

piątek, 30 kwietnia 2021 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 1Q 2021

Rynek akcji

Finanse

Po oczyszczeniu o składkę na BFG i rezerwy CHF spodziewamy się dobrych wyników sektora. Mocny wynik prowizyjny, dyscyplina kosztowa oraz niskie podstawowe saldo rezerw rekompensują słabość NII wynikającą z niskiej sprzedaży kredytów dla przedsiębiorstw. Pokazanie dobrych wyników na podstawowej działalności może sprawić, że konsensus na 2021 r. znowu zacznie rosnąć. W Polsce wyróżniamy wyniki PKO BP i PZU, a za granicą OTP Banku.

Chemia

Grupa Azoty raczej nie poprawi wyników w ujęciu r/r, a Ciech słabsze wyniki w sódzie będzie rekompensował innymi liniami produktowymi.

Surowce

Naszym zdaniem JSW poprawi r/r wyniki finansowe, a outlook na kolejne okresy może zachęcać inwestorów do kupowania. Wyniki KGHM zanotują wyraźne wzrosty w 1Q'21, korzystny powinien być również outlook na kolejne okresy.

Paliwa

Pierwszy kwartał przyniesie znaczącą poprawę wyników w sektorze wydobywczym z uwagi na wzrost cen ropy i gazu (PGNiG, MOL). Znacznie słabiej r/r będzie radzić sobie rafineria, gdzie obserwowaliśmy zarówno presję na wolumeny, jak i wyjątkowo niskie marże modelowe. W przypadku petrochemii mocny 1Q powinien być zapowiedzią rekordowych wyników 2Q w związku ze skokowym wzrostem cen produktów (MOL, PKN Orlen). Widzimy przestrzeń do rewizji prognoz rocznych dla MOL i PGNiG.

Energetyka

Szacujemy, że wyniki sektora za 1Q'21 zapewnią wykonanie naszych rocznych prognoz skorygowanego wyniku EBITDA na poziomie 33%. Najlepiej wypadną CEZ (mocniejsza sezonowość i perspektywa dekonsolidacji spółek rumuńskich i bułgarskich w kolejnych kwartałach) oraz Tauron (relatywnie najmocniejszy efekt wysokich wolumenów na węglu). Zwracamy uwagę na wzrosty w obszarze dystrybucji i obrotu, które korzystają na korzystniejszych taryfach. Ta sytuacja może się nie powtórzyć w przyszłym roku.

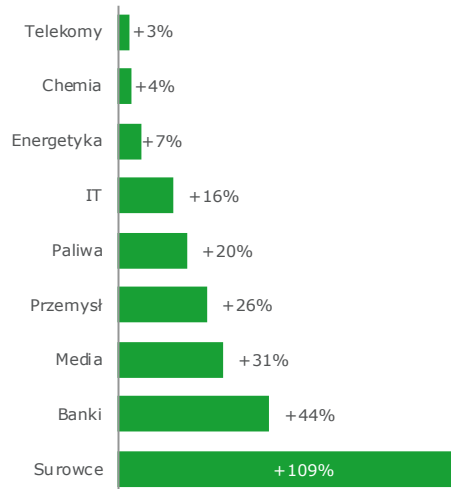
Telekomunikacja, Media, IT, E-commerce

W 1Q'21 spodziewamy się dobrych wyników w Wirtualnej Polski dzięki dobremu rynkowi reklamy online oraz stabilizacji biznesów e-commerce. Skorygowana EBITDA powinna być +35% wyższa r/r. Dobre wyniki powinny zaraportować także Asseco Poland, Allegro i Ailleron.

Przemysł

W 1Q'21 oczekujemy, że 73% pokrywanych przez nas spółek poprawi r/r wyniki finansowe, a proporcja ta będzie praktycznie najwyższa w historii. Jedynie 20% spółek r/r pogorszy swoje rezultaty. Pozytywnych zaskoczeń na wynikach oczekujemy w spółkach: Astarta, Cognor, Mangata, Mo-BRUK i Stalprodukt. Słabe wyniki i outlook na kolejne kwartały naszym zdaniem pada Famur.

