wtorek, 20 października 2020 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 3Q 2020

Rynek akcji

Finanse
Zgodnie z oczekiwaniami wyniki w 3Q'20 pokażą dalszy spadek przychodów odsetkowych oraz NIMu. Jest to oczywiście efekt spadku stopy bazowej oraz rozwodnienia marży poprzez mniej rentowne od kredytów papiery wartościowe. Spodziewamy się, że nie wszystkie banki będą robić rezerwy na COVID-19, co znacznie obniży koszty ryzyka w sektorze. Jeżeli chodzi o banki frankowe to oczekujemy podobnego poziomu rezerw jak w 2Q za wyjątkiem PKO BP, który zwiększy rezerwy 3-krotnie. Większość banków po 9M'20 wykona naszą prognozę w 80-90% co zapowiada podwyżki prognoz i konsensusu. Szczególnie cieszy trajektoria wyniku odsetkowego i prowizyjnego co powinno wspomóc także prognozy na 2021 rok. Finalna wysokość rewizji zależeć będzie jednak od 4Q i skłonności banków do zawiązywania dodatkowych rezerw np. na CHFy. Oczekujemy, że po wynikach za 9M'20 konsensus na Kruka powinien zostać zdecydowanie podniesiony, zaś jeżeli chodzi o GPW to w 3Q odczuwalny będzie spadek przychodów oraz wyższe koszty wynikające z dowiązania rezerwy na opłatę dla KNF, co skutecznie podminuje wynik 3Q. Relatywnie najlepszych wyników za 3Q spodziewamy się po: OTP, EBS, PKO, ING.

Chemia
W 3Q'20 pozytywnie na wynikach za 3Q'20 może zaskoczyć Ciech, pod presją wciąż pozostaną wyniki Grupy Azoty.

Surowce
Oczekujemy bardzo słabych wyników Grupy JSW i wzrostu zadłużenia w 3Q'20.

Paliwa
Fatalne odczyty marż modelowych w rafinerii będą 1:1 odzwierciedlone w wynikach sektora. Relatywnie mocniej powinien zaprezentować się MOL, gdzie upstream, detal i przesył gazu skompensują słabość obszaru downstream. Wzrosty wyników r/r powinien kontynuować PGNiG, gdzie pomaga normalizacja marż w obszarze obrotu.

Energetyka
Wyniki sektora za 3Q'20 zapewnią wykonanie naszych rocznych prognoz skor. EBITDA na poziomie 78%, co wpisuje się w standardowy wzorzec sezonowy. Najlepiej pod tym kątem wyglądają CEZ, Enea i Tauron, ale powrót ryzyka COVID nakazuje ostrożność w podnoszeniu szacunków już teraz. Inaczej prezentuje się sytuacja PGE, gdzie prawdopodobnie po 3Q będziemy musieli skorygować FY EBITDA o około 5%.

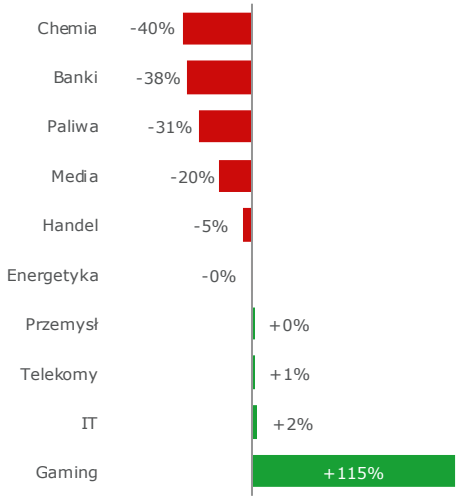
Telekomunikacja, Media, IT
W 3Q'20 zakładamy poprawę wyników spółek IT, zwłaszcza: ACP, ASE i ALL. Z kolei niższych wyników oczekujemy w ABS, co może rozczarować inwestorów. Wpływ COVID-19 na sezon 3Q'20 w telekomunikacji jest relatywnie niewielki, poza niższymi przychodami z roamingu. Od Zarządów oczekujemy guidance na powolny wzrost cen na rynku mobilnym. W sektorze mediowym pomimo poprawy koniunktury na rynku reklamy w 3Q'20, oczekujemy spadku wyników zarówno w AGO, jak i w WPL.

Gaming
W 3Q'20 oczekujemy spowolnienia poprawy wyników r/r względem poprzednich kwartałów w 11B, CDR i PLW. Istotnego wzrostu tempa poprawy wyników r/r i q/q oczekujemy w TEN.

Przemysł
W 3Q'20 oczekujemy, że 50% spółek poprawi r/r wyniki, a proporcja wyraźnie wzrośnie w porównaniu do 2Q'20. Pozytywnych zaskoczeń oczekiwalibyśmy w Amica, Astarta, Cognor, Famur, Forte, Kruszwica i TIM.

Handel
Zakładamy, że EAT, JMT powinny ograniczyć spadki wyników r/r w 3Q'20 względem tempa odnotowanego w 2Q'20. Poprawy wyniku EBIT r/r oczekujemy w EUR, DNP oraz VRG.

Dynamika wyników sektorów*



*banki na podstawie zysku netto, pozostałe wyniku EBITDA

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
Asseco BS	Ailleron
Grupa Azoty	Amica
JSW	Asseco Poland
PGE	Astarta
PKN Orlen	Ciech
	Energa
	Erste Group
	Eurocash
	ING BSK
	MOL
	OTP Bank
	PGNiG
	PKO BP
	Tauron
	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

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

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

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

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

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

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

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

mBank Biuro maklerskie

Spis treści

1. Zaskoczenia na wynikach spółek ... 3
2. Aktualne rekomendacje i pozycjonowania ... 5
3. Banki ... 6
3.1. Alior Bank ... 6
3.2. Handlowy ... 6
3.3. ING BSK ... 6
3.4. Millennium ... 6
3.5. Pekao ... 6
3.6. PKO BP ... 6
3.7. Santander Bank Polska ... 6
3.8. Komercni Banka ... 7
3.9. Moneta Money Bank ... 7
3.10. Erste Group ... 7
3.11. OTP Bank ... 7
4. Finanse ... 8
4.1. PZU ... 8
4.2. Kruk ... 8
4.3. Skarbiec Holding ... 8
4.4. GPW ... 8
5. Chemia ... 9
5.1. Ciech ... 9
5.2. Grupa Azoty ... 9
6. Surowce ... 9
6.1. JSW ... 9
7. Paliwa ... 10
7.1. MOL ... 10
7.2. PGNiG ... 10
7.3. PKN Orlen ... 10
8. Energetyka ... 11
8.1. CEZ ... 11
8.2. Enea ... 11
8.3. Energa ... 11
8.4. PGE ... 11
8.5. Tauron ... 11
9. Telekomunikacja ... 12
9.1. Cyfrowy Polsat ... 12
9.2. Netia ... 12
9.3. Orange Polska ... 12
9.4. Play ... 12
10. Media ... 12
10.1. Agora ... 12
10.2. Wirtualna Polska ... 12
11. IT ... 13
11.1. Asseco Business Solutions ... 13
11.2. Asseco Poland ... 13
11.3. Asseco South Eastern Europe ... 13
11.4. Atende ... 13
11.5. Comarch ... 13
12. Gaming ... 14
12.1. 11 bit studios ... 14
12.2. CD Projekt ... 14
12.3. PlayWay ... 14
12.4. Ten Square Games ... 14
13. Przemysł ... 15
13.1. AC ... 15
13.2. Alumetal ... 15
13.3. Amica ... 15
13.4. Apator ... 15
13.5. Astarta ... 15
13.6. Boryszew ... 15
13.7. Cognor ... 15
13.8. Famur ... 15
13.9. Forte ... 16
13.10. Grupa Kęty ... 16
13.11. Kruszwica ... 16
13.12. Mangata ... 16
13.13. PKP Cargo ... 16
13.14. Pozbud ... 16
13.15. Stalprodukt ... 16
13.16. TIM ... 16
14. Handel ... 17
14.1. AmRest ... 17
14.2. Dino ... 17
14.3. Eurocash ... 17
14.4. Jeronimo Martins ... 17
14.5. VRG ... 17

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

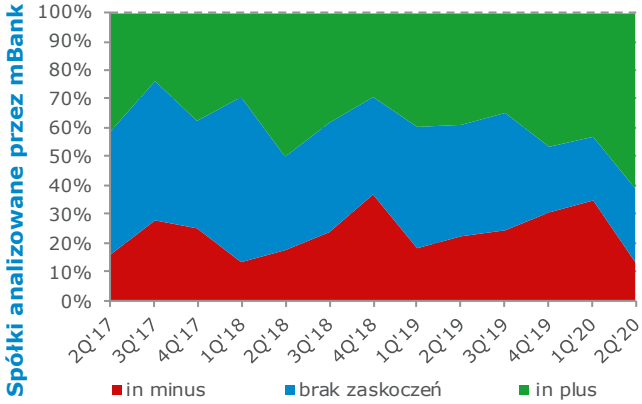
vs. konsensus	2017 2Q	3Q	4Q	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2019 1Q	2Q	3Q	4Q	2020 1Q	2Q	+/=
Finanse														
Alior Bank	+	+	+	=	+	=	=	=	-	+	-	+	-	77%
Handlowy	+	+	=	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	54%
ING BSK	=	=	=	=	-	=	+	+	+	-	-	+	+	77%
Millennium	=	+	=	+	+	=	+	+	+	+	-	-	+	85%
Pekao	=	=	+	=	=	+	+	=	=	=	+	+	+	100%
PKO BP	+	+	=	+	=	=	=	=	+	=	+	+	+	100%
Santander BP	+	=	=	=	+	=	-	=	-	=	+	-	=	77%
Komercni	+	+	+	+	+	+	+	=	+	=	=	+	-	92%
Moneta									+	=	+	+	-	75%
Erste Group	+	=	+	+	+	+	+	+	+	=	+	-	-	85%
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%
Energa	=	=	-	=	=	-	-	-	-	=	-	-	=	46%
PGE	=	=	=	=	=	-	-	-	=	=	+	=	=	77%
Tauron	+	=	=	=	+	+	=	+	=	+	+	+	+	100%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	=	=	=	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
Netia	=	+	+	=	=	=	=	=	+	=	=	=	=	100%
Orange PL	+	=	=	=	+	+	+	=	=	=	+	+	+	100%
Play		=	=	=	+	=	=	+	+	+	=	=	=	100%
Media														
Agora	+	=	+	=	+	+	=	+	-	+	=	+	=	92%
Wirtualna	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	-	=	92%
IT														
Ailleron		-	+	=	=	-	-	+	-	=	-	-	+	50%
Asseco BS	=	=	+	=	=	+	+	=	=	+	+	=	+	100%
Asseco PL	=	-	-	+	+	+	=	+	=	+	=	+	+	85%
Asseco SEE	+	-	=	=	=	+	=	+	=	+	+	+	+	92%
Atende			+	=	-	+	-	+	-	=	=	=	+	73%
Comarch	+	-	-	+	+	+	+	+	-	+	-	+	-	62%
Sygnity														
Gaming														
11 bit studios	+	-		=	-	=	+	-	-	-	+	+	+	58%
CD Projekt	+	-	+	=	=	-	-	+	+	+	+	+	-	69%
PlayWay					=	=	=	+	+	+	-	-	+	78%
Ten Square G						-	-	-	=	=	+	-	=	50%
Przemysł														
AC							=	=	-	+	+	=	=	86%
Alumetal	=	+	=	=	+	=	-	-	=	=	=	+	+	85%
Amica	=	-	+	-	+	+	+	=	=	+	=	+	=	85%
Apator	-	=	-	=	+	=	+	=	=	+	-	=	+	77%
Astarta									-	+	+	+	-	50%
Boryszew	-	+	-	-	=	-	-	-	=	-	-	-	=	31%
Cognor				+	+	=	-	-	+	-	-	+	+	60%
Famur	-	=	+	+	+	+	+	+	+	-	-	=	+	77%
Forte	=	-	-	=	+	-	-	+	-	+	+	+	+	62%
Grupa Kęty	=	=	-	=	+	=	=	=	=	=	+	+	+	92%
Kernel	-	-	+	=	-	+	+	-	=	+	+	+	+	69%
Kruszwica	-	=	-	+	+	+	+	+	+	-	+	=	=	77%
Mangata	-	-	-	+	+	+	-	+	=	=	+	-	+	62%
PKP Cargo	=	=	-	=	+	+	-	=	-	-	-	-	+	54%
Pozbud			+	=	+	-	=	+	-	-	+	-	+	64%
Stalprodukt								-	-	-	-	=	+	33%
TIM							+	+	+	-	=	=	+	86%
Handel														
AmRest	+	+	+	-	-	=	+	-	+	=	-	-	+	62%
CCC	+	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	15%
Dino	+	=	+	+	=	=	=	=	+	=	=	+	+	100%
Eurocash	=	-	-	=	=	-	-	=	=	=	+	=	+	69%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	-	-	85%
LPP	=	+	=	-	+	+	=	=	+	-	-	=	+	77%
VRG	-	=	=	-	-	=	=	=	=	=	=	+	+	77%

