

piątek, 24 lipca 2020 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 2Q 2020

Rynek akcji

Finanse

Uważamy, że wyniki w 2Q'20 pokażą coraz silniejszą polaryzację sektora bankowego. Nikogo nie powinien dziwić spadek linii przychodowych ze względu na kwarantannę oraz spadek stóp procentowych. Zgodnie z oczekiwaniami wszystkie banki pokażą dodatkowe rezerwy na COVID-19. Oprócz tego „banki frankowe” zawiążą kolejne rezerwy na ryzyko prawne. Zdecydowanym wygranym wyników kwartalnych powinien być bank PKO BP, w dalszej kolejności Pekao i ING. Po przeciwnej stronie znajdzie się Alior, który zanotuje stratę netto. Nasza zagregowana roczna prognoza wydaje się być niezagrażona. Ze spółek finansowych na plus wyróżniają się PZU i GPW, a z banków zagranicznych OTP.

Chemia

Wyniki skorygowane o zdarzenia jednorazowe będą niższe r/r zarówno w Ciech jak i w Grupie Azoty. W przypadku producenta nawozów rynek może ostrożnie ocenić perspektywy 2H'20.

Surowce

Niższa produkcja i ceny, to największy problem firm wydobywczych w 2Q'20. Zakładamy, że JSW poda słabsze r/r wyniki. Szansę na zbliżone r/r wyniki ma KGHM dzięki wyższym cenom metali szlachetnych.

Paliwa

Najbardziej dotknięte kryzysem COVID-19 będą w 2Q segmenty rafinerijny i wydobywczy, co szczególnie odbije się na wynikach Lotosu. Pozytywnych zaskoczeń oczekujemy po PGNiG (obróć) oraz MOL (petchem, midstream) i w tych spółkach identyfikujemy potencjał podniesienia prognoz 2020 roku.

Energetyka

Pomimo negatywnego wpływu COVID-19 na obrót i dystrybucję, wykonanie naszych rocznych prognoz skor. EBITDA w sektorze sięgnie po 6M około 54%. Najlepiej będzie to wyglądać w CEZ i Enei, a nieco słabiej w PGE, choć w tym wypadku za wcześniej jeszcze na rewizję FY2020.

Telekomunikacja, Media, IT

Spodziewamy się, że wpływ COVID-19 na sezon 2Q'20 wśród spółek telekomunikacyjnych będzie niewielki. Wszystkie spółki zaraportują stabilne wyniki z wyjątkiem CPS ze względu na część reklamową. Oczekujemy także dość pozytywnego guidance od Zarządów spółek na 2H'20. W sektorze mediowym spodziewamy się słabych wyników zarówno w WPL jak i w AGO. Oczekujemy relatywnie dobrych wyników ze spółek IT (żadna nie powinna zaraportować pogorszenia R/R). Bardzo dobre wyniki za 2Q'20 powinien zaraportować nasz top-pick czyli Asseco SEE (zakładamy wzrost EBITDA o 37% R/R).

Gaming

Wszystkie analizowane spółki powinny istotnie poprawić wyniki r/r w 2Q'20. Sprzedaży sprzyjał efekt COVID-19, niemniej w mniejszym stopniu niż w 1Q'20. Najwyższą dynamikę wyniku powinny odnotować 11B i TEN.

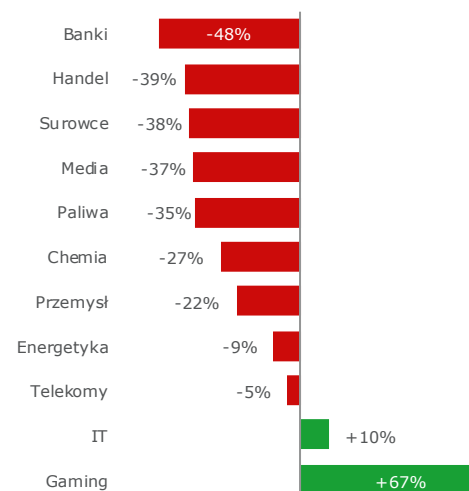
Przemysł

W 2Q'20 oczekujemy, że jedynie Amica, Grupa Kęty i TIM (20%) podadzą wyniki finansowe wyższe r/r, a reszta (80%) pogorszy rezultaty. Wyniki 2Q'20 są jednak lepsze niż zakładaliśmy jeszcze miesiąc temu, a środki z tarczy antykryzysowej oraz kurs walutowy dają szansę na pozytywne zaskoczenia po stronie wyników i przepływów gotówki.

Handel

W 2Q'20 spółki z sektora najmocniej odczuły negatywny wpływ COVID-19 na wyniki. Jedyną spółką z sektora, która poprawi wynik jest DNP. Najwyższe spadki wyniku r/r powinny zostać odnotowane w EAT, LPP i VRG.

Dynamika wyników sektorów*



*banki na podstawie zysku netto, pozostałe wyniku EBITDA

Potencjalne zaskoczenia na wynikach negatywne	pozytywne
Agora	11 bit studios
Alior	Amica
Alumetal	Asseco SEE
AmRest	Cognor
Boryszew	Enea
Grupa Azoty	Famur
Jeronimo Martins	Forte
Lotos	MOL
PKP Cargo	Pekao
Wirtualna Polska	PGNiG
	PKO
	PZU
	Ten Square Games
	TIM

Departament Analiz

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

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl

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

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

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

Spis treści

1. Zaskoczenia na wynikach spółek	3	10. Media	11
2. Aktualne rekomendacje i pozycjonowania	5	10.1. Agora	11
3. Banki	6	10.2. Wirtualna Polska	11
3.1. Alior Bank	6	11. IT	12
3.2. Handlowy	6	11.1. Ailleron	12
3.3. ING BSK	6	11.2. Asseco Business Solutions	12
3.4. Pekao	6	11.3. Asseco Poland	12
3.5. PKO BP	6	11.4. Asseco South Eastern Europe	12
3.6. Santander Bank Polska	6	11.5. Atende	12
3.7. Komerční Banka	6	11.6. Comarch	12
3.8. Moneta Money Bank	7	12. Gaming	13
3.9. Erste Group	7	12.1. 11 bit studios	13
3.10. OTP Bank	7	12.2. CD Projekt	13
4. Finanse	7	12.3. Ten Square Games	13
4.1. PZU	7	13. Przemysł	14
4.2. Kruk	7	13.1. AC	14
4.3. GPW	7	13.2. Alumetal	14
5. Chemia	8	13.3. Amica	14
5.1. Ciech	8	13.4. Apator	14
5.2. Grupa Azoty	8	13.5. Astarta	14
6. Surowce	8	13.6. Boryszew	14
6.1. JSW	8	13.7. Cognor	14
6.2. KGHM	8	13.8. Famur	14
7. Paliwa	9	13.9. Forte	15
7.1. Lotos	9	13.10. Grupa Kęty	15
7.2. MOL	9	13.11. Kernel	15
7.3. PGNiG	9	13.12. Kruszwica	15
7.4. PKN Orlen	9	13.13. Mangata	15
8. Energetyka	10	13.14. PKP Cargo	15
8.1. CEZ	10	13.15. Pozbud	15
8.2. Enea	10	13.16. TIM	15
8.3. Energa	10	14. Handel	16
8.4. PGE	10	14.1. AmRest	16
8.5. Tauron	10	14.2. Dino	16
9. Telekomunikacja	11	14.3. Eurocash	16
9.1. Cyfrowy Polsat	11	14.4. Jeronimo Martins	16
9.2. Netia	11	14.5. LPP	16
9.3. Orange Polska	11	14.6. VRG	16
9.4. Play	11		

