

piątek, 22 stycznia 2021 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 4Q 2020

Rynek akcji

Finanse

Wyniki za 4Q'20 znowu stoją pod znakiem zdarzeń jednorazowych. Z jednej strony banki tworzą znaczące rezerwy na kredyty frankowe oraz kolejne na COVID-19, a z drugiej rozpoznają pozytywne zyski z rewaluacji akcji Visa. Niemniej jednak znaczące rezerwy na CHF będą głównym rozgrywającym, a banki z relatywnie największą ekspozycją mogą pokazać stratę. Z drugiej strony polski sektor bankowy pokaże odbicie wyniku odsetkowego, bardzo mocny wynik prowizyjny oraz koszty pod kontrolą. Co ważne, podstawowy koszt ryzyka nie powinien zanotować pogorszenia co obrazuje nadal dobrą kondycję portfela kredytowego. W Polsce zwracamy uwagę na dobre wyniki Aliora i Banku Handlowego, a za granicą Monety. Ze spółek finansowych dobre wyniki pokażą także Kruk i GPW, ale naszym zdaniem to jest już obecnie w cenach.

Chemia

W Chemii zarówno Grupa Azoty jak Ciech zanotują spadek skorygowanej EBITDA w 4Q'20. Rozczarować może outlook na przyszłość w Grupie Azoty.

Surowce

Naszym zdaniem JSW poda słabe wyniki za 4Q'20, ale outlook na kolejne okresy może zachęcać inwestorów do kupowania. Wyniki KGHM zanotują wzrosty w 4Q'20, ale precyzyjne liczby podamy przy publikacji danych wolumenowych za XII'20.

Paliwa

Sektor downstream nadal pozostaje pod presją niskich marż w rafinerii, ale częściowo jest to kompensowane przez rekordowo wysokie marże na stacjach paliw i zaskakująco silne odczyty w petrochemii. Pozytywne trendy powinniśmy obserwować w segmencie wydobywczym, w związku z wyższymi cenami węglowodorów. Relatywnie dobrych wyników oczekujemy w PKN i MOL. Wysokie wzrosty r/r powinien dostarczyć PGNiG.

Energetyka

Wyniki sektora za 4Q'20 zapewnią wykonanie naszych rocznych prognoz skor. EBITDA na poziomie 100%. Nieco powyżej średniej wypadnie Tauron, a słabiej Enea i Polenergia. Dla polskich spółek oczywiście tematem numer 1 pozostaje transformacja, ale ważna też będzie aktualizacja perspektyw na 2021 r. (korzystne taryfy w obrocie i dystrybucji, mocne trendy popytowe).

Telekomunikacja, Media, IT

W 4Q'20 zakładamy poprawę wyników spółek IT. Dobre wyniki powinny wygenerować ACP, ASE, ALL i ATD. ABS z kolei wróci do niewielkich wzrostów po niezbyt udanym 3Q'20. Negatywne rozczarowanie może dostarczyć publikacja ALE, gdzie marża zysku skorygowana EBITDA spadnie do 40,0%. Wyraźną poprawę wyników powinna zaliczyć WPL. Telekomunikacja będzie względnie stabilnym sektorem w 4Q'20, z CPS który wykaże najwyższą dynamikę wyniku.

Gaming

Wysoką poprawę wyników r/r powinien odnotować TEN. Nieznacznego spadku wyników r/r oczekujemy w 11B i PLW (brak istotnych premier w kwartale). Prognozy dla CDR opublikujemy w późniejszym terminie.

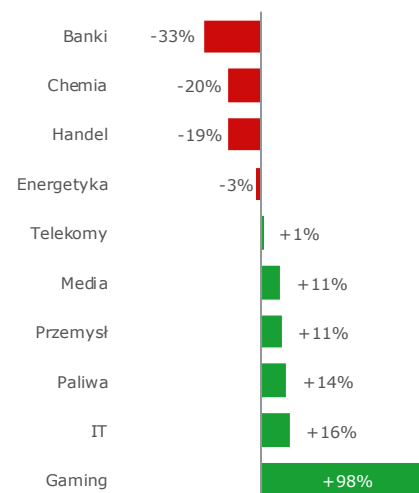
Przemysł

W 4Q'20 oczekujemy, że 71% pokrywanych przez nas spółek poprawi r/r wyniki finansowe, a proporcja ta będzie najwyższa od 9-ciu kwartałów. Jedynie 24% spółek pogorszy r/r rezultaty. Pozytywnych zaskoczeń na wynikach oczekivalibyśmy w AST, COG, FMF, FTE, KER, MBR, STP i TIM. Outlook na kolejne kwartały może studzić emocje w przypadku AMC i PKP.

Handel

Wyniki spółek handlowych zostały obciążone przez wprowadzone restrykcje w związku z COVID-19. Większość z obserwowanych spółek powinno odnotować niższe wyniki r/r (CCC, LPP, EUR, JMT, VRG). Istotnego wzrostu wyników r/r oczekujemy jedynie w DNP.

Dynamika wyników sektorów*



*banki na podstawie zysku netto, pozostałe wyniku EBITDA

Potencjalne zaskoczenia na wynikach negatywne	pozytywne
Allegro	Ailleron
Amica	Asseco Poland
Bank Millennium	Asseco SEE
Enea	Atende
Grupa Azoty	Bank Handlowy
Lotos	Cognor
PKP Cargo	Dino
	Famur
	Forte
	JSW
	Kernel
	Mo-BRUK
	Moneta Money Bank
	PGNiG
	Stalprodukt
	Tauron
	Ten Square Games
	TIM
	Wirtualna Polska

