansowe.
- Neutralny wpływ Netii.

- Wzrost przychodów o 3,4% R/R, pomimo spadku obrotów sprzętem o 10% R/R.
- Kontynuacja wzrostu ARPU (+2,8% ARPU detaliczne w 1Q'20 R/R).
- Wysoką marżę na sprzęcie (zakładamy 17,5%).
- EBITDA Skorygowana powinna wynieść 603,7 mln PLN, tj. +4,7% R/R.

- Duża liczba zdarzeń jednorazowych.
- Oczyszczona EBITDA ex.MSSF16 -13% R/R.
- Pierwszy wpływ COVID-19 na segmenty reklamowe: Radio i Outdoor.
- Spadek EBITDA w segmencie Film i Książka z/w na zamknięcie kin w połowie marca.
- Poprawa wyników R/R w segmencie Prasa i Druk oraz Internet.

- Wzrost przychodów gotówkowych segmentu mediowego szacujemy na ok. 4-5%.
- Znaczne spadki w części e-commerce ze względu na znaczny spadek obrotów z turystyki, stagnację w części fashion, niższe dynamiki niż w 2019 r. w części finanse i samochody.
- EBITDA skorygowana ex. MSSF16 i oczyszczona o 1,0 mln PLN straty na biznesie TV na 39,7 mln PLN (tj. -9,7% R/R).

IT

Bez istotnego wpływu COVID-19 na 1Q'20

- Spodziewamy się, że negatywny wpływ COVID-19 przyjdzie z pewnym opóźnieniem.
- Bardzo dobre wyniki 1Q'20 w Asseco SEE.

Ailleron Paweł Szpigiel	równoważ			wyniki: 29-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	33,6	30,6	10%	147,7	23%
EBITDA	3,6	3,4	5%	17,1	21%
marża EBITDA	10,7%	11,2%	-	11,6%	
EBIT	1,6	1,3	23%	8,8	18%
Zysk brutto	1,0	1,1	-4%	7,3	14%
Zysk netto	0,8	0,5	75%	6,2	14%

Asseco Poland Paweł Szpigiel	trzymaj 63,90 PLN			wyniki: 19-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2730,1	2452,2	11%	-	25%
EBITDA	397,4	396,1	0%	1484,2	27%
marża EBITDA	14,6%	16,2%	-	13,8%	
EBIT	239,4	224,7	7%	848,4	28%
Zysk brutto	199,4	200,1	0%	841,1	24%
Zysk netto	71,4	79,6	-10%	293,4	24%

Atende Paweł Szpigiel	równoważ			wyniki: 18-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	61,5	74,1	-17%	256,2	24%
EBITDA	2,9	5,7	-49%	17,3	17%
marża EBITDA	4,7%	7,7%	-	6,8%	
EBIT	-1,0	2,2	-	9,3	-
Zysk brutto	-0,8	1,5	-	8,8	-
Zysk netto	-0,7	1,2	-	6,6	-

Comarch Paweł Szpigiel	kupuj 250,00 PLN			wyniki: 15-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	369,2	338,7	9%	1590,2	23%
EBITDA	55,3	41,2	34%	257,5	21%
marża EBITDA	15,0%	12,2%	-	16,2%	
EBIT	34,3	20,9	64%	170,0	20%
Zysk brutto	9,3	19,4	-52%	166,5	6%
Zysk netto	1,3	7,0	-81%	117,2	1%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Wzrost przychodów, głównie w obszarze Enterprise Services.
- Spadek marży brutto ze sprzedaży i koszty SG&A na stabilnym R/R poziomie.
- Zysk EBITDA szacujemy na 3,6 mln PLN, tj. +5% R/R.
- Zakładamy efektywną stopę podatkową= 19,0%, zysk netto powinien wtedy wynieść 0,8 mln PLN.

- Dalszy spadek wyników segmentu polskiego (zakładamy >12% R/R spadku zysku operacyjnego).
- Wzrost wyników segmentu izraelskiego, ale spadek wyników rynku zachodnioeuropejskiego.
- Pomimo wzrostu przychodów, zakładamy spadek zysku netto o >10% R/R, co schłodzi sentyment do spółki.
- Wpływ współpracy z Cyfrowym Polsatem będzie niewidoczny jeszcze w 1Q'20.