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

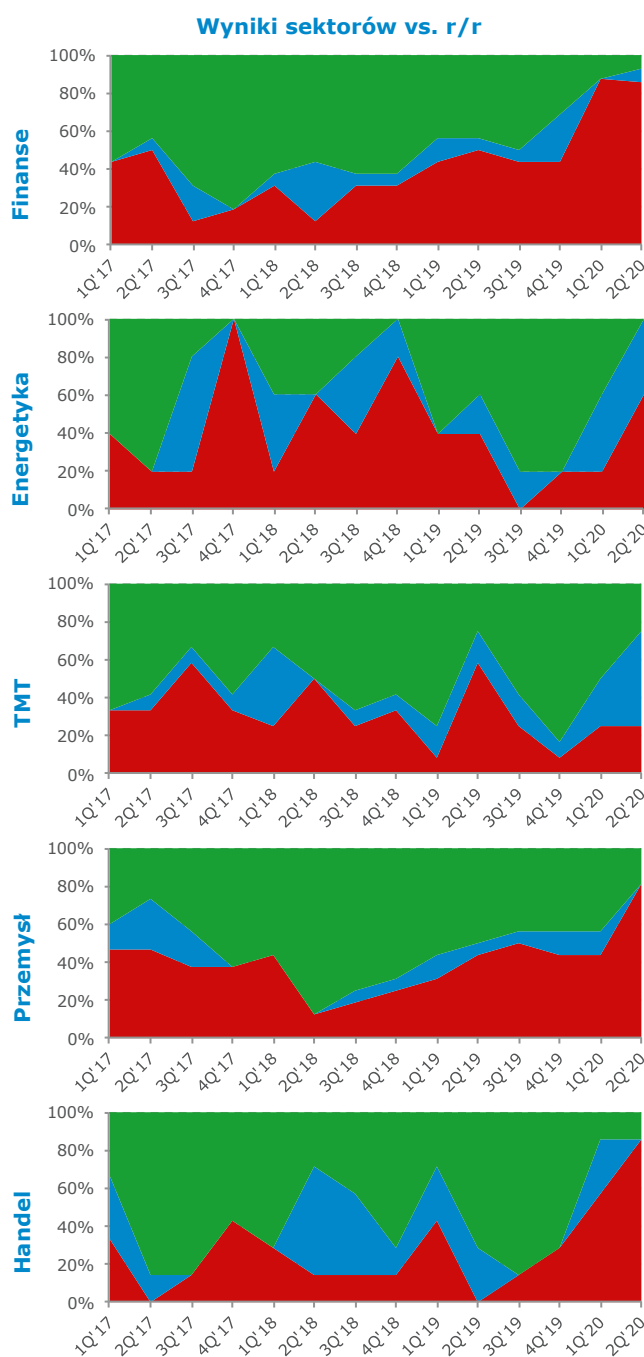
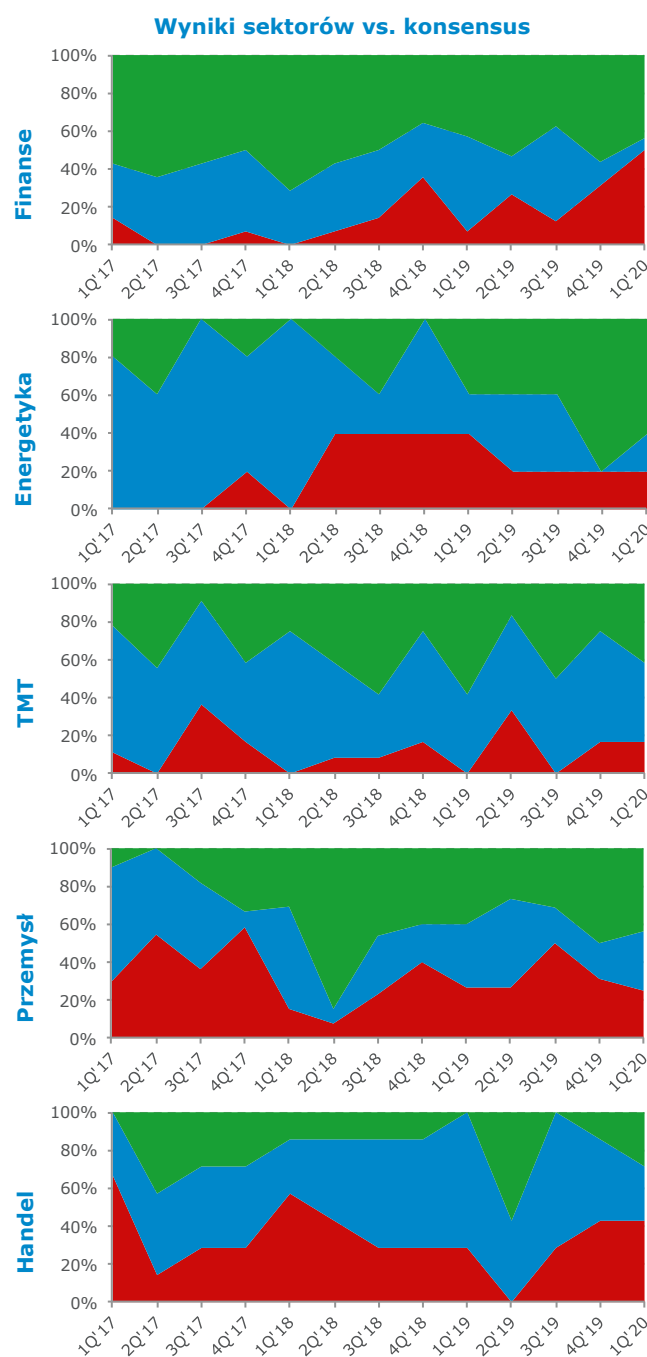
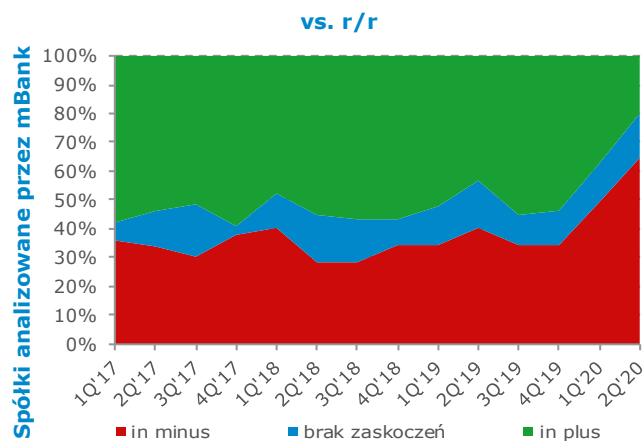
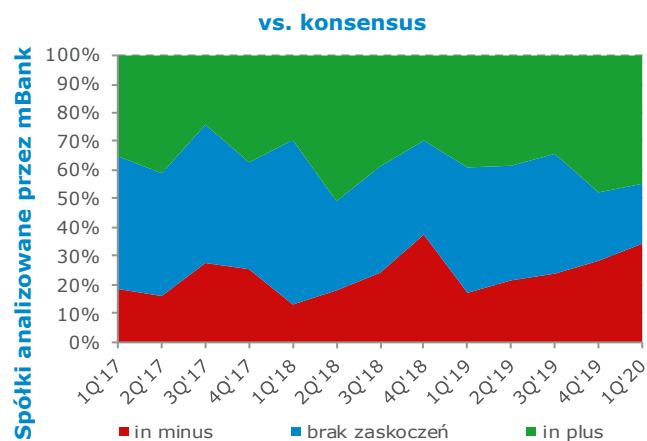
vs.	2017				2018				2019				20	+/=
konsensus	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
Finanse														
Alior Bank	-	+	+	+	=	+	=	=	=	-	+	-	+	77%
Handlowy	-	+	+	=	+	+	-	-	-	-	-	+	-	46%
ING BSK	+	=	=	=	=	-	=	+	+	+	-	-	+	77%
Millennium	+	=	+	=	+	+	=	+	+	+	+	+	-	85%
Pekao	+	=	=	+	=	=	+	+	=	=	=	+	+	100%
PKO BP	+	+	+	=	+	=	=	=	=	+	=	+	+	100%
Santander BP	=	+	=	=	=	+	=	-	=	-	=	+	+	77%
Komercni	+	+	+	+	+	+	+	+	+	=	=	+	+	100%
Moneta											+	=	+	100%
Erste Group	=	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	92%
RBI											+	=	+	100%
OTP Bank	+	+	+	+	+	+	+	=	=	+	+	+	-	92%
PZU	+	=	=	+	+	=	+	+	+	=	=	+	-	92%
Kruk	+	+	=	-	+	+	+	+	+	-	+	-	-	62%
Skarbiec	=	+	+	+	+	=	+	-	+	+	=	+	-	85%
GPW	=	=	+	=	+	=	-	-	+	=	+	+	=	77%
Chemia														
Ciech	=	=	=	+	=	+	=	-	+	=	=	+	-	85%
Grupa Azoty	+	-	=	-	=	-	-	+	+	=	+	=	+	69%
Surowce														
JSW	+	+	-	-	=	+	=	-	+	+	+	+	-	69%
KGHM	+	=	=	+	=	+	-	-	+	=	+	+	-	69%
Paliwa														
Lotos	+	+	+	=	-	+	=	-	=	=	-	-	-	62%
MOL	+	+	-	=	=	=	+	+	=	+	=	+	+	92%
PGNiG	+	-	=	=	-	+	=	=	=	+	=	+	+	54%
PKN Orlen	=	=	-	=	=	-	=	+	=	+	=	=	+	77%
Energetyka														
CEZ	=	=	=	+	=	-	+	=	=	+	-	+	+	85%
Enea	=	+	=	=	=	=	=	=	+	+	+	+	+	92%
Energia	=	=	=	-	=	=	=	-	-	-	=	-	-	46%
PGE	=	=	=	=	=	=	=	-	+	=	=	+	=	77%
Tauron	+	+	=	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	+	=	=	=	+	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
Netia	=	=	+	+	=	=	=	=	=	+	=	=	=	100%
Orange PL	=	+	=	=	=	+	+	+	=	=	+	+	+	100%
Play			=	=	=	+	=	=	+	+	+	=	=	100%
Media														
Agora	=	+	=	+	=	+	+	=	+	-	+	=	+	92%
Wirtualna	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	-	92%
IT														
Aiellon			-	+	=	=	-	-	+	-	=	-	-	45%
Asseco BS	=	=	=	+	=	=	+	+	=	=	+	+	=	100%
Asseco PL	=	=	-	-	=	+	+	+	+	=	+	+	+	85%
Asseco SEE	=	+	-	=	=	=	+	=	+	=	+	+	+	92%
Atende				+	=	-	+	-	+	-	=	=	=	70%
Comarch	-	-	+	-	-	+	+	+	+	+	-	+	+	62%
Gaming														
11 bit studios	=	+	-		=	-	=	+	-	-	-	+	+	58%
CD Projekt	+	+	+	+	=	=	-	-	+	+	+	+	+	77%
Ten Square G							-	-	+	+	=	+	-	43%
Przemysł														
AC									=	=	-	+	+	83%
Alumetal	-	=	+	=	=	+	=	-	=	=	+	+	=	77%
Amica	=	=	-	+	-	+	+	+	=	=	+	=	+	85%
Apator	=	-	=	=	-	+	=	+	=	=	+	=	+	77%
Astarta											-	+	+	67%
Boryszew	+	-	+	-	-	=	-	-	-	=	-	-	-	31%
Cognor					+	+	+	-	-	+	-	-	+	56%
Famur		-	=	+	+	+	+	+	+	+	-	-	=	75%
Forte	=	=	-	-	=	+	=	-	+	=	+	+	+	62%
Grupa Kęty	=	=	=	-	=	=	+	=	=	=	=	+	+	92%
Kernel	-	=	=	-	+	+	+	+	=	=	+	+	+	62%
Kruszwica	-	-	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	=	69%
Mangata	=	-	=	=	+	+	+	+	+	=	=	+	-	62%
PKP Cargo	=	=	=	=	=	+	+	=	=	=	-	-	-	54%
Pozbud				+	+	+	+	=	+	-	-	+	+	60%
TIM									+	+	+	-	=	83%
Handel														
AmRest	-	+	+	+	-	-	=	+	-	+	=	-	-	54%
CCC	-	+	-	-	-	=	=	=	-	+	-	-	-	15%
Dino		+	=	+	+	=	=	=	=	+	=	=	+	100%
Eurocash	-	=	-	=	=	=	=	-	=	=	=	+	=	62%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	-	92%
LPP	=	=	+	=	=	-	+	+	=	+	-	=	=	77%
VRG	-	-	=	=	-	=	=	=	=	=	=	=	+	69%

vs.	2017	2018	2019	2020	+/=
r/r	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q	
Finanse					
Alior Bank	- + + -	+ + - +	- - - -	- -	36%
Handlowy	- - + +	+ + - -	- - - -	- -	36%
ING BSK	+ - + +	+ = = +	= + + =	- -	79%
Millennium	+ - + +	+ + + +	= - = -	- -	64%
Pekao	- - = +	+ + = +	- + + =	- -	57%
PKO BP	- - + +	+ + + +	+ + + +	- -	71%
Santander BP	- - + +	= = - +	- - + -	- -	43%
Komercni	+ - - +	- + + +	+ + - -	- -	50%
Moneta	- - = -	+ - + +	- + + =	+ -	57%
Erste Group	- - + +	+ + + +	+ - + =	- -	64%
RBI	+ + + +	+ = + -	= - = +	- -	69%
OTP Bank	+ + + +	+ + + +	+ + + +	- -	86%
PZU	+ + + +	- + + =	+ - - +	- -	71%
Kruk	+ + = -	= = + +	+ - - -	- -	50%
Skarbiec	+ - + -	- - - -	- + + -	- -	46%
GPW	+ + + +	- + - -	- - + -	+ +	57%
Chemia					
Ciech	+ - - +	= = = -	= = + +	- -	43%
Grupa Azoty	- - + +	- - - -	+ + + =	- +	57%
Chemia					
JSW	+ + + +	= = = -	= = - -	- -	50%
KGHM	+ + + -	- + - =	+ - + -	- =	57%
Paliwa					
Lotos	+ + + -	- + = +	+ = = -	+ -	71%
MOL	+ + - +	- - + +	- = - -	- +	57%
PGNiG	+ = = =	- + + -	- - - +	+ +	64%
PKN Orlen	+ + + -	- - - +	= + + -	+ -	57%
Energetyka					
CEZ	- - - -	- - + =	+ + = +	+ -	50%
Enea	+ + = -	= = - -	+ + + +	+ =	79%
Energia	- + + -	+ + + -	= - + -	- -	43%
PGE	+ + = -	+ + = -	- - + +	= -	64%
Tauron	+ + = -	= - - -	+ - + +	= =	64%
Telecoms					
Cyfrowy	+ + - -	= - = =	= = = =	= -	71%
Netia	- - - -	= - = =	- - - +	= =	29%
Orange PL	- - - +	= - + +	= = + +	+ =	79%
Play	+ + + =	- - - -	+ + = +	+ =	71%
Media					
Agora	+ + = +	- - + +	+ - + +	+ -	71%
Wirtualna	+ + + +	+ + + +	+ + + +	- -	86%
IT					
Aiellon	+ + - +	= + - -	+ - - +	- =	57%
Asseco BS	+ + + +	+ + + +	+ - + +	= =	93%
Asseco PL	- - - -	+ + + +	+ - + -	+ =	57%
Asseco SEE	+ + + +	+ + + +	+ + + +	+ +	100%
Atende	+ - - +	- - + +	+ - - +	+ +	43%
Comarch	- - - -	= + + +	+ - + +	+ +	64%
Gaming					
11 bit studios	+ - = +	+ - + +	+ - - +	+ +	71%
CD Projekt	+ + - -	- - - -	- + - +	+ +	43%
Ten Square G		+ + + +	+ + + +	+ +	100%
Przemysł					
AC	- + - -	+ + + +	+ - + -	- -	50%
Alumetal	- - - +	+ + + -	- - = +	- -	43%
Amica	= - = -	- + + +	= + + +	- +	64%
Apator	+ - + -	- + + +	+ - - -	= -	50%
Astarta	+ + - -	- - - -	- + - +	+ -	42%
Boryszew	+ + + +	- - - -	- - - -	- -	36%
Cognor	+ + + +	+ + + -	- - - -	+ -	57%
Famur	+ = + +	+ + + +	+ + - -	- -	71%
Forte	- - - -	+ - + +	= - + +	+ -	43%
Grupa Kęty	+ + + +	+ + + +	= + + +	+ +	100%
Kernel	- - - -	- + + +	- + = -	+ -	43%
Kruszwica	= = = +	+ + + +	+ + - +	= -	86%
Mangata	= - = +	+ + + +	+ = - -	- -	71%
PKP Cargo	+ + + -	+ + + +	+ - - -	- -	57%
Pozbud	- - = +	- + + +	+ + + +	- -	64%
TIM	- - - +	+ + + +	+ + + +	+ +	79%
Handel					
AmRest	= + + -	+ = + +	+ + + -	- -	71%
CCC	+ + + +	= - - -	= - + -	- -	29%
Dino	+ + + +	+ + + +	+ + + +	+ +	100%
Eurocash	- = - -	+ = = +	= - + +	= -	64%
Jeronimo	= + + +	+ = = =	= + + +	= -	93%
LPP	+ + + +	+ + + +	= + + +	+ -	79%
VRG	- + + +	+ = = +	- + + +	- -	71%