Departament Analiz

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

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl

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

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

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

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

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

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

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

Spis treści

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

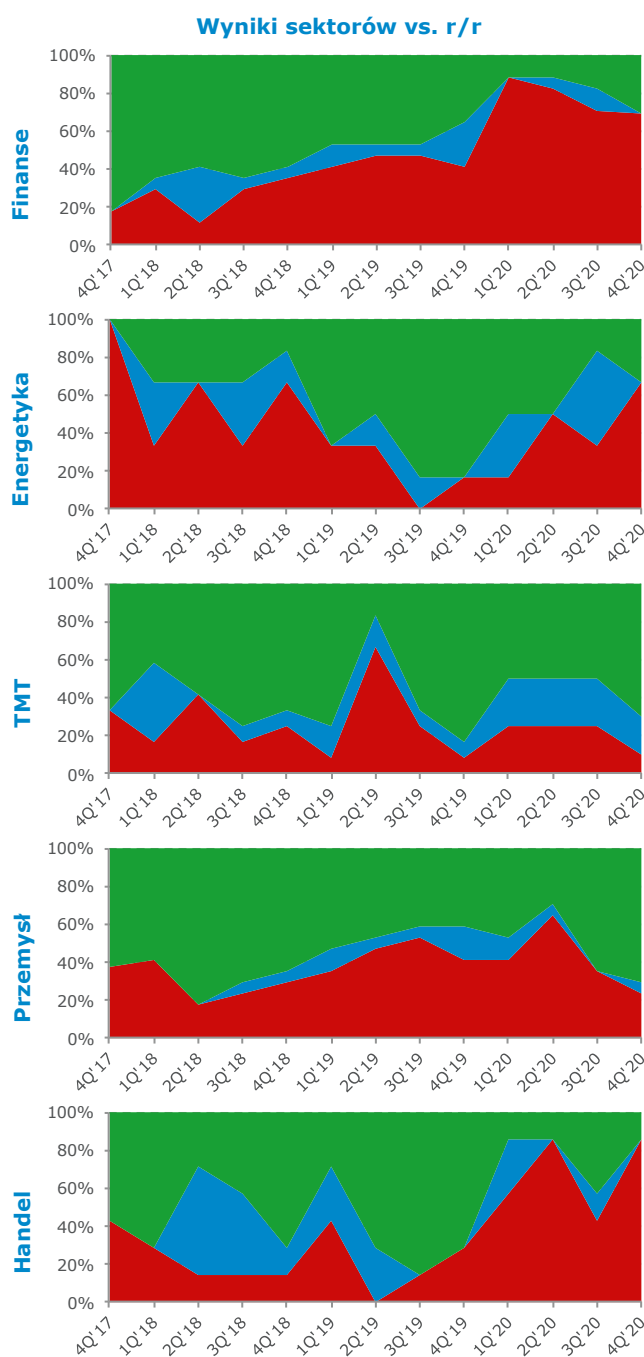
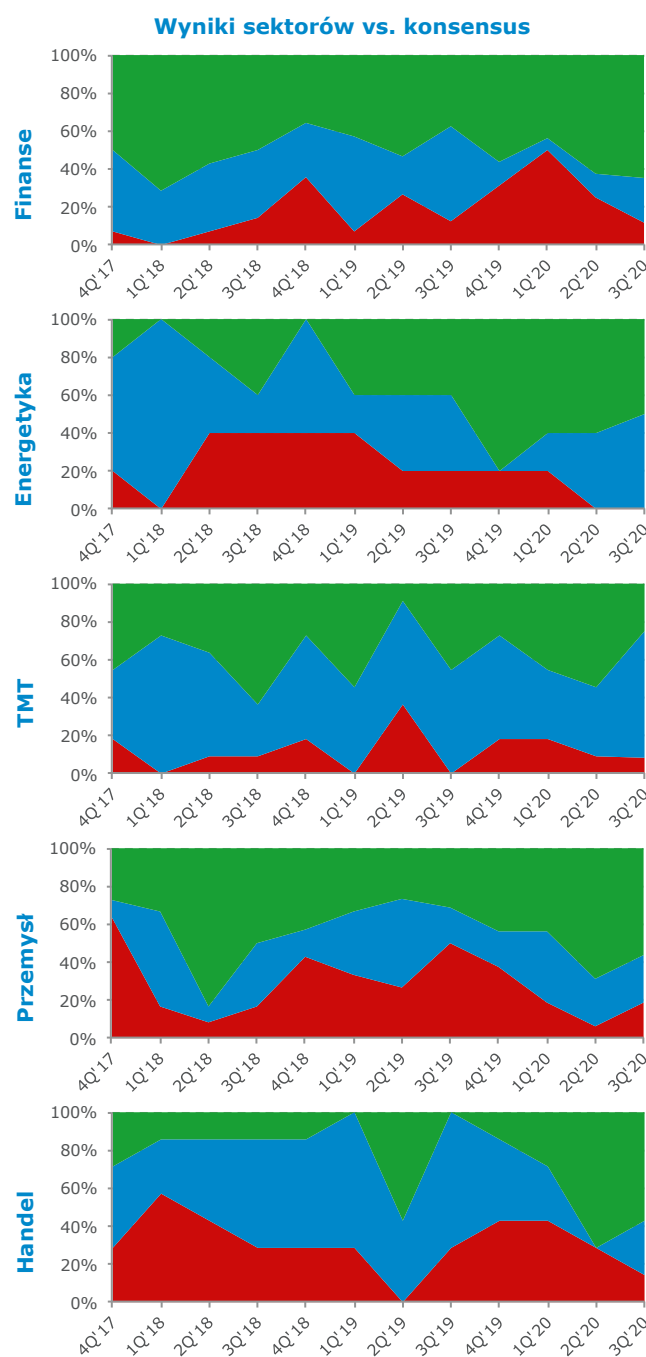
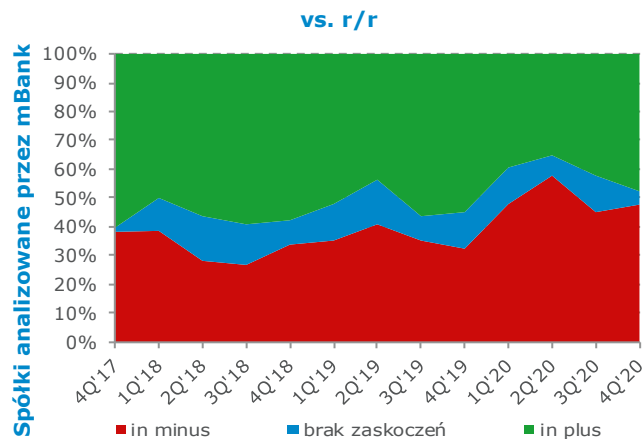
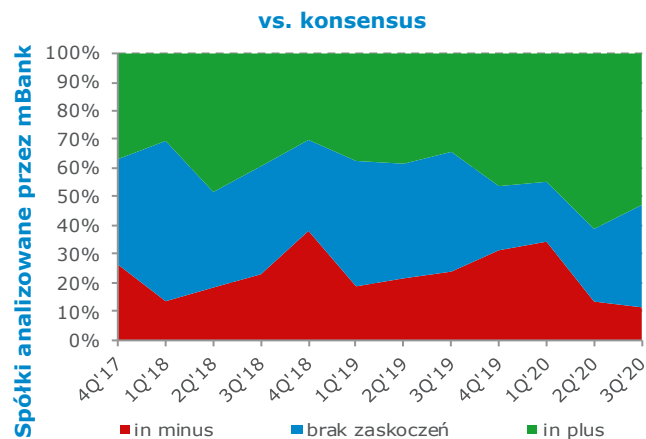
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs.	17	2018	2019	2020	+/=
konsensus	4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q	
Finanse					
Alior Bank	+	= + = =	= = - + =	= + = +	75%
BNP Paribas					100%
Handlowy	=	+ + = -	= - - - +	= + + +	50%
ING BSK	=	= - = +	+ + = -	+ + + +	75%
Millennium	=	+ + = +	+ + + +	= - + -	75%
Pekao	+	= = + +	= = = +	+ + + =	100%
PKO BP	=	+ = = =	= + = +	+ + + =	100%
Santander BP	=	= + = =	= - = +	= - = +	75%
Komercni	+	+ + + +	= + = =	= - = -	83%
Moneta					80%
Erste Group	+	+ + + +	+ + = +	= - + +	83%
RBI					100%
OTP Bank	+	+ + + +	= + + +	+ + + +	92%
PZU	+	+ + = +	+ = = +	= - + +	92%
Kruk	+	+ + + +	+ - + -	= - + =	58%
Skarbiec	+	+ + = +	+ + = +	= - + +	83%
GPW	=	+ = = -	= = + -	= = + =	75%
Chemia					
Ciech	+	= + = -	= = = +	= - + +	83%
Grupa Azoty	-	= - - +	+ + = +	+ + = =	75%
Surowce					
JSW	-	= + = -	+ + + +	= - = =	75%
KGHM	+	= + = -	+ + = -	= - + =	67%
Paliwa					
Lotos	=	- + = -	= = - -	= - + +	58%
MOL	=	= + + +	= + + +	+ + + +	100%
PGNiG	=	- + = -	= + = +	+ + = +	67%
PKN Orlen	=	= - = +	= + = -	+ + = +	83%
Energetyka					
CEZ	+	= - + =	= + - +	+ + = =	83%
Enea	=	= = = =	+ + + +	+ + + +	92%
Enerqa	-	= = = -	= - = -	= - = =	42%
PGE	=	= = = -	= = = +	= = = =	75%
Polenergia					100%
Tauron	=	= + + =	+ + + +	+ + + +	100%
Telekomunikacja					
Cyfrowy	=	+ = = =	= = = =	= = = =	100%
Netia	+	= = = =	= + = =	= = = =	100%
Orange PL	=	= + + +	= = = +	+ + = =	100%
Media					
Aqora	+	= + + +	+ - + =	+ + = +	92%
Wirtualna	=	= = = =	= = = =	= - = +	92%
IT					
Ailleron	+	= = - -	+ - = -	= - + -	50%
Allegró					100%
Asseco BS	+	= = + +	= = + +	= + = +	100%
Asseco PL	-	+ + + +	+ + + +	+ + + +	92%
Asseco SEE	=	= = + =	+ = + +	+ + + +	100%
Atende	+	= - + -	+ - = =	= + = +	75%
Comarch	-	+ + + +	+ - + -	+ - = +	67%
Sygnity					
Gaming					
11 bit studios	=	= - = +	= - - -	+ + + +	64%
CD Projekt	+	= = = -	+ + + +	+ - + +	75%
PlayWay					70%
Ten Square G					56%
Przemysł					
AC					88%
Alumetal	=	= + = -	= - = =	+ + + +	83%
Amica	+	= + + +	= + = +	+ + = +	92%
Apató	-	= + + +	= + = -	= + = +	83%
Astarta					60%
Borszew	-	= - = -	= - = -	= - = -	25%
Cognor					64%
Famur	+	+ + + +	+ + = -	= + + +	83%
Forte	-	= + = -	+ - + +	+ + + +	67%
Grupa Kęty	-	= + = =	= = + +	+ + + +	92%
Kernel	+	= - + +	= - = +	+ + + +	83%
Kruszwica	-	+ + + +	+ + = +	= = + -	75%
Mangata	-	+ + + +	+ + = +	= - + -	67%
Mo-BRUK					
PKP Cargo	-	= + + +	= - = -	= - + =	50%
Stalprodukt					43%
TIM					88%
Handel					
AmRest	+	= - = +	= + = -	= - + -	50%
CCC	-	= - = -	= + = -	= - + +	17%
Dino	+	+ + = =	= + = =	+ + + +	100%
Eurocash	-	= + = -	= = = +	= + = +	75%
Jeronimo	=	= = = =	= = = =	= - + +	83%
LPP	=	= - + +	= + = -	= + + +	75%
VRG	-	= - = =	= = = =	+ + = +	83%

vs.	17	2018	2019	2020	+/=
r/r	4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	
Finanse					
Alior Bank	-	+ + + -	= - - -	= - - +	31%
BNP Paribas	+	+ + + +	= + + -	= - + +	77%
Handlowy	+	+ + = -	= - - +	= - = -	38%
ING BSK	+	+ + = +	= + + =	= - + +	77%
Millennium	+	+ + + +	= - = -	= - - -	54%
Pekao	+	+ + = +	= - + +	= - - -	54%
PKO BP	+	+ + + +	+ + + -	= - - -	62%
Santander BP	+	= - = +	= - + -	= - - -	38%
Komercni	+	= - + +	+ + + +	= - - -	46%
Moneta	-	+ - + +	= + + =	+ - - -	54%
Erste Group	+	+ + + +	+ + = +	= - - -	67%
RBI	+	+ + = +	= - = +	= - - -	50%
OTP Bank	+	+ + + +	+ + + +	= - - -	69%
PZU	+	+ - + +	+ + = +	= - = -	58%
Kruk	+	= - = +	+ + - -	= - - +	38%
Skarbiec	+	= - = +	+ + = +	= + + +	50%
GPW	+	= - + -	= - + -	= + - +	46%
Chemia					
Ciech	+	= - = -	= = + +	= + + -	54%
Grupa Azoty	+	= - - -	+ + + =	= + - -	46%
Surowce					
JSW	+	= - = -	= - = -	= - - -	31%
KGHM	-	= - + -	= + - -	= - + +	54%
Paliwa					
Lotos	-	= - + =	+ + = -	+ - - -	54%
MOL	+	= - + +	= - = -	= - - -	46%
PGNiG	=	= - + +	= - - +	+ + + +	62%
PKN Orlen	-	= - - +	= + + +	+ - - +	46%
Energetyka					
CEZ	-	= - + =	+ + = +	+ - = -	62%
Enea	-	= - = -	+ + + +	+ + = -	62%
Enerqa	-	= + + =	= - + +	= - = +	46%
PGE	-	+ + = -	= - + +	= - = +	54%
Polenergia	-	= - + +	+ + + +	+ + = -	62%
Tauron	-	= - = -	+ - + +	= + + +	62%
Telekomunikacja					
Cyfrowy	-	= - = =	= = = =	= - + +	77%
Netia	-	= - - -	= - - +	= - = -	38%
Orange PL	+	= - + +	= = + +	+ = = =	92%
Media					
Aqora	+	= - + +	+ - + +	+ - - -	58%
Wirtualna	+	+ + + +	+ + + +	+ + = +	77%
IT					
Ailleron	+	= + = -	+ - - +	= - + +	62%
Allegró					50%
Asseco BS	+	+ + + +	+ - + +	= - = +	92%
Asseco PL	-	+ + + +	+ + + +	+ + + +	77%
Asseco SEE	+	+ + + +	+ + + +	+ + + +	100%
Atende	+	= - + -	+ - + +	= - + +	54%
Comarch	-	= + + +	+ - + +	+ + = +	83%
Sygnity	+	+ + + +	+ - + +	+ + = +	91%
Gaming					
11 bit studios	+	+ + = +	+ - - +	+ + + -	69%
CD Projekt	-	= - - -	= - + +	+ + + +	46%
PlayWay					73%
Ten Square G	+	+ + + +	+ + + +	+ + + +	100%
Przemysł					
AC	-	+ + + +	+ - + -	= - - -	46%
Alumetal	+	+ + + +	= - - -	= + - +	62%
Amica	-	= + + +	= + + +	= + + +	77%
Apató	-	= + = +	+ - + -	= - + +	62%
Astarta	+	= - - -	= - + +	+ + + +	46%
Borszew	+	= - - -	= - + +	= - - -	15%
Cognor	+	+ + + +	= - - -	+ - + +	54%
Famur	+	+ + + +	+ + = -	= - - -	54%
Forte	-	= + = -	+ - + +	= - + +	62%
Grupa Kęty	+	+ + + +	= + + +	+ + + +	100%
Kernel	-	= + + +	= + = -	+ + + +	69%
Kruszwica	+	+ + + +	+ + = +	= - - +	77%
Mangata	+	+ + + +	+ + = -	= - - -	69%
Mo-BRUK	+	+ + + +	+ + + +	+ + + +	100%
PKP Cargo	-	+ + + +	+ - - -	= - - -	38%
Stalprodukt					25%
TIM	+	+ + + +	+ + + +	+ + + +	100%
Handel					
AmRest	-	+ + = +	+ + + -	= - - -	54%
CCC	-	= - - -	= + = -	= - - -	8%
Dino	+	+ + + +	+ + + +	+ + + +	100%
Eurocash	-	+ + = +	= - + +	= - = -	69%
Jeronimo	+	+ + = =	= + + +	= - + -	85%
LPP	+	= - + +	= + + +	= - + -	62%
VRG	+	+ + = +	= - + +	= - + -	69%