- Słaby 1Q'20 w Atende.
- Zakładamy spadek obrotów jednostki dominującej o >15% i pogorszenie się rentowności brutto ze sprzedaży.
- Spółka matka powinna wygenerować stratę operacyjną.
- Wyraźny brak spółki Sputnik, sprzedanej pod koniec 2019 roku, stąd naszym zdaniem spółki córki także wygenerują stratę operacyjną.

- Poprawa przychodów ze sprzedaży o 9% R/R dzięki wysokim rezultatom w obszarze TMT oraz handel i usługi.
- Poprawa marży brutto o 2,4 p.p. R/R. i stabilne koszty SG&A R/R (szacujemy je na 55,3 mln PLN w 1Q'20).
- Zakładamy saldo na pozostałej dział. operacyjnej rzędu -7,0 mln PLN (odpisy na należności) oraz saldo -25 mln PLN na dział. finansowej (wpływ f/x).
- Zysk netto powinien wynieść zaledwie 1,0 mln PLN.

Gaming

Pozostanie w domach sprzyja sprzedaży gier

- Oczekujemy dobrych wyników w spółkach z segmentu gier wideo.
- Najwyższą dynamikę wyniku powinien odnotować TEN.

11 bit studios	trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz	422,00 PLN			14-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	20,7	14,3	45%	77,1	27%
EBITDA	10,3	7,3	41%	24,4	42%
marża EBITDA	49,6%	51,2%		31,7%	
EBIT	7,9	5,7	38%	16,9	47%
Zysk brutto	7,7	6,0	29%	15,1	51%
Zysk netto	6,2	4,4	40%	13,8	45%

CD Projekt	trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz	342,50 PLN			28-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	158,3	127,3	24%	3276,0	5%
EBITDA	78,7	34,2	130%	2816,4	3%
marża EBITDA	49,7%	26,8%		86,0%	
EBIT	65,5	32,8	100%	2488,5	3%
Zysk brutto	68,0	36,3	87%	2614,1	3%
Zysk netto	60,5	41,4	46%	2326,5	3%

Ten Square G	trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz	462,00 PLN			25-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	94,9	45,3	109%	416,8	23%
EBITDA	37,9	12,5	204%	147,2	26%
marża EBITDA	40,0%	27,6%		35,3%	
EBIT	37,5	12,3	205%	145,3	26%
Zysk brutto	37,5	12,7	196%	145,3	26%
Zysk netto	33,8	10,4	226%	130,7	26%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Premiera serialu Wiedźmin przez Netflix pod koniec 2019 roku oraz wydanie gry Wiedźmin na Nintendo Switch powinno wspierać wyniki sprzedażowe CDR.

- Sprzedaż napędzana przez udaną premierę drugiego dodatku do Frostpunk oraz rozpoznanie zaliczki na ten dodatek (zakładamy 1,1 mln USD).
- Nieznaczny wzrost kosztów wynagrodzeń r/r oraz kosztów usług obcych r/r.

- Kontynuacja bardzo dobrych trendów sprzedażowych z 4Q 2019 r. Zakładamy wysoką sprzedaż w segmencie produkcji gier napędzaną ze względu na pozytywny wpływ serialu Netflix na zainteresowanie uniwersum Wiedźmina, utrzymującą się wysoką sprzedaż Wiedźmina na Nintendo Switch oraz dużą ilość promocji w okresie.

- Zakładamy utrzymanie kosztów sprzedaży na poziomie niższym q/q (brak rezerw na premie oraz niższe koszty marketingu).

- Zakładamy sprzedaż zgodnie z opublikowanym przez spółkę raportem.
- Koszty marketingu zakładamy na poziomie 20,4 mln PLN w 1Q'20 vs. 15,5 mln PLN w 1Q'19.
- Zwracamy uwagę na znacznie wyższy wzrost sprzedaży r/r niż kosztów marketingu, co pozytywnie wpływa na rentowność spółki.