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

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank; 2Q'20 r/r – prognoza mBanku

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank; 2Q'20 r/r – prognoza mBanku

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2020	2021	EV/EBITDA 2020	2021
Finanse										
Alior Bank	trzymaj	2020-06-03	15,19	14,98	16,34	-8,3%	-	10,4		
Handlowy	trzymaj	2020-06-03	38,00	37,64	37,10	+1,5%	21,5	16,4		
ING BSK	sprzedaj	2020-06-03	145,20	117,78	148,00	-20,4%	21,0	17,9		
Millennium	kupuj	2020-06-03	2,64	3,72	3,10	+20,0%	23,8	14,5		
Pekao	kupuj	2020-06-03	52,40	68,90	54,74	+25,9%	10,9	10,0		
PKO BP	trzymaj	2020-06-03	22,06	22,58	23,26	-2,9%	15,9	11,8		
Santander Bank Polska	trzymaj	2020-07-02	174,50	179,37	162,70	+10,2%	18,5	13,4		
Komercni Banka	kupuj	2019-12-05	792,00	928,20 CZK	568,00	+63,4%	7,5	7,2		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	53,70	+75,7%	6,7	6,6		
Erste Group	kupuj	2020-03-04	29,44	36,61 EUR	21,56	+69,8%	5,7	5,7		
RBI	akumuluj	2019-12-05	21,24	23,05 EUR	16,34	+41,1%	4,4	4,4		
OTP Bank	trzymaj	2019-12-05	14 870	14 681 HUF	11 150	+31,7%	7,0	6,8		
PZU	kupuj	2020-04-28	29,92	35,93	28,45	+26,3%	9,6	8,6		
Kruk	kupuj	2019-12-05	150,90	210,31	119,20	+76,4%	6,7	6,4		
Skarbiec Holding	trzymaj	2020-07-02	21,40	21,20	25,80	-17,8%	9,9	10,7		
GPW	trzymaj	2020-05-20	40,00	41,56	46,00	-9,7%	17,5	15,9		
Chemia										
Ciech	trzymaj	2020-07-02	32,30	34,09	31,80	+7,2%	10,6	7,7	5,6	4,5
Grupa Azoty	trzymaj	2020-07-02	30,45	29,90	28,80	+3,8%	13,5	-	5,9	8,8
Surowce										
JSW	sprzedaj	2020-03-27	12,85	9,78	19,41	-49,6%	-	-	5,1	3,2
KGHM	sprzedaj	2020-06-03	88,10	62,94	119,00	-47,1%	15,4	30,5	6,7	8,3
Paliwa										
Lotos	trzymaj	2020-07-02	60,14	55,87	53,62	+4,2%	-	7,6	24,0	4,4
MOL	akumuluj	2020-07-02	1 821	2 158 HUF	1 774	+21,6%	-	10,6	7,3	5,1
PGNiG	kupuj	2020-07-02	4,63	5,23	5,33	-1,8%	17,2	12,0	6,0	5,0
PKN Orlen	trzymaj	2020-07-02	63,28	67,72	57,62	+17,5%	-	8,4	7,7	4,2
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2020-06-03	489,00	514,80 CZK	469,50	+9,6%	11,6	16,3	6,5	7,3
Enea	zawieszona	2020-06-23	7,90	-	8,10	-	3,3	2,6	3,2	2,8
Energia	zawieszona	2020-06-03	8,19	-	8,26	-	10,7	8,4	5,2	4,5
PGE	zawieszona	2020-04-27	4,05	-	7,42	-	10,1	4,8	4,1	3,0
Tauron	zawieszona	2020-05-05	1,14	-	3,00	-	8,0	4,4	5,7	5,0
Telekomunikacja										
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-04-01	23,82	24,10	29,50	-18,3%	15,4	12,7	7,8	7,3
Netia	akumuluj	2020-05-05	3,91	4,40	4,30	+2,3%	27,7	25,0	4,5	4,2
Orange Polska	akumuluj	2020-06-03	6,49	6,90	6,98	-1,1%	-	34,8	5,6	5,1
Play	kupuj	2020-05-15	31,02	35,70	32,94	+8,4%	9,0	8,9	6,1	5,7
Media										
Agora	trzymaj	2020-06-03	8,36	8,60	8,30	+3,6%	-	-	20,9	7,8
Wirtualna Polska	redukuj	2020-04-20	67,80	63,10	72,00	-12,4%	36,7	21,2	14,5	11,0
IT										
Aiileron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	8,24	-	16,4	12,8	5,2	4,2
Asseco BS	równoważ	2020-05-05	35,80	-	32,60	-	16,2	15,5	10,4	9,9
Asseco Poland	trzymaj	2020-06-03	72,60	68,39	67,80	+0,9%	17,6	15,7	5,4	5,1
Asseco SEE	przeważaj	2020-05-05	31,40	-	42,70	-	23,3	20,3	11,1	9,7
Atende	równoważ	2020-05-05	2,94	-	3,64	-	20,1	12,2	8,5	6,2
Comarch	trzymaj	2020-05-13	210,00	220,30	220,00	+0,1%	24,2	17,4	8,0	7,2
Gaming										
11 bit studios	trzymaj	2020-06-03	475,00	476,00	520,00	-8,5%	42,9	78,5	28,5	44,8
CD Projekt	trzymaj	2020-06-03	388,20	388,10	387,50	+0,2%	13,4	22,6	11,2	18,9
Ten Square Games	akumuluj	2020-07-02	548,00	592,00	546,00	+8,4%	22,6	17,4	19,2	14,4
Przemysł										
AC	równoważ	2020-06-29	38,50	-	40,00	-	13,6	13,5	8,6	8,5
Alumetal	równoważ	2020-06-29	40,10	-	38,50	-	20,5	13,6	8,8	7,2
Amica	równoważ	2020-06-29	120,00	-	140,00	-	17,2	12,8	8,8	7,7
Apator	równoważ	2020-06-29	20,80	-	20,60	-	13,7	12,4	7,4	6,9
Astarta	przeważaj	2020-05-11	11,75	-	16,30	-	-	3,0	4,4	2,8
Boryszew	niedoważaj	2020-06-08	3,59	-	3,75	-	69,4	13,4	9,1	7,2
Cognor	trzymaj	2020-04-22	0,95	0,94	0,99	-5,1%	81,3	-	6,3	6,3
Famur	trzymaj	2020-04-30	2,08	2,20	2,14	+3,0%	9,0	11,4	4,0	4,0
Forte	przeważaj	2020-06-29	20,25	-	26,70	-	19,6	14,7	9,4	8,3
Grupa Kęty	trzymaj	2020-06-25	432,00	453,70	448,50	+1,2%	16,5	15,7	10,6	10,2
Kemel	trzymaj	2020-06-03	43,80	44,58	40,85	+9,1%	9,3	6,3	6,0	5,8
Kruszwica	równoważ	2020-06-29	60,40	-	59,60	-	12,1	11,3	6,9	6,5
Mangata	równoważ	2020-06-29	50,50	-	53,50	-	14,0	9,6	7,2	6,0
PKP Cargo	redukuj	2020-07-02	14,04	12,37	14,30	-13,5%	-	-	5,4	4,7
Pozbud	równoważ	2020-06-29	1,70	-	1,42	-	5,7	6,0	5,3	5,2
TIM	przeważaj	2020-06-29	10,90	-	13,85	-	16,0	13,8	7,6	6,9
Handel										
AmRest	trzymaj	2020-03-04	39,55	40,00	21,05	+90,0%	19,5	15,7	7,0	6,0
CCC	zawieszona	2020-03-19	24,98	-	62,64	-	-	-	-	-
Dino	sprzedaj	2020-07-02	199,10	155,60	206,40	-24,6%	36,4	27,3	21,6	16,8
Eurocash	kupuj	2020-07-02	17,34	19,90	16,52	+20,5%	-	-	5,8	5,5
Jeronimo Martins	trzymaj	2020-06-03	15,46	15,30 EUR	14,58	+5,0%	27,7	22,4	8,7	7,4
LPP	akumuluj	2020-07-02	6 110,00	6 900,00	6 290,00	+9,7%	-	22,8	25,3	10,3
VRG	akumuluj	2020-07-02	2,33	2,43	2,30	+5,9%	-	49,5	-	11,2

Banki

Mieszane wyniki w Polsce

- Uważamy, że podczas sezonu wyników kwartalnych najlepiej wypadną PKO BP, Pekao i ING, zaś po drugiej stronie znajdują się Alior i Millennium.

Alior Bank Michał Konarski		trzymaj 14,98 PLN		wyniki: 06-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	687	776	-12%	-17%	53%
Wynik prowizyjny	156	137	14%	-2%	48%
WNDB	885	952	-7%	-12%	52%
Koszty operacyjne	-404	-482	-16%	3%	56%
Saldo rezerw	-505	-296	71%	0%	45%
Zysk netto	-73	72	-	-	-

Handlowy Michał Konarski		trzymaj 37,64 PLN		wyniki: 20-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	259	302	-14%	-10%	55%
Wynik prowizyjny	131	141	-7%	-14%	49%
WNDB	540	535	1%	-7%	51%
Koszty operacyjne	-292	-376	-22%	4%	55%
Saldo rezerw	-119	-93	27%	12%	49%
Zysk netto	73	26	178%	-45%	44%

ING BSK Michał Konarski		sprzedaj 117,78 PLN		wyniki: 06-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 078	1 152	-6%	3%	51%
Wynik prowizyjny	345	359	-4%	-4%	50%
WNDB	1 456	1 558	-7%	0%	51%
Koszty operacyjne	-650	-775	-16%	12%	53%
Saldo rezerw	-281	-295	-5%	107%	39%
Zysk netto	298	267	11%	-37%	62%

Pekao Michał Konarski		kupuj 68,90 PLN		wyniki: 29-07-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 315	1 428	-8%	-3%	55%
Wynik prowizyjny	565	614	-8%	-11%	47%
WNDB	1 958	2 072	-5%	-6%	52%
Koszty operacyjne	-868	-1 250	-31%	-11%	55%
Saldo rezerw	-467	-331	41%	163%	56%
Zysk netto	342	187	83%	-41%	40%

PKO BP Michał Konarski		trzymaj 22,58 PLN		wyniki: 05-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 523	2 703	-7%	-1%	53%
Wynik prowizyjny	811	886	-9%	7%	54%
WNDB	3 522	3 585	-2%	-6%	51%
Koszty operacyjne	-1 542	-1 838	-16%	7%	53%
Saldo rezerw	-605	-692	-13%	88%	33%
Zysk netto	775	503	54%	-36%	70%

Santander BP Michał Konarski		trzymaj 179,37 PLN		wyniki: 29-07-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 454	1 636	-11%	-10%	52%
Wynik prowizyjny	517	538	-4%	-1%	49%
WNDB	2 000	2 157	-7%	-15%	48%
Koszty operacyjne	-938	-1 174	-20%	-3%	54%
Saldo rezerw	-490	-466	5%	37%	38%
Zysk netto	254	171	49%	-58%	47%

Komercni Banka Michał Konarski		kupuj 928,20 CZK		wyniki: 03-08-2020	
(mln CZK)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	5 490	5 845	-6%	-6%	47%
Wynik prowizyjny	1 258	1 353	-7%	-18%	44%
WNDB	7 528	7 841	-4%	-8%	46%
Koszty operacyjne	-3 491	-4 406	-21%	-1%	52%
Saldo rezerw	-1 910	-154	-	-	-
Zysk netto	1 759	2 658	-34%	-56%	31%

Rezerwy pojawiają się też w bankach zagranicznych

- Rezerwy na COVID-19 mocno wpłyną na wyniki banków, które nie były zbyt skore do ich tworzenia w 1Q (EBS, KOMB).