Dynamika wyników sektorów*



*banki na podstawie zysku netto, pozostałe wyniku EBITDA

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
Famur	Asseco Poland
Grupa Azoty	Astarta
	Cognor
	KGHM
	Mangata
	Mo-BRUK
	MOL
	OTP Bank
	PKO BP
	PZU
	Stalprodukt
	Tauron
	Wirtualna Polska

Spis treści

1. Zaskoczenia na wynikach spółek	3	9. Telekomunikacja	10
2. Aktualne rekomendacje i pozycjonowania	5	9.1. Cyfrowy Polsat	10
3. Banki	6	9.2. Netia	10
3.1. BNP Paribas Polska	6	10. Media	10
3.2. ING BSK	6	10.1. Wirtualna Polska	10
3.3. Millennium	6	11. IT	10
3.4. Pekao	6	11.1. Ailleron	10
3.5. PKO BP	6	11.3. Asseco Poland	10
3.6. Komercni Banka	6	11.5. Atende	10
3.7. RBI	6	12. Przemysł	11
3.8. OTP Bank	7	12.1. AC	11
4. Finanse	7	12.2. Alumetal	11
4.1. PZU	7	12.3. Amica	11
4.2. Kruk	7	12.4. Apator	11
4.3. GPW	7	12.5. Astarta	11
5. Chemia	8	12.6. Boryszew	11
5.1. Ciech	8	12.7. Cognor	11
5.2. Grupa Azoty	8	12.8. Famur	11
6. Surowce	8	12.9. Forte	12
6.1. JSW	8	12.10. Grupa Kęty	12
6.2. KGHM	8	12.11. Kernel	12
7. Paliwa	8	12.12. Mangata	12
7.1. MOL	8	12.13. Mo-BRUK	12
8. Energetyka	9	12.14. PKP Cargo	12
8.1. CEZ	9	12.15. Stalprodukt	12
8.2. Enea	9	13. E-commerce	12
8.3. PGE	9	13.1. Allegro	12
8.4. Polenergia	9		
8.5. Tauron	9		