Przemysł

Pierwsze oznaki wpływu COVID-19 na wyniki

- W 1Q'20 oczekujemy pierwszych oznak negatywnego wpływu epidemii COVID-19 na wyniki. Szczególnie będzie to widoczne u poddostawców Automotive (AML, BRS), czy

Alumetal		równoważ		wyniki:	
Jakub Szkopek				14-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	325,8	406,4	-20%	1295,4	25%
EBITDA	23,7	24,8	-4%	72,6	33%
marża EBITDA	7,3%	6,1%		5,6%	
EBIT	15,1	16,3	-7%	40,2	38%
Zysk netto	11,3	15,0	-25%	30,6	37%

Amica		równoważ		wyniki:	
Jakub Szkopek				29-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	636,8	679,7	-6%	2604,7	24%
EBITDA	36,3	43,0	-16%	150,4	24%
marża EBITDA	5,7%	6,3%		5,8%	
EBIT	23,2	30,0	-23%	94,7	25%
Zysk netto	14,9	13,3	12%	63,3	24%

Apator		równoważ		wyniki:	
Jakub Szkopek				15-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	214,6	212,5	1%	842,5	26%
EBITDA	32,9	33,3	-1%	123,4	27%
marża EBITDA	15,3%	15,7%		14,6%	
EBIT	21,1	21,6	-2%	73,3	29%
Zysk netto	15,6	15,2	2%	52,6	30%

Astarta		przeważaj		wyniki:	
Jakub Szkopek				21-05-2020	
(mln UAH)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 844	3 593	-21%	13 831	21%
EBITDA	344,3	422,2	-18%	3 158,9	11%
marża EBITDA	12,1%	11,8%		23,0%	
EBIT	-35,7	35,0	-	1986,5	-
Zysk netto	-1085,2	-137,6	-	473,7	-

Boryszew		niedoważaj		wyniki:	
Jakub Szkopek				28-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1474,9	1504,5	-2%	5751,4	26%
EBITDA	80,2	90,2	-11%	315,8	25%
marża EBITDA	5,4%	6,0%		7,0%	
EBIT	28,5	48,5	-41%	110,1	26%
Zysk netto	5,9	15,6	-62%	20,3	29%

Famur		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		2,20 PLN		27-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	358,3	473,6	-24%	1196,2	30%
EBITDA	96,0	135,2	-29%	332,5	29%
marża EBITDA	26,8%	28,5%		14,6%	
EBIT	51,0	88,4	-42%	172,5	30%
Zysk netto	38,0	65,0	-41%	136,7	28%

Forte		niedoważaj		wyniki:	
Jakub Szkopek				21-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	276,0	319,5	-14%	980,5	28%
EBITDA	41,1	38,4	7%	121,4	34%
marża EBITDA	14,9%	12,0%		12,4%	
EBIT	27,1	24,4	11%	63,9	42%
Zysk netto	-5,1	13,9	-	32,3	-

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

eksporterów (AMC, FTE).

- Eksporterzy posiadający zadłużenie w walutach obcych odczuwają wpływ negatywnych różnic kursowych na wyniki (AMC, AML, FTE, MGT, STL).

- W 1Q'20 oczekujemy 21% r/r spadków wolumenów sprzedaży, co częściowo rekompensowane będzie przez wyższe marże realizowane na produktach.
- Negatywnie na wynik netto w 1Q'20 będzie wpływać osłabienie PLN do EUR – efekt, negatywne przeszacowanie zadłużenia na 1 mln PLN.

- 1Q'20 naszym zdaniem przyniesie pierwszy kwartał spadków sprzedaży wywołanych przez epidemię COVID-19.
- Dodatkowo problemy w dostawach towarów i komponentów z Chin w 1Q'20 mogły naszym zdaniem przełożyć się na tymczasowy wzrost kosztów.
- Powtórzenie zeszłorocznych wyników jest naszym zdaniem praktycznie niemożliwe.