- Spodziewamy się wzrostu rezerw na COVID-19 w wysokości 210 mln PLN.
- Oceniamy, że jakość podstawowego portfela nie zmieni się, co oznacza łączne saldo rezerw na poziomie 505 mln PLN.
- Kwartałny NIM powinien spaść o 44 p.b., do 3,61%.
- Ostatecznie prognozujemy stratę netto na poziomie 73 mln PLN.

- Rezerwy na COVID-19 szacujemy na około 80 mln PLN, co w połączeniu z podstawowymi rezerwami przełoży się na saldo rezerw na poziomie 119 mln PLN (CoR ~2,20%).
- Po słabszym 1Q spodziewamy się odbicia na działalności skarbowej o 52% Q/Q i 10% R/R.
- Marża odsetkowa spadnie o około 40 p.b., do około 1,71%.
- Niższe prowizje z kart spowodują, że wyniki prowizyjny powinien spaść o 7% Q/Q.

- Spodziewamy się rezerw na COVID-19 w wysokości 140-150 mln PLN.
- Szacujemy, że podstawowy CoR wyniesie 45-50 p.b., co oznacza, że łączne saldo rezerw wyniesie 281 mln PLN.
- Cięcie stóp procentowych przełoży się na spadek NIM o 27 p.b. do 2,52%.
- Korygując o koszty regulacyjne, koszty w 1Q, baza kosztowa powinna wzrosnąć o 2% Q/Q.

- Szacujemy, że wyniki będą obciążone dodatkową rezerwą związaną z COVID-19 w wysokości 280 mln PLN.
- Podstawowe koszty ryzyka szacujemy na około 50 p.b., co oznacza, że łączne saldo rezerw powinno wynieść 467 mln PLN.
- Kwartałna marża odsetkowa spadnie o 27 p.b. do 2,45%, co będzie niepełnym odzwierciedleniem trzech cięć stóp procentowych.

- Spodziewamy się rezerw na CHF w wysokości 100 mln PLN, na COVID-19 w wysokości 200 mln PLN (w sumie 50 p.b.).
- Podstawowy koszt ryzyka powinien być stabilny na poziomie 50 p.b., a łączne saldo rezerw 605 mln PLN.
- Spodziewamy się spadku wyniku prowizyjnego o 9% Q/Q. Biorąc pod uwagę, że 2Q powinien być najniższy, istnieje przestrzeń do wzrostu naszych całorocznych prognoz na tej linii.

- Wynik nie będzie wsparty przez dywidendę z Aviva (90-100 mln PLN), jak to miało co miejsce w 2Q w ostatnich latach.
- Podstawowe koszty ryzyka powinny wynieść około 100 p.b., co przełoży się na podstawowe saldo rezerw na poziomie 375 mln PLN, dodatkowe 115 mln PLN rezerw zakładamy na COVID-19.
- Spodziewamy się dodatkowej rezerwy na CHF w wysokości kilkudziesięciu mln PLN, która przejdzie przez pozostałe koszty operacyjne.

- Prognozujemy zysk netto na poziomie 1 759 mln CZK, -34% Q/Q i -56% R/R
- Oczekujemy spadku wyniku odsetkowego (-6% Q/Q) ze względu na spadek stóp oraz spadku prowizji (-7% Q/Q) przez kwarantannę.
- Oczekujemy, że KB zawiąże 1,9 mld CZK rezerw tak aby trafnie ująć spowolnienie gospodarcze.
- Koszty operacyjne spadną o 21% Q/Q ze względu na wysokie koszty regulacyjne w 1Q.

Moneta Money		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski		94,33 CZK		31-07-2020	
(mln CZK)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 062	2 043	1%	5%	47%
Wynik prowizyjny	462	486	-5%	-5%	46%
WNDB	3 575	2 924	22%	35%	57%
Koszty operacyjne	-1 300	-1 242	5%	15%	55%
Saldo rezerw	-1 522	-684	123%	935%	208%
Zysk netto	655	731	-10%	-36%	34%

Erste Group		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski		36,61 EUR		31-07-2020	
(mln EUR)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 180	1 229	-4%	1%	50%
Wynik prowizyjny	454	504	-10%	-8%	47%
WNDB	1 737	1 618	7%	-2%	46%
Koszty operacyjne	-1 011	-1 111	-9%	-2%	48%
Saldo rezerw	-524	-62	750%	-	280%
Zysk netto	105	235	-55%	-70%	21%

OTP Bank		trzymaj		wyniki:	
Michał Konarski		14 681 HUF		07-08-2020	
(mld HUF)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	192	200	-4%	13%	49%
Wynik prowizyjny	64	69	-8%	-5%	47%
WNDB	272	284	-4%	2%	47%
Koszty operacyjne	-146	-157	-7%	8%	49%
Saldo rezerw	-46	-92	-50%	945%	135%
Zysk netto	63	-4	-	-40%	14%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Finanse

PZU zaraportuje dobre wyniki

- Wyniki PZU zanotują znaczące odbicie w 2Q dzięki wynikowi inwestycyjnemu oraz niskim odszkodowaniom. Zakładamy dalszy odpis na Alior.

PZU		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski		35,93 PLN		10-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Skl. przyp. brutto	5 868	6 097	-4%	-1%	50%
Ubezpiec. majątkowe	3 780	3 937	-4%	18%	50%
Ubezpiec. na życie	2 088	2 175	-4%	-1%	49%
Odszkodowania	-3 980	-3 281	21%	8%	47%
Koszty	-1 253	-1 287	-3%	4%	49%
Wynik bankowy	94	-61	-	-91%	1%
Wynik techniczny	414	1 194	-65%	-32%	54%
Wynik inwestycyjny	937	-277	-	388%	41%
Zysk brutto	1 232	655	88%	-27%	37%
Zysk netto	750	116	547%	-3%	34%

Kruk		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski		210,31 PLN		27-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	208,5	199,3	5%	-34%	32%
Zakup wierzyt.	211,7	155,9	36%	-25%	32%
Inkaso	-20,6	14,3	-	-	-10%
Koszty pośr. i bezp.	134,9	155,7	-13%	-11%	51%
Marża pośrednia	73,6	43,6	69%	-55%	16%
Zysk operacyjny	40,7	-7,0	-	-	7%
Zysk brutto	11,9	-53,8	-	-	-
Zysk netto	10,5	-62,4	-	-	-

GPW		trzymaj		wyniki:	
Mikołaj Lemańczyk		41,56 PLN		14-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	1Q'20	q/q	r/r	YTD*
Przychody	102,6	97,0	6%	15%	59%
EBITDA	66,6	50,0	33%	22%	66%
marża EBITDA	64,9%	51,6%	-	-	-
EBIT	56,6	40,3	41%	25%	69%
Zysk netto	44,5	29,3	52%	12%	67%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Pierwszy kwartał konsolidacji Wustenrot.
- Wzrost wyniku odsetkowego o 1%, gdzie efekt konsolidacji jest równoważony przez spadek stóp.
- Wyniki wsparte przez rozpoznanie badwill na poziomie około 800 mln CZK.
- Saldo rezerw +123% Q/Q z/w na gorsze oczekiwania makro i efekty konsolidacji. Koszt ryzyka zgodny z całorocznym guidance Zarządu na poziomie 185 p.b.

- Oczekujemy, że Erste Group wypracuje zysk netto na poziomie 105 mln EUR w 2Q'20.
- Wyniki znajdują się pod wpływem rezerw na COVID-19. Oczekujemy, że całkowite saldo rezerw wyniesie 524 mln EUR, a koszt ryzyka 130 p.b.
- Koszty operacyjne powinny spaść o 9% Q/Q i 2% R/R.
- Wyniki za 2Q wsparte przez lepszy pozostały wynik, szczególnie na działalności handlowej (104 mln EUR).

- Zysk netto spadnie o 40% R/R do 63,45 mld HUF.
- Oczekujemy, że odpisy znacząco spadną w 2Q do 46 mld HUF z 92 mld HUF.
- Spadek całkowitych przychodów o 5% Q/Q głównie ze względu na spadek prowizji o 8% Q/Q. Spadek wyniku odsetkowego (-4% Q/Q) spowodowany presją na stopy w Rosji i na Ukrainie.
- Znaczący spadek zdarzeń jednorazowych głównie ze względu na brak węgierskiego podatku bankowego.

GPW znowu silne

- Rekordowe obroty na rynku akcji, wsparte lekkim odbiciem obrotów na rynku praw majątkowych sprawia, że na linii przychodów GPW zanotuje rekordowy wynik.

- Spadek składki przypisanej brutto o 4% Q/Q ze względu na kwarantannę w 2Q'20. Jednocześnie oczekujemy powiązanych kosztów akwizycji (-5% Q/Q).
- Oczekujemy, że odszkodowania wzrosną o 21% Q/Q, ale oczyszczone o produkty unit-link spadną o 3% Q/Q ze względu na niższy ruch w komunikacji oraz niższą szkodowość w segmencie życia.
- Bardzo mocny wynik inwestycyjny na poziomie 937 mln PLN, na który złożą się między innymi lepszy Q/Q wynik na akcjach, produktach klientów i odwróceniu hedgingu.
- Dalszy odpis goodwill Aliora na poziomie 200 mln PLN.

- Prognozujemy zysk netto na poziomie 10,5 mln PLN wobec 69,4 mln PLN zaraportowane rok wcześniej.
- W wynikach oczekujemy negatywnych rewaluacji na poziomie 40 mln PLN głównie za sprawą portfela korporacyjnego oraz oczekujemy spisania goodwill spółki inkaso w Hiszpanii na poziomie 30 mln PLN.
- Szacujemy oszczędności kosztowe Q/Q na poziomie 37 mln PLN.
- Oczekujemy, że w 2Q strata finansowa zmniejszy się do 29 mln PLN z 47 mln PLN w 1Q'20.

- Wolumeny na rynku akcji będą główną przyczyną wzrostu na linii przychodów 6% Q/Q i 15% R/R. W ujęciu kwartalnym o wiele lepiej wyglądają również obroty prawami majątkowymi.
- Kwartałny spadek kosztów operacyjnych (-19% Q/Q) przypisujemy całkowicie do braku charakterystycznej dla 1Q opłaty na KNF (10 mln PLN). W ujęciu rocznym baza rośnie 5% R/R.
- Ostatecznie wynik netto wzrośnie o 52% Q/Q oraz 12% r/r.

Chemia

Ponury 2Q'20, niepewna przyszłość

- Wyniki 2Q'20 nie przyniosą akcjonariuszom CIE i ATT powodów do zadowolenia. Producent sody zanotuje spadek wyników drugi kwartał z rzędu, z kolei Azoty pogorszą

Ciech Jakub Szkopek		trzymaj 34,09 PLN		wyniki: 08-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	792,4	944,6	-16%	3 170,7	52%
EBITDA	128,1	138,2	-7%	599,9	46%
EBITDA skor.	135,1	175,7	-23%	599,9	46%
marża EBITDA	16,2%	14,6%		18,9%	
EBIT	48,5	61,3	-21%	274,8	41%
Zysk netto	28,3	19,4	46%	157,8	43%

Grupa Azoty Jakub Szkopek		trzymaj 29,90 PLN		wyniki: 10-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 318,2	2 737,6	-15%	9 607	56%
EBITDA	363,6	332,5	9%	1 151,9	73%
EBITDA skor.	258,6	363,6	-29%	1 151,9	63%
marża EBITDA	11,2%	12,1%		12,0%	
EBIT	154,7	127,4	21%	347,3	127%
Zysk netto	93,5	68,0	37%	174,1	157%

Surowce

Niższe ceny i COVID obciąża 2Q'20

- Niższa produkcja i sprzedaż oraz niższe r/r ceny surowców, to wyzwanie spółek surowcowych na 2Q'20.
- Spółki przy okazji wyników za 2Q'20 mogą przedstawić, że

JSW Jakub Szkopek		sprzedaj 9,78 PLN		wyniki: 20-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1 484	2 209	-33%	7 504	46%
EBITDA skor.	-96	586	-	600	-
EBITDA	-158	442	-	600	-
marża EBITDA	-10,6%	20,0%		8,0%	
EBIT	-408	188	-	-495	-
Zysk netto	-349	133	-	-452	-

KGHM Jakub Szkopek		sprzedaj 62,94 PLN		wyniki: 19-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	5 767	5 740	0%	21 777	51%
EBITDA skor.	1 255	1 278	-2%	4 439	54%
marża EBITDA	21,8%	22,3%		20,4%	
EBIT skor.	755	810	-7%	2 408	58%
Zysk netto skor.	480	417	15%	1 546	72%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

wyniki r/r jeśli weźmiemy pod uwagę, że rekompensata dla producentów energochłonnych to zdarzenie jednorazowe.