vs. r/r	2017 2Q	3Q	4Q	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2019 1Q	2Q	3Q	4Q	2020 1Q	2Q	3Q	+/=
Finanse															
Alior Bank	+	+	-	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	36%
Handlowy	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	-	-	36%
ING BSK	-	+	+	+	=	=	+	=	+	+	=	-	-	-	71%
Millennium	-	+	+	+	+	+	+	=	-	=	-	-	-	-	57%
Pekao	-	=	+	+	=	+	-	-	+	+	=	-	-	-	57%
PKO BP	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	71%
Santander BP	-	+	+	=	=	-	+	-	-	+	-	-	-	-	43%
Komercni	-	-	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	43%
Moneta	-	=	-	+	-	+	+	-	+	+	=	+	-	-	57%
Erste Group	-	+	+	+	+	+	+	+	-	+	=	-	-	-	64%
RBI	+	+	+	+	=	+	-	-	=	-	+	-	-		62%
OTP Bank	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	79%
PZU	+	+	+	-	+	+	=	+	-	-	+	-	-	-	57%
Kruk	+	=	-	-	=	+	+	+	-	-	-	-	-	-	43%
Skarbiec	+	-	+	-	-	-	-	+	+	-	+	-	+	+	50%
GPW	+	+	+	-	+	-	-	-	-	+	-	+	+	-	50%
Chemia															
Ciech	-	-	+	-	=	-	-	-	=	+	+	-	+	=	50%
Grupa Azoty	+	+	+	-	-	-	-	+	+	+	=	-	+	-	57%
Surowce															
JSW	+	+	+	-	=	=	-	-	=	-	-	-	-	-	43%
KGHM	+	+	-	-	+	-	=	+	-	+	-	-	+		54%
Paliwa															
Lotos	+	+	-	-	+	=	+	+	=	=	-	+	-	-	64%
MOL	+	-	+	-	-	+	+	-	=	=	-	+	-	-	50%
PGNiG	=	=	=	-	+	+	-	-	-	-	+	+	+	+	64%
PKN Orlen	+	+	-	-	-	-	+	=	+	+	-	+	-	-	50%
Energetyka															
CEZ	-	-	-	-	-	+	=	+	+	=	+	+	-	+	57%
Enea	+	=	-	=	-	=	-	+	+	+	+	+	+	-	71%
Energa	+	+	-	+	+	-	-	-	=	+	-	-	-	=	50%
PGE	+	=	-	+	+	=	-	-	-	+	+	=	-	-	57%
Tauron	+	=	-	=	-	-	-	+	-	+	+	=	+	+	64%
Telekomunikacja															
Cyfrowy	+	-	-	=	-	=	=	=	=	=	=	=	-	=	71%
Netia	-	-	-	=	-	-	-	-	-	-	+	=	=	-	29%
Orange PL	=	-	+	=	-	+	+	=	=	+	+	+	=	=	86%
Play	+	+	=	-	-	-	-	+	+	=	+	+	=	+	71%
Media															
Agora	+	=	+	-	-	+	+	+	-	+	+	+	-		69%
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	79%
IT															
Ailleron	+	-	+	=	+	-	-	+	-	-	+	-	+	+	57%
Asseco BS	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	=	=	-	86%
Asseco PL	-	-	-	+	+	+	+	+	-	+	-	+	+	+	64%
Asseco SEE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	-	-	+	-	-	+	-	+	-	-	+	-	+		38%
Comarch	-	-	-	=	+	+	+	+	-	+	+	+	+	=	71%
Sygnity	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+		77%
Gaming															
11 bit studios	-	=	+	+	-	+	+	+	-	-	+	+	+	+	71%
CD Projekt	+	-	-	-	-	-	-	-	+	-	+	+	+	+	43%
PlayWay					+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	90%
Ten Square G				+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Przemysł															
AC	+	-	-	+	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-	50%
Alumetal	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	=	+	-	=	50%
Amica	=	-	-	-	+	+	+	=	+	+	+	-	+	+	71%
Apator	-	+	-	-	+	=	+	+	-	-	-	=	=	+	57%
Astarta		+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	46%
Boryszew	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	29%
Cognor	=	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	57%
Famur	=	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	=	71%
Forte	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	+	-	+	50%
Grupa Kęty	+	+	+	+	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	100%
Kernel	-	-	-	-	+	+	+	-	+	=	-	+	+		54%
Kruszwica	=	=	+	+	+	+	+	+	+	-	+	=	-	+	86%
Mangata	-	=	+	+	+	+	=	+	=	-	=	-	-	-	64%
PKP Cargo	+	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	50%
Pozbud	-	=	+	-	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	64%
Stalprodukt				-	-	-	-	-	-	-	=	-	-	=	18%
TIM	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	86%
Handel															
AmRest	+	+	-	+	=	+	+	+	+	+	-	-	-	-	64%
CCC	+	+	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	21%
Dino	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Eurocash	=	-	-	+	=	=	+	-	=	+	+	=	-	+	71%
Jeronimo	+	+	+	+	=	=	=	=	+	+	+	=	-	=	93%
LPP	+	+	+	+	+	+	+	=	=	+	+	-	-		77%
VRG	+	+	+	+	=	=	+	-	+	+	+	-	-	+	79%

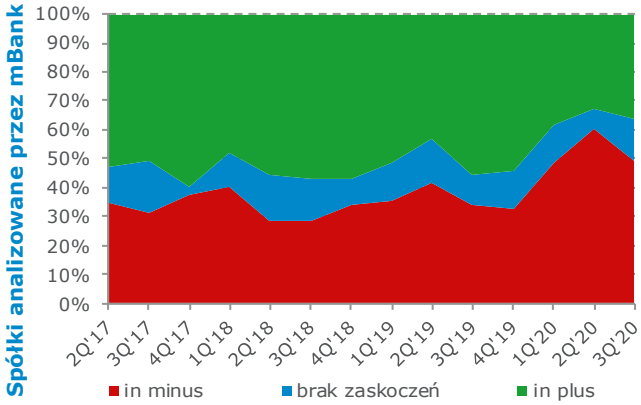
* [+/=] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaraportowała wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank; 3Q'20 r/r – prognoza mBanku