* [+/=] – 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; 4Q'20 r/r – prognoza mBanku

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wvdania	Cena w dniu wvdania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmianv	P/E 2020	P/E 2021	EV/ EBITDA 2020	EV/ EBITDA 2021
Finanse										
Alior Bank	akumuluj	2020-11-19	17,50	18,78	18,33	+9,3%	13,4	10,8	-	10,6
BNP Paribas Polska	akumuluj	2020-12-08	55,00	64,45	66,20	+2,5%	-	-	13,6	10,9
Handlowy	trzymaj	2020-11-19	35,60	36,45	39,75	-2,6%	17,3	16,7	17,3	16,7
ING BSK	redukuj	2020-11-19	155,20	143,10	170,00	-8,3%	15,7	16,5	15,7	16,5
Millennium	trzymaj	2020-11-19	2,93	2,88	3,94	-26,9%	19,2	-	19,2	-
Pekao	kupuj	2020-11-19	57,94	75,93	65,48	+16,0%	13,2	10,4	13,2	10,4
PKO BP	kupuj	2020-11-19	27,23	32,40	29,95	+8,2%	13,2	12,5	13,2	12,5
Santander Bank Polska	kupuj	2020-11-19	175,20	238,14	186,80	+27,5%	14,4	13,8	14,4	13,8
Komercni Banka	akumuluj	2020-12-08	616,00	682,02 CZK	680,00	+0,3%	14,5	13,5	14,5	13,5
Moneta Money Bank	kupuj	2020-12-08	67,00	82,70 CZK	68,00	+21,6%	13,9	11,9	13,9	11,9
Erste Group	kupuj	2020-12-08	24,95	30,58 EUR	26,38	+15,9%	13,1	8,8	13,1	8,8
RBI	akumuluj	2020-12-08	16,69	18,22 EUR	17,46	+4,4%	8,3	7,6	8,3	7,6
OTP Bank	akumuluj	2020-12-08	12 000	13 800 HUF	13 880	-0,6%	13,0	9,5	13,0	9,5
PZU	kupuj	2020-12-03	26,45	39,33	30,71	+28,1%	12,8	9,3	12,8	9,3
Kruk	kupuj	2020-12-08	142,30	174,96	165,70	+5,6%	38,8	10,7	38,8	10,7
Skarbiec Holding	kupuj	2020-12-08	24,80	30,74	29,10	+5,6%	5,1	7,4	5,1	7,4
GPW	redukuj	2020-12-08	43,00	40,60	44,90	-9,6%	12,6	14,3	12,6	14,3
Chemia										
Ciech	trzymaj	2020-12-08	30,35	32,59	32,10	+1,5%	18,4	11,2	5,9	5,3
Grupa Azoty	sprzedaj	2021-01-14	28,95	23,65	27,90	-15,2%	11,9	23,4	6,1	7,9
Surowce										
JSW	kupuj	2020-12-08	25,53	36,58	31,32	+16,8%	-	16,9	-	2,3
KGHM	trzymaj	2020-12-08	177,20	152,27	192,65	-21,0%	20,9	11,5	7,5	6,0
Paliwa										
Lotos	kupuj	2020-12-08	37,30	49,01	41,39	+5,5%	7,2	12,5	5,4	5,2
MOL	kupuj	2020-12-08	2 002	2 379 HUF	2 292	+18,4%	-	13,3	-	5,4
PGNiG	kupuj	2020-12-08	5,21	6,39	5,86	+3,8%	-	13,0	5,4	5,0
PKN Orlen	trzymaj	2020-12-08	59,60	58,40	60,12	+9,1%	4,6	10,7	2,3	3,9
Energetyka										
CEZ	kupuj	2020-11-20	468,00	601,40 CZK	530,00	-2,9%	9,8	12,0	5,8	5,7
Enea	zawieszona	2020-12-08	5,60	-	7,20	+13,3%	24,3	7,3	4,8	5,0
Energia	zawieszona	2020-12-08	7,80	-	7,97	+13,5%	24,2	14,7	6,8	7,0
PGE	zawieszona	2020-12-08	5,77	-	6,94	-	19,1	2,6	2,8	2,5
Polenergia	kupuj	2020-10-30	42,60	62,99	56,80	-	-	6,8	4,8	4,6
Tauron	zawieszona	2020-12-08	2,17	-	2,96	-	-	7,8	3,9	3,2
Telekomunikacja										
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-12-08	27,84	27,90	30,58	+10,9%	24,4	23,9	11,4	11,7
Netia	trzymaj	2020-12-08	4,50	4,70	5,32	-	27,3	5,2	4,8	5,4
Orange Polska	kupuj	2020-12-08	6,52	8,20	6,28	+5,1%	34,3	27,9	5,2	5,0
Media										
Agora	trzymaj	2020-12-08	6,52	8,20	6,28	+30,6%	58,2	27,9	4,6	4,5
Media										
Agora	akumuluj	2020-12-08	6,96	7,60	6,90	+5,6%	33,0	20,4	15,4	10,2
Wirtualna Polska	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+10,1%	-	-	15,8	9,1
IT										
Ailleron	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Allegro	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Asseco BS	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Asseco Poland	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Asseco SEE	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Atende	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Comarch	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Sygnity	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Gaming										
11 bit studios	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
CD Projekt	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
PlayWay	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Ten Square Games	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Przemysł										
AC	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Alumetal	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Amica	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Apator	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Astarta	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Boryszew	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Cognor	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Famur	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Forte	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Grupa Kęty	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Kemel	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Kruszwica	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Mangata	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Mo-BRUK	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
PKP Cargo	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Stalprodukt	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
TIIM	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Handel										
AmRest	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
CCC	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Dino	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Eurocash	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
Jeronimo Martins	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
LPP	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4
VRG	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	88,60	+5,0%	33,0	20,4	15,0	11,4

Banki

Polska pod znakiem odpisów na CHF

- Sektor w Polsce zanotuje przyzwoitą poprawę dochodów całkowitych, które jednak nie zdołają obronić się pod naporem dodatkowych rezerw na CHF.

Alior Bank Michał Konarski		akumuluj 18,78 PLN		wyniki: 26-02-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	682	683	0%	-9%	100%
Wynik prowizyjny	172	169	1%	4%	101%
WNDB	914	913	0%	-11%	100%
Koszty operacyjne	-400	-408	-2%	13%	100%
Saldo rezerw	-298	-291	3%	-13%	99%
Zysk netto	79	82	-3%	n.m.	97%

BNP Paribas Po Michał Konarski		akumuluj 64,45 PLN		wyniki: 09-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	747	739	1%	-7%	100%
Wynik prowizyjny	231	251	-8%	11%	101%
WNDB	1 245	1 205	3%	0%	101%
Koszty operacyjne	624	571	9%	-17%	100%
Saldo rezerw	128	95	35%	27%	89%
Zysk netto	160	232	-31%	32%	101%

Handlowy Michał Konarski		trzymaj 36,45 PLN		wyniki: 11-02-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	225	214	5%	-24%	100%
Wynik prowizyjny	136	137	-1%	0%	101%
WNDB	500	440	14%	-9%	99%
Koszty operacyjne	278	271	2%	1%	97%
Saldo rezerw	25	-25	n.m.	24%	77%
Zysk netto	128	115	12%	-26%	119%

ING BSK Michał Konarski		redukuje 143,10 PLN		wyniki: 12-02-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 147	1 136	1%	3%	100%
Wynik prowizyjny	372	394	-5%	8%	101%
WNDB	1 558	1 548	1%	5%	100%
Koszty operacyjne	-651	-667	-2%	10%	100%
Saldo rezerw	-189	-125	51%	22%	96%
Zysk netto	193	440	-56%	-57%	87%

Millennium Michał Konarski		trzymaj 2,88 PLN		wyniki: 02-02-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	625	624	0%	-10%	99%
Wynik prowizyjny	194	180	8%	6%	102%
WNDB	942	908	-4%	-4%	100%
Koszty operacyjne	-410	-412	1%	-16%	90%
Saldo rezerw	-134	-148	-10%	91%	90%
Zysk netto	-70	60	n.m.	n.m.	25%

Pekao Michał Konarski		kupuj 75,93 PLN		wyniki: 27-02-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 191	1 203	-1%	-16%	99%
Wynik prowizyjny	625	595	5%	-5%	99%
WNDB	1 899	1 829	4%	-15%	99%
Koszty operacyjne	-892	-849	5%	1%	100%
Saldo rezerw	-329	-253	30%	68%	98%
Zysk netto	329	371	-11%	-52%	95%

PKO BP Michał Konarski		kupuj 32,40 PLN		wyniki: 17-02-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 449	2 442	0%	-7%	100%
Wynik prowizyjny	1 022	992	3%	5%	101%
WNDB	3 715	3 599	3%	-3%	101%
Koszty operacyjne	-1 423	-1 359	5%	-7%	100%
Saldo rezerw	662	441	50%	108%	106%
Zysk netto	599	712	-16%	-17%	92%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Super Moneta i OTP z zadyszką

- Bardzo dobrych wyników dzięki niskim rezerwom oczekujemy w Monecie. Z drugiej strony sezonowo słaby 4Q odciśnie swoje piętno na wynikach OTP.

- Oczekujemy spadku wyniku netto o zaledwie 3% q/q.
- Kwartał wsparty przez dobry wynik prowizyjny (+1,5% q/q) i handlowy. Wynik odsetkowy powinien pozostać stabilny w kwartale.
- Brak znaczących dodatkowych rezerw na ryzyko kredytowe.
- Konsensus implikowany z prognoz rocznych jest obecnie zbyt niski.

- Oczekujemy spadku wyniku netto o 31% q/q, co głównie jest powiązane ze zdarzeniami jednorazowymi.
- BNP na poczet 4Q zawiąże 101,7 mln PLN rezerw na CHF, 41 mln PLN rezerw na restrukturyzację oraz około 30 mln PLN rezerw ECL.
- Bank kolejny kwartał z rzędu pokaże relatywnie mocne linie przychodowe, co jest dobrą oznaką przed 2021 r.