- Ciech przy wynikach może zapowiedzieć poprawę na 2H'20, z kolei przed Azotami słabsze perspektywy na 3Q'20.

- W 2Q'20 oczekujemy, że pod presją znajdzie się sprzedaż sody oraz soli warzonej, co spowoduje spadek oczyszczonej EBITDA segmentu o 26% r/r.

- Naszym zdaniem inwestorzy mogą chłodno ocenić perspektywę spadku oczyszczonej EBITDA Grupy drugi kwartału z rzędu. Dodatkowo uwagę zwracać będzie wzrost długu netto do EBITDA do poziomu 2,9x (1734 mln PLN), co uniemożliwia szybkie uruchomienie skupu akcji.

- W 2Q'20 trudna sytuacja w segmencie produktów chemicznych i tworzyw sztucznych ciążyć będzie na wynikach Grupy Azoty i oczekujemy, że oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA może być o 29% r/r niższa.

- Grupa w 2Q'20 może naszym zdaniem zdecydować się na zaksięgowanie rekompensaty dla producentów energochłonnych za 2019 rok i połowę 2020 roku (około 100 mln PLN).

obostrzenia sanitarne szybko nie znikną i w 2H'20 również będą borykać się z niższą produkcją.

- 2H'20 to również możliwy początek płynnościowych problemów JSW o ile sytuacja w hutnictwie się nie poprawi.

- Bazując na opublikowanych danych wolumenowych oczekujemy, że Mining Cash Cost w 2Q'20 wzrośnie o 12% r/r do 519 PLN/t (127 USD/t). Przy tak wysokich jednostkowych kosztach produkcji węgla JSW nie jest w stanie zarobić na własnej działalności przy cenach węgla na poziomie 116 USD/t w 2Q'20.

- Oczekiwany spadek zapasów oraz opóźnienie płatności składek ZUS powinno przekładać się na pozytywny OCF.

- W całym 2Q'20 Grupa KGHM sprzedała 3% r/r więcej miedzi, 4% r/r mniej srebra i 18% r/r mniej złota. W 2Q'20 Grupie sprzyjały wyższe o 41% r/r ceny złota (w PLN) i 20% r/r wyższe ceny srebra (w PLN). Ceny miedzi (w PLN) były o 7% r/r niższe, a molibdenu 26% r/r niższe (w PLN).

- Wyniki trudnego 2Q'20 mogą naszym zdaniem okazać się porównywalne r/r, co byłoby pozytywnym zaskoczeniem.

Paliwa

Pandemiczna presja głównie w rafinerii i wydobywaniu

- Załamanie cen ropy i gazu uderzy w tym kwartale w wyniki obszaru wydobywania, gdzie spodziewamy się spadku agregatu EBITDA o ~50%.

Lotos Kamil Kliszcz		trzymaj 55,87 PLN		wyniki: 12-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	3 708	7 662	-52%	19 864	49%
skor. EBITDA LIFO	269	783	-66%	1 994	47%
efekt LIFO	139	44	-	-1 250	-
EBITDA	439	871	-50%	745	-
EBIT	168	659	-74%	-266	-
Dział. finansowa	47	7	-	-229	-
Zysk netto	174	501	-	-421	-

MOL Kamil Kliszcz		akumuluj 2 158 HUF		wyniki: 07-08-2020	
(mld HUF)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	744,4	1 345,2	-45%	3 786,2	51%
skor. EBITDA LIFO	105,7	182,4	-42%	493,4	60%
efekt LIFO	11,4	0,3	-	-54,7	-
EBITDA	117,1	182,8	-36%	438,7	55%
EBIT	19,0	89,4	-79%	33,6	-
Dział. finansowa	5,3	1,4	-	-22,7	-
Zysk netto	19,7	77,8	-75%	38,6	-

PGNiG Kamil Kliszcz		kupuj 5,23 PLN		wyniki: 20-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	6 177	8 284	-25%	34 498	58%
skor. EBITDA	1 441	1 214	19%	6 039	71%
EBITDA	7 336	961	-	11 891	79%
EBIT	6 548	292	-	8 527	91%
Dział. finansowa	99	30	-	-222	-
Zysk netto	5 318	248	-	6 871	89%

PKN Orlen Kamil Kliszcz		trzymaj 67,72 PLN		wyniki: 30-07-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	16 666	29 228	-43%	80 713	48%
skor. EBITDA LIFO	1 344	2 715	-50%	8 032	66%
efekt LIFO	580	1 991	-	2 323	-
EBITDA	6 343	2 932	116%	10 438	59%
EBIT	5 235	2 086	151%	5 486	68%
Dział. finansowa	196	37	-	-353	-
Zysk netto	4 382	1 601	174%	4 156	56%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- W segm. rafineryjnym spółki również zanotują dużą presję przez spadki wolumenów i bardzo niskie marże modelowe.
- Najwyższym wykonaniem rocznych prognoz po 6M będą mogły pochwalić się MOL i PGN.

- Spadek przerobu o 8% w połączeniu z załamaniem marży modelowej spowoduje spadek EBITDA LIFO w rafinerii do 0,19 mld PLN z 0,52 mld PLN przed rokiem. Raportowane wyniki będą wzmocnione przeszacowaniem zapasów i różnicami kursowymi łącznie na 170 mln PLN.

- W segmencie wydobywczym oczekujemy spadku wolumenów q/q, co przy znacznym spadku cen gazu i ropy pozwoli wygenerować tylko 32 mln PLN EBITDA.

- W detalu EBITDA może spaść z 78 mln PLN na 48 mln PLN.

- W segm. wydobywczym pomimo konsolidacji ACG oczekujemy spadku EBITDA do 35 mld HUF z 77 mld HUF z uwagi na niższe ceny węglowodorów i wolumeny.

- W rafinerii zakładamy spadek CCS EBITDA do 15 mld HUF (wolumeny i marże), w petrochemii dzięki wyższym benchmarkom zakładamy wzrost q/q (EBITDA 25 mld HUF)

- W detalu wysokie marże skompensują spadek wolumenów (EBITDA tylko -10% r/r); w segm. gazowym EBITDA 12 mld HUF (niższe koszty strat sieciowych).

- Spadek EBITDA w segm. wydobywczym z 0,9 mld PLN do 0,4 mld PLN z uwagi na niższe ceny ropy i gazu.

- W obrocie skor. EBITDA powinna sięgnąć 0,56 mld PLN (efekt urynkowania Jamału i wysokich cen sprzedaży), raportowany wynik wzmocniony przez rekompensatę.

- W dystrybucji EBITDA na poziomie 0,39 mld PLN vs 0,49 mld rok wcześniej (zmiany zasad księgowości i wolumeny).

- EBITDA w cieple 90 mln PLN (poprawa r/r na wolumenach)

- Wyniki będą zaburzone przez zysk na przejęciu Energi i konsolidację wyników tej spółki od maja.

- W segmencie rafineryjnym zakładamy spadek EBITDA LIFO do 0,22 mld PLN (niższe wolumeny, spadek marży modelowej vs niższe koszty gazu).

- W petrochemii spadek EBITDA do 0,36 mld PLN vs 0,78 mld PLN rok wcześniej (wolumeny i marże modelowe).

- W detalu EBITDA -14% r/r (wyższe marże vs wolumeny).

Energetyka

Bezpieczne wykonanie rocznych prognoz

- Wykonanie naszych rocznych prognoz EBITDA w sektorze sięgnie po 6M około 54%. Najlepiej będzie to wyglądać w CEZ i Enei. Nieznaczne ryzyko na poziomie FY EBITDA

CEZ Kamil Kliszcz	akumuluj 514,80 CZK			wyniki: 11-08-2020	
(mln CZK)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	46 408	48 179	-4%	222 619	46%
skor. EBITDA	11 871	13 603	-13%	63 772	59%
EBITDA	11 871	13 603	-13%	63 772	59%
EBIT	4 897	6 051	-19%	35 543	67%
Dział. finansowa	-1 723	-1 880	-	-7 627	-
Zysk netto	2 571	3 535	-27%	21 761	75%

Enea Kamil Kliszcz	zawieszona			wyniki: 03-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	4 053	4 010	1%	17 810	49%
skor. EBITDA	796	824	-3%	3 156	57%
EBITDA	796	867	-8%	3 156	54%
EBIT	412	485	-15%	1 497	63%
Dział. finansowa	-70	-115	-	-99	-
Zysk netto	273	260	5%	1 068	67%

Energa Kamil Kliszcz	zawieszona			wyniki: 30-07-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 743	3 059	-10%	12 413	49%
skor. EBITDA	415	525	-21%	1 883	52%
EBITDA	415	703	-41%	1 883	52%
EBIT	153	163	-6%	704	65%
Dział. finansowa	-92	-71	-	-311	67%
Zysk netto	49	89	-	318	51%

PGE Kamil Kliszcz	zawieszona			wyniki: 11-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	10 352	8 675	19%	41 772	55%
skor. EBITDA	1 408	1 546	-9%	6 483	49%
EBITDA	1 108	2 597	-57%	6 349	45%
EBIT	116	1 587	-93%	2 225	40%
Dział. finansowa	-129	-101	-	-525	56%
Zysk netto	-7	1 116	-	1 380	31%

Tauron Kamil Kliszcz	zawieszona			wyniki: 2020-08-19	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	4 936	5 085	-3%	20 708	50%
skor. EBITDA	814	794	2%	3 542	54%
EBITDA	1 254	996	26%	3 542	62%
EBIT	769	261	195%	1 392	89%
Dział. finansowa	-15	-40	-	-577	45%
Zysk netto	611	142	330%	660	117%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

identyfikujemy w przypadku PGE.

- Negatywny wpływ COVID będzie odczuwalny w segmentach obrotu i dystrybucji, ale powinien być niższy niż oczekiwano.

- W wytwarzaniu 11% spadek EBITDA r/r z uwagi na znacznie niższe wolumeny w el. atomowych; w obszarze OZE zbliżone wyniki r/r.

- W wydobyciu ubytek EBITDA o 0,6 mld CZK (wolumeny).
- W dystrybucji EBITDA niższa r/r o 10% z uwagi na niższe taryfy i spadek wolumenów (COVID).
- W obrocie nie zakładamy powtórzenia zysków tradingowych z 1Q, stąd EBITDA -10% r/r (COVID).

- W wytwarzaniu niższe wolumeny podobnie jak w 1Q skompensowane wynikiem na odkupach dzięki zabezpieczeniu sprzedaży w 2019 r. (EBITDA +10% do 360 mln PLN); wynik LWB już opublikowany na 90 mln PLN.

- W dystrybucji spadek EBITDA o 8% q/q (efekt COVID), ale r/r poprawa z uwagi na zaniżoną bazę i przyłącza.
- W obrocie spadek EBITDA r/r z 46 mln PLN na 28 mln PLN z uwagi na ubytek wolumenów i straty na zabezpieczeniach

- W wytwarzaniu spadek EBITDA do 22 mln PLN z 54 mln PLN przed rokiem, głównie na niższych wolumenach w el. wodnych oraz niższych cenach spotowych energii i mniejszych przychodach systemowych w el. Ostrołęka.

- W dystrybucji EBITDA -9% r/r z uwagi na niższe wolumeny (COVID) oraz kontynuację presji kosztowej.
- W obrocie wynik bliski break-even w związku ze stratami na zamykaniu pozycji na nieodebranej energii (COVID).

- W wytwarzaniu skor. EBITDA 0,57 mld PLN vs 0,64 mld PLN rok wcześniej (w tym darmowe uprawnienia na Opole), dodatkowo wzrost rezerwy rekultywacyjnej o 0,3 mld PLN.

- W ciepłe EBITDA +9% r/r (wyższe taryfy i wolumen); w dystrybucji EBITDA zbliżona r/r (ubytek wolumenów skompensowany zaniżoną bazą odniesienia).

- W OZE -16% r/r (ceny); w obrocie EBITDA 0,1 mld PLN (wynik będzie zneutralizowany rezerwą na konsolidacji).

- Wyniki uwzględniają rozwiązanie rezerw na +440 mln PLN.
- EBITDA wydobycia na plusie (25 mln PLN) dzięki wzrostowi wydobycia (+wzrost zapasów) i tarczy antykryzysowej.