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów

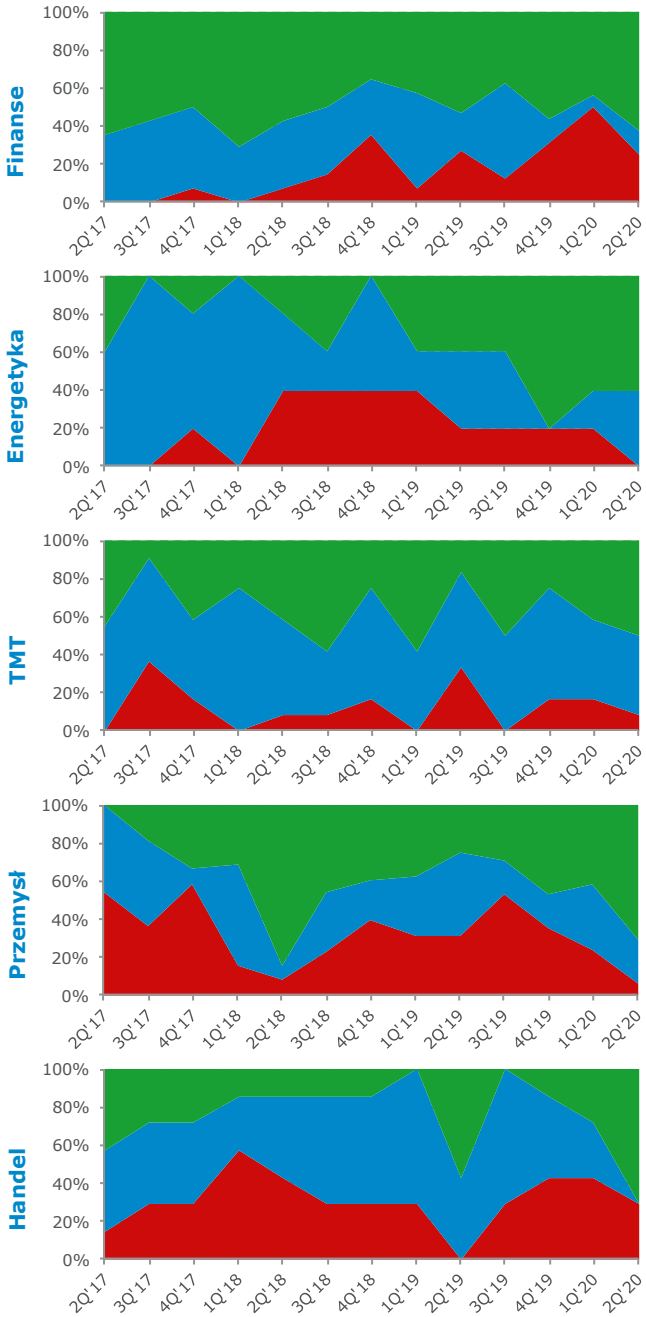
vs. konsensus



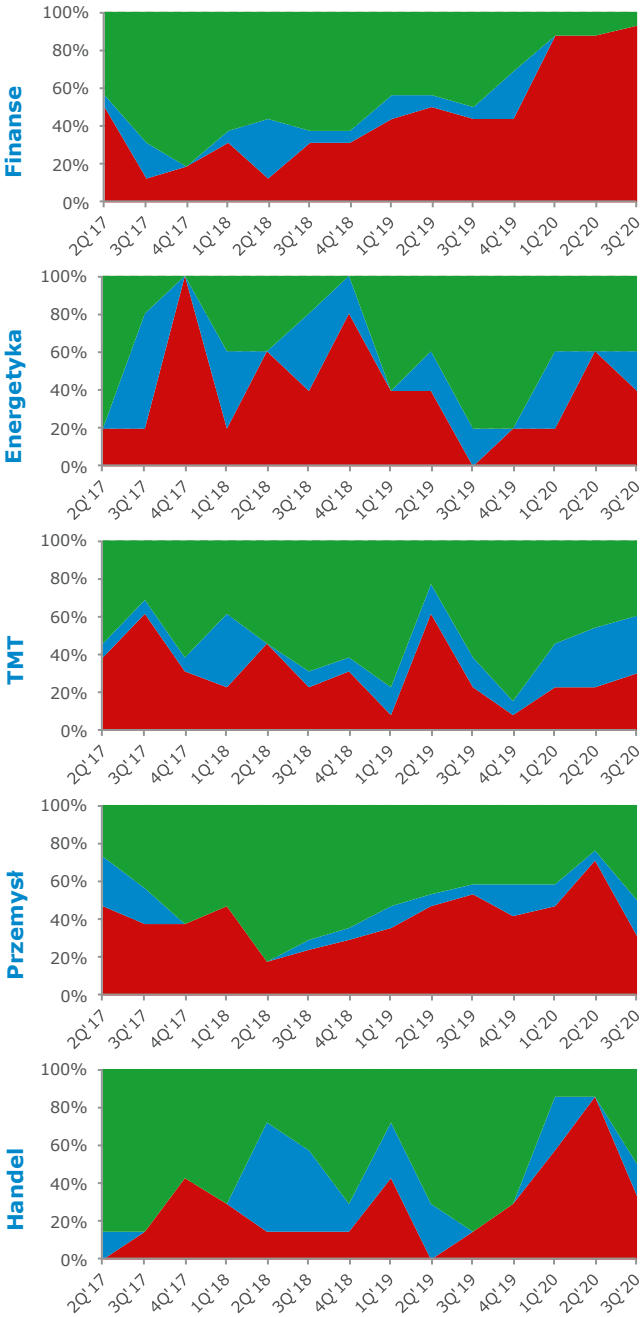
vs. r/r



Wyniki sektorów vs. konsensus



Wyniki sektorów 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 2020	P/E 2021	EV/EBITDA 2020	EV/EBITDA 2021
Finanse						**+32,0%**	**14,1**	**10,2**		
Alior Bank	trzymaj	2020-06-03	15,19	14,98	12,70	+18,0%	-	8,1		
Handlowy	trzymaj	2020-06-03	38,00	37,64	33,00	+14,1%	19,1	14,5		
ING BSK	trzymaj	2020-10-02	124,40	117,78	121,80	-3,3%	17,3	14,7		
Millennium	kupuj	2020-06-03	2,64	3,72	2,45	+51,8%	18,8	11,5		
Pekao	kupuj	2020-06-03	52,40	68,90	47,72	+44,4%	9,5	8,7		
PKO BP	trzymaj	2020-06-03	22,06	22,58	20,57	+9,8%	14,1	10,5		
Santander Bank Polska	kupuj	2020-08-04	152,50	179,37	130,20	+37,8%	14,8	10,7		
Komercni Banka	kupuj	2020-10-02	484,50	618,97 CZK	486,00	+27,4%	11,9	10,7		
Moneta Money Bank	kupuj	2020-08-10	54,20	79,68 CZK	53,60	+48,7%	12,3	10,2		
Erste Group	kupuj	2020-08-10	19,85	26,00 EUR	17,86	+45,6%	11,6	6,5		
RBI	kupuj	2020-08-10	15,20	17,67 EUR	13,16	+34,3%	6,5	6,3		
OTP Bank	akumuluj	2020-09-02	9 950	11 039 HUF	9 830	+12,3%	14,4	8,0		
PZU	kupuj	2020-04-28	29,92	35,93	22,53	+59,5%	7,6	6,8		
Kruk	kupuj	2020-09-03	156,70	183,17	127,10	+44,1%	22,2	8,0		
Skarbiec Holding	akumuluj	2020-09-11	24,70	26,86	25,10	+7,0%	9,2	10,1		
GPW	sprzedaj	2020-09-30	47,10	39,19	49,00	-20,0%	14,9	16,3		
Chemia						**+12,1%**	**16,4**	**23,7**	**5,8**	**6,1**
Ciech	trzymaj	2020-10-02	27,25	30,10	27,80	+8,3%	16,2	9,8	5,6	4,8
Grupa Azoty	trzymaj	2020-09-02	25,30	25,83	22,55	+14,5%	16,6	37,6	6,0	7,5
Surowce						**-12,0%**	**9,9**	**17,0**	**4,4**	**3,9**
JSW	trzymaj	2020-10-02	25,00	25,96	21,40	+21,3%	-	20,2	3,6	2,0
KGHM	redukuj	2020-10-02	115,15	103,84	125,00	-16,9%	9,9	13,8	5,2	5,9
Paliwa						**+29,6%**	**5,7**	**10,5**	**5,0**	**4,7**
Lotos	kupuj	2020-10-02	34,00	47,09	31,54	+49,3%	-	11,4	-	4,5
MOL	kupuj	2020-09-02	1 686	1 976 HUF	1 674	+18,0%	-	13,0	6,1	5,5
PGNiG	kupuj	2020-09-22	4,56	5,97	4,63	+28,9%	3,7	9,1	1,9	3,4
PKN Orlen	trzymaj	2020-09-02	50,32	56,37	42,64	+32,2%	7,7	9,7	5,0	4,9
Energetyka						**+16,9%**	**7,8**	**3,8**	**5,2**	**4,5**
CEZ	kupuj	2020-10-02	438,00	514,80 CZK	440,50	+16,9%	10,9	15,3	6,3	7,0
Enea	zawieszona	2020-06-23	7,90	-	5,39	-	2,2	1,9	3,2	2,6
Energa	zawieszona	2020-06-03	8,19	-	8,30	-	10,8	8,4	5,2	4,5
PGE	zawieszona	2020-04-27	4,05	-	5,75	-	7,8	3,8	3,6	2,6
Tauron	zawieszona	2020-05-05	1,14	-	2,10	-	5,6	3,1	5,3	4,6
Telekomunikacja						**+6,0%**	**21,6**	**15,2**	**5,8**	**5,4**
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-09-02	26,92	26,30	25,54	+3,0%	14,4	11,1	7,2	6,7
Netia	trzymaj	2020-08-04	4,46	4,40	4,48	-1,8%	28,8	26,1	4,6	4,4
Orange Polska	kupuj	2020-07-30	7,07	8,30	6,69	+24,2%	36,0	19,3	5,0	4,5
Play	redukuj	2020-10-02	38,72	35,20	38,70	-9,0%	10,6	10,4	6,6	6,4
Media						**+0,4%**	**37,2**	**21,5**	**16,5**	**9,0**
Agora	trzymaj	2020-06-03	8,36	8,60	5,20	+65,4%	-	-	18,3	6,8
Wirtualna Polska	redukuj	2020-04-20	67,80	63,10	73,00	-13,6%	37,2	21,5	14,7	11,1
IT						**+23,3%**	**16,2**	**13,8**	**6,4**	**5,3**
Ailleron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	7,46	-	14,8	11,6	4,6	3,7
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	35,60	-	16,2	15,4	10,6	10,0
Asseco Poland	kupuj	2020-09-02	70,20	80,70	66,10	+22,1%	15,1	13,8	4,7	4,5
Asseco SEE	przeważaj	2020-08-07	43,70	-	45,00	-	20,2	17,8	10,2	9,1
Atende	równoważ	2020-05-05	2,94	-	3,08	-	17,0	10,3	7,3	5,3
Comarch	kupuj	2020-09-29	204,00	247,60	197,00	+25,7%	16,9	15,0	6,4	6,2
Sygnity	kupuj	2020-09-01	7,20	10,70	7,74	+38,2%	6,9	6,3	4,5	3,9
Gaming						**+12,0%**	**28,3**	**21,0**	**21,4**	**17,5**
11 bit studios	trzymaj	2020-09-02	482,00	493,00	480,00	+2,7%	30,1	48,0	20,1	29,1
CD Projekt	akumuluj	2020-10-02	382,60	429,10	372,00	+15,3%	14,6	21,9	12,3	18,2
PlayWay	trzymaj	2020-10-02	527,00	549,00	545,00	+0,7%	34,3	19,8	28,8	11,5
Ten Square Games	akumuluj	2020-09-02	548,00	623,00	679,00	-8,2%	26,5	20,2	22,6	16,8
Przemysł						**+40,5%**	**10,7**	**10,2**	**5,8**	**5,6**
AC	równoważ	2020-06-29	38,50	-	40,00	-	13,6	13,5	8,2	8,1
Alumetal	równoważ	2020-10-19	36,00	-	36,20	-	19,3	15,3	8,6	7,6
Amica	przeważaj	2020-09-30	136,60	-	141,00	-	8,7	8,8	5,2	5,5
Apator	równoważ	2020-09-30	20,60	-	19,40	-	11,2	10,2	6,5	6,0
Astarta	przeważaj	2020-05-11	11,75	-	17,95	-	-	3,3	4,5	2,9
Boryszew	równoważ	2020-09-09	3,39	-	3,02	-	55,8	10,7	8,5	6,7
Cognor	kupuj	2020-09-25	1,10	2,03	1,16	+75,0%	6,4	9,3	4,1	4,5
Famur	kupuj	2020-08-04	1,70	2,86	1,65	+73,5%	6,9	8,8	3,1	3,1
Forte	równoważ	2020-09-30	32,40	-	35,90	-	27,7	12,2	9,1	7,6
Grupa Kęty	trzymaj	2020-09-02	482,50	465,74	457,50	+1,8%	11,6	14,1	8,4	9,6
Kernel	kupuj	2020-09-23	39,90	56,35	38,80	+45,2%	8,3	4,5	5,8	5,0
Kruszwica	równoważ	2020-06-29	60,40	-	53,00	-	10,7	10,1	6,0	5,6
Mangata	równoważ	2020-09-30	47,00	-	41,00	-	8,4	7,4	5,6	4,9
PKP Cargo	trzymaj	2020-09-02	12,38	12,80	10,30	+24,3%	-	-	4,8	5,0
Pozbud	równoważ	2020-09-30	1,65	-	1,85	-	3,4	15,3	4,6	9,4
Stalprodukt	kupuj	2020-08-07	186,00	336,15	177,00	+89,9%	8,4	7,5	2,5	2,1
TIM	przeważaj	2020-06-29	10,90	-	13,00	-	14,7	10,9	6,7	5,9
Handel						**+17,5%**	**34,5**	**22,4**	**11,7**	**7,7**
AmRest	trzymaj	2020-03-04	39,55	40,00	16,72	+139,2%	15,0	12,0	6,0	5,1
CCC	zawieszona	2020-03-19	24,98	-	42,31	-	-	-	-	-
Dino	sprzedaj	2020-07-02	199,10	155,60	234,20	-33,6%	41,3	31,0	24,5	19,1
Eurocash	kupuj	2020-07-02	17,34	19,90	13,69	+45,4%	-	88,0	5,0	4,7
Jeronimo Martins	akumuluj	2020-08-04	14,29	15,30 EUR	14,53	+5,3%	27,6	22,3	8,7	7,4
LPP	kupuj	2020-10-02	6 800,00	7 900,00	6 180,00	+27,8%	-	22,4	21,7	11,2
VRG	kupuj	2020-09-23	2,51	3,14	2,18	+44,0%	64,1	17,6	14,8	8,1

Banki

Dobre linie przychodowe w Polsce

- Zgodnie z oczekiwaniami, lepiej wygląda wynik prowizyjny ze względu na wyższą transakcyjność. Pomimo spadku marży, trajektoria wyniku odsetkowego wygląda dobrze.

Spadek salda rezerw w regionie

- Wyniki w 3Q'20 będą stać pod znakiem spadku kosztu ryzyka. Szczególnie cieszy dobra sytuacji kredytobiorców wychodzących z moratoriów kredytowych.

Alior Bank — trzymaj — wyniki: 04-11-2020
Michał Konarski — 14,98 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	680	722	-6%	-15%	80%
Wynik prowizyjny	165	155	7%	-4%	75%
WNDB	902	916	-2%	-13%	77%
Koszty operacyjne	-391	-395	-1%	5%	81%
Saldo rezerw	-294	-985	-70%	-9%	89%
Zysk netto	76	-585	-	-39%	-

- Nie spodziewamy się rezerw na COVID-19, w efekcie saldo rezerw powinno wynieść 294 mln PLN, co odpowiada CoR na poziomie 1,94%.
- Szacujemy NII na poziomie 680 mln PLN, co będzie równoważne skurczeniu się NIMu o dodatkowe 20 p.b. q/q.
- Ostatecznie wynik netto powinien wynieść 76 mln PLN (-39% r/r), co oznacza, ze będziemy musieli zrewidować w dół nasze całoroczne oczekiwania.

Handlowy — trzymaj — wyniki: 06-11-2020
Michał Konarski — 37,64 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	222	265	-16%	-24%	78%
Wynik prowizyjny	133	124	7%	-6%	72%
WNDB	455	574	-21%	-18%	74%
Koszty operacyjne	-275	-299	-8%	0%	76%
Saldo rezerw	-26	-110	-77%	-72%	53%
Zysk netto	94	89	5%	-18%	93%

- Oczekujemy dalszego spadku wyniku odsetkowego do 222 mln PLN (-16% q/q), co oznacza spadek NIM o 20 p.b. q/q do 1,52%. Co więcej spodziewamy się, że spadek może być kontynuowany w 4Q.
- Po świetnym 2Q, spodziewamy się, że przychody z działalności skarbcowej cofną się 44% q/q.
- Spodziewamy się CoR na poziomie 0,5% co przełoży się na saldo rezerw na poziomie 26 mln PLN.