- Oczekujemy wzrostu wyniku odsetkowego do 225 mln PLN (+5,4% q/q), jednak jest to głównie efekt wpływu małego TSUE w 3Q. NIM wzrośnie do 1,51%, ale korygując NII z 3Q o wpływ małego TSUE pozostanie płaski q/q.
- Działalność skarbcowa powinna odbić po słabym 3Q (+35% q/q) dzięki kontynuacji dobrego wyniku z rynków FX oraz realizacji zysków z części obligacji.
- Spodziewamy się CoR na poziomie 0,5% co przełoży się na saldo rezerw na poziomie 24,5 mln PLN.
- Wyniki obciążone rezerwami na CHF (250 mln PLN) oraz COVID-19 (70 mln PLN).
- Oczekujemy, że NII wzrośnie o 1%, zaś wynik prowizyjny spadnie o 5,5% q/q, głównie ze względu na gorszy wynik z działalności brokerskiej oraz niższe przychody z kart.
- Wynik netto spadnie o 56% q/q, jednak po oczyszczeniu wyniósłby około 497 mln PLN.

- Wyniki obciążone rezerwami na CHF (290 mln PLN +30% r/r).
- Wynik odsetkowy płaski q/q tak samo jak marża.
- Bardzo silny wynik prowizyjny oraz handlowy (rewalucja akcji Visa).
- Zakładamy, że bank utrzyma dyscyplinę kosztową z 3Q dzięki czemu koszty operacyjne pozostaną płaskie.

- Szacujemy, że wyniki będą obciążone dodatkową rezerwą związaną z COVID-19 w wysokości 140 mln PLN oraz na kredyty CHF (36 mln PLN).
- Oczekujemy lekkiego spadku wyniku odsetkowego, który zostanie w pełni zrekomensowany przez wzrost wyniku prowizyjnego.
- Oczekujemy sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych o 5% q/q przy jednoczesnym lekkim wzroście r/r.

- Oczekujemy spadku zysku netto o 16% q/q i 17% r/r głównie ze względu na dodatkowe rezerwy ECL oraz na CHF (łącznie 573 mln PLN).
- Silny wynik prowizyjny (+5% r/r) w kwartale m.in. dzięki rynkom kapitałowym.
- Oczekujemy stabilnego wyniku odsetkowego w kwartale oraz lekkiego, sezonowego wzrostu kosztów.

Santander BP Michał Konarski		kupuj 238,14 PLN		wyniki: 03-02-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 403	1 383	1%	-15%	100%
Wynik prowizyjny	547	553	-1%	1%	101%
WNDB	2 130	2 134	0%	-11%	100%
Koszty operacyjne	-995	-875	14%	7%	103%
Saldo rezerw	-474	-359	32%	80%	104%
Zysk netto	138	480	-71%	-73%	82%

Komerční Banka Michał Konarski		akumuluj 682,02 CZK		wyniki: 10-02-2021	
(mln CZK)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	5 310	5 254	1%	-10%	100%
Wynik prowizyjny	1 309	1 235	6%	-15%	99%
WNDB	7 370	7 263	1%	-9%	100%
Koszty operacyjne	-3 613	-3 482	4%	-3%	100%
Saldo rezerw	-1 393	-1 678	-17%	-	100%
Zysk netto	1 936	1 646	18%	-50%	98%

Moneta Money Michał Konarski		kupuj 82,70 CZK		wyniki: 05-02-2021	
(mln CZK)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 074	2 043	1%	3%	100%
Wynik prowizyjny	481	500	-4%	-4%	100%
WNDB	2 755	2 761	0%	3%	101%
Koszty operacyjne	-1 284	-1 284	0%	6%	92%
Saldo rezerw	-377	-554	-32%	74%	92%
Zysk netto	846	716	18%	-11%	110%

OTP Bank Michał Konarski		akumuluj 13 800 HUF		wyniki: 05-03-2021	
(mld HUF)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	194	196	-1%	-1%	99%
Wynik prowizyjny	71	74	-4%	-17%	94%
WNDB	289	295	-2%	-5%	98%
Koszty operacyjne	-161	-155	4%	-3%	100%
Saldo rezerw	-49	-5	850%	95%	104%
Zysk netto	56	113	-41%	-46%	86%

Finanse

Dobry wynik Kruka pomimo sezonowości

- Kruk raportuje znacząco wyższe wyniki od implikowanego konsensusu z prognoz rocznych. Niemniej jednak ciężać będą mu wyższe koszty (efekt sezonowy).

Kruk Michał Konarski		kupuj 174,96 PLN		wyniki: 25-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	307,3	335,2	-8%	1%	100%
Zakup wierzyt.	268,1	294,6	-9%	-7%	100%
Inkaso	14,1	14,2	-1%	328%	100%
Koszty pośr. i bezp.	149,2	131,6	13%	-9%	100%
Marża pośrednia	158,1	203,5	-22%	13%	100%
Zysk operacyjny	94,6	154,8	-39%	20%	100%
Zysk brutto	54,4	126,6	-57%	-1%	100%
Zysk netto	45,4	53,5	-15%	43%	100%

GPW Mikołaj Lemańczyk		redukuje 40,60 PLN		wyniki: 11-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	q/q	r/r	YTD*
Przychody	111,5	88,4	26%	25%	102%
EBITDA	47,0	63,2	-26%	-17%	106%
marża EBITDA	42,2%	71,4%	n.a	n.a	n.a
EBIT	63,1	38,3	65%	39%	105%
Zysk netto	52,0	32,0	62%	31%	105%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Wyniki obciążone rezerwami na CHF (192 mln PLN), na zwolnienia grupowe (120 mln PLN) oraz na COVID-19 (c.100 mln PLN).

- Oczekujemy, że NII odbije o 1,5% q/q, zaś wynik prowizyjny pozostanie silny w 4Q'20 (+1% r/r).
- Silny wynik handlowy wsparty przez rewaluację udziału w Visa.
- Szacujemy oczyszczony wynik netto ~ 508 mln PLN.

- Oczekujemy odbicia wyniku netto o 18% q/q głównie dzięki spadkowi rezerw.
- Oczekujemy stabilnych dochodów z rosnącym wynikiem prowizyjnym (+6% q/q) i odsetkowym (+1% q/q).
- Oczekujemy spadku kosztu ryzyka w 4Q'20 do 80 p.b., co jest zgodne z całorocznym guidance Zarządu (70-80 p.b.). Uważamy, że ze względu na dobrą jakość aktywów KB może na tej linii pozytywnie zaskoczyć.

- Oczekujemy, że zysk netto wzrośnie o 18% q/q w 4Q'20 dzięki normalizacji kosztu ryzyka.
- Saldo rezerw ~377 mln CZK zbliża całoroczny koszt ryzyka (182 p.b.) do niższego przedziału prognozy Zarządu.
- Płaski wynik na działalności bankowej wsparty przez lekko rosnący wynik odsetkowy.
- Koszty całkowite na poziomie 1,4 mld CZK zgodne z prognozą Zarządu dla całego roku.

- Oczekujemy, że kwartał będzie dotknięty przez de-konsolidację biznesu na Słowacji oraz dodatkowe rezerwy na wakacje kredytowe.
- Brak pozytywnej sezonowości wyniku prowizyjnego spowodowany przez gorsze wyniki biznesu AM.
- Wyższe koszty ryzyka (48,5 mld HUF), które nadal zamykają rok poniżej prognozy Zarządu.
- Sezonowy wzrost kosztów operacyjnych (4% q/q) w 4Q'20.

GPW z rekordem

- Bardzo dobry kwartał zanotowało GPW. Spółka była beneficjentem rekordowych obrotów na rynku finansowym oraz odbicia wolumenów na rynkach towarowych.

- Oczekujemy, że Kruk w 4Q'20 raportuje wynik netto na poziomie 45,4 mln PLN.
- Oczekujemy, spadku wyniku na długi kupionym ze względu na normalizację kosztów windykacji. Nasza prognoza nie zakłada żadnych istotnych rewaluacji.
- Ze względu na zachowanie kursu oczekujemy wzrostu kosztów finansowych w 28 mln PLN w 3Q do 40 mln PLN.
- Oczekujemy sezonowo wyższych kosztów operacyjnych.
- Nasza prognoza jest znacząco wyższa od implikowanego konsensusu z średnich prognoz rocznych (Bloomberg).

- Wyższe wolumeny na rynkach finansowych przełożą się na wzrost przychodów do 111,5 mln PLN (26% q/q i 25% r/r).
- Spodziewamy się, że koszty operacyjne wyniosą 48,9 mln PLN, co będzie podyktowane wzrostem zmiennej części wynagrodzenia oraz sezonowym wzrostem kosztów usług obcych. Po oczyszczeniu o opłatę na KNF w 3Q, koszty rosną 6% q/q i 3% r/r.
- Ostatecznie wynik netto wzrośnie o 62% q/q oraz 3,5x r/r. Efekt wzrostu przychodów oraz dźwigni operacyjnej.

Chemia

Skorygowane wyniki niższe r/r

- Presja ze strony cen surowców (gaz oraz certyfikaty CO₂) przekładać się będą na spadki oczyszczonych o zdarzenia jednorazowe wyników spółek chemicznych w 4Q'20.

Ciech Jakub Szkopek	trzymaj 32,59 PLN			wyniki: 12-04-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	785,8	803,4	-2%	3 076,5	96%
EBITDA	157,6	175,9	-10%	574,0	101%
EBITDA skor.	162,6	185,4	-12%	574,0	101%
marża EBITDA	20,1%	21,9%		18,7%	
EBIT	78,4	96,9	-19%	253,7	101%
Zysk netto	44,4	34,8	28%	92,0	132%

Grupa Azoty Jakub Szkopek	sprzedaj 23,65 PLN			wyniki: b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 611,8	2 641,5	-1%	10 401	100%
EBITDA	174,1	166,8	4%	1 177,8	100%
EBITDA skor.	151,6	205,5	-26%	938,1	100%
marża EBITDA	5,8%	7,8%		9,0%	
EBIT	-16,9	-28,3	-40%	417,1	100%
Zysk netto	-35,9	-49,6	-28%	232,7	82%

Surowce

Wyniki JSW słabsze r/r, ale dobre perspektywy

- Naszym zdaniem wyniki JSW w 4Q'20 będą jeszcze słabsze r/r. Wzrosty cen produktów stalowych i wzrost sprzedaży węgla umożliwiają przełamanie trendu w 1Q'21.

JSW Jakub Szkopek	kupuj 36,58 PLN			wyniki: 18-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1 713	1 810	-5%	7 296	95%
EBITDA skor.	-172	52	-	85	-
EBITDA	-172	254	-	-249	-
marża EBITDA	-10,0%	14,0%		-3,4%	-
EBIT	-452	-51	-	-1 348	-
Zysk netto	-387	-60	-	92	-

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Spółki w 4Q wciąż notowały słabsze wolumeny sprzedaży podstawowych produktów (soda, sól, nawozy, poliamid).
- Grupa Azoty powinna przedstawić negatywny outlook na kolejne kwartały, nieco optymistyczniejszy będzie Ciech.