- W 1Q'20 głównym motorem sprzedaży i wyników finansowych będzie segment gazu. Słabiej r/r radzić będzie sobie segment energii elektrycznej i wody.
- Oczekujemy, że sprzedaż liczników gazu zrekompensuje spadki obrotów w innych liniach biznesowych. Podobnie powinno być na poziomie wyników finansowych.

- Słabsze wolumeny sprzedaży zbóż w 1Q'20 oraz niższe ich ceny przełożą się na spadek EBITDA o 18% r/r. Częściowo rekompensować będą to wyższe wolumeny sprzedaży cukru.
- Osłabienie UAH do EUR będzie mieć wpływ na przeszacowanie wartości portfela kredytów i ujemne różnice kursowe w kwocie 860 mln UAH.

- W 1Q'20 oczekujemy pierwszych oznak spowolnienia w segmencie metali i motoryzacji.
- W wynikach widoczne może być czasowe wstrzymanie zakładu Maflow w Chinach.
- Zakładamy również, że przejęta Alchemia nie wygeneruje dodatniej EBITDA w 1Q'20.

- W 1Q'20 oczekujemy spadku przychodów r/r związanych ze sprzedażą PBSz oraz konsolidacji Famak jedynie przez pół kwartału. Zakładamy, że przy stracie operacyjnej Famak Grupa wypracuje wynik EBITDA o 29% r/r niższy. Oczekujemy również negatywnego salda pozostałej działalności operacyjnej na około 15 mln PLN związanego z potencjalnymi rezerwami.

- Spółka podała już prognozę wyników na 1Q'20, nasze prognozy nie różnią się znacząco.
- Negatywnie na wynik netto w 1Q'20 będzie wpływać osłabienie PLN do EUR – efekt, negatywne przeszacowanie zadłużenia na 27 mln PLN.

Kernel Jakub Szkopek	trzymaj 47,25 PLN			wyniki: 29-05-2020	
(mln USD)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	825,9	802,5	3%	4243,9	63%
EBITDA	64,6	55,3	17%	338,7	83%
marża EBITDA	7,8%	6,9%		8,0%	
EBIT	36,8	36,0	2%	243,0	82%
Zysk netto	-28,6	25,9	-	130,4	55%

Kruszwica Jakub Szkopek	przeważaj			wyniki: 15-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	762,5	726,2	5%	2803,4	27%
EBITDA	44,6	45,9	-3%	160,5	28%
marża EBITDA	5,8%	6,3%		5,7%	
EBIT	37,6	38,9	-3%	132,0	29%
Zysk netto	29,4	30,6	-4%	110,2	27%

Pozbud Jakub Szkopek	równoważ			wyniki: 26-06-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	62,3	38,3	63%	244,5	26%
EBITDA	5,9	8,4	-29%	16,0	37%
marża EBITDA	9,5%	21,9%		6,5%	
EBIT	4,4	6,8	-36%	9,1	48%
Zysk netto	3,4	5,0	-32%	6,6	51%

Stelmet Jakub Szkopek	kupuj 9,04 PLN			wyniki: 25-06-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	174,8	189,4	-8%	523,4	46%
EBITDA	21,1	21,2	-1%	63,8	50%
marża EBITDA	12,1%	11,2%		12,0%	
EBIT	10,5	10,6	-1%	22,4	48%
Zysk netto	-0,8	1,7	-	8,1	23%

TIM Piotr Poniatowski	przeważaj			wyniki: 20-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	231,5	207,5	12%	888,3	26%
EBITDA	12,4	11,9	4%	52,8	23%
marża EBITDA	5,3%	5,7%		5,9%	
EBIT	7,6	7,1	6%	32,0	24%
Zysk netto	4,7	3,9	21%	19,3	24%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

■ Poprawa marży w segmencie olejów i infrastruktury zaważy naszym zdaniem na wzroście wyników w 1Q'20. Z drugiej strony wyraźnie słabsze r/r wyniki zaraportuje segment produkcji rolnej.

■ Na poziomie wyniku netto oczekujemy 37 mln USD ujemnych różnic kursowych z tytułu osłabienia UAH do USD.