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

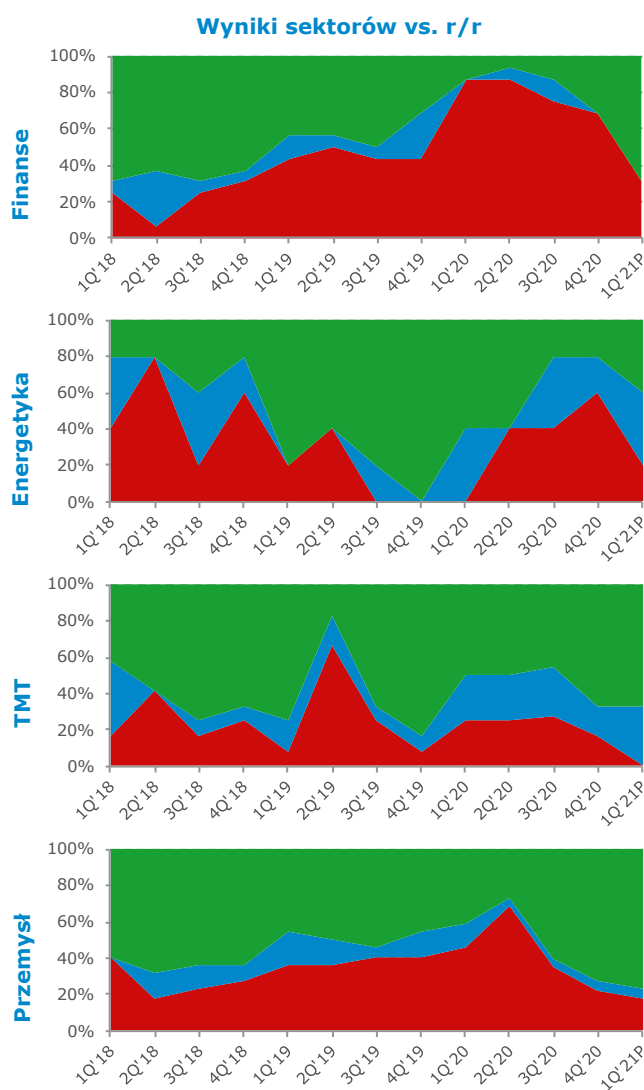
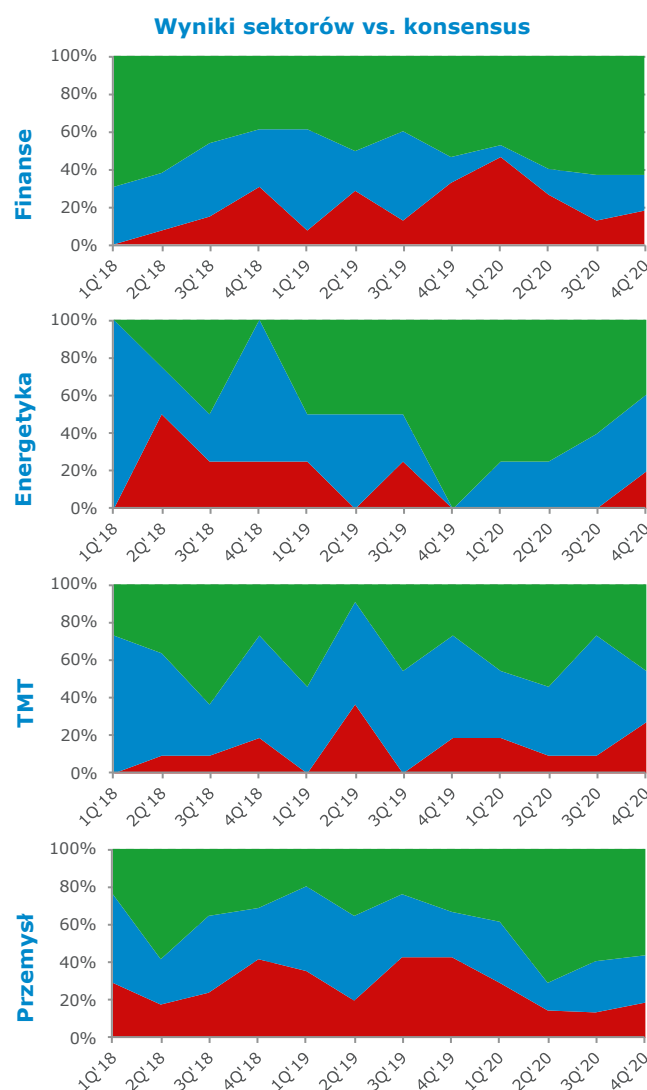
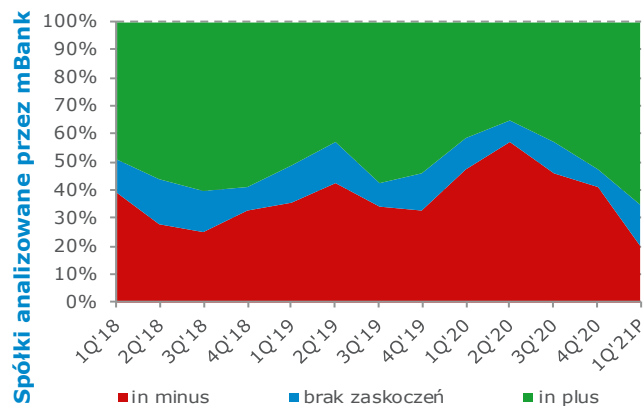
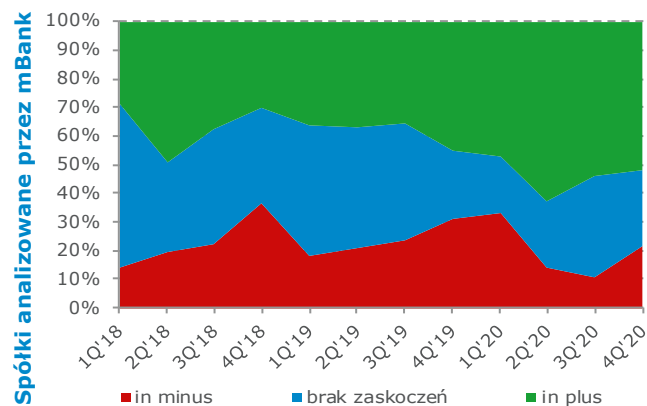
vs.	2018				2019				2020				21	+/=
konsensus	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
Finanse														
Alior Bank	=	+	=	=	=	-	+	-	+	-	+	+	+	77%
BNP Paribas													+	100%
Handlowy	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	46%
ING BSK	=	-	=	+	+	+	+	-	+	+	+	+		75%
Millennium	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-		75%
Pekao	=	=	+	+	=	=	+	+	+	+	+	+		100%
PKO BP	+	=	=	=	=	+	+	+	+	+	+	=		100%
Santander BP	=	+	=	-	=	-	=	+	-	=	+	-	+	69%
Komercni	+	+	+	+	=	+	=	+	-	-	+	+		83%
Moneta					+	=	+	+	+	-	+	+	=	86%
Erste Group	+	+	+	+	+	+	=	+	-	-	+	+	+	85%
RBI					+	+	+	+	+	+	+	+		100%
OTP Bank	+	+	+	=	=	+	+	+	-	+	+	+		92%
PZU	+	=	+	+	+	=	+	+	-	+	+	+		92%
Kruk	+	+	+	-	+	-	+	-	-	+	+	+		67%
GPW	+	=	-	-	=	=	+	-	=	=	=	-		67%
Chemia														
Ciech	=	+	=	-	=	=	+	+	-	+	+	-		75%
Grupa Azoty	=	-	-	+	+	=	+	=	+	=	+	+		83%
Surowce														
JSW	=	+	=	-	+	+	+	+	-	=	=	+		83%
KGHM	=	+	-	-	+	=	+	-	-	+	+	+		67%
Paliwa														
Lotos	-	+	=	-	=	=	-	-	-	+	+	-	+	54%
MOL	=	=	+	+	=	+	+	+	+	+	+	=		100%
PGNiG	-	+	-	-	=	+	-	+	+	+	+	+	+	69%
PKN Orlen	=	-	=	+	=	+	=	-	+	=	+	=	+	85%
Energetyka														
CEZ	=	-	+	=	=	+	-	+	+	+	=	=		83%
Enea	=	-	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+		92%
PGE	=	=	-	-	-	=	=	+	=	=	+	=		75%
Polenergia												=	-	50%
Tauron	=	+	+	=	+	=	+	+	+	+	+	+		100%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=		100%
Netia	=	=	=	=	=	+	=	=	=	=	=	=		100%
Orange PL	=	+	+	+	=	=	=	+	+	+	+	+	=	100%
Media														
Wirtualna	=	=	=	=	=	=	=	=	-	=	+	+		92%
IT														
Ailleron	=	=	-	-	+	-	=	-	-	+	-	-		42%
Asseco BS	=	=	+	+	=	=	+	+	=	+	=	=	=	100%
Asseco PL	+	+	+	=	+	=	+	+	+	+	+	+		100%
Asseco SEE	=	=	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	=	-	+	-	+	-	=	=	=	+	=	=		73%
Przemysł														
AC					=	=	-	+	+	=	=	=		89%
Alumetal	=	+	=	-	-	=	=	=	+	+	+	+		83%
Amica	-	+	+	+	=	=	+	=	+	=	+	-		83%
Apator	=	+	=	+	=	=	+	-	=	+	=	=		92%
Astarta									-	+	+	-	+	67%
Boryszew	-	=	-	-	-	=	-	-	-	=	-	-		27%
Coqnor	+	+	=	-	-	+	-	-	+	+	+	+		67%
Famur	+	+	+	+	+	+	-	-	=	+	+	+		83%
Forte	=	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+		75%
Grupa Kęty	=	+	=	=	=	=	=	+	+	+	+	+		100%
Kernel	=	-	+	+	-	=	+	+	+	+	+	+		83%
Manqata	+	+	+	+	+	=	=	+	-	+	-	+		75%
Mo-BRUK														
PKP Cargo	=	+	+	-	=	-	-	-	-	+	=	=		58%
Stalprodukt					-	-	-	-	=	+	+	+		50%
E-commerce														
Allegro														100%