- W 4Q'20 naszym zdaniem będzie bardzo trudno o poprawę wyników operacyjnych w ujęciu r/r. Wciąż niższa r/r sprzedaż sody oraz soli, a także brak konsolidacji linii produkcji żywic i brak zdarzeń jednorazowych w segmencie pozostałe, ciężać będą na wynikach ostatniego kwartału.
- Zarząd przy okazji wyników prawdopodobnie poinformuje o oczekiwanym wzroście wolumenu sprzedaży sody na 2021 rok przy niższych o kilka procent r/r cenach.

- W 4Q'20 rosnące ceny gazu ziemnego naszym zdaniem przełożą się na spadek EBITDA w segmencie nawozów o 19% r/r, a wciąż trudne otoczenie w segmencie tworzyw sztucznych przełoży się na stratę EBITDA w wysokości 2,5 mln PLN. Segment produktów chemicznych naszym zdaniem poprawi EBITDA w 4Q'20 do 4 mln PLN.
- Wyniki wsparte będą w 4Q'20 dofinansowaniem wyższych kosztów CO₂ w kwocie 22,5 mln PLN.

KGHM lepiej r/r

- Oczekujemy rosnących wyników finansowych KGHM w 4Q'20, ale ostateczną prognozę przedstawimy po publikacji wolumenów sprzedaży za XII'20.

- Wyższa sprzedaż węgla niż wynosiło wydobycie w 4Q'20 pozwoliła na spadek zapasów we wszystkich kategoriach.
- Dodatkowo w 4Q'20 koksownie pracowały na praktycznie pełnym wykorzystaniu dostępnych mocy, a sprzedaż koksu przewyższyła produkcję, co może zwiastować wzrosty cen w kolejnych kwartałach.
- Negatywnym zaskoczeniem w 4Q'20 są natomiast ceny sprzedaży węgla.

Paliwa

Upstream odbudowuje rentowność

- Sektor downstream nadal pozostaje pod presją niskich marż w rafinerii, ale częściowo jest to kompensowane przez rekordowo wysokie marże na stacjach paliw i

Lotos		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		49,01 PLN		b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	4 630	7 213	-36%	20 879	97%
skor. EBITDA LIFO	285	590	-52%	1 830	99%
efekt LIFO	24	-22	-	-840	-
EBITDA	329	666	-51%	-257	-
EBIT	71	452	-84%	-1 324	-
Dział. finansowa	38	118	-	-340	-
Zysk netto	79	354	-	-1 162	-

MOL		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		2 379 HUF		19-04-2021	
(mld HUF)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1055,4	1401,2	-25%	4141,0	99%
skor. EBITDA LIFO	147,4	179,6	-18%	620,6	103%
efekt LIFO	9,0	0,3	-	-43,8	-
EBITDA	149,7	169,4	-12%	588,4	103%
EBIT	11,1	44,8	-75%	82,1	121%
Dział. finansowa	2,4	0,7	-	-116,5	-
Zysk netto	14,5	37,0	-61%	-27,4	-

PGNiG		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		6,39 PLN		b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	11 076	12 370	-10%	38 677	100%
skor. EBITDA	2 622	1 932	36%	8 266	100%
EBITDA	2 572	1 575	63%	13 371	99%
EBIT	1 491	632	136%	9 838	99%
Dział. finansowa	112	-287	-	-711	-
Zysk netto	1 203	30	-	7 405	98%

PKN Orlen		trzymaj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		58,40 PLN		04-02-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	24 598	27 500	-11%	86 089	102%
skor. EBITDA LIFO	1 521	1 292	18%	7 948	102%
efekt LIFO	83	221	-	646	-
EBITDA	1 605	1 401	15%	7 692	103%
EBIT	422	476	-11%	3 271	108%
Dział. finansowa	-150	193	-	-727	-
Zysk netto	190	583	-67%	2 620	98%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

zaskakująco silne odczyty w petrochemii. Pozytywne trendy powinniśmy obserwować w segmencie wydobywczym, w związku z wyższymi cenami węglowodorów.

- Skor. EBITDA LIFO w rafinerii niższa r/r (0,13 mld PLN vs 0,38 mld PLN) z uwagi na spadek marży i niższy przerób, kompensowany częściowo przez wyższą premię łądową.
- W segmencie detalicznym wysokie marże paliwowe powinny pozwolić na poprawę EBITDA r/r o 20% (zakładamy spadek wolumenów o 15%).
- W wydobywczym wynik EBITDA powinien wzrosnąć q/q o 20% do 117 mln PLN z uwagi na wyższe ceny ropy i gazu, częściowo neutralizowane przez niższy wolumen.
- W wydobywczym oczekujemy poprawy q/q (EBITDA 65 mld HUF vs 64 mld HUF), ale wyższe ceny neutralizowane przez niższe wolumeny, głównie w Azerbejdżanie.
- W rafinerii słabe marże tylko częściowo będą skompensowane premią łądową (CCS EBITDA 22 mld HUF vs 52 mld HUF w 4Q'19); w petrochemii wzrost marż w ujęciu q/q (EBITDA 18 mld HUF vs 15 mld HUF w 3Q).
- Dynamika EBITDA w detalu na poziomie +12%.
- W części gazowej spadek r/r (-15%) - nowe niższe taryfy.
- EBITDA skor. w wydobywczym 0,8 mld PLN vs 1,05 mld PLN rok wcześniej - w ujęciu q/q poprawa dzięki wyższym cenom ropy i gazu.
- W obrocie sezonowy wzrost q/q, a r/r dodatkowo efekt zmiany w kontrakcie jamalskim - EBITDA 0,8 mld PLN.
- W dystrybucji EBITDA 0,65 mld PLN (wzrost r/r to efekt zmian w księgowaniu różnicy bilansowej i wolumenów).
- W ciepłe spadek r/r z/w na rozwiązanie rezerw w 4Q'19.
- W rafinerii oczekujemy straty EBITDA LIFO -0,4 mld PLN ze względu na bardzo niskie marże modelowe i niższą utylizację mocy przerobowych; w petrochemii wynik znacząco lepszy r/r (marże modelowe i wolumeny (w tym PE3 w Czechach), ale płaski q/q).
- EBITDA w detalu powinna wzrosnąć o 32% r/r (rekordowo wysokie marże paliwowe przy spadku wolumenów o 15%).
- Segment energetyczny powinien podwoić EBITDA do ponad 0,9 mld PLN z uwagi na ceny gazu i konsolidację Energii.

Energetyka

- Wyniki sektora za 4Q'20 zapewnią wykonanie naszych rocznych prognoz skor. EBITDA na poziomie 100%. Nieco powyżej tej średniej wypadnie TPE, a słabiej ENA i PEP. W przypadku CEZ przy publikacji raportu istotne będą

CEZ Kamil Kliszcz		kupuj 601,40 CZK		wyniki: b.d.	
(mln CZK)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	58 454	58 137	1%	212 851	101%
skor. EBITDA	14 500	15 554	-7%	65 123	101%
EBITDA	14 500	15 554	-7%	65 123	101%
EBIT	-700	4 331	-	22 715	99%
Dział. finansowa	-1 564	-2 659	-	-6 945	-
Zysk netto	-1 834	925	-	11 798	97%

Enea Kamil Kliszcz		zawieszona		wyniki: b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	4 089	4 233	-3%	17 701	99%
skor. EBITDA	645	698	-8%	3 296	97%
EBITDA	679	855	-21%	3 378	98%
EBIT	256	428	-40%	1 257	94%
Dział. finansowa	-70	-834	-	-892	-
Zysk netto	145	-468	-	166	50%

Energa Kamil Kliszcz		zawieszona		wyniki: b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	3 036	3 107	-2%	12 197	100%
skor. EBITDA	498	422	18%	1 962	100%
EBITDA	498	297	68%	2 047	100%
EBIT	367	-216	-	524	127%
Dział. finansowa	-105	-996	-	-938	100%
Zysk netto	212	-1 331	-	-530	-

PGE Kamil Kliszcz		zawieszona		wyniki: 23-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	11 293	9 695	16%	44 460	100%
skor. EBITDA	1 530	1 714	-11%	6 267	99%
EBITDA	1 440	1 069	35%	5 935	98%
EBIT	424	-7 242	-	1 302	89%
Dział. finansowa	-132	-224	-	-1 083	100%
Zysk netto	221	-6 133	-	-84	-

Polenergia Kamil Kliszcz		kupuj 62,99 PLN		wyniki: b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	562	649	-13%	1 689	112%
skor. EBITDA	70	79	-12%	276	98%
EBITDA	70	79	-12%	276	98%
EBIT	46	37	25%	173	100%
Dział. finansowa	-10	9	-216%	-43	93%
Zysk netto	29	34	-15%	106	104%

Tauron Kamil Kliszcz		zawieszona		wyniki: 31-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	5 724	5 251	9%	20 870	100%
skor. EBITDA	788	649	21%	3 625	103%
EBITDA	788	583	35%	4 098	102%
EBIT	323	-1 023	-132%	1 952	105%
Dział. finansowa	-70	-97	-	-351	101%
Zysk netto	205	-865	-124%	190	140%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

deklaracje ws. dywidendy. Dla polskich spółek tematem numer 1 pozostaje kwestia transformacji, ale ważna też będzie aktualizacja perspektyw na 2021 r. (korzystne taryfy w obrocie i dystrybucji, mocne trendy popytowe).

- W wytwarzaniu EBITDA 5,9 mld CZK vs. 6,2 mld CZK przed rokiem - efekt wyższej ceny kontra niższa produkcja z atomu; w segmencie OZE EBITDA -10% z uwagi na niższą wietrzność.
- EBITDA dystrybucji płaska r/r; w segm. sprzedaży EBITDA 1,4 mld CZK (presja na marże w Czechach).
- Raportowany EBIT będzie zainfekowany zapowiedzianymi odpisami na sprzedawane aktywa rumuńskie.

- W wytwarzaniu spadek EBITDA r/r do 286 mln PLN z uwagi na dwumiesięczny przestój B11 i mniejsze zyski na spotowym odkupie energii nie wyprodukowanej.
- EBITDA dystrybucji powinna być porównywalna r/r, przy podobnych wolumenach wyższa taryfa skompensuje wyższe koszty strat sieciowych.
- W obrocie EBITDA -15 mln PLN vs 6 mln PLN w 4Q'19.
- LWB podała już wstępne dane z EBITDA 144 mln PLN.

- W wytwarzaniu zakładamy wzrost EBITDA r/r (48 mln PLN vs 36 mln PLN) dzięki wyższej kontrybucji OZE (EBITDA +48% z uwagi na wysokie wolumeny w el. wodnych).
- W dystrybucji prognozujemy znaczną poprawę EBITDA r/r (do 411 mln PLN) z uwagi na relatywnie mocne wolumeny, wyższą taryfę i równomierny rozkład OPEX w trakcie roku.
- W obrocie po słabym 1H oczekujemy EBITDA na poziomie zbliżonym do 3Q (48 mln PLN).
- EBIT wzmocniony odwróceniem odpisów na 133 mln PLN.
- EBITDA w energetyce konw. -45% r/r przy wyższych kosztach CO₂ obniżających CDS (raportowany wynik uwzględnia szacunek rezerwy rekult. na -90 mln); w ciepłe EBITDA +7% (wyższe taryfy i niższa cena gazu); w OZE EBITDA +43% na wyższych wolumenach w wodzie i cenach
- W dystrybucji wzrost EBITDA r/r o 7% (efekt wolumenów); w segmencie sprzedaży oczekujemy 155 mln PLN EBITDA, co będzie zneutralizowane w kat. pozostałe (rezerwy).