ING BSK — trzymaj — wyniki: 05-11-2020
Michał Konarski — 117,78 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 043	1 099	-5%	-7%	75%
Wynik prowizyjny	360	344	5%	6%	76%
WNDB	1 436	1 508	-5%	-2%	76%
Koszty operacyjne	-648	-642	1%	7%	77%
Saldo rezerw	-193	-309	-38%	7%	54%
Zysk netto	350	316	11%	-16%	102%

- Spodziewamy spadku NII do 1043 mln PLN (-5% q/q), co jest efektem dalszego repricingu portfela kredytowego oraz rozwodnienia marży związanego z zakupem obligacji.
- Brak negatywnych zmian w założeniach makro oznaczać będzie brak dodatkowych rezerw, co oznacza saldo rezerw na poziomie 193 mln PLN i CoR na poziomie 0,63%.
- Oczekujemy odbicia w prowizjach do 360 mln (+5% q/q), ale spadku przychodów z tradingu (-50% q/q).

Millennium — kupuj — wyniki: 27-10-2020
Michał Konarski — 3,72 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	613	627	-2%	-11%	78%
Wynik prowizyjny	178	179	-1%	0%	74%
WNDB	915	951	4%	-9%	77%
Koszty operacyjne	-409	-405	-1%	-15%	-69%
Saldo rezerw	-272	-272	0%	103%	-69%
Zysk netto	76	54	42%	-62%	94%

- Wyniki obciążone rezerwami na CHF (110 mln PLN) oraz COVID-19 (20 mln PLN).
- Przychody odsetkowe spadną o 2% q/q, a NIM cofnie się o 6 p.b. q/q do 2,39%.
- Spowolnienie w sprzedaży kredytów zniweluje powrót transakcyjności przez co w. prowizyjny będzie płaski q/q.
- Zakładamy, że bank utrzyma dyscyplinę kosztową z 2Q.

Pekao — kupuj — wyniki: 05-11-2020
Michał Konarski — 68,90 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 196	1 366	-12%	-14%	80%
Wynik prowizyjny	598	568	5%	-7%	72%
WNDB	1 837	2 026	-9%	-11%	77%
Koszty operacyjne	-874	-875	0%	-1%	78%
Saldo rezerw	-299	-474	-37%	70%	78%
Zysk netto	363	359	1%	-45%	69%

- Wyniki będą obciążone rezerwą COVID-19 ok. 150 mln PLN, a podstawowe saldo rezerw również szacujemy na ok. 150 mln PLN, co łącznie oznacza CoR na poziomie 80 p.b.
- Kwartalna marża odsetkowa spadnie o 38 p.b do 2,03% co będzie uwzględniać zarówno cięcie stóp procentowych, jak i zwiększenie udziału obligacji w strukturze aktywów.
- Zakładamy utrzymanie dyscypliny kosztowej z 2Q, co oznacza płaskie koszty q/q i r/r.

PKO BP — trzymaj — wyniki: 04-11-2020
Michał Konarski — 22,58 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 418	2 534	-5%	-9%	78%
Wynik prowizyjny	980	918	7%	27%	88%
WNDB	3 475	3 551	-2%	-9%	75%
Koszty operacyjne	-1 360	-1 420	-4%	-7%	72%
Saldo rezerw	-801	-639	25%	172%	54%
Zysk netto	701	803	-13%	-43%	110%

- Oczekujemy, że wynik odsetkowy spadnie o 9% r/r, zaś prowizyjny wzrośnie o 7% q/q.
- Oczekujemy rezerw na CHF w wysokości 300 mln PLN, a na zwrot prowizji w wysokości 30 mln PLN.
- Kontrola kosztów pozwoli je obniżyć o 7% r/r i 4% q/q.
- Wynik 9M'20 wskazuje, że nasze prognozy 2020 są mocno niedoszacowane. Szczególnie cieszy lepsza trajektoria odsetek i prowizji, co będzie miało przełożenie na 2021 r.

Santander BP — kupuj — wyniki: 27-10-2020
Michał Konarski — 179,37 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 403	1 458	-4%	-18%	76%
Wynik prowizyjny	518	492	5%	-5%	72%
WNDB	2 034	2 082	-2%	-17%	72%
Koszty operacyjne	-895	-814	10%	-5%	74%
Saldo rezerw	-481	-481	0%	43%	57%
Zysk netto	260	305	-15%	-58%	82%

- Wyniki obciążone rezerwami na CHF (60 mln PLN) oraz na COVID-19 (30 mln PLN).
- Oczekujemy, że NII skurczy się o 4% q/q, co uwzględnia wpływ cięcia stóp procentowych oraz normalizację wyniku w SCB po pozytywnych zdarzeniach jednorazowych z 2Q.
- Oczekujemy odbicia wyniku prowizyjnego o 5% q/q w wyniku normalizacji aktywności klientów.
- Prognozujemy saldo rezerw na poziomie 481 mln PLN, co odpowiada CoR na poziomie 1,30%.

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Komercni Banka		kupuj			wyniki:
Michał Konarski		618,97 CZK			05-11-2020
(mln CZK)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	5 224	4 999	4%	-12%	74%
Wynik prowizyjny	1 298	1 273	2%	-12%	74%
WNDB	7 284	7 241	1%	-12%	75%
Koszty operacyjne	-3 499	-3 544	-1%	0%	77%
Saldo rezerw	-1 655	-1 576	5%	-	59%
Zysk netto	1 759	1 779	-1%	-54%	80%

- Oczekujemy stabilnych wyników kwartalnych. Lepsze wyniki odsetkowy (+5% q/q) i prowizyjny (+2% q/q) będą zrównoważone przez gorszy wynik handlowy (-23% q/q).
- Oczekujemy stabilnego salda rezerw na poziomie 1,7 mld CZK, co jest zgodne z całorocznym guidance Zarządu na CoR <70 p.b.
- Po 9M'20 Komercni zrealizuje 80% naszej prognozy rocznej.

Moneta Money		kupuj			wyniki:
Michał Konarski		79,68 CZK			30-10-2020
(mln CZK)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 118	2 083	2%	5%	79%
Wynik prowizyjny	459	457	1%	-8%	71%
WNDB	2 826	3 703	-24%	7%	80%
Koszty operacyjne	-1 268	-1 303	-3%	14%	68%
Saldo rezerw	-616	-1 849	-67%	266%	83%
Zysk netto	672	469	43%	-36%	84%

- Oczekujemy, że zysk netto wzrośnie o 43% q/q w 3Q'20 dzięki normalizacji kosztu ryzyka.
- Saldo rezerw na poziomie 616 mln CZK (-67% q/q) wsparte będzie dodatkowo przez sprzedaż NPL.
- Silny wynik handlowy w kwartale na poziomie 225 mln CZK dzięki instrumentom pochodnym.
- Moneta Money Bank po 9M'20 realizuje 84% naszej prognozy rocznej.

Erste Group		kupuj			wyniki:
Michał Konarski		26,00 EUR			02-11-2020
(mln EUR)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 191	1 168	2%	0%	76%
Wynik prowizyjny	484	452	7%	-4%	74%
WNDB	1 741	1 765	-4%	-1%	76%
Koszty operacyjne	-1 016	-1 003	1%	0%	75%
Saldo rezerw	-147	-614	-76%	-	62%
Zysk netto	351	58	-	-29%	98%

- Wynik odsetkowy wzrośnie o 2% q/q, ale będzie płaski r/r.
- Po spadku wyniku prowizyjnego w 2Q, oczekujemy jego 7% q/q odbicia.
- Spadek salda rezerw z 614 mln EUR do 147 mln EUR zapowiada normalizację.
- Prognoza 9M implikuje realizację naszej rocznej prognozy na poziomie 98%.

OTP Bank		akumuluj			wyniki:
Michał Konarski		11 039 HUF			06-11-2020
(mld HUF)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	195	194	0%	10%	74%
Wynik prowizyjny	77	67	15%	5%	74%
WNDB	291	285	2%	7%	74%
Koszty operacyjne	-157	-153	3%	15%	75%
Saldo rezerw	-28	-39	-29%	138%	57%
Zysk netto	91	79	14%	-31%	91%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Oczekujemy wzrostu zysku netto na poziomie +14% q/q.
- Wyniki wspomagać będzie odbicie strony przychodowej (+2% q/q), a szczególnie wyniku prowizyjnego (+15% q/q).
- Wyniki wsparte będą przez dalszy spadek salda rezerw (-29% q/q).
- OTP w 9M'20 wykona 91% naszej prognozy rocznej.

Finanse

Kruk poprawi wynik z 2Q

- Oczekujemy, że Kruk pokaże lepszy wynik q/q, co powinno skutkować znacznymi rewizjami konsensusu, który nadal zakłada stratę w całym roku.

PZU Michał Konarski		kupuj 35,93 PLN			wyniki: 19-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Skł. przyp. brutto	5 492	5 594	-2%	-7%	71%
Ubezp. majątkowe	3 500	3 937	-11%	9%	77%
Ubezp. na życie	2 100	2 175	-3%	0%	74%
Odszkodowania	-4 076	-4 010	2%	10%	74%
Koszty	-1 280	-1 272	1%	6%	75%
Wynik bankowy	614	-946	-	-41%	-
Wynik techniczny	149	408	-63%	-76%	58%
Wynik inwestycyjny	636	1 155	-45%	231%	94%
Zysk brutto	1 177	396	197%	-31%	43%
Zysk netto	630	185	241%	-19%	36%

- Spadek składki przypisanej brutto o 2% q/q i 7% r/r, głownie po stronie segmentu majątkowego.
- Lekki wzrost odszkodowań q/q oraz r/r napędzany przez segment majątku i podtopienia. Skorygowane o wynik inwestycyjny odszkodowania powyżej 2Q'20, ale poniżej 3Q'19.
- Spadek wyniku inwestycyjnego z 1,2 mld PLN w 2Q do 636 mln PLN w 3Q.
- Lekki wzrost kosztów operacyjnych o 1% q/q napędzany większą aktywnością agentów.

Kruk Michał Konarski		kupuj 183,17 PLN			wyniki: 05-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	291,6	257,1	13%	-11%	68%
Zakup wierzyt.	257,1	223,0	15%	-11%	67%
Inkaso	13,2	12,8	-	-	75%
Koszty pośr. i bezp.	150,2	153,2	-2%	5%	75%
Marża pośrednia	141,4	103,9	36%	-23%	60%
Zysk operacyjny	87,3	59,5	-	-	50%
Zysk brutto	57,2	36,3	-	-	29%
Zysk netto	51,2	42,5	-	-	30%

- Oczekujemy, że negatywne rewaluacje w Kruku w 3Q zostaną ograniczone do 16 mln PLN.
- Pomimo rewaluacji oczekujemy wzrostu marży pośredniej ogółem o 36% q/q i z długu kupionego o 14% q/q.
- Wzrost kosztów w kwartale napędzany większą ilością spraw oddanych do sądów oraz normalizacja kosztów osobowych.
- Wynik za 9M'20 na poziomie 32 mln PLN znacząco powyżej obecnego konsensusu na 2020 rok.

Skarbiec Holding Michał Konarski		akumuluj 26,86 PLN			wyniki: 16-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	28,0	40,5	-31%	45%	33%
Wynagr. stałe	17,9	15,8	13%	3%	29%
Wynagr. zmienne	9,9	24,9	-60%	536%	44%
Koszty ogółem	-16,2	-20,8	-22%	9%	25%
Koszty dystrybucji	-8,0	-6,9	16%	15%	31%
Koszty pracown.	-4,4	-8,6	-49%	5%	23%
Zysk brutto	11,8	19,3	-39%	171%	51%
Zysk netto	9,4	15,5	-39%	176%	50%

- AUM Skarbiec Holding wzrosły o 13% q/q po stronie wysokomarżowych i +22% q/q niskomarżowych.
- Wyższe aktywa powinny przełożyć się na wzrost opłaty stałej w kwartale o +13% q/q.
- Oczekujemy, że SKH ponownie zaksięguje opłatę zmienną na poziomie 9,9 mln PLN.
- Wzrost AUM oraz opłaty zmiennej r/r powinny przełożyć się na wzrost kosztów na poziomie +9% r/r.

GPW Mikołaj Lemańczyk		sprzedaj 39,19 PLN			wyniki: 05-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	2Q'20	q/q	r/r	YTD*
Przychody	86,9	101,1	-14%	5%	75%
EBITDA	47,6	63,2	-25%	-16%	76%
marża EBITDA	54,7%	62,5%	n.a	n.a	n.a
EBIT	38,8	54,1	-28%	-19%	76%
Zysk netto	32,5	43,5	-25%	-24%	76%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Zadyszka dopadła GPW

- Trochę słabiej wypadną wyniki GPW, które znajdą się pod presją słabszych obrotów na rynkach finansowych oraz towarowych, przy jednocześnie rosnących kosztach.