vs.	2018				2019				2020				21	+/=
r/r	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
Finanse														
Alior Bank	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	+	+		38%
BNP Paribas	+	+	+	-	+	+	-	+	-	=	+	+		77%
Handlowy	+	+	-	-	-	-	-	+	-	=	=	-	+	38%
ING BSK	+	=	=	+	=	+	+	=	-	-	+	+		77%
Millennium	+	+	+	+	=	+	=	-	-	-	-	-		46%
Pekao	+	=	+	-	-	+	+	=	-	-	-	-		46%
PKO BP	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	62%
Santander BP	=	=	+	+	=	+	+	+	-	-	-	-		31%
Komercni	-	+	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-		38%
Moneta	+	-	+	+	-	+	+	=	+	-	-	-		54%
Erste Group	+	+	+	+	+	-	+	=	-	-	-	-	+	62%
RBI	+	=	+	-	-	=	-	+	-	-	-	+	+	54%
OTP Bank	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-		69%
PZU	-	+	+	=	+	-	-	+	-	=	=	-		54%
Kruk	-	=	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	+	46%
GPW	-	+	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	46%
Chemia														
Ciech	-	=	-	-	-	=	+	+	-	+	+	-	+	54%
Grupa Azoty	-	-	-	-	+	+	+	=	-	+	-	+	=	54%
Surowce														
JSW	-	=	=	-	-	=	-	-	-	-	-	+		31%
KGHM	-	+	-	=	+	-	+	+	-	+	+	+		62%
Paliwa														
Lotos	-	+	=	+	+	=	=	-	+	-	-	-	-	54%
MOL	-	-	+	+	-	=	=	-	+	-	-	-	=	46%
PGNiG	-	+	+	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	62%
PKN Orlen	-	-	-	+	=	+	+	-	+	-	-	+	-	46%
Energetyka														
CEZ	-	-	+	=	+	+	=	+	+	-	=	-	=	69%
Enea	=	-	=	-	+	+	+	+	+	+	-	=		77%
PGE	+	+	=	=	-	=	+	+	+	-	-	=		62%
Polenergia	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	62%
Tauron	=	-	-	-	-	-	+	+	=	+	+	+	+	69%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	=	-	=	=	=	=	=	=	=	-	+	+	+	85%
Netia	=	-	-	+	-	-	-	+	=	=	-	+	+	46%
Orange PL	=	-	+	+	=	=	+	+	+	=	=	=		92%
Media														
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	77%
IT														
Ailleron	=	+	-	-	+	-	-	+	-	+	+	+	+	62%
Asseco BS	+	+	+	+	+	-	+	+	=	=	=	+	=	92%
Asseco PL	+	+	+	+	+	-	+	-	+	+	+	+	+	85%
Asseco SEE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	-	-	+	-	+	-	+	+	-	+	+	+	=	54%
Przemysł														
AC	+	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	46%
Alumetal	+	+	+	-	-	-	-	=	+	-	+	+	+	62%
Amica	-	+	+	+	=	+	+	+	-	+	+	+	+	85%
Apator	-	+	=	+	+	+	-	-	=	=	+	+	=	69%
Astarta	-	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	+	46%
Boryszew	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	+	17%
Coqnor	+	+	+	+	-	-	-	-	+	-	+	+	+	54%
Famur	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	46%
Forte	-	+	-	+	+	-	+	+	+	-	+	+	+	69%
Grupa Kęty	+	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Kernel	-	+	+	+	-	+	+	=	+	+	+	+		69%
Manqata	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	69%
Mo-BRUK	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
PKP Cargo	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	=	+	+	54%
Stalprodukt	-	-	-	-	-	-	-	=	-	-	+	+	+	31%
E-commerce														
Allegro														100%