- Średnia load factor FW w Polsce spadł w 4Q o 4,5 p.p., ale wzrost spotowych cen energii oraz zielonych cert. pozwoli na poprawę EBITDA w segmencie onshore do 59 mln PLN.
- EBITDA dystrybucji zbliżona r/r, kontrybucja PV sezonowo bliska zera, a w obrocie EBITDA 6,7 mln PLN (spadek q/q z uwagi na koszty bilansowania FW).
- W ciepłe spadek r/r do 4,3 mln PLN (brak KDT, ale wyższy spread przy niższych cenach gazu).

- W wydobywaniu oczekujemy straty EBITDA (-168 mln PLN) - efekt sezonowego wzrostu kosztów i wolumenów.
- EBITDA wytwarzania 233 mln PLN (rok temu skor. 198 mln PLN) - efekt wyższej kontrybucji Nowego Jaworzna i zysków na odkupach energii, w OZE woda kompensuje wiatr.
- W dystrybucji oczekujemy płaskich wyników r/r (607 mln PLN), a w obrocie EBITDA szacujemy na 126 mln PLN (spadek q/q to kwesta braku odkupów na Jaworznie).

Telekomunikacja

4Q'20 stabilny r/r

- Poprawa poziomu pricingu

Cyfrowy Polsat		trzymaj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		27,90 PLN		25-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	3 142	3 069	0	11 839	1
EBITDA	1 102	1 062	4%	4 154	100%
marża EBITDA	35,1%	34,6%	-	35,1%	-
EBIT	529	494	7%	1 872	101%
Zysk brutto	433	432	0%	1 528	96%
Zysk netto	350	314	12%	1 222	96%

Netia		trzymaj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		4,70 PLN		05-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	324	325	0	1 280	1
EBITDA	112	112	0%	439	101%
marża EBITDA	34,5%	34,6%	-	34,3%	-
EBIT	19,1	16,8	14%	77,4	99%
Zysk brutto	14,8	13,6	8%	64,6	98%
Zysk netto	12,0	1,7	588%	52,4	98%

Orange Polska		kupuj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		8,20 PLN		18-02-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 990	2 999	0%	11 374	100%
EBITDAaL	662	682	-3%	2 836	99%
marża EBITDAaL	22,2%	22,7%	-	24,9%	-
EBIT	84,4	-176	-	492	88%
Zysk brutto	16,4	-224,0	-	174,7	57%
Zysk netto	13,3	-187,0	-	141,5	57%

Media

Poprawa koniunktury na rynku reklamy w 4Q'20

- Istotna poprawa kondycji rynku reklamy online.

Wirtualna Polska		akumuluj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		93,00 PLN		b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	184,5	189,7	-3%	594,1	101%
skor. EBITDA	70,9	64,1	11%	195,4	102%
marża skor. EBITDA	38,4%	33,8%	-	32,9%	-
EBIT	50,6	43,4	17%	118,8	99%
Zysk brutto	46,6	36,0	29%	101,9	98%
Zysk netto	37,1	26,5	40%	79,5	96%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Wpływ COVID-19 na poziom przychodów generowanych z obrotu sprzętem.
- Wzrost ruchu stacjonarnego i mobilnego.

- Poprawa obrotów detalicznych, dalsza poprawa poziomu cen.
- Obroty sprzętem pod negatywnym wpływem ograniczeń w handlu (zakładamy spadek przychodów o 5% r/r).
- Dodatkowy wpływ przychodów z działalności fotowoltaicznej.
- Stabilizacja przychodów z biznesów reklamowych w 4Q'20.
- Wynik EBITDA równy 1,10 mld PLN, tj. +4% r/r.

- Erozja przychodów z bezpośrednich usług głosowych o 12% r/r, nieznaczna poprawa obrotów z broadbandu.
- Istotny wzrost ruchu hurtowego w skutek ograniczeń COVID-19.
- Marża zysku brutto ze sprzedaży stabilna r/r.
- Koszty SG&A na poziomie 102,9 mln PLN.
- Wynik EBITDA na stabilnym poziomie r/r.

- 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.

- Stabilizacja na rynku reklamy TV.

- Znaczna poprawa przychodów w obszarze mediowym (+20% r/r) w związku z lepszą koniunkturą na rynku reklamy online.
- Znacznie gorsze r/r wyniki finansowe biznesów e-commerce (szacujemy 30% spadek przychodów).
- Zakładamy wpływ TV w wysokości +1,0 mln PLN oraz zdarzeń jednorazowych na EBITDA 4,5 mln PLN.
- Skor. wynik EBITDA online (bez TV i bez barteru) powinien wynieść w ujęciu MSSF16 74,4 mln PLN (+9% r/r).

IT

Dobry 4Q'20

- Spodziewamy się dobrych wyników ze spółek IT: ACP, ASE, ATD oraz ALL.

Ailleron	równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel	54,00 PLN			b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	50,5	44,8	13%	148	104%
EBITDA	12,0	1,0	-	17,1	158%
marża EBITDA	23,9%	2,2%	-	11,6%	-
EBIT	10,1	-1,0	-	8,8	216%
Zysk brutto	9,6	-3,2	-	7,3	242%
Zysk netto	7,7	-3,0	-	6,2	222%

Allegro	sprzedaż			wyniki:	
Paweł Szpigiel	54,00 PLN			04-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1 241,6	805,6	54%	3 877	102%
EBITDA	485,9	380,6	28%	1 609	97%
marża EBITDA	39,1%	47,2%	-	41,5%	-
EBIT	368,9	267,3	38%	1 119	98%
Zysk brutto	299,4	166,3	80%	652	91%
Zysk netto	239,5	123,9	93%	515	77%

Asseco BS	równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel	80,70 PLN			b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	86,4	82,9	4%	282	100%
EBITDA	39,7	38,0	4%	115	101%
marża EBITDA	45,9%	45,9%	-	40,8%	-
EBIT	33,6	31,8	6%	89,2	103%
Zysk brutto	33,6	32,0	5%	88,1	102%
Zysk netto	29,2	28,3	3%	73,5	104%

Asseco Poland	kupuj			wyniki:	
Paweł Szpigiel	80,70 PLN			b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	3 209,6	2 938,1	9%	11 973	100%
EBITDA	494,6	425,2	16%	1 869	100%
marża EBITDA	15,4%	14,5%	-	15,6%	-
EBIT	321,1	261,5	23%	1 184	99%
Zysk brutto	290,9	231,3	26%	1 170	90%
Zysk netto	107,6	84,2	28%	363	103%

Asseco SEE	przeważaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel	24-02-2021			b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	327,1	275,6	19%	1 024	99%
EBITDA	65,0	53,4	22%	219	102%
marża EBITDA	19,9%	19,4%	-	21,4%	-
EBIT	44,9	36,3	24%	143	102%
Zysk brutto	43,4	35,0	24%	141	101%
Zysk netto	35,8	29,4	22%	115	103%

Atende	przeważaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel	24-02-2021			b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	92,0	89,7	3%	213	113%
EBITDA	14,6	21,4	-32%	21	140%
marża EBITDA	15,9%	23,9%	-	10,0%	-
EBIT	11,4	17,7	-36%	13,3	128%
Zysk brutto	55,9	17,8	215%	12,8	469%
Zysk netto	45,3	12,7	256%	9,7	499%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- ABS po spadkach w 3Q'20 powinien wrócić do niewielkich wzrostów.

- Znaczna poprawa przychodów Enterprise Solutions przy wyraźnej poprawie rentowności (częściowo wskutek innego niż w 2019 r. rozpoznawania rezerw na premie dla pracowników).
- Zakładamy dużą poprawę także w segmencie Fintech (szacujemy osiągnięcie 0,7 mln PLN zysku).
- Neutralny wpływ segmentu Hoteltech na zysk operacyjny.
- Wpływ sprzedaży segmentu ES na wyniki.

- GMV = 10,54 mld PLN, co oznacza poprawę r/r o 53%.
- Wskaźnik Take Rate prognozujemy na poziomie 9,2% (0,1 p.p. więcej r/r i 0,3 p.p. mniej q/q).
- Koszty dostaw netto powinny wzrosnąć o 168% do poziomu 261,3 mln PLN.
- Wynik skor. EBITDA powinien wynieść 497 mln PLN, co oznacza wzrost o 29,2% r/r. W ten sposób marża skor. EBITDA spadnie do poziomu 40%, czyli o 7,7 p.p. r/r.

- Powrót popytu na rynku polskim (duże powodzenie rozwiązań Wapro) oraz nieco słabszy wzrost przychodów z eksportu.
- Zakładamy spadek marży brutto ze sprzedaży o blisko 0,5 p.p.
- Koszty SG&A na poziomie 9,6 mln PLN (płasko r/r).
- Zysk netto szacujemy na 29,2 mln PLN (+3% r/r), co patrząc na wysoką bazę należy uznać za dobry wynik.

- Istotny wzrost przychodów w spółce matce, +39,1% r/r ze względu na m.in. silny sektor publiczny (w tym ZUS), wysoki poziom zamówień od branży energetycznej oraz wzrost popytu na IT ze strony Cyfrowego Polsatu.
- Na innych rynkach międzynarodowych oczekujemy dobrych odczytów w Asseco SEE. W Asseco CE i Asseco WE, po nieudanym 3Q'20, zakładamy stabilizowanie się wyników. Zysk netto powinien wynieść ok. 107,6 mln PLN.

- Udany okres w bankowości (zakładamy przychody w EUR na poziomie 15,2 mln, tj. + 10% r/r).
- Wysoki jednocyfrowy wzrost przychodów w segmencie płatności, przy niewielkiej poprawie marży.
- Korzystny wpływ aprecjacji EUR vs. PLN r/r
- Efektywna stopa podatkowa na poziomie 17,5%.
- Zysk netto rządu 35,8 mln PLN, tj. +22% r/r.

- Istotna poprawa wyników spółki matki. Popyt widoczny zwłaszcza na rozwiązania w sektorze telekomunikacji.
- Dobre wyniki Atende Software oraz stabilizacja w Atende Medica.
- Zakładamy wpływ sprzedaży Atende Software w 4Q'20 na poziomie +46,5 mln PLN.
- Znaczna poprawa oczyszczonych wyników finansowych.

Gaming

Brak premier w kwartale wpływa na wyniki

- Brak premier w 11B i PLW powinien przełożyć się na spadek sprzedaży i wyników r/r.
- Ograniczone nakłady na UA w TEN przełożyły się na

wyhamowanie wzrostu sprzedaży q/q. Oczekujemy istotnego wzrostu wyników spółki r/r.