- Spadek wolumenów na rynkach fin. oraz tow. spowoduje spadek przychodów do 86,9 mln PLN (-14% q/q, +5% r/r).
- Wzrost kosztów q/q o 8% przypisujemy do wyższej niż oczekiwano w 1Q opłaty na KNF (+3,7 mln PLN)
- Ostatecznie wynik netto spadnie o 25% q/q oraz 24% r/r, co w ujęciu kwartalnym jest spowodowane niższymi przychodami, zaś w rocznym – wyższymi kosztami.

Chemia

Chemia nieco lepiej niż w 2Q

- Grupa Ciech w 3Q'20 może pokazać odbudowę wolumenów sprzedaży w głównych grupach surowcowych. W związku z wyższymi cenami sody w Chinach Zarząd mógłby zakomunikować, że ceny w 2021 roku pozostaną stabilne.
- Rosnące ceny gazu negatywnie przekładają się na wyniki 3Q'20 w Grupie Azoty. Dalsze wzrosty mogą wpłynąć negatywnie na outlook Zarządu na 4Q'20.

Ciech Jakub Szkopek		trzymaj 30,10 PLN			wyniki: 18-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	731,7	848,1	-14%	3 076,5	72%
EBITDA	141,1	103,7	36%	576,5	73%
EBITDA skor.	136,1	142,6	-5%	576,5	72%
marża EBITDA	19,3%	12,2%		18,7%	
EBIT	61,4	26,0	136%	251,4	71%
Zysk netto	23,8	0,9	-	90,4	65%

- W 3Q'20 mimo niższej sprzedaży Ciech ma szansę na zaraportowanie wyższych r/r wyników z uwagi na niską bazę zeszłego roku.
- Grupa powinna pokazać odbudowę sprzedaży w kluczowych segmentach po załamaniu w 2Q'20. Gdyby spółka zdecydowała się na zaksięgowanie przychodów z białych certyfikatów, wówczas raportowane rezultaty mogłyby się okazać wyższe od naszych założeń.

Grupa Azoty Jakub Szkopek		trzymaj 25,83 PLN			wyniki: 19-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 389,7	2 563,9	-7%	9 502	82%
EBITDA	225,3	316,3	-29%	1 101,6	92%
EBITDA skor.	142,0	317,2	-55%	1 101,6	77%
marża EBITDA	5,9%	12,3%		11,6%	
EBIT	28,8	105,6	-73%	297,0	148%
Zysk netto	-6,7	59,7	-	134,4	162%

- W 3Q'20 oczkujemy, słabszych r/r wyników oczyszczonych o zdarzenia jednorazowe. Raportowane wyniki wspomogą rekompensaty wyższych kosztów CO_2 oraz pomoc w ramach tarczy antykryzysowych, a mimo to raportowana EBITDA będzie o około 30% r/r niższa. Po wynikach za 3Q'20 prawdopodobnie będziemy musieli podnieść nasze prognozy na poziomie raportowanym, z kolei lekko obniżyć wyniki oczyszczone o zdarzenia jednorazowe.

Surowce

JSW pod presją

- Niskie ceny sprzedaży węgla w 3Q'20 negatywnie przekładają się na wyniki JSW. Rynek zwracać będzie uwagę na wysokie zapasy i rosnące zadłużenie.

JSW Jakub Szkopek		trzymaj 25,96 PLN			wyniki: 19-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1 691	2 165	-22%	7 498	69%
EBITDA skor.	-67	497	-	695	-
EBITDA	-67	514	-	901	-
marża EBITDA	-4,0%	23,8%		8,0%	
EBIT	-337	261	-	-230	-
Zysk netto	-290	153	-	-274	-

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

KGHM lepiej r/r, ale...

- Oczekujemy, że KGHM w 3Q'20 poprawi wyniki finansowe, ale skala zależeć będzie od danych wolumenowych za IX'20. Z ostateczną prognozą wyników czekamy na dane.

- Przy średniej cenie sprzedaży węgla do klientów zewnętrznych w 3Q'20 na poziomie 355 PLN/t i Mining Cash Cost na poziomie 379 PLN/t trudno osiągnąć pozytywny wynik w 3Q'20.
- Zakładamy, że dług netto w 3Q'20 mógł wzrosnąć na przestrzeni kwartału o 300-400 mln PLN.

Paliwa

Tąpnięcie wyników w rafineriach, odbicie w upstream

- Bardzo niskie marże w obszarze downstream mocno ciążą na wynikach spółek paliwowych. Silną stroną w tym kwartale pozostaje detal, gdzie widać już powrót wolumenów do poziomu sprzed COVID-19. Poprawę odnotujemy również w obszarze wydobywczym.
- Najwyższego wykonania naszych rocznych prognoz po 9M'20 oczekujemy w przypadku MOL i PGN.

MOL		kupuj			wyniki:
Kamil Kliszcz		1 976 HUF			06-11-2020
(mld HUF)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	921,2	1405,1	-34%	3786,2	77%
skor. EBITDA LIFO	141,5	202,9	-30%	545,5	82%
efekt LIFO	9,0	0,3	-	-54,4	-
EBITDA	156,5	190,3	-18%	491,1	82%
EBIT	61,0	102,6	-41%	66,4	119%
Dział. finansowa	-12,0	-17,3	-	-119,0	-
Zysk netto	46,7	59,8	-22%	-39,5	-

- W wydobyciu oczekujemy poprawy q/q (EBITDA 59 mld HUF vs 35 mld HUF) z uwagi na wyższe ceny węglowodorów i konsolidację aktywów w Azerbejdżanie.
- W rafinerii słabe marże powinny być częściowo skompensowane premią lądową (CCS EBITDA 13 mld HUF vs 58 mld HUF); w petrochemii spadek wolumenów i marż w ujęciu q/q (EBITDA 14 mld HUF vs 29 mld HUF w 2Q).
- Dynamika EBITDA w detalu na poziomie +10%.
- W części gazowej kontynuacja poprawy r/r (+45%).

PGNiG		kupuj			wyniki:
Kamil Kliszcz		5,97 PLN			19-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	6 375	7 029	-9%	34 727	79%
skor. EBITDA	1 093	846	29%	7 042	77%
EBITDA	1 053	803	31%	12 745	82%
EBIT	262	141	86%	9 378	84%
Dział. finansowa	15	-59	-	-222	-
Zysk netto	223	30	-	7 291	84%

- EBITDA w wydobyciu 0,45 mld PLN (w tym -40 mln PLN na suche odwierty) vs 0,63 mld PLN rok wcześniej – w ujęciu q/q poprawa dzięki wyższym cenom ropy i gazu.
- W obrocie sezonowy spadek q/q, ale r/r nadal znaczna poprawa (ceny sprzedaży, niższe koszty zakupu gazu) – EBITDA 0,3 mld PLN.
- W dystrybucji EBITDA 0,33 mld PLN (spadek r/r to efekt zmian w księgowaniu różnicy bilansowej).

PKN Orlen		trzymaj			wyniki:
Kamil Kliszcz		56,37 PLN			29-10-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	24 916	29 229	-15%	75525	85%
skor. EBITDA LIFO	1 752	3 279	-47%	7 778	82%
efekt LIFO	297	-394	-	1 111	-
EBITDA	2 049	2 700	-24%	7 312	84%
EBIT	836	1 807	-54%	2 836	102%
Dział. finansowa	-226	-240	-	-609	-
Zysk netto	494	1 266	-61%	2 363	94%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- W rafinerii oczekujemy straty EBITDA LIFO -0,5 mld PLN z/w na bardzo niskie marże modelowe i niższa utylizację mocy przerob.; w petrochemii wynik również pod presją w ujęciu r/r (-38%) z uwagi na przestoje i słabsze marże.
- EBITDA segmentu detalicznego mimo wysokiej bazy i wpływu COVID-19 powinna wzrosnąć o 6% r/r (wysokie marże paliwowe i odbudowa wolumenów w Polsce).
- Segment energetyczny powinien podwoić EBITDA do ponad 1 mld PLN z uwagi na ceny gazu i konsolidację Energi.

Energetyka

Wysokie wykonanie FY EBITDA

- Szacujemy, że wyniki za 3Q'20 zapewnią wykonanie naszych rocznych prognoz skor. EBITDA na poziomie 78%, co wpisuje się w standardowy wzorzec sezonowy. Najlepiej pod tym kątem wyglądają CEZ, ENA i TPE, ale powrót ryzyka COVID-19 nakazuje ostrożność w podnoszeniu szacunków już teraz. Inaczej prezentuje się sytuacja PGE, gdzie widzimy ryzyko korekty FY EBITDA o około 5%.

CEZ		kupuj			wyniki:
Kamil Kliszcz		514,80 CZK			10-11-2020
(mln CZK)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	53 044	48 027	10%	222619	72%
skor. EBITDA	13 113	11 169	17%	63 772	81%
EBITDA	13 113	9 869	33%	63 772	81%
EBIT	3 453	2 246	54%	35 543	71%
Dział. finansowa	-1 832	-1 894	-	-7 627	-
Zysk netto	1 313	88	-	21 761	72%

- W wytwarzaniu EBITDA 5 mld CZK vs. 2,6 mld CZK przed rokiem – efekt wyższej ceny i znacznego wzrostu produkcji z atomu; w segmencie OZE EBITDA –10% z uwagi na niższą wietrzność.
- EBITDA dystrybucji +5% z uwagi na wyższą taryfę i normalizację wolumenów po COVID; w segm. sprzedaży EBITDA 1,2 mld CZK (rok temu one-off na -1,3 mld CZK).
- W kopalniach niewielka poprawa q/q z uwagi na wolumeny.

Enea		zawieszona			wyniki:
Kamil Kliszcz					26-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	4 501	4 149	8%	17 810	76%
skor. EBITDA	747	970	-23%	3 156	80%
EBITDA	747	890	-16%	3 156	81%
EBIT	355	503	-29%	1 497	59%
Dział. finansowa	-70	32	-	-99	-
Zysk netto	266	386	-31%	1 068	16%

- W wytwarzaniu spadek EBITDA r/r do 341 mln PLN z uwagi na niższy CDS i mniejsze zyski na spotowym odkupie energii niewyprodukowanej i niższej kontrybucji OZE.
- EBITDA dystrybucji powinna być porównywalna r/r, przy podobnych wolumenach wyższa taryfa skompensuje wyższe koszty strat sieciowych.
- W obrocie EBITDA 20 mln PLN, blisko średniej dla 1H'20.
- LWB podała już wstępne dane z EBITDA 96 mln PLN.

Energa		zawieszona			wyniki:
Kamil Kliszcz					05-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 901	3 035	-4%	12 413	73%
skor. EBITDA	500	489	2%	1 883	78%
EBITDA	500	484	3%	1 883	83%
EBIT	236	221	7%	704	42%
Dział. finansowa	-98	-81		-311	-
Zysk netto	112	104	8%	318	-

- W wytwarzaniu zakładamy spadek EBITDA r/r (38 mln PLN vs 54 mln PLN) z uwagi na gorszy wynik w El. Ostrołęka i CHP, przy wyższej kontrybucji OZE (EBITDA +21%).
- W dystrybucji poprawa EBITDA r/r (do 400 mln PLN) z uwagi na relatywnie mocne wolumeny, wyższą taryfę i równomierny rozkład OPEX w trakcie roku.
- W obrocie po słabym 2Q (straty na portfelu z/w COVID-19) teraz oczekujemy EBITDA na poziomie 72 mln PLN.

PGE		zawieszona			wyniki:
Kamil Kliszcz					09-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	10 386	9 696	7%	41 772	79%
skor. EBITDA	1 411	1 664	-15%	6 483	70%
EBITDA	1 411	1 677	-16%	6 349	66%
EBIT	374	621	-40%	2 225	29%
Dział. finansowa	-138	-97	42%	-525	-
Zysk netto	203	471	-57%	1 380	-

- EBITDA w energetyce konw. -10% r/r przy wyższych wolumenach kompensowanych niższą alokacją CO_2 oraz spadkiem CDS, w cieple EBITDA +23% dzięki wyższym taryfom i niższej cenie gazu; w OZE EBITDA +16% na wyższych wolumenach i konsolidacji nowych aktywów.
- W dystrybucji zakładamy powtórzenie EBITDA r/r (0,6 mld PLN); w segmencie sprzedaży oczekujemy 85 mln PLN EBITDA, co będzie zneutralizowane w kat. pozostałe.