■ Epidemia COVID-19 naszym zdaniem mogła się przełożyć na wzrost sprzedaży olejów w 1Q'20.

■ Naszym zdaniem przy zbliżonych r/r marżach Grupa ma szansę na utrzymanie wysokich zeszłorocznych wyników w 1Q'20.

■ W 1Q'20 oczekujemy wysokich przychodów w segmencie budowlanym, gdzie sprzyjały warunki pogodowe.

■ Niestety zakładamy, że ubiegłoroczne marże są nie do powtórzenia i w efekcie oczekujemy spadku r/r wyników finansowych.

■ Rynek z uwagą obserwować będzie przepływy operacyjne i zadłużenie na koniec 2019 r. i 1Q'20.

■ W 1Q'20 oczekujemy 7% r/r spadków sprzedaży DAO i 16% r/r spadków pellet.

■ Wyższe ceny w walutach zagranicznych i sprzyjający kurs EUR/PLN zrekompensują negatywny wpływ wyższych kosztów.

■ W prognozie wyniku netto uwzględniamy ujemną wycenę kredytów w walutach obcych (-10,6 mln PLN).

■ Do wstępnych przychodów jednostk. TIM (210,2 mln PLN, +10,0% r/r) należy dodać Rotopino (zakładamy 0 dynamikę) i 3LP (oczekujemy poprawy wyników sprzed roku głównie dzięki kontraktowi z IKEA).

■ Pomimo oczekiwanego spadku marżowości w kanale offline (i przy utrzymaniu rentowności online), oczekujemy wzrostu wyników operacyjnych o ok. 5%.

Handel

Mocny wpływ COVID-19 na wyniki

- Zamknięcie sklepów/restauracji w związku z wprowadzonym ograniczeniem handlu negatywnie przełożyło się na wyniki AmRest, CCC, LPP i VRG.

AmRest Piotr Bogusz		trzymaj 40,00 PLN		wyniki: -	
(mln EUR)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2019	r/r
Przychody	403,0	444,9	-9%	1961,5	27%
Zysk brutto na sprz.	13,2	64,6	-80%	319,2	29%
marża	3,3%	14,5%			
EBITDA	36,3	76,8	-53%	247,8	
marża EBITDA	9,0%	17,3%			
EBIT	-30,7	14,6	-310%	100,1	57%
Zysk brutto	-41,9	7,1	-691%	93,4	62%
Zysk netto	-32,0	3,7	-964%	65,1	51%

Dino Piotr Bogusz		redukuje 151,60 PLN		wyniki: 15-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 055	1 560	32%	9 880	21%
Zysk brutto na sprz.	493	383	28%	2 459	20%
marża	24,0%	24,6%		24,9%	
EBITDA	172,9	132,0	31%	929	19%
marża EBITDA	8,4%	8,5%		9,4%	
EBIT	123,5	94,6	30%	722	17%
Zysk brutto	109,3	82,3	33%	667	16%
Zysk netto	88,6	67,0	32%	534	17%

Eurocash Piotr Bogusz		trzymaj 20,50 PLN		wyniki: 13-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	5 966	5 483	9%	25 834	23%
Zysk brutto na sprz.	768	712	8%	3 435	22%
marża	12,9%	13,0%		13,3%	
EBITDA skor.	34,1	33,5	2%	467,2	7%
marża EBITDA	0,6%	0,6%		1,8%	
EBIT	-13,4	-9,7		238,1	
Zysk brutto	-41,3	-37,5		114,7	
Zysk netto	-43,5	-39,4		70,3	

Jerónimo Martins Piotr Bogusz		trzymaj 16,30 EUR		wyniki: 13-05-2020	
(mln EUR)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	4 719	4 247	11%	20 199	23%
Zysk brutto na sprz.	1 025	927	11%	4 459	23%
marża	21,7%	21,8%		22,1%	
EBITDA skor.	232,5	214,0	9%	1 172	20%
marża EBITDA	4,9%	5,0%		5,8%	
EBIT	126,6	116,0	9%	737	17%
Zysk brutto	118,6	108,0	10%	571	21%
Zysk netto	79,7	72,0	11%	540	15%