- Prognozy dla CDR zostaną opublikowane w późniejszym terminie.

11 bit studios	trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz	493,00 PLN			14-04-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	19,9	21,9	-9%	93,1	95%
EBITDA	12,8	12,5	3%	53,6	103%
marża EBITDA	64,0%	56,9%		57,6%	
EBIT	10,1	10,6	-5%	43,3	104%
Zysk brutto	9,3	11,1	-16%	42,1	105%
Zysk netto	8,4	11,7	-28%	38,8	104%

PlayWay	trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz	590,00 PLN			30-04-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	32,9	38,7	-15%	182,7	94%
EBITDA	19,0	21,1	-10%	125,8	94%
marża EBITDA	57,8%	54,6%		68,8%	
EBIT	18,8	20,8	-9%	125,0	94%
Zysk brutto	19,4	35,3	-45%	240,9	97%
Zysk netto	14,3	32,6	-56%	190,8	97%

Ten Square Games	kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz	724,00 PLN			22-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	180,2	78,3	130%	604,6	103%
EBITDA	80,6	34,8	132%	204,0	106%
marża EBITDA	44,7%	44,4%		33,7%	
EBIT	79,7	34,4	132%	201,3	106%
Zysk brutto	79,7	33,7	137%	202,4	106%
Zysk netto	71,7	34,8	106%	181,9	105%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Brak premier w kwartale oraz duża ilość akcji wyprzedażowych w kwartale powinny przełożyć się na nieznaczny spadek przychodów r/r.

- Oczekujemy 5,2 mln PLN w 4Q'20 (płasko r/r) kosztów usług obcych (w tej kategorii rozliczane są m.in. tantiemy).
- Od 2Q'20 spółka nie rozpoznaje kosztu programu motywacyjnego, co wspiera wyniki r/r.

- Brak premier w kwartale oraz wyprzedaże powinny wpłynąć na spadek sprzedaży r/r.
- Nieznacznie niższe przychody powinny przełożyć się na niższe koszty usług obcych w kwartale.
- Nie zakładamy rozpoznania przez PLW zysków z tytułu przeszacowania udziałów w spółkach w 4Q'20.

- Sprzedaż zakładamy zgodnie z zaraportowanymi przez spółkę wstępnymi szacunkami.
- Oczekujemy, że Hunting Clash wygenerował 11 mln PLN w 4Q'20.
- Zakładamy koszty marketingu na poziomie 32,8 mln PLN w 4Q'20 (vs. 13,7 mln PLN w 4Q'19) oraz narzut kosztów marketingu na sprzedaż na poziomie 18,3% w 4Q'20 vs. 17,5% w 4Q'19.

Przemysł

Przemysł wyraźnie poprawia wyniki w 4Q'20

- W 4Q'20 oczekujemy, że 71% pokrywanych przez nas spółek poprawi r/r wyniki finansowe, a proporcja ta będzie najwyższa od 9-ciu kwartałów. Jedynie 24% spółek

AC Piotr Poniatowski			przeważaj	wyniki: 17-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	38,7	46,5	-17%	192,5	96%
EBITDA	7,9	9,4	-17%	50,1	96%
marża EBITDA	20,3%	20,3%		26,0%	
EBIT	5,0	6,4	-21%	39,3	94%
Zysk netto	4,0	5,3	-24%	32,0	97%

Alumetal Jakub Szkopek			równoważ	wyniki: b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	317,1	300,5	6%	1048,6	100%
EBITDA	30,4	22,9	33%	92,5	100%
marża EBITDA	9,6%	7,6%		8,8%	
EBIT	22,1	14,7	51%	61,0	100%
Zysk netto	17,4	12,1	43%	49,0	100%

Amica Jakub Szkopek			równoważ	wyniki: b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	855,8	834,3	3%	2989,2	100%
EBITDA	81,3	73,0	11%	262,4	100%
marża EBITDA	9,5%	8,8%		8,8%	
EBIT	66,4	58,2	14%	203,2	100%
Zysk netto	49,4	38,8	27%	151,7	100%

Aparator Jakub Szkopek			równoważ	wyniki: b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	240,3	234,6	2%	946,3	101%
EBITDA	31,4	29,2	8%	131,1	100%
marża EBITDA	13,1%	12,4%		13,9%	
EBIT	18,8	16,6	13%	78,9	99%
Zysk netto	12,4	9,8	26%	60,3	96%

Boryszew Jakub Szkopek			równoważ	wyniki: b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1188,9	1471,3	-19%	5400,7	100%
EBITDA	55,7	93,0	-40%	165,7	105%
marża EBITDA	4,7%	6,3%		5,3%	
EBIT	11,4	31,8	-64%	-24,5	100%
Zysk netto	1,1	-149,9	-101%	-128,8	-

Cognor Jakub Szkopek			kupuj 2,29 PLN	wyniki: b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	436,7	466,1	-6%	1725,0	100%
EBITDA	15,6	14,2	10%	106,8	100%
marża EBITDA	3,6%	3,0%		6,3%	
EBIT	3,6	2,6	42%	58,8	100%
Zysk netto	0,5	-5,1	-	27,0	97%

Famur Jakub Szkopek			kupuj 3,30 PLN	wyniki: 30-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	278,0	539,7	-48%	1055,9	104%
EBITDA	83,6	34,7	141%	420,1	102%
marża EBITDA	30,1%	6,4%		39,8%	
EBIT	41,6	0,7	-	250,1	101%
Zysk netto	28,1	-88,9	-	184,1	99%

Forte Jakub Szkopek			równoważ	wyniki: b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	352,5	337,4	4%	1102,8	103%
EBITDA	58,3	47,4	23%	169,8	103%
marża EBITDA	16,5%	14,0%		15,4%	
EBIT	43,8	33,1	33%	113,3	105%
Zysk netto	30,8	17,6	75%	51,5	108%

pogorszy r/r rezultaty. Spółkom sprzyja słabość PLN do EUR oraz odbicie wolumenów sprzedaży. Pozytywnych zaskoczeń na wynikach oczekivalibyśmy w AST, COG, FMF, FTE, MBR, STP i TIM. Outlook może studiować w AMC i PKP.

- Oczekujemy mocnego spadku obrotów w autogazie (ponad -30% r/r) oraz zwiększenia o ponad połowę sprzedaży haków holowniczych. Na poziomie operacyjnym uważamy, że spółka zanotuje najgorszy kwartał w 2020 r. (w 2Q'20 wyniki były wsparte przez tarczę i obniżki wynagrodzeń).
- Szacujemy, że wskaźnik długu netto do wyniku EBITDA na koniec roku wyniesie 0,7x.

- Wyższe marże rynkowe oraz duże ożywienie w zamówieniach ze strony klientów motoryzacyjnych implikują, że 4Q'20 mógł być wyraźnie wyższy r/r oraz najlepszy pod względem wyników kwartalnych w 2020 roku. Dobre momentum w motoryzacji pozwala na uwiarygodnienie całorocznego celu Zarządu, wolumenu sprzedaży na 2021 rok na poziomie 200 tys. ton.

- Wyniki w 4Q'20 naszym zdaniem będą nieznacznie wyższe niż wcześniej zakładaliśmy. Mimo wydłużanych lockdownów Grupa na początku roku nie odczuwa spadku popytu.
- Wyzwaniem na 2021 rok jest wzrost cen stali, kosztów transportu morskiego oraz wydatków związanych z marketingiem. Podtrzymujemy, że w 2021 roku Amice nie uda się utrzymać rekordowych wyników z 2020 roku.

- W 4Q'20 Aparator powinien poprawić zeszłoroczne rezultaty na poziomie operacyjnym, choć skala poprawy będzie nieco niższa niż zakładaliśmy w prognozach całorocznych.
- W wynikach zwraca uwagę pojawiająca się „dziura przychodowa” w segmencie gazu.

- W 4Q'20 Boryszew tylko jeden miesiąc konsolidował sprzedawaną Hutę Aluminium Konin. Stąd wyniki powinny być istotnie niższe r/r w porównaniu do 4Q'19.
- Możliwe, że Zarząd przy wynikach zdecyduje się na dodatkowe rezerwy związane z restrukturyzacją segmentu Automotive.

- Naszym zdaniem mimo wciąż trudnego otoczenia na 4Q'20 Grupie udało się utrzymać wzrostowy trend wyników finansowych.
- Zarząd po wynikach za 2020 rok prawdopodobnie zarekomenduje wypłatę dywidendy oraz poinformuje o dobrym popycie i cenach na początku 2021 roku.

- W 4Q'20 nominalne wyniki finansowe wypadają nieznacznie lepiej niż szacowaliśmy w całorocznych prognozach. Grupa na koniec roku posiadać będzie 0,52 PLN gotówki netto na akcję na bilansie, co uprawdopodobnia wypłatę dywidendy w 2021 roku.
- Zarząd może przy wynikach naszym zdaniem zapowiedzieć wzrost aktywności inwestycyjnej klientów.

- W 4Q'20 naszym zdaniem trudniej będzie o dynamiczną poprawę sprzedaży w ujęciu r/r z uwagi na wysoką bazę porównawczą w sprzedaży eksportowej w 4Q'19. Tym niemniej dźwignia operacyjna oraz osłabienie PLN do EUR sprzyjać będą poprawie wyników operacyjnych.
- Szacujemy, że dług netto na koniec 2020 roku spadnie do około 350 mln PLN (2,0xEBITDA'12m).