- W wytwarzaniu EBITDA 57 mln PLN vs 152 mln PLN rok wcześniej (ubytek CDS w elektrowniach tylko częściowo zneutralizowany przez wzrost zysku w OZE).

- Skor. EBITDA dystrybucji -10% r/r (wolumeny, COVID).
- W obrocie spadek EBITDA 20% q/q z/w na wolumeny.

Telekomunikacja

2Q'20 stabilny R/R

- Wpływ COVID-19 na sezon 2Q'20 jest relatywnie niewielki, wszystkie spółki raportują stabilne wyniki z wyjątkiem

Cyfrowy Polsat		trzymaj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		24,10 PLN		27-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 730	2 923	-7%	11 376	49%
EBITDA	947	1 076	-12%	4 026	49%
marża EBITDA	34,7%	36,8%	-	35,4%	-
EBIT	383	523	-27%	1 850	46%
Zysk brutto	283	355	-20%	1 527	35%
Zysk netto	226	264	-14%	1 221	33%

Netia		akumuluj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		4,40 PLN		13-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	325,4	325,6	0%	1 279,9	51%
EBITDA	114,1	112,6	1%	439,4	50%
marża EBITDA	35,1%	34,6%	-	34,3%	-
EBIT	24,8	20,7	20%	77,4	54%
Zysk brutto	22,0	17,9	23%	64,6	58%
Zysk netto	17,8	15,5	14%	52,4	60%

Orange Polska		akumuluj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		6,90 PLN		29-07-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 796	2 759	1%	11 151	50%
EBITDA	693	666	4%	3 113	44%
marża EBITDA	24,8%	24,1%	-	27,9%	-
EBIT	133	138	-4%	378	58%
Zysk brutto	52,6	70,0	-25%	77,4	15%
Zysk netto	42,6	55,0	-23%	62,7	11%

Play		kupuj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		35,70 PLN		10-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1 763	1 759	0%	7 102	49%
EBITDA	626	640	-2%	2 501	49%
marża EBITDA	35,5%	36,4%	-	35,2%	-
EBIT	393	417	-6%	1 567	49%
Zysk brutto	311	334	-7%	1 270	46%
Zysk netto	239	408	-41%	927	48%

Media

Bardzo słaby 2Q'20

- Oczekujemy słabych wyników zarówno w WPL jak i w AGO.

Agora		trzymaj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		8,60 PLN		14-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	122,7	269,8	-55%	891,9	46%
EBITDA	-4,1	30,1	-	55,6	34%
marża EBITDA	-3,3%	11,2%	-	6,2%	-
EBIT	-46,2	-9,2	-	-111,9	-
Zysk brutto	-45,8	-7,1	-	-135,9	-
Zysk netto	-45,8	-6,6	-	-136,9	-

Wirtualna Polska		redukuje		wyniki:	
Paweł Szpigiel		63,10 PLN		25-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	119,2	178,5	-33%	592,8	45%
EBITDA	32,5	51,3	-37%	168,8	43%
marża EBITDA	27,3%	28,7%	-	28,5%	-
EBIT	10,8	32,0	-66%	91,5	32%
Zysk brutto	9,8	15,4	-37%	74,5	26%
Zysk netto	7,3	8,0	-9%	58,2	24%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

CPS ze względu na część reklamową.

- Oczekujemy dość pozytywnego guidance na 2H'20.

- Niewielki spadek obrotów detalicznych, wyraźny spadek obrotów sprzętem.
- Słaby rynek reklamy: niższe przychody hurtowe, ale oszczędności na kosztach kontentu (spodziewamy się 350 mln PLN kosztów).
- Koszty jednorazowe rzędu 30 mln PLN (pomoc w związku z COVID-19).
- Oczyszczona EBITDA -4,2% niższa R/R.

- Dwucyfrowa R/R erozja przychodów z bezpośrednich usług głosowych, ale wzrost obrotów z broadbandu.
- Wzrost ruchu hurtowego.
- Stabilna marża zysku brutto ze sprzedaży.
- Koszty SG&A na poziomie 95,3 mln PLN.
- Wynik EBITDA stabilny R/R, zysk netto powinien wynieść 17,8 mln PLN w 2Q'20.

- Wzrostem przychodów z usług konwergentnych.
- Spadki obrotów ze sprzedaży sprzętu.
- Rozwiązanie rezerwy na nagrody jubileuszowe.
- Spodziewamy się, że spółka zawiąże rezerwę na zle długi. Jej wysokość zakładamy na 38 mln PLN.
- Wynik oczyszczony eEBITDAaL 693 mln PLN (+4,0% R/R).
- Orange Polska powinno wykazać w 2Q'20 niewielki zysk netto rzędu 43 mln PLN.

- Erozja bazy abonenckiej (słaby zwłaszcza segment prepaid, gdzie spodziewamy się ubytku o 170 tys. w ciągu kwartału).
- Niższy wzrost ARPU niż w poprzednich okresach.
- Wzrost ruchu Interconnect.
- Pogorszenie się marży na sprzęcie (szacujemy 16%).
- Marża kontrybucyjna płaska R/R, wynik skorygowana EBITDA rzędu 631 mln PLN (-2,1% R/R).

- Widoczne w wynikach spółek będą: istotne spadki na rynku reklamy, lock-down i zamknięcie kin.

- Bardzo duży spadek obrotów w wyniku zamknięcia kin przez cały 2Q'20.
- Obroty w segmencie Film i Książka na poziomie tylko 11,3 mln PLN, zakładamy EBITDA -10,7 mln PLN ex. MSSF16.
- Słabe wyniki segmentów reklamowych, zwłaszcza Outdoor (estymujemy EBITDA -12,5 mln PLN ex. MSSF 16).
- Relatywnie dobre wyniki segmentu Internet.
- EBITDA ex. MSSF16 zakładamy na -22,1 mln PLN.

- Zakładamy neutralny wpływ TV i wpływ MSSF16 rzędu 4,1 mln PLN. Zdarzenia jednorazowe na EBITDA zakładamy na 3,7 mln PLN.
- Skorygowany wynik EBITDA online (tj. bez TV i bez barteru) powinien wynieść w ujęciu bez MSSF16 32,1 mln PLN, tj. będzie niższy R/R o 35,9%
- Uwzględniamy w prognozie przychód z tytułu aktualizacji wyceny zobowiązania do wykupu udziałów niedających kontroli w Nocowanie.pl na 4,0 mln PLN.

IT

Brak istotnego wpływu COVID-19 na 2Q'20

- Spodziewamy się, relatywnie dobrych wyników ze spółek IT (żadna nie powinna zaraportować pogorszenia R/R).
- Bardzo dobrych wyników 2Q'20 oczekujemy w Asseco SEE.

Ailleron Paweł Szpigiel		równoważ			wyniki: 30-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*	
Przychody	32,1	31,4	2%	147,7	43%	
EBITDA	3,7	3,5	6%	17,1	40%	
marża EBITDA	11,5%	11,1%	-	11,6%	-	
EBIT	1,7	1,4	24%	8,8	33%	
Zysk brutto	1,0	1,3	-20%	7,3	35%	
Zysk netto	0,8	0,9	-10%	6,2	24%	

Asseco BS Paweł Szpigiel		równoważ			wyniki: 30-07-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*	
Przychody	61,7	61,7	0%	275	45%	
EBITDA	23,5	23,5	0%	108	44%	
marża EBITDA	38,0%	38,0%	-	39,2%	-	
EBIT	17,4	17,4	0%	81	43%	
Zysk brutto	17,1	17,1	0%	79	43%	
Zysk netto	14,1	14,1	0%	67	42%	

Asseco Poland Paweł Szpigiel		trzymaj 68,39 PLN			wyniki: 27-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*	
Przychody	2821,1	2538,7	11%	10879	53%	
EBITDA	415,9	387,7	7%	1621,0	52%	
marża EBITDA	14,7%	15,3%	-	14,9%	-	
EBIT	245,9	228,9	7%	981,0	51%	
Zysk brutto	230,9	217,9	6%	974,0	47%	
Zysk netto	79,9	80,1	0%	319,0	51%	

Asseco SEE Paweł Szpigiel		przeważaj			wyniki: 05-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*	
Przychody	255,7	198,2	29%	1034,1	47%	
EBITDA	52,4	38,7	35%	193,8	52%	
marża EBITDA	20,5%	19,5%	-	18,7%	-	
EBIT	32,1	22,6	42%	118,3	51%	
Zysk brutto	31,4	24,4	28%	116,0	51%	
Zysk netto	25,0	18,2	37%	95,1	51%	

Atende Paweł Szpigiel		równoważ			wyniki: 15-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*	
Przychody	55,1	73,0	-25%	256,2	38%	
EBITDA	6,0	3,2	85%	17,3	49%	
marża EBITDA	10,9%	4,4%	-	6,8%	-	
EBIT	2,8	0,1	-	9,3	23%	
Zysk brutto	2,4	0,3	-	8,8	1%	
Zysk netto	2,0	-0,4	-	6,6	-2%	

Comarch Paweł Szpigiel		trzymaj 220,30 PLN			wyniki: 28-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*	
Przychody	353,9	327,8	8%	1463,0	50%	
EBITDA	48,3	45,1	7%	212,1	54%	
marża EBITDA	13,7%	13,7%	-	14,5%	-	
EBIT	27,3	25,2	8%	125,3	58%	
Zysk brutto	33,8	26,7	26%	100,3	55%	
Zysk netto	24,1	20,2	19%	73,8	52%	

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Oczekujemy dość pozytywnego guidance na 2H'20 (istotna poprawa vs. niepewność dot. 2H'20 komunikowana po wynikach za 1Q'20).

- Spadek obrotów przychodów w obszarze Enterprise Services oraz Hoteltech.
- Spadek marży brutto ze sprzedaży, ale także niższe R/R koszty SG&A.
- Zysk EBITDA szacujemy na 3,7 mln PLN, tj. +6% R/R.
- Zakładamy efektywną stopę podatkową = 19,0%, zysk netto powinien wtedy wynieść 0,8 mln PLN.

- Niewielki wzrost sprzedaży krajowej, stagnacja w sprzedaży eksportowej.
- Utrzymanie stabilnej marży brutto ze sprzedaży, koszty SG&A rzędu 8,1 mln PLN.
- Wynik EBITDA rzędu 23,5 mln PLN, stabilny R/R.
- Zakładamy efektywną stawkę podatku w 2Q'20 na poziomie 16% (częściowo efekt ulgi podatkowej).

- Niewielki wzrost przychodów i stabilna marża operacyjna w spółce matce.
- Istotna poprawa na przychodach (+14%) na rynku izraelskim, co wynika w dużej mierze z układu walut.
- Oczekujemy: dobrych odczytów w Asseco SEE i stabilnych odczytów w Asseco WE.
- Zysk netto powinien wynieść ok. 79,9 mln PLN (tj. -0,2% R/R), co trzeba uznać na za dość dobry wynik.

- Wysoki portfel zamówień powinien przełożyć się na wysoką sprzedaż, deprecjacja PLN vs. EUR o >5% R/R.
- Spółki przejmowane powinny dołożyć ok. 0,5 mln EUR wyniku EBITDA do szacowanego przez nas wyniku EBITDA w części organicznej na poziomie 11,1 mln PLN.
- Stopa efektywna podatku = 20,5% (nasze założenie).
- Zysk netto powinien wzrosnąć R/R o 37%, co naszym zdaniem umocni sentyment do spółki.

- Ubytek przychodów z/w na sprzedaż spółki Sputnik pod koniec 2019 r.
- Relatywnie dobre wyniki w 2Q'20: marżę brutto ze sprzedaży zakładamy na ok. 18,0 mln PLN.
- Koszty SG&A szacujemy na 15,2 mln PLN.
- Zysk netto powinien wynieść 2,0 mln PLN, tym samym Atende powinno odrobić stratę z 1Q'20.

- Poprawa przychodów ze sprzedaży o 8% R/R dzięki wysokim rezultatom w obszarze finanse i bankowość oraz przemysł i utilities.
- Nieznaczne pogorszenie się marży brutto na sprzedaży o 1,2 p.p. R/R. i spadek kosztów SG&A R/R (szacujemy je na 60,9 mln PLN w 2Q'20).
- Zakładamy saldo na pozostałej dział. operacyjnej rzędu -7,0 mln PLN (odpisy na należności) oraz saldo +6,5 mln PLN na dział. finansowej (wpływ f/x).