VRG Piotr Bogusz		trzymaj 2,00 PLN		wyniki: 20-05-2020	
(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	196,5	214,4	-8%	740,0	27%
Zysk brutto na sprz.	94,0	105,0	-10%	362,8	26%
marża	47,9%	49,0%		49,0%	
EBITDA skor.	-11,9	4,4		-15,2	78%
marża EBITDA	-6,1%	2,1%		-2,1%	
EBIT	-17,6	-1,2		-37,0	48%
Zysk brutto	-21,4	-4,0		-60,4	35%
Zysk netto	-20,3	-2,4		-61,6	28%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Spółki handlu spożywczego powinny odnotować płaski/poprawę wyniku r/r w 1Q'20. Zwracamy uwagę na potencjalne pogorszenie się wyników w 2Q'20 ze względu na niższą sprzedaż w okresie Świąt Wielkanocnych.

- Liczba restauracji wzrosła o 10% r/r. Zamknięcie restauracji w związku z COVID-19 przełożyło się według naszych szacunków na 9% r/r spadku sprzedaży.
- Po stronie kosztowej nie zakładamy istotnych oszczędności kosztowych po stronie wynagrodzeń, kosztów licencyjnych oraz kosztów najmu. Potencjalnych oszczędności kosztowych wynikających z wprowadzenia programów osłonowych oczekujemy w 2Q'20.
- Efekt dźwigni operacyjnej będzie wpływał negatywnie na wyniki spółki w 1H'20.

- Wzrost liczby działających sklepów w sieci wyniósł 22%. Zakładamy wzrost sprzedaży/mkw. o 5% r/r w 1Q'20.
- Zakładamy spadek marży brutto na sprzedaży o 0,6p.p. r/r wynikający z aktywności promocyjnej oraz efektu bazy.
- Wzrost efektywności sprzedaży powinien pozwolić na obniżenie narzutu kosztów SG&A na sprzedaż.
- Oczekujemy spadku marży EBITDA o 0,1p.p. r/r wynikający przede wszystkim ze spadku rentowności sprzedaży.

- Pomimo wzrostu sprzedaży r/r oczekujemy nieznacznej poprawy EBITDA r/r w 1Q'20, co wynika z zakładanej presji kosztowej.
- W segmencie hurtu zakładamy płaski wynik EBITDA r/r. Pozytywny wpływ wzrostu sprzedaży r/r na wynik powinien zostać stłumiony przez wzrost kosztów operacyjnych.
- Oczekujemy nieznacznie niższego wyniku EBITDA w segmencie detal, ze względu na zakładaną wyższą presję kosztową.

- Oczekujemy wysokiego jednocyfrowego wzrostu sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka oraz kontynuacji dynamicznego wzrostu lfl w sieci Ara.
- Wzrost bazy kosztowej powinien przełożyć się na zmniejszenie rentowności w sieci Biedronka r/r.
- Zwracamy uwagę, że restrykcje wprowadzone w związku z COVID-19 mogą negatywnie wpływać na wyniki sieci Hebe oraz Recheio (wysoki udział HoReCa).
- Oczekujemy spowolnienia dynamiki poprawy lfl w 2Q'20 ze względu na efekt bazy oraz gorszą sprzedaż r/r w okresie Świąt Wielkanocnych.

- Zamknięcie większości sklepów w związku z wprowadzonym ograniczeniem handlu w marcu, negatywnie przełożyło się na dynamikę sprzedaży r/r.
- Wyższy udział kanału e-commerce w sprzedaży oraz wyższa aktywność promocyjna przełożyły się na spadek marży brutto na sprzedaży.
- Koszty SG&A szacujemy na poziomie 112 mln PLN w 1Q'20 (+5% r/r).

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

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

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

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. 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_rynnek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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

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 świadczyć, 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

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: Alchemia, Allior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Hello SA, I2 Development, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Opono.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprez, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplup, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Trakcja, Unipet, 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: Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Hello SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA I Dom Maklerski, Pfeiderer Group, 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_rynnek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny 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.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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