Grupa Kęty		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		472,99 PLN		25-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	860,0	755,5	14%	3398,4	103%
EBITDA	127,0	117,9	8%	657,9	100%
marża EBITDA	21,1%	15,6%		19,4%	
EBIT	92,6	81,2	14%	514,1	100%
Zysk netto	82,4	61,5	34%	415,7	100%

Kernel		kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		57,39 PLN		26-02-2021	
(mln USD)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1689,2	1016,5	66%	5348,1	49%
EBITDA	125,3	109,3	15%	507,0	82%
marża EBITDA	7,4%	10,8%		9,5%	
EBIT	97,5	79,4	23%	393,2	92%
Zysk netto	64,3	41,0	57%	225,8	119%

Kruszwica		niedoważaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		b.d.		b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	847,4	766,6	11%	3038,3	100%
EBITDA	56,4	53,6	5%	142,5	100%
marża EBITDA	6,7%	7,0%		4,7%	
EBIT	49,0	46,2	6%	112,4	100%
Zysk netto	39,3	37,5	5%	90,1	100%

Mangata		przeważaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		31-03-2021		31-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	140,8	137,3	3%	561,9	100%
EBITDA	15,7	16,3	-3%	72,2	100%
marża EBITDA	11,2%	11,8%		12,9%	
EBIT	7,0	7,6	-8%	38,6	100%
Zysk netto	4,8	5,0	-3%	31,6	100%

Mo-BRUK		kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		387,49 PLN		25-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	58,0	43,5	33%	180,0	100%
EBITDA	30,7	21,8	41%	99,7	101%
marża EBITDA	53,0%	50,0%		55,4%	
EBIT	29,2	20,2	44%	93,8	101%
Zysk netto	23,3	16,3	43%	75,3	101%

PKP Cargo		trzymaj		wyniki:	
Piotr Poniatowski		13,97 PLN		b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	1083,5	1165,0	-7%	4057,7	100%
EBITDA	136,2	146,8	-7%	574,6	99%
marża EBITDA	12,6%	12,6%		14,2%	
EBIT	-55,2	-39,4	-	-200,6	-
Zysk netto	-57,9	-62,7	-	-234,2	-

Stalprodukt		kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		370,99 PLN		b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	821,0	905,3	-9%	3233,6	101%
EBITDA	99,7	90,4	10%	389,0	100%
marża EBITDA	12,1%	10,0%		12,0%	
EBIT	57,8	46,5	24%	221,4	100%
Zysk netto	37,6	40,6	-7%	160,1	100%

TIM		przeważaj		wyniki:	
Piotr Poniatowski		21-04-2021		21-04-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	296,7	242,7	22%	1036,3	102%
EBITDA	29,4	13,2	122%	78,2	102%
marża EBITDA	9,9%	5,5%		7,5%	
EBIT	23,8	7,9	201%	56,2	103%
Zysk netto	16,0	5,4	199%	37,0	97%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

■ Nasze prognozy za 4Q'20 mniej więcej pokrywają się z szacunkowymi danymi opublikowanymi przez Zarząd w końcówce 2020 roku.

■ Mimo słabszych tegorocznych zbiorów na Ukrainie Kernelowi udało się poprawić wolumeny eksportu zbóż i oleju słonecznikowego w minionym kwartale.

■ W efekcie dobrych wolumenów oczekujemy, że Grupie uda się znacząco poprawić zeszłoroczne wyniki, po których będziemy musieli podwyższyć nasze całoroczne prognozy EBITDA do co najmniej 530 mln USD.

■ Zakładamy, że wyższe zbiory rzepaku w Polsce przełożą się na 3% r/r poprawę wolumenów sprzedaży.

■ Z kolei wyższe ceny oleju rzepakowego powinny powodować wzrost marży na tłoczeniu o 5% r/r.

■ W 4Q'20 wyniki Grupy Mangata mają szansę zbliżyć się do zeszłorocznych, przerywając spadkowy trend obserwowany od trzech kwartałów.

■ Ożywienie w przemyśle i motoryzacji powinno zachęcać Zarząd do optymistyczniejszego spojrzenia na kolejne kwartały i dywidendę za 2020 rok.

■ W 4Q'20 oczekujemy wzrostu przychodów ze sprzedaży, głównie w efekcie wzrostu cen w segmencie spalania i produkcji RDF.

■ Pozytywnie na wyniki wpływać powinien wzrost skali unieszkodliwiania bomb ekologicznych oraz zwiększenie utylizacji podkładów kolejowych.

■ W 4Q'20 spadek dynamik przewozowych spowolnił, ale ma to związek z niską bazą. W grudniu oczekujemy płaskiego wyniku statystyk przewozowych. Spadek kwartalnych przychodów/EBITDA szacujemy na poziomie ok. -7% r/r co przełoży się na ponad 50 mln PLN straty operacyjnej.

■ Na koniec roku następuje sprawdzenie kowenantów bankowych i zwracamy uwagę, że mogły zostać złamane.

■ W 4Q'20 Stalprodukt korzystał z wyższych cen cynku i rosnących cen blachy transformatorowej. Naszym zdaniem istnieje duża szansa na poprawę wyników r/r w segmencie cynku, co pozwoliłoby na utrzymanie drugi kwartał z rzędu wzrostowego trendu wyników.

■ Zarząd przy okazji wyników może odnieść się do dywidendy, która ma duży potencjał.

■ W 4Q'20 spółka zrealizowała sprzedaż o 22% wyższą r/r.

■ Wyniki operacyjne będą wsparte sprzedażą spółki zależnej Rotopino – wpływ +6,7 mln PLN. W kosztach finansowych oczekujemy -1,4 mln PLN księgowego wpływu różnic FX.

■ Dzięki wysokim przychodom i dźwigni operacyjnej spółka podwoi wyniki operacyjne (wyłączając one-off z Rotopino).

■ Przy wynikach powinna zostać ogłoszona polityka dywidendowa.

Handel

Wprowadzone restrykcje istotnie wpłynęły na wyniki

- Większość z obserwowanych spółek w sektorze handlowym pogorszyła wyniki r/r w 4Q'20, co było związane z utratą części przychodów w związku z zamknięciem sklepów.

Dino		trzymaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		263,10 PLN		12-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	2 882	2 123	36%	10 276	100%
Zysk brutto na sprz.	751	520	45%	2 606	100%
marża	26,1%	24,5%		25,4%	
EBITDA	333,2	219,7	52%	1 042	101%
marża EBITDA	11,6%	10,3%		10,1%	
EBIT	279,8	174,7	60%	854	100%
Zysk brutto	267,8	157,4	70%	805	100%
Zysk netto	216,9	129,0	68%	646	102%

Eurocash		kupuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		19,90 PLN		11-03-2021	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	6 399	6 258	2%	26 071	98%
Zysk brutto na sprz.	877	857	2%	3 577	95%
marża	13,7%	13,7%		13,7%	
EBITDA skor.	132,7	130,6	2%	435,3	95%
marża EBITDA	2,1%	2,1%		1,7%	
EBIT	83,0	88,5	-6%	232,9	100%
Zysk brutto	30,5	56,7		45,5	160%
Zysk netto	18,7	41,7		3,7	

Jerónimo Martins		akumuluj		wyniki:	
Piotr Bogusz		15,30 EUR		03-03-2021	
(mln EUR)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	5 095	4 976	2%	19 710	98%
Zysk brutto na sprz.	1 116	1 085	3%	4 349	97%
marża	21,9%	21,8%		22,1%	
EBITDA skor.	265,4	288,0	-8%	1 058	102%
marża EBITDA	5,2%	5,8%		5,4%	
EBIT	152,3	177,0	-14%	623	88%
Zysk brutto	144,3	172,0	-16%	498	104%
Zysk netto	99,1	132,0	-25%	451	80%

LPP		kupuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		8 500,00 PLN		29-04-2021	
(mln PLN)	4Q'20/21P	4Q'19/20	r/r	2020P	YTD
Przychody	2 202	2 696	-18%	8 230	97%
Zysk brutto na sprz.	1 108	1 350	-18%	4 175	98%
marża	50,3%	50,1%		50,7%	
EBITDA skor.	210,1	619,7	-66%	670,9	88%
marża EBITDA	9,5%	23,0%		8,2%	
EBIT	96,6	487,4	-80%	194,2	82%
Zysk brutto	64,4	488,8	-87%	52,8	
Zysk netto skor.	64,4	376,5	-83%	175,9	

VRG		kupuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		3,14 PLN		b.d.	
(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	r/r	2020P	YTD*
Przychody	231,6	332,5	-30%	904,3	94%
Zysk brutto na sprz.	121,4	178,5	-32%	448,7	94%
marża	52,4%	53,7%		49,6%	
EBITDA skor.	1,2	53,3	-98%	39,4	20%
marża EBITDA	0,5%	16,0%		4,4%	
EBIT	-3,7	47,6		18,2	
Zysk brutto	-6,8	53,9		5,3	
Zysk netto	-6,8	44,3		8,0	

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Istotnego wzrostu wyników r/r oczekujemy w Dino, co powinno być efektem dalszego zwiększania sieci sklepów oraz rosnącej rentowności biznesu.

- Oczekujemy wzrostu sprzedaży o 36% r/r w 4Q'20, wzrostu sprzedaży/mkw. o 6,8% r/r oraz Ifl na poziomie 12,5%.
- Poprawa warunków zakupowych i sprzyjające ceny mięsa wieprzowego powinny pozwolić na poprawę marży brutto na sprzedaży o 1,6p.p. r/r do 26,1% w 4Q'20.
- Oczekujemy, że presja na koszty wynagrodzeń zostanie częściowo skompensowana przez rozwodnienie innych kategorii kosztowych.

- W segmencie hurtowym oczekujemy spowolnienia wzrostu sprzedaży do 2,3% r/r w 4Q'20 (efekt niskiej bazy i utrata części kontraktu z PKN Orlen), wynik EBITDA powinien się zwiększyć o 4,1% r/r do 138 mln PLN w 4Q'20.
- W segmencie detalicznym oczekujemy wzrostu sprzedaży o 1,1% r/r do 1 572 mln PLN w 4Q'20 (poprawa w DC i spadek w Inmedio) oraz spadku EBITDA o 5,6% do 44,8 mln PLN w 4Q'20.
- W segmencie Projekty/Inne zakładamy odpowiednio -14/-35 mln PLN w 4Q'20 (vs. -14/-24 mln PLN w 4Q'19).

- Sprzedaż spółki zakładamy zgodnie z wcześniej opublikowanymi wstępnymi szacunkami za 2020 rok.
- Oczekujemy utrzymania płaskiej marży EBITDA r/r w sieci Biedronka.
- Oczekujemy spadku marży EBITDA o 0,7p.p r/r w biznesach portugalskich.
- Stratę EBITDA w nowych biznesach zakładamy na poziomie 9,4 mln EUR w 4Q'20 vs. -6 mln EUR w 4Q'19.
- W prognozach zakładamy -20 mln EUR na pozostałej działalności operacyjnej.

- Obligatoryjne zamknięcie sklepów przez większość 4Q'20/21 powinno przełożyć się na spadek sprzedaży/mkw. 53% r/r, co częściowo powinno być skompensowane przez wzrost sprzedaży w kanale e-commerce (+130% r/r).
- Oczekujemy nieznacznego wzrostu marży brutto na sprzedaży ze względu na mniejszą skalę wyprzedaży.
- Zakładamy spadek kosztów SG&A o 7% r/r wynikający z braku płatności części czynszów oraz utrzymanie dyscypliny kosztowej.
- W pozostałych kosztach zakładamy rezerwę 20 mln PLN.

- Sprzedaż i zysk brutto na sprzedaży prognozujemy zgodnie ze zaraportowanymi wstępnymi danymi.
- Oczekujemy spadku kosztów SG&A o 7% r/r do 122 mln PLN w 4Q'20 (obniżenie powinno wynikać z optymalizacji kosztów wynagrodzeń oraz niższych premii sprzedażowych r/r).
- Zakładamy 2,6 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych (płasko r/r).

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

PRZEWAGA (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. Prostej 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/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnty, 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, Sygnty, 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.

Investowanie 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, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, Gaming Factory S.A., 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, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer 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, Sygnty, Trakcja, Ten Square Games, TIM, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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.

Prosta 18
00-850 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 Szpigił
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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