Gaming

Wyniki nadal wspierane przez COVID-19

- Efekt COVID-19 nadal powinien wspierać sprzedaż spółek z sektora, jednak w mniejszym stopniu niż w 1Q'20.
- TEN powinno poprawić EBITDA o 106% r/r, co wynika z

11 bit studios		trzymaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		476,00 PLN		27-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	18,1	16,6	9%	79,9	61%
EBITDA	8,3	4,4	88%	41,0	68%
marża EBITDA	45,9%	26,5%		31,7%	
EBIT	5,9	2,9	102%	30,8	75%
Zysk brutto	6,8	3,0	126%	33,8	73%
Zysk netto	5,5	2,0	179%	29,5	68%

CD Projekt		trzymaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		388,10 PLN		30-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	164,9	133,5	23%	3776,1	9%
EBITDA	72,5	47,7	52%	3232,7	6%
marża EBITDA	44,0%	35,7%		85,6%	
EBIT	63,1	39,4	60%	3224,1	5%
Zysk brutto	67,1	41,6	61%	3234,6	5%
Zysk netto	60,7	33,9	79%	2956,0	5%

Ten Square G		akumuluj		wyniki:	
Piotr Bogusz		592,00 PLN		28-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	170,3	49,9	241%	587,7	45%
EBITDA	33,9	16,4	106%	199,7	36%
marża EBITDA	19,9%	32,9%		35,3%	
EBIT	32,9	16,1	104%	196,8	36%
Zysk brutto	32,9	15,9	107%	198,4	36%
Zysk netto	29,6	13,1	127%	178,6	36%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

istotnej poprawy sprzedaży r/r. Wyższe koszty marketingu negatywnie powinny wpływać na rentowność.

- W 11B i CDR wysoka sprzedaż portfela gier wspierała poprawę wyników r/r.

- Oczekujemy wzrostu przychodów o 9% r/r do 18,1 mln PLN napędzanego przez wysoką sprzedaż gier własnych oraz z segmentu wydawniczego.

- Szacujemy koszt usług obcych (w ramach tej kategorii rozliczane są tantiemy w dziale wydawniczym) na poziomie 5,8 mln PLN w 2Q'20 vs. 8,5 mln PLN w 2Q'19 (baza jest zaburzona przez zdarzenie jednorazowe).

- Istotny wzrost wyników jest rezultatem dźwigni operacyjnej.

- Oczekujemy wzrostu przychodów o 23% r/r w 2Q'20 napędzanego przez wysoką sprzedaż gry Wiedźmin 3 i dodatków. Zwracamy uwagę, że w bazie 2Q'19 jest około 30 mln PLN jednorazowego przychodu.

- W GOG.com oczekujemy wzrostu sprzedaży o 15% r/r oraz wzrostu EBIT o 86% r/r do 5 mln PLN w 2Q'20.

- W segmencie produkcji gier oczekujemy 109 mln PLN sprzedaży (+22% r/r) oraz 58 mln PLN EBIT (+58% r/r).

- Sprzedaż prognozujemy zgodnie ze wstępnymi szacunkami opublikowanymi przez spółkę.

- Zakładamy standardowe koszty związane z prowizjami.

- Szacujemy, że spółka wydała łącznie na marketing gier 69,9 mln PLN w 2Q'20 (vs. 14 mln PLN w 2Q'19), z czego 69,2 mln PLN dla gry Fishing Clash.

- Prezentowane dane są oczyszczone o niegotówkowe zdarzenie jednorazowe w wysokości 72,4 mln PLN związane z transakcją sprzedaży akcji.

Przemysł

Wyniki niższe r/r, ale lepiej niż sądziliśmy

- W 2Q'20 oczekujemy, że jedynie Amica, Grupa Kęty i TIM (20%) podadzą wyniki finansowe wyższe r/r, a reszta (80%) pogorszy rezultaty.

AC Piotr Poniatowski				wyniki: 10-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	32,2	57,5	-44%	205,5	46%
EBITDA	10,9	14,6	-25%	48,3	56%
marża EBITDA	33,9%	25,3%		23,5%	
EBIT	8,3	11,8	-30%	36,3	60%
Zysk netto	6,7	9,4	-29%	29,4	62%

Alumetal Jakub Szkopek				wyniki: 30-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	182,0	367,8	-51%	1213,5	39%
EBITDA	8,5	25,2	-66%	72,1	48%
marża EBITDA	4,7%	6,9%		5,9%	
EBIT	1,0	17,7	-94%	40,2	47%
Zysk netto	0,4	13,2	-97%	28,5	43%

Amica Jakub Szkopek				wyniki: 25-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	634,2	701,8	-10%	2661,9	50%
EBITDA	47,7	44,8	6%	172,6	52%
marża EBITDA	7,5%	6,5%		6,5%	
EBIT	34,3	31,4	9%	116,7	54%
Zysk netto	30,7	24,8	24%	306,8	15%

Apator Jakub Szkopek				wyniki: 28-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	230,0	210,8	9%	862,4	53%
EBITDA	31,1	32,9	-6%	124,9	52%
marża EBITDA	13,5%	15,6%		14,6%	
EBIT	18,0	19,9	-10%	73,9	52%
Zysk netto	13,0	14,7	-11%	55,0	50%

Astarta Jakub Szkopek				wyniki: 12-08-2020	
(mln UAH)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 077	3 346	-38%	12 097	40%
EBITDA	1281,4	1492,2	-14%	2316,7	89%
marża EBITDA	61,7%	44,6%		19,0%	
EBIT	881,4	1099,8	-20%	809,6	150%
Zysk netto	815,4	1035,3	-21%	-894,2	-

Boryszew Jakub Szkopek				wyniki: 25-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1138,4	1706,5	-33%	5238,7	52%
EBITDA	83,2	138,4	-40%	275,7	59%
marża EBITDA	7,3%	8,1%		5,3%	
EBIT	31,5	87,8	-64%	75,8	84%
Zysk netto	6,6	37,3	-82%	13,0	-

Cognor Jakub Szkopek				wyniki: 17-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	402,1	516,3	-22%	1630,0	53%
EBITDA	30,4	42,9	-29%	70,1	87%
marża EBITDA	7,6%	8,3%		6,1%	
EBIT	18,9	31,6	-40%	22,1	172%
Zysk netto	12,3	16,1	-24%	2,1	714%

Famur Jakub Szkopek				wyniki: 31-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	238,0	520,7	-54%	1196,2	49%
EBITDA	95,4	157,2	-39%	332,5	62%
marża EBITDA	40,1%	30,2%		14,6%	
EBIT	55,4	107,1	-48%	172,5	68%
Zysk netto	34,4	218,4	-84%	136,7	63%

- Wyniki 2Q'20 są jednak lepsze niż zakładaliśmy jeszcze miesiąc temu, a środki z tarczy antykryzysowej oraz kurs walutowy dają szansę na pozytywne zaskoczenia po stronie wyników i przepływów gotówki.

- Drugi kwartał, zgodnie z danymi wstępnymi, powinien się zamknąć z 44% spadkiem przychodów.

- Dzięki m.in. lepszym kursom walutowym oraz wyższej rentowności eksportu, spadek wyników operacyjnych AC będzie naszym zdaniem niższy i wyniesie ok. 25-30% r/r. Dodatkowo, spółka otrzymała w kwartale 2,3 mln PLN wsparcia kryzysowego.

- W 2Q'20 oczekujemy 50% r/r spadków wolumenów sprzedaży i 66% r/r spadków EBITDA. Po wynikach Zarząd może zapowiedzieć dwucyfrowe spadki wolumenów sprzedaży w 3Q'20 oraz spadek rynkowych marży w efekcie wzrostu konkurencji.

- Rynek może oczekiwać, że całoroczna EBITDA spadnie poniżej 70 mln PLN.

- Zaskakująco szybkie odbicie sprzedaży na rynku polskim, niemieckim i skandynawskim pozwoliło Grupie Amica w 2Q'20 na ograniczenie spadku obrotów do około -10% r/r.

- Z drugiej strony oszczędności kosztowe, pomoc rządowa oraz korzystny kurs EUR przełoży się na wzrost EBITDA o około 6% r/r w 2Q'20. Po wynikach rynek uwierzy w całoroczną EBITDA na poziomie 215-220 mln PLN.

- W 2Q'20 motorem sprzedaży Grupy Apator będzie segment opomiarowania energii (+33% r/r; kontrakt rynku mocy) i gazu (+10% r/r). Wysokim obrotem towarzyszyć będzie spadek marżowości, gdyż kontrakt na rynku mocy jest w oparciu o komponenty dostarczane z zewnątrz.

- Wzrost obrotów prowadzić może do tymczasowego zwiększenia zadłużenia netto.

- Słabsze wolumeny sprzedaży oraz niższy efekt rewaluacji aktywów biologicznych w 2Q'20 przełoży się na spadek wyników w 2Q'20. Nie oczekujemy jednak żeby miało to wpłynąć na konieczność rewizji całorocznych prognoz.

- Rynek w 2Q'20 zwracać uwagę będzie na perspektywy zbiorów w 2020 roku oraz prognozy produkcji cukru na Ukrainie w 2H'20.

- W 2Q'20 oczekujemy 40% r/r spadku obrotów w segmencie Automotive i 33% r/r spadku w segmencie Metali. Zakładamy, że EBITDA spadnie o 40% r/r, z czego wynik wsparty będzie przez tarczę antykryzysową w kwocie 10 mln PLN. Zakładamy spadek zadłużenia w 2Q'20, ale wciąż dług netto w relacji do EBITDA przekroczy kowenanty bankowe (zakładamy 5,4x na koniec 1H'20).

- W 2Q'20 oczekujemy spadku wolumenu sprzedaży o 14% r/r, co w szczególności dotknie Hutę Stali Jakościowych. Oczekujemy wzrostu sprzedaży prętów żebrowanych o 7% r/r z uwagi na dobrą sprzedaż do branży budowlanej.

- Wynikiem sprzyjać będzie 8 mln PLN uzyskane z tarczy antykryzysowej, ale mimo tego osiągnięcie ubiegłorocznych poziomów będzie niemożliwe.

- W 2Q'20 oczekujemy około 40% r/r spadku przychodów w segmencie Underground. Reszta spadku wynika ze sprzedaży PBSz i udziałów w Famak.

- Mimo spadku obrotów rentowność Grupy ucierpi w mniejszym stopniu dzięki około 30 mln PLN rekompensat z tarczy antykryzysowej. Rynek pozytywnie prawdopodobnie oceni dodatni cash flow.

Forte Jakub Szkopek				wyniki: 10-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	156,7	255,8	-39%	939,9	46%
EBITDA	12,9	22,3	-42%	125,8	43%
marża EBITDA	8,3%	8,7%		13,4%	
EBIT	-1,7	7,8	-	68,2	37%
Zysk netto	-3,2	2,6	-	8,8	-87%

Grupa Kęty Jakub Szkopek				wyniki: 05-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	875,0	831,8	5%	3274,8	52%
EBITDA	180,0	135,5	33%	622,9	52%
marża EBITDA	20,6%	16,3%		19,0%	
EBIT	145,0	101,3	43%	481,5	53%
Zysk netto	110,0	75,5	46%	376,9	51%

Kernel Jakub Szkopek				wyniki: 30-10-2020	
(mln USD)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	932,0	934,4	0%	3821,8	101%
EBITDA	56,2	60,4	-7%	357,6	105%
marża EBITDA	6,0%	6,5%		8,0%	
EBIT	28,4	39,8	-29%	266,7	101%
Zysk netto	11,2	-0,4	-	97,5	89%

Kruszwica Jakub Szkopek				wyniki: 21-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	615,6	699,7	-12%	2791,7	50%
EBITDA	26,1	31,4	-17%	170,7	42%
marża EBITDA	4,2%	4,5%		6,1%	
EBIT	19,1	24,5	-22%	141,5	40%
Zysk netto	14,4	17,6	-19%	112,8	40%

Mangata Jakub Szkopek				wyniki: 15-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	117,2	175,0	-33%	583,9	48%
EBITDA	6,7	25,4	-74%	63,6	41%
marża EBITDA	5,7%	14,5%		10,9%	
EBIT	-1,3	17,3	-	30,8	32%
Zysk netto	-0,5	12,1	-	25,7	47%

PKP Cargo Piotr Poniatowski				wyniki: 20-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	937,3	1164,4	-20%	4242,9	47%
EBITDA	90,9	191,6	-53%	501,9	36%
marża EBITDA	9,7%	16,5%		11,8%	
EBIT	-107,7	15,0	-	-228,8	-
Zysk netto	-117,7	-5,2	-	-229,8	-

Pozbud Jakub Szkopek				wyniki: 04-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	35,4	50,3	-30%	211,5	35%
EBITDA	2,3	6,9	-67%	25,2	57%
marża EBITDA	6,5%	13,8%		11,9%	
EBIT	0,4	5,1	-91%	17,9	60%
Zysk netto	0,2	2,2	-	9,9	45%

TIM Piotr Poniatowski				wyniki: 23-09-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	248,5	210,2	18%	946,6	52%
EBITDA	15,9	12,9	23%	55,8	51%
marża EBITDA	6,4%	6,1%		5,9%	
EBIT	9,8	7,6	29%	34,7	49%
Zysk netto	7,4	4,6	61%	19,7	40%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

■ W 2Q'20 oczekujemy spadku sprzedaży o 39% r/r oraz spadku EBITDA Grupy o 42% r/r.