Tauron		zawieszona			wyniki:
Kamil Kliszcz					18-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	5 217	4 862	7%	20 708	74%
skor. EBITDA	870	758	15%	3 542	81%
EBITDA	870	808	8%	3 542	92%
EBIT	390	330	18%	1 392	113%
Dział. finansowa	-90	-100	-	-577	58%
Zysk netto	243	188	29%	660	-11%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- W wydobyciu powrót straty EBITDA (-43 mln PLN) – efekt mniejszego wsparcia tarczy i braku rozwodnienia kosztów.
- EBITDA wytwarzania spada ze 126 mln PLN do 85 mln PLN z uwagi na niższy CDS i stratę na CHP przy wyższej kontrybucji OZE (52 mln PLN vs 38 mln PLN przed rokiem).
- W dystrybucji oczekujemy płaskich wyników r/r (660 mln PLN), a w obrocie EBITDA szacujemy na 162 mln PLN (spadek q/q to kwesta niższych marż na odkupie).

Telekomunikacja

3Q'20 stabilny r/r

- Wpływ COVID-19 na sezon 3Q'20 jest relatywnie niewielki, poza niższymi przychodami z roamingu.
- Oczekujemy guidance na powolny wzrost cen na rynku mobilnym.

Cyfrowy Polsat — trzymaj — wyniki: 10-11-2020
Paweł Szpigiel — 26,30 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 922	2 892	1%	11 739	74%
EBITDA	1 030	1 021	1%	4 066	74%
marża EBITDA	35,2%	35,3%	-	34,6%	-
EBIT	464	459	1%	1 784	74%
Zysk brutto	362	306	18%	1 419	69%
Zysk netto	286	231	24%	1 133	67%

- Stabilne obroty detalicznych, pomimo negatywnego wpływu niższych obrotów z roamingu.
- Poprawa obrotów sprzętem o blisko 5% r/r i relatywnie wysoka marża na sprzęcie (szacujemy blisko 18%).
- Stabilizacja przychodów z biznesów reklamowych w 3Q'20, przy oszczędnościach kosztowych wprowadzonych w 2Q'20.
- Wynik EBITDA równy 1,03 mld PLN, tj. +1% r/r.

Netia — trzymaj — wyniki: 05-11-2020
Paweł Szpigiel — 4,40 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	317,4	319,8	-1%	1279,9	76%
EBITDA	113,3	118,2	-4%	439,4	76%
marża EBITDA	35,7%	37,0%	-	34,3%	-
EBIT	22,1	26,5	-17%	77,4	79%
Zysk brutto	18,1	25,0	-28%	64,6	80%
Zysk netto	14,7	21,2	-31%	52,4	82%

- Erozja przychodów z bezpośrednich usług głosowych o 10% r/r, stabilne obroty z broadbandu.
- Istotny spadek ruchu hurtowego.
- Spadek marży zysku brutto ze sprzedaży.
- Koszty SG&A na poziomie 91,2 mln PLN.
- Wynik EBITDA niższy r/r o >4% i wyniesie 113,3 mln PLN, zysk netto szacujemy na 14,7 mln PLN w 3Q'20.

Orange Polska — kupuj — wyniki: 28-10-2020
Paweł Szpigiel — 8,30 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 809	2 870	-2%	11 528	73%
EBITDAaL	730	739	-1%	2 864	74%
marża EBITDAaL	26,0%	25,7%	-	24,8%	-
EBIT	169	378	-55%	593	62%
Zysk brutto	85,3	271,0	-69%	300,7	34%
Zysk netto	69,1	222,0	-69%	243,5	34%

- Niewielka erozja przychodów z usług tylko mobilnych (-21 mln PLN r/r) ze względu na spadek przychodów z roamingu oraz dalsze spadki przychodów tylko stacjonarnych (-25 mln PLN r/r).
- Wzrost przych. z usług konwergentnych (+39 mln PLN r/r).
- Koszty sprzedaży szacujemy na 533 mln PLN, (-9,6% r/r), co częściowo wynikać będzie z prognozowanych przez nas niższych zakupów sprzętu.

Play — redukuj — wyniki: 04-11-2020
Paweł Szpigiel — 35,20 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1 789	1 796	0%	7 102	74%
EBITDA	658	636	3%	2 500	75%
marża EBITDA	36,8%	35,4%	-	35,2%	-
EBIT	425	409	4%	1 567	75%
Zysk brutto	340	315	8%	1 270	72%
Zysk netto	263	233	13%	927	76%

- Niewielki, ale pozytywny wpływ konsolidacji Virgin Mobile na wyniki w 3Q'20 (widoczny głównie na KPIs).
- Niewielki wzrost ARPU kontaktowego r/r.
- Spadek obrotów z roamingu, nieco niższe r/r przychody ze sprzętu, ale przy dość wysokiej marży (szacujemy jej poziom na 18,0%).
- Wynik skor. EBITDA rzędu 661 mln PLN (+2,4% r/r).

Media

Poprawa koniunktury na rynku reklamy w 3Q'20

- Oczekujemy spadku wyników zarówno w AGO, jak i w WPL.
- Jednak widoczna jest poprawa na rynku reklamy q/q, a dużo będzie zależeć od rozwoju drugiej fali pandemii.

Agora — trzymaj — wyniki: 18-11-2020
Paweł Szpigiel — 8,60 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	171,9	293,3	-41%	891,9	66%
EBITDA	30,0	47,4	-37%	55,5	-
marża EBITDA	17,5%	16,2%	-	6,2%	-
EBIT	-9,0	8,3	-	-111,9	-
Zysk brutto	-17,0	-1,8	-	-135,9	-
Zysk netto	-17,0	-2,9	-	-136,9	-

- Poprawa koniunktury na rynku reklamy q/q.
- Wynik EBITDA bez MSSF16 szacujemy na 14,0 mln PLN, co oznacza spadek o blisko 50% r/r.
- Kluczowy segment Film i Książka powinien wygenerować stratę EBITDA ex. MSSF16 rzędu 13 mln PLN, z/w na spadek ilości sprzedanych biletów do kin o ok. 65-70% r/r oraz niższą sprzedaż w barach.
- Istotną poprawa w: Internet, Radio oraz Prasa+Druk.

Wirtualna Polska — redukuj — wyniki: 17-11-2020
Paweł Szpigiel — 63,10 PLN

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	147,3	183,5	-20%	592,8	69%
skor. EBITDA	49,6	51,6	-4%	168,7	72%
marża skor. EBITDA	33,7%	28,1%	-	28,5%	-
EBIT	24,8	30,9	-20%	91,5	61%
Zysk brutto	21,0	27,7	-24%	74,5	56%
Zysk netto	16,4	20,4	-20%	58,2	52%

- Poprawa przychodów w obszarze mediowym (+8% r/r) w związku z lepszą koniunkturą na rynku reklamy online.
- Znacznie gorsze r/r wyniki finansowe biznesów e-commerce, przez kolejny słaby kwartał w wakacje.pl.
- Zakładamy wpływ TV w wysokości -0,5 mln PLN oraz zdarzenia jednorazowe na EBITDA 3,5 mln PLN.
- Skor. wynik EBITDA online (bez TV i bez barteru) powinien wynieść w ujęciu MSSF16 49,6 mln PLN (-10% r/r).

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

IT

Brak istotnego wpływu COVID-19 na 2Q'20

- Spodziewamy się dobrych wyników ze spółek IT: ASE, ACPS oraz ALL.
- Słabsze r/r wyniki powinien zaraportować ABS.
- Zakładamy stabilne r/r wyniki (ex. ZUS w 3Q'19) w CMR.

Ailleron — równoważ — wyniki: 18-11-2020
Paweł Szpigiel

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	36,6	33,9	8%	147,7	70%
EBITDA	6,5	4,6	43%	17,1	88%
marża EBITDA	17,8%	13,5%	-	11,6%	-
EBIT	4,5	2,5	83%	8,8	102%
Zysk brutto	4,0	2,6	54%	7,3	112%
Zysk netto	3,2	2,0	57%	6,2	98%

- Wyraźna poprawa wyników.
- Stabilizacja wyniku segmentu Fintech.
- Dobre wyniki segmentu Enterprise Solutions (zakładamy +5,0 mln PLN zysku).
- Zakładamy neutralny wpływ segmentu Hoteltech.
- Zakładamy koszty finansowe rzędu 0,6 mln PLN (vs. 0,0 mln PLN rok wcześniej) oraz efektywną stopę podatkową równą 19,0%.

Asseco BS — równoważ — wyniki: 26-10-2020
Paweł Szpigiel

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	62,2	65,3	-5%	282	69%
EBITDA	23,8	25,7	-7%	115	66%
marża EBITDA	38,2%	39,3%	-	40,8%	-
EBIT	17,5	19,6	-10%	89	63%
Zysk brutto	17,3	19,0	-9%	88	62%
Zysk netto	14,4	15,7	-8%	73	62%

- Niewielki spadek popytu na rynku polski oraz wyraźnie słabszy eksport.
- Zakładamy spadek marży brutto ze sprzedaży o blisko 1 p.p.
- Koszty SG&A na poziomie 7,7 mln PLN (płasko r/r).
- Koszty finansowe netto rzędu 0,2 mln PLN oraz efektywna stopa podatkowa równa 17,0%.
- Zysk netto szacujemy na 14,4 mln PLN (-8% r/r).

Asseco Poland — kupuj 80,70 PLN — wyniki: 18-11-2020
Paweł Szpigiel

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2912,2	2738,4	6%	11973	73%
EBITDA	454,2	424,8	7%	1869,0	72%
marża EBITDA	15,6%	15,5%	-	15,6%	-
EBIT	283,2	261,1	8%	1183,6	71%
Zysk brutto	255,2	231,1	10%	1170,3	65%
Zysk netto	87,1	78,5	11%	363,1	73%

- Znaczne pogorszenie się wyników Asseco Central Europe (w wyniku zmiany lokalnego rządu). Pogorszenie także w Asseco BS i Asseco WE.
- Bardzo dobre wyniki spółki matki: szacujemy wzrost zysku operacyjnego o blisko 60% r/r w wyniku wysokich wyników segmentu publicznego (efekt ZUS) oraz większych zamówień ze strony Cyfrowego Polsatu.
- Słabe wyniku Aquaparku w Sopocie.

Asseco SEE — przeważaj — wyniki: 28-10-2020
Paweł Szpigiel

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	232,8	228,8	2%	1024,1	68%
EBITDA	55,2	47,6	16%	219,4	72%
marża EBITDA	23,7%	20,8%	-	21,4%	-
EBIT	35,6	29,9	19%	143,1	70%
Zysk brutto	34,6	29,4	18%	140,8	69%
Zysk netto	28,9	25,2	15%	115,4	69%

- Spółka opublikowała już wysoki portfel zamówień na 3Q'20, szacujemy osiągnięcie przychodów rzędu 52,3 mln EUR w 3Q'20 (w tym zakładamy znaczącą poprawę obrotów segmentu banking, ale spadek o 18% obrotów segmentu integrated solutions).
- Zakładamy poprawę obrotów i zysku segmentu payment o 5% r/r.
- Zakładamy neutralny wpływ dz. fin. na wyniki 3Q'20.

Comarch — kupuj 247,60 PLN — wyniki: 17-11-2020
Paweł Szpigiel

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	375,5	354,5	6%	1530,9	71%
EBITDA	67,5	89,8	-25%	233,8	79%
marża EBITDA	18,0%	25,3%	-	15,3%	-
EBIT	42,9	66,2	-35%	147,0	78%
Zysk brutto	37,9	53,9	-30%	128,6	74%
Zysk netto	28,4	42,5	-33%	94,7	66%

- Poprawa przychodów ze sprzedaży o 6% r/r, głównie dzięki poprawie obrotów w obszarze TMT.
- Wyniki za 3Q'29 obarczone rozwiązaniem rezerwy na spór z ZUS na kwotę +24,2 mln PLN.
- Nieznaczne pogorszenie się marży brutto na sprzedaży (ex. ZUS) – zakładamy 30,0% w 3Q'20.
- Zakładamy saldo na poz. dz. operacyjnej rzędu -7,5 mln PLN oraz saldo -5,0 mln PLN na działalności finansowej.

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Gaming

Spowolnienie poprawy wyników r/r:

- Oczekujemy spowolnienia poprawy wyników r/r względem poprzednich kwartałów w 11B, CDR i PLW.
- Z drugiej strony oczekujemy istotnego przyśpieszenia tempa poprawy wyników q/q w TEN wynikającego z ograniczenia na marketing przy jednoczesnym utrzymaniu wysokiego poziomu sprzedaży.

11 bit studios		trzymaj			wyniki:
Piotr Bogusz		493,00 PLN			17-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	17,9	18,9	-5%	93,1	73%
EBITDA	9,3	6,1	52%	53,6	76%
marża EBITDA	52,0%	32,4%		57,6%	
EBIT	6,6	4,6	44%	43,3	76%
Zysk brutto	6,1	4,9	24%	42,1	78%
Zysk netto	5,5	3,6	52%	38,8	79%

- Oczekujemy spadku sprzedaży r/r w 3Q'20 wynikającego przede wszystkim z efektu bazy (w 3Q'19 była premiera Children of Morta).
- W związku z rozliczeniem kosztów programu motywacyjnego w poprzednich kwartałach nie zakładamy tego kosztu w 3Q'20 (około 2 mln PLN).
- Zakładamy koszty usług obcych na poziomie 6,6 mln PLN w 3Q'20 (vs. 9,2 mln PLN w 3Q'19; niższe tantiemy r/r).

CD Projekt		akumuluj			wyniki:
Piotr Bogusz		429,10 PLN			26-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	101,6	93,6	9%	3371,7	14%
EBITDA	29,9	24,8	21%	2851,6	7%
marża EBITDA	29,4%	26,5%		84,6%	
EBIT	20,6	16,7	23%	2842,9	6%
Zysk brutto	20,7	19,0	9%	2851,3	6%
Zysk netto	19,1	14,8	29%	2 605,5	6%

- W 3Q'20 oczekujemy spowolnienia dynamiki wzrostu sprzedaży r/r ze względu na słabszy efekt COVID-19 oraz mniejszy pozytywny wpływ serialu od Netflix.
- Oczekujemy utrzymania podwyższonych kosztów sprzedaży (wysokie koszty marketingu).
- W 3Q'20, zakładamy 20,6 mln PLN EBIT w segmencie produkcji gier (+8,4% r/r) oraz 0,6 mln PLN EBITDA w GOG.com (vs.-1,7 mln PLN w 3Q'19).

PlayWay		trzymaj			wyniki:
Piotr Bogusz		549,00 PLN			27-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	45,9	37,0	24%	174,4	85%
EBITDA	31,4	26,1	20%	120,9	89%
marża EBITDA	68,5%	70,5%		69,3%	
EBIT	31,2	26,0	20%	120,0	89%
Zysk brutto	31,3	34,9	-10%	137,1	82%
Zysk netto	24,1	26,2	-8%	104,8	65%

- Dynamika wzrostu sprzedaży w 3Q'20 r/r powinna być niższa niż w 2Q'20 ze względu na brak wydarzeń wspierających sprzedaż.
- Zakładamy wzrost kosztów wynagrodzeń (+35% r/r do 4,2 mln PLN) oraz kosztów usług obcych (+30% r/r do 9,5 mln PLN) w związku ze wzrostem skali PLW.
- W kwartale nie zakładamy dodatkowych zysków z tytułu przeszacowania inwestycji.

Ten Square G		akumuluj			wyniki:
Piotr Bogusz		623,00 PLN			23-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	192,8	67,7	185%	651,4	70%
EBITDA	75,0	22,1	239%	212,9	67%
marża EBITDA	38,9%	32,7%		32,7%	
EBIT	74,1	21,8	240%	210,0	67%
Zysk brutto	74,1	22,3	232%	211,1	67%
Zysk netto	66,7	18,1	267%	189,7	67%

- Sprzedaż zakładamy zgodnie ze wstępnymi szacunkami sprzedaży zaraportowanymi przez TEN.
- Oczekujemy istotnego zmniejszenia kosztów marketingu q/q, co pozytywnie przełoży się na wynik spółki w 3Q'20.
- Zakładamy 43,7 mln PLN kosztów marketingu w 3Q'20 (vs. 72,8 mln PLN w 2Q'20 oraz 21,2 mln PLN w 2Q'19).
- Nie oczyszczamy naszych szacunków o kwartalny koszt programu motywacyjnego dla CEO w wysokości 6 mln PLN.

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Przemysł

Poprawa względem 2Q'20

- W 3Q'20 większość spółek poprawiła wolumeny sprzedaży względem 2Q'20.

AC Piotr Poniatowski	równoważ			wyniki: 09-11-2020	
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	51,7	55,2	-6%	205,5	71%
EBITDA	13,6	15,8	-14%	48,3	84%
marża EBITDA	26,2%	28,6%		23,5%	
EBIT	10,8	12,9	-17%	35,9	90%
Zysk netto	8,6	11,1	-22%	29,4	91%

- Wynikom sprzyja kurs EUR/PLN oraz oszczędności kosztowe poczynione w 2Q'20
- Oczekujemy w 3Q'20 na niższy wpływ traczy antykryzysowej niż miało to miejsce w 2Q'20.

- Spodziewamy się prawie potrojenia sprzedaży haków oraz ok. 25% r/r spadku w segmencie gazu. Kwartał wsparty dofinansowaniem z tarczy (ponad 1 mln PLN) i obniżką wynagrodzeń. Pomimo ciężkiego otoczenia, spółka zaraportuje prawie 11 mln PLN zysku operacyjnego i ok. 9 mln PLN zysku netto. Wykonanie 9M'20 wskazuje na konieczność podwyższenia naszych całorocznych prognoz.

Alumetal Jakub Szkopek	równoważ			wyniki: 30-11-2020	
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	272,7	309,1	-12%	1121,0	65%
EBITDA	21,7	22,6	-4%	80,3	73%
marża EBITDA	8,0%	7,3%			
EBIT	13,7	14,7	-7%	48,3	72%
Zysk netto	10,8	10,1	6%	37,2	71%

- W 3Q'20 mimo oczekiwanego 15% r/r spadku sprzedaży zakładamy, że oszczędności kosztowe oraz 2 mln PLN pomocy z tarczy antykryzysowej sprawią, że EBITDA może się zbliżyć do zeszłorocznej.
- Zarząd przy okazji wyników może zapowiedzieć wysokie obłożenie mocy na 4Q'20.

Amica Jakub Szkopek	przeważaj			wyniki: 27-11-2020	
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	866,2	807,5	7%	2941,4	72%
EBITDA	70,8	61,7	15%	228,6	69%
marża EBITDA	8,2%	7,6%		7,8%	
EBIT	56,6	47,5	19%	170,3	68%
Zysk netto	45,3	32,5	39%	125,7	68%

- Naszym zdaniem w 3Q'20 Grupa Amica pozytywnie zaskoczy sprzedażą na rynkach Europy Zachodniej i w Polsce, co pozwoli zniwelować spadki obrotów z 2Q'20.
- Oszczędności kosztowe i osłabienie PLN do EUR powinny przekładać się na wzrost EBITDA o 15% r/r, a zysku netto o 39% r/r. Oczekujemy, że dług netto pozostanie na niskich poziomach (niższych niż w 2Q'20).

Apator Jakub Szkopek	równoważ			wyniki: 16-11-2020	
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	225,0	220,5	2%	906,9	76%
EBITDA	36,1	31,4	15%	132,2	78%
marża EBITDA	16,0%	14,2%		14,6%	
EBIT	23,6	19,0	24%	81,2	79%
Zysk netto	18,1	14,4	26%	60,7	78%

- W 3Q'20 oczekujemy rosnących przychodów w segmencie opomiarowania energii (+27% r/r), z kolei niższych w gazie (-21% r/r) oraz wodzie i cieple (-12% r/r). Wyniki wspierać będzie pomoc z tarczy antykryzysowej (4 mln PLN), w efekcie czego EBITDA wzrośnie o 15% r/r.
- Zakładamy, że dług netto na koniec 3Q'20 wyniesie 135 mln PLN (1,0xEBITDA'12M).

Astarta Jakub Szkopek	przeważaj			wyniki: 10-11-2020	
(mln UAH)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	3 671	2 970	24%	12 097	71%
EBITDA	29,8	-556,9	-	2313,3	84%
marża EBITDA	0,8%	-18,8%		19,0%	
EBIT	-370,2	-961,4	-61%	806,2	83%
Zysk netto	-1091,3	-780,3	40%	-897,6	-

- Z danych wolumenowych wynika, że sprzedaż w 3Q'20 będzie wyższa o 24% r/r, a zysk brutto ze sprzedaży wzrośnie o 38% r/r (wiodący wzrost w segmencie cukru, zboża). Zakładając niższą stratę z aktualizacji wyceny aktywów biologicznych (-200 mln UAH vs. -681 mln UAH w 3Q'19) EBITDA 3Q'20 będzie dodatnia (30 mln UAH). Ujemny zysk netto wynika z deprecjacji UAH.

Boryszew Jakub Szkopek	równoważ			wyniki: 27-11-2020	
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1303,9	1577,2	-17%	5238,7	78%
EBITDA	85,2	92,0	-7%	275,7	92%
marża EBITDA	6,5%	5,8%		5,3%	
EBIT	34,9	42,1	-17%	75,8	136%
Zysk netto	9,7	9,0	7%	13,0	86%

- W 3Q'20 zakładamy, że wyniki wspierane będą przez pomoc w ramach tarczy antykryzysowej, a łączna skala dofinansowania może sięgnąć około 20 mln PLN.
- Naszym zdaniem o ile dług netto w 3Q'20 spadnie o 65 mln PLN do 1,57 mld PLN, to wciąż znajdować się będzie powyżej kowenantów w umowach kredytowych (oczekujemy 4,5x).

Cognor Jakub Szkopek	kupuj 2,03 PLN			wyniki: 30-10-2020	
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	363,5	399,5	-9%	1695,5	76%
EBITDA	18,5	16,9	10%	106,8	82%
marża EBITDA	5,1%	4,2%		6,3%	
EBIT	7,0	5,4	31%	58,9	90%
Zysk netto	2,5	-0,7	-	31,9	82%

- W 3Q'20 zakładamy 3% r/r wzrost wolumenu sprzedaży produktów i półproduktów oraz 16% r/r spadek wolumenu sprzedaży złomów. W efekcie niższych r/r cen zakładamy, że przychody w 3Q'20 spadną o 9% r/r do 364 mln PLN.
- Oczekujemy, że w 3Q'20 Cognor przełamie spadkowy trend wyników, a EBITDA wzrośnie o 10% r/r do 18,5 mln PLN.

Famur Jakub Szkopek	kupuj 2,86 PLN			wyniki: 25-10-2020	
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	268,0	631,0	-58%	1196,2	70%
EBITDA	119,0	124,0	-4%	332,5	102%
marża EBITDA	44,4%	19,7%		27,8%	
EBIT	77,0	73,0	5%	172,5	121%
Zysk netto	61,5	51,0	21%	136,7	106%

- W 3Q'20 mimo niekorzystnego otoczenia wokół węgla szacujemy, że Grupa Famur zaraportuje zbliżone r/r wyniki na poziomie EBITDA (-4% r/r) oraz wyraźnie wyższe na poziomie wyniku netto (+21% r/r). W 3Q'20 liczymy na kolejny wysoki przepływ wolnych środków pieniężnych, przez co nadwyżka gotówki na bilansie sięgnie 249 mln PLN (0,43 PLN/akcja – 1/3 bieżącej wartości akcji).

Forte	równoważ	wyniki:
Jakub Szkopek		23-11-2020

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	309,3	263,9	17%	1072,4	69%
EBITDA	38,4	33,3	15%	141,9	64%
marża EBITDA	12,4%	12,6%		13,2%	
EBIT	23,9	19,0	26%	85,0	57%
Zysk netto	13,3	1,2	-	30,8	21%

- Wysoka (dwucyfrowa) dynamika nowych zamówień w miesiącach wakacyjnych oraz sprzyjający kurs walutowy (EUR/PLN) pozytywnie przekładać się będą w 3Q'20 na wzrost wyników finansowych.
- Naszym zdaniem dług netto na koniec 3Q'20 wyniesie 477 mln PLN (3,5xEBITDA'12M).