■ Niższe wolumeny sprzedaży wspierać powinien kurs walutowy, a wyniki operacyjne dotacje przewidziane w tarczy antykryzysowej. Zakładamy, że dług netto na koniec 1H'20 sięgnie 543 mln PLN, a spółka nieznacznie przekroczy kowenanty bankowe.

■ W 2Q'20 Zarząd Grupy Kęty oczekuje, że EBITDA wzrośnie o 33% r/r, a zysk netto o 46% r/r. Nasze szacunki nie odbiegają znacząco od estymacji Zarządu.

■ Naszym zdaniem przy wynikach za 2Q'20 rynek będzie analizował na ile rekordowe rentowności z minionego kwartału są do utrzymania w drugim półroczu.

■ Poprawa wolumenów sprzedaży w 4Q'20 niekoniecznie naszym zdaniem przełoży się na poprawę wyników kwartalnych w ujęciu r/r.

■ Rynek zwracać będzie uwagę na zadłużenie netto na koniec roku – które naszym zdaniem wyniesie około 3,5x EBITDA.

■ W 2Q'20 oczekujemy 10% r/r spadku wolumenu sprzedaży w efekcie niższe sprzedaży komponentów do biopaliw, co związane jest z niższą sprzedażą paliw na rynku europejskim.

■ Inwestorzy przy wynikach za 2Q'20 zwracać będą uwagę na perspektywę wzrostu wyników w 2H'20 z uwagi na wyższe o 19% r/r zbiory rzepaku w Polsce.

■ W 2Q'20 oczekujemy wysokiej (-45% r/r) ujemnej dynamiki przychodów w segmencie Automotive i -20% r/r w elementach łącznych i armaturze przemysłowej.

■ Naszym zdaniem mimo perspektywy słabych wyników 2Q'20 dług netto w relacji do EBITDA nie powinien przekroczyć poziomu 2,0x.

■ Oczekujemy, że wraz ze spadającymi przewozami Grupa odnotuje ok. 20% r/r ubytku przychodów w kwartale.

■ Pomimo niższej bazy kosztowej (niższe koszty paliwa i energii, dostępu do infrastr., transportu, wynagrodzeń) oraz pozytywnego wpływu tarczy antykryzysowej (poz. dz. oper. +34 mln PLN) oczekujemy słabych wyników i straty operacyjnej oraz netto na poziomach zbliżonych do 1Q'20.

■ W 2Q'20 oczekujemy spadku sprzedaży Grupy o 30% r/r za czym idzie słabsza sprzedaż w stolarce otworowej (-30% r/r) oraz braku istotnej sprzedaży w segmencie mieszkaniowym (w 2Q'19 19 mln PLN przy oddaniu nieruchomości w Strzeszynie).

■ Przy słabszych wynikach zakładamy, że dług netto w relacji do EBITDA wzrośnie do poziomu 2,5x.

■ W 2Q'20 oczekujemy dwucyfrowego wzrostu przychodów Grupy dzięki wykorzystaniu efektywnego modelu sprzedażowego w czasach ograniczeń epidemicznych.

■ Oczekujemy, że wszystkie spółki grupy będą pozytywnie partycypowały do wyniku, co przełoży się na wzrosty r/r.

■ Zysk netto będzie dodatkowo wsparty ok. +1,2 mln PLN przeszacowaniem zadłużenia FX (w 1Q'20 -4,7 mln PLN).

Handel

Kwartał najmocniej dotknięty przez COVID-19

- Jedyną spółką, która według naszych prognoz poprawi rezultaty r/r będzie DNP. Niemniej zwracamy uwagę, że tempo poprawy r/r ulegnie spowolnieniu względem

AmRest		trzymaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		40,00 PLN		-	
(mln EUR)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2019	r/r
Przychody	265,5	482,8	-45%	1961,5	27%
Zysk brutto na sprz.	-16,2	80,5		319,2	29%
marża	-6,1%	16,7%			
EBITDA	17,4	89,0	-80%	247,8	
marża EBITDA	6,5%	18,4%			
EBIT	-111,3	21,6		100,1	57%
Zysk brutto	-122,9	8,2		93,4	62%
Zysk netto	-93,9	6,8		65,1	51%

Dino		sprzedaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		155,60 PLN		21-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 435	1 940	26%	9 939	47%
Zysk brutto na sprz.	595	467	27%	2 453	46%
marża	24,4%	24,1%		24,7%	
EBITDA	227,3	181,2	25%	938	45%
marża EBITDA	9,3%	9,3%		9,4%	
EBIT	179,4	142,2	26%	749	43%
Zysk brutto	165,2	127,1	30%	693	42%
Zysk netto	133,8	105,5	27%	555	43%

Eurocash		kupuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		19,90 PLN		25-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	6 353	6 438	-1%	26 071	47%
Zysk brutto na sprz.	833	844	-1%	3 577	45%
marża	13,1%	13,1%		13,7%	
EBITDA skor.	108,3	126,5	-14%	435,3	33%
marża EBITDA	1,7%	2,0%		1,7%	
EBIT	62,3	81,4	-23%	232,9	22,3%
Zysk brutto	-2,1	56,4		45,5	
Zysk netto	-0,8	47,4		126,5	

Jerónimo Martins		trzymaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		15,30 EUR		29-07-2020	
(mln EUR)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	4 637	4 661	-1%	19 710	47%
Zysk brutto na sprz.	991	1 005	-1%	4 349	47%
marża	21,4%	21,6%		22,1%	
EBITDA skor.	236,3	257,0	-8%	1 058	42%
marża EBITDA	5,1%	5,5%		5,4%	
EBIT	128,6	156,0	-18%	624	37%
Zysk brutto	119,6	148,0	-19%	498	42%
Zysk netto	81,5	109,0	-25%	451	33%

LPP		akumuluj		wyniki:	
Piotr Bogusz		6 900,00 PLN		08-10-2020	
(mln PLN)	2Q'20/21P	2Q'19/20	r/r	2020P	YTD
Przychody	1 927	2 345	-18%	8 241	38%
Zysk brutto na sprz.	901	1 156	-22%	4 023	37%
marża	46,7%	49,3%		48,8%	
EBITDA skor.	26,8	586,8	-95%	468,7	
marża EBITDA	1,4%	25,0%		5,7%	
EBIT	-59,6	185,6	-	-9,8	
Zysk brutto	-103,0	146,1	-	-44,2	
Zysk netto skor.	-103,0	31,9	-	-15,3	

VRG		akumuluj		wyniki:	
Piotr Bogusz		2,43 PLN		26-08-2020	
(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	174,0	270,2	-36%	823,7	45%
Zysk brutto na sprz.	82,1	144,6	-43%	394,3	45%
marża	47,2%	53,5%		47,9%	
EBITDA skor.	-5,6	35,0		5,9	
marża EBITDA	-3,2%	13,0%		0,7%	
EBIT	-11,4	28,6		-16,8	
Zysk brutto	-18,3	29,3		-39,7	
Zysk netto	-18,3	23,9		-36,0	

poprzednich kwartałów.

- Oczekujemy pogorszenia wyników w EAT, EUR, JMT, LPP VRG. Największych spadków wyników oczekujemy w EAT i LPP i VRG.

- Zamknięcie restauracji oraz spadek sprzedaży związany z COVID-19 powinny przełożyć się na spadek sprzedaży o 45% r/r.
- Pomimo wprowadzonych oszczędności kosztowych oraz otrzymanych dotacji oczekujemy spadku marży EBITDA o 11,9 p.p. r/r do 6,5% w 2Q'20.
- Podany wynik EBITDA MSSF 16 jest oczyszczony o odpisy na aktualizację wartości aktywów, które szacujemy na 60 mln EUR.
- Koszty finansowe szacujemy na 11,2 mln EUR.

- Oczekujemy wzrostu sprzedaży o 24,3% r/r w 2Q'20, lfi na poziomie 9% oraz spadku sprzedaży/mkw. o 1% r/r.
- Szacujemy marżę brutto na sprzedaży na 24,4% w 2Q'20 (+0,32p.p. r/r), pozytywny wpływ spadku cen paliw oraz spadku cen mięsa.
- Narzut kosztów SG&A prognozujemy na 17% w 2Q'20 (+0,38p.p. r/r) - głównie presja ze strony kosztów wynagrodzeń.
- W efekcie oczekujemy utrzymania płaskiej marży EBITDA r/r.

- W segmencie hurtu zakładamy poprawę sprzedaży w C&C, spadek sprzedaży r/r w EC Dystrybucja (zakończenie kontraktu z PKN Orlen) oraz pogorszenie sprzedaży r/r w EC Service i EC Gastronomia. EBITDA segmentu szacujemy na 118 mln PLN w 2Q'20 (-7,3% r/r)
- W segmencie Detal oczekujemy poprawy sprzedaży w DC własne i DC franczyzowe. Szacujemy EBITDA segmentu na poziomie 28 mln PLN (-27% r/r), na co negatywnie powinny wpłynąć dodatkowe koszty związane z COVID-19 oraz spadek wyniku r/r w Inmedio.
- Wyniki oczyszczone o MSSF 16.

- W sieci Biedronka oczekujemy niższej dynamiki sprzedaży/mkw. r/r w 2Q'20 vs. 1Q'20 (2% vs. 9,4%) ze względu na efekt bazy, niesprzyjające warunki pogodowe i niski popyt w okresie Wielkanocnym. Zakładamy spadek marży EBITDA o 0,4p.p. r/r do 7,1% w 2Q'20.
- W Portugalii oczekujemy spadku sprzedaży w sieci Pingo Doce (negatywny wpływ restrykcji) oraz w Recheio (istotny spadek popytu w segmencie Horeca).
- Oczekujemy braku poprawy sprzedaży porównywalnej w Ara oraz spadku sprzedaży w Hebe (spadek EBITDA r/r).
- Wyniki oczyszczone o MSSF 16.

- Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na 46,7% (-2,6p.p. r/r) ze względu na wzrost udziału e-commerce w sprzedaży oraz aktywność promocyjną po otwarciu sklepów.
- Oczekujemy spadku wskaźnika kosztów SG&A/mkw. o 11,1% r/r do 256 PLN.
- Działalność finansową szacujemy na -43,5 mln PLN w 2Q'20 vs. 39,5 mln PLN w 2Q'19.
- Prezentowany wynik EBITDA jest bez MSSF 16.
- Wyniki są oczyszczone o jednorazowe odpisy na biznes niemiecki, które szacujemy na 120 mln PLN.

- Sprzedaż i zysk brutto na sprzedaży szacujemy zgodnie z opublikowanymi raportami miesięcznymi.
- Zakładamy spadek kosztów SG&A/mkw. o 17,5% r/r do 600 PLN w 2Q'20, na co największy wpływ miała redukcja czynszów (zakładamy 11 mln PLN) oraz redukcja kosztów wynagrodzeń (zakładamy 13 mln PLN).
- Działalność finansową zakładamy na poziomie -7 mln PLN w 2Q'20 vs. 0,7 mln PLN w 2Q'19.
- Ze względu na stratę brutto nie zakładamy płatności podatku w kwartale.

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_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 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.

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, Alior 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, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Przemyśl, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawipol, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, 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: 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_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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 Szpигiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpигiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniąkowski@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