Grupa Kęty	trzymaj	wyniki:
Jakub Szkopek	465,74 PLN	21-10-2020

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	910,0	838,8	9%	3274,8	80%
EBITDA	192,0	160,6	20%	625,0	84%
marża EBITDA	21,1%	19,1%		19,1%	
EBIT	155,0	125,8	23%	483,6	86%
Zysk netto	120,0	99,0	21%	378,0	86%

- W 3Q'20 zgodnie z wcześniej opublikowaną prognozą Zarządu oczekujemy dwucyfrowych wzrostów wyników finansowych.
- Nasze prognozy nie odbiegają od szacunków Zarządu.

Kruszwica	równoważ	wyniki:
Jakub Szkopek		16-11-2020

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	730,8	699,3	5%	3047,3	73%
EBITDA	43,7	34,5	26%	170,2	67%
marża EBITDA	6,0%	4,9%		5,6%	
EBIT	36,5	27,4	33%	140,5	65%
Zysk netto	29,5	22,3	32%	113,9	65%

- Wysokie zbiory rzepaku w sezonie 2020/21 oraz wzrost marży na rynku krajowym powinny naszym zdaniem pozwolić Kruszwicy na poprawę r/r wyników finansowych.
- Zakładamy że wartość gotówki netto na koniec 3Q'20 wyniesie 206 mln PLN, czyli 9 PLN/akcja.

Mangata	równoważ	wyniki:
Jakub Szkopek		29-10-2020

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	156,6	171,0	-8%	580,5	76%
EBITDA	20,2	25,9	-22%	73,0	78%
marża EBITDA	12,9%	15,2%		12,6%	
EBIT	12,4	18,6	-33%	40,1	82%
Zysk netto	9,2	16,8	-45%	32,6	85%

- W 3Q'20 oczekujemy spadkowych r/r wyników, na co głównie przekładać się będzie słabsze otoczenie w segmencie Automotive. Zakładamy, że ten ostatni zanotuje 15% r/r spadek obrotów przy 24% r/r słabszych wynikach operacyjnych.
- Zakładamy, że dług netto na koniec 3Q'20 wyniesie około 117 m PLN (1,6xEBITDA'12M).

PKP Cargo	trzymaj	wyniki:
Piotr Poniatowski	12,80 PLN	20-11-2020

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1012,6	1191,3	-15%	4014,4	74%
EBITDA	221,6	263,0	-16%	559,4	77%
marża EBITDA	21,9%	22,1%		13,9%	
EBIT	33,0	80,9	-59%	-215,7	-
Zysk netto	10,0	50,8	-80%	-248,9	-

- Zakładamy, że dzięki poprawie sytuacji przewozów w sierpniu i wrześniu (już „tylko" jednocyfrowa dynamika spadku) Grupa zaraportuje 15% r/r spadek przychodów.
- Oczekujemy, że po zaksięgowaniu 86,7 mln PLN z tarczy antykryzysowej, Grupa przełamie negatywną tendencję z H1'20 i zaraportuje zysk operacyjny na poziomie 33 mln PLN. Otoczenie dla Grupy pozostaje nadal bardzo ciężkie.

Pozbud	równoważ	wyniki:
Jakub Szkopek		17-11-2020

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	62,0	49,8	25%	223,5	66%
EBITDA	4,5	5,4	-17%	41,9	84%
marża EBITDA	7,3%	10,9%		18,7%	
EBIT	2,7	3,7	-26%	34,3	86%
Zysk netto	2,0	2,4	-16%	24,5	85%

- W 3Q'20 mimo wzrostu obrotów na realizacji kontraktu GSM-R oczekujemy normalizacji rentowności w segmencie usług budowlanych, co przekładać się będzie na niższe r/r wyniki finansowe.
- Naszym zdaniem na koniec 3Q'20 dług netto w relacji do EBITDA wzrośnie do 2,7x (dług netto 108 mln PLN).

Stalprodukt	kupuj	wyniki:
Jakub Szkopek	336,15 PLN	13-11-2020

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	916,3	961,2	-5%	3159,4	81%
EBITDA	95,0	90,3	5%	324,3	71%
marża EBITDA	10,4%	9,4%		10,3%	
EBIT	52,7	50,5	4%	165,6	89%
Zysk netto	33,7	32,7	3%	117,6	94%

- W 3Q'20 oczekujemy 7% r/r spadków sprzedaży blachy transformatorowej, 3% r/r cynku i 5% r/r profili. Naszym zdaniem nieznacznie niższe r/r ceny cynku i blach transformatorowych rekompensować będą wyniki uruchomionych instalacji recyklingu cynku.
- Na koniec 3Q'20 Stalprodukt powinien mieć około 196 mln PLN gotówki netto na bilansie (35 PLN/akcja).

TIM	przeważaj	wyniki:
Piotr Poniatowski		25-11-2020

(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	270,9	229,6	18%	946,6	81%
EBITDA	19,2	15,0	28%	55,8	88%
marża EBITDA	7,1%	6,5%		5,9%	
EBIT	13,6	9,8	38%	34,7	95%
Zysk netto	8,7	5,7	51%	19,7	92%

- Jednostka TIM osiągnęła w 3Q'20 16% wzrost sprzedaży, co w połączeniu z naszym zdaniem dobrymi wynikami Rotopino i 3LP przełoży się na +18% r/r sprzedaży Grupy.
- Oczekujemy, że efekt dźwigni zwiększy rentowność, a wynik EBITDA wyniesie 19,2 mln PLN (+28% r/r).
- Wynik brutto obciążony będzie -0,9 mln PLN różnic FX.
- Grupa cały czas korzysta na boomie na e-commerce.

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Handel

Powolna odbudowa wyników:

- Oczekujemy ograniczenia spadku wyników r/r w EAT.
- EUR i JMT powinny odnotować lepszą dynamikę r/r w 3Q'20 niż w 2Q'20.
- Oczekujemy kontynuacji dynamicznej poprawy wyników w DNP.
- W VRG oczekujemy poprawy wyniku EBIT r/r, co jest bardzo dobrym wynikiem na tle innych spółek z sektora.

AmRest		trzymaj			wyniki:
Piotr Bogusz		40,00 PLN			00-01-1900
(mln EUR)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2019	r/r
Przychody	439,2	504,8	-13%	1961,5	27%
Zysk brutto na sprz.	59,1	88,1	-33%	319,2	29%
marża	13,5%	17,5%			
EBITDA	75,6	100,6	-25%	247,8	
marża EBITDA	17,2%	19,9%			
EBIT	10,6	37,8	-72%	100,1	57%
Zysk brutto	2,0	22,6	-91%	93,4	62%
Zysk netto	1,0	16,8	-94%	65,1	51%

- W 3Q'20 oczekujemy ograniczenia spadku sprzedaży r/r względem poprzednich kwartałów do 13% r/r.
- Pomimo wprowadzonych oszczędności kosztowych (koszty wynagrodzeń, koszty najmu, koszty G&A), oczekujemy spadku rentowności na poziomie EBITDA o 2,7p.p. r/r do 17,2% w 3Q'20 (negatywny efekt dźwigni operacyjnej).
- Oczekujemy utrzymującej się presji na wyniki w Niemczech oraz w Hiszpanii w 3Q'20.

Dino		sprzedaj			wyniki:
Piotr Bogusz		155,60 PLN			06-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 662	2 023	32%	9 939	74%
Zysk brutto na sprz.	662	491	35%	2 453	74%
marża	24,9%	24,3%		24,7%	
EBITDA	254,5	192,5	32%	938	73%
marża EBITDA	9,6%	9,5%		9,4%	
EBIT	204,4	150,4	36%	749	72%
Zysk brutto	189,3	135,6	40%	693	72%
Zysk netto	153,3	109,4	40%	555	73%

- Wzrost sieci sklepów w 3Q'20 prognozujemy zgodnie z komunikatem spółki.
- Oczekujemy wzrostu wskaźnika sprzedaży/mkw. o 3,5% r/r w 3Q'20, co powinno przełożyć się na lfl na poziomie około 10%.
- Zakładamy wzrost marży brutto na sprzedaży r/r ze względu na niższe ceny mięsa wieprzowego, niższe ceny paliw oraz poprawę warunków zakupowych r/r.
- Pomimo oczekiwanego wzrostu narzutu kosztów SG&A/ sprzedaż, zakładamy wzrost marży EBITDA r/r.

Eurocash		kupuj			wyniki:
Piotr Bogusz		19,90 PLN			13-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	7 117	6 673	7%	26 071	74%
Zysk brutto na sprz.	891	835	7%	3 577	70%
marża	12,5%	12,5%		13,7%	
EBITDA skor.	131,5	124,7	5%	435,3	65%
marża EBITDA	1,8%	1,9%		1,7%	
EBIT	81,8	84,3	-3%	232,9	61,7%
Zysk brutto	53,6	37,9		45,5	92,2%
Zysk netto	40,2	22,4		126,5	16%

- Oczekujemy wzrostu sprzedaży r/r napędzanej przez segment hurtu (wzrost sprzedaży wyrobów tytoniowych).
- W segmencie hurtu oczekujemy wzrostu EBITDA o 6% r/r do 138 mln PLN (zakładamy wzrost sprzedaży r/r oraz nieznaczne rentowności r/r).
- W segmencie detalu oczekujemy zbliżonej EBITDA r/r (wzrost efektywności biznesu skompensował dodatkowe obciążenia związane z COVID-19).
- EBITDA została skorygowana o rozliczenie transakcji PayUp, rezerwę na IT oraz wpływ MSSF 16).

Jeronimo Martins		akumuluj			wyniki:
Piotr Bogusz		15,30 EUR			28-10-2020
(mln EUR)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	4 781	4 754	1%	19 710	72%
Zysk brutto na sprz.	1 056	1 059	0%	4 349	71%
marża	22,1%	22,3%		22,1%	
EBITDA skor.	272,9	286,0	-5%	1 058	74%
marża EBITDA	5,7%	6,0%		5,4%	
EBIT	169,2	183,0	-8%	624	61%
Zysk brutto	160,2	177,0	-9%	498	71%
Zysk netto	109,4	121,0	-10%	451	53%

- Oczekujemy wzrostu sprzedaży r/r w sieci Biedronka (sprzedaż/mkw. +2,1% r/r w PLN) oraz w Hebe. Spadku sprzedaży r/r oczekujemy w Pingo Doce, Recheio i Ara.
- W sieci Biedronka oczekujemy utrzymania płaskiej marży EBITDA r/r w 3Q'20. Spadku rentowności EBITDA r/r oczekujemy w biznesach portugalskich.
- W Hebe zakładamy podobną stratę EBITDA r/r (-0,5 mln EUR), a w Ara zakładamy -11 mln EUR straty EBITDA w 3Q'20 vs. -14,5 mln EUR w 3Q'19.

VRG		kupuj			wyniki:
Piotr Bogusz		3,14 PLN			10-11-2020
(mln PLN)	3Q'20P	3Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	249,3	251,2	-1%	904,3	69%
Zysk brutto na sprz.	123,6	128,0	-3%	448,7	67%
marża	49,6%	51,0%		49,6%	
EBITDA skor.	18,5	18,4	0%	39,4	18%
marża EBITDA	7,4%	7,3%		4,4%	
EBIT	13,4	12,6	6%	18,2	
Zysk brutto	9,4	0,2		5,3	
Zysk netto	9,4	-1,8		8,0	

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Sprzedaż oraz marżę brutto na sprzedaży zakładamy zgodnie ze wstępnymi szacunkami miesięcznymi spółki.
- Wprowadzona dyscyplina kosztowa oraz zmniejszenie średniej powierzchni powinny przełożyć się na spadek kosztów SG&A o 4,5% r/r.
- Utrzymanie relatywnie płaskiej sprzedaży r/r, nieznaczny spadek marży brutto na sprzedaży r/r oraz spadek kosztów SG&A r/r powinny pozwolić na poprawę wyniku EBIT r/r.
- Saldo na działalności finansowej zakładamy na -4 mln PLN w 3Q'20 vs. -12,4 mln PLN w 3Q'19.

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

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
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, Sygnity, 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, Sygnity, 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, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfleiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, 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: BOŚ, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWAI Dom Maklerski, Pfleiderer 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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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