* [+/=] – 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; 1Q'21 r/r – prognoza mBanku

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



Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2021	P/E 2022	EV/EBITDA 2021	EV/EBITDA 2022
Finanse										
Alior Bank	kupuj	2021-04-19	24,13	30,00	28,70	+17,0%	12,2	10,1		
BNP Paribas Polska	kupuj	2021-04-19	66,60	90,00	70,00	+4,5%	15,0	11,0		
Handlowy	akumuluj	2021-04-19	43,25	49,50	41,40	+28,6%	16,9	8,6		
ING BSK	trzymaj	2021-04-19	181,00	190,00	174,80	+19,6%	7,4	12,2		
Millennium	trzymaj	2021-04-19	3,80	4,20	4,14	+8,7%	13,5	12,6		
Pekao	kupuj	2021-04-19	76,24	102,00	81,14	+1,4%	-	8,0		
PKO BP	kupuj	2021-04-23	32,91	40,66	35,54	+25,7%	14,7	10,1		
Santander Bank Polska	kupuj	2021-04-19	211,80	283,70	226,20	+14,4%	10,2	10,2		
Komercni Banka	kupuj	2021-04-09	680,00	804,77 CZK	657,00	+25,4%	-	10,5		
Moneta Money Bank	kupuj	2021-04-09	78,20	95,50 CZK	80,20	+22,5%	13,3	9,7		
Erste Group	kupuj	2021-04-09	29,27	34,06 EUR	29,73	+19,1%	14,0	11,0		
RBI	akumuluj	2021-04-09	18,52	21,00 EUR	18,14	+14,6%	9,6	8,1		
OTP Bank	akumuluj	2021-04-09	13 565	15 143 HUF	13 510	+15,8%	9,4	8,0		
PZU	kupuj	2021-04-09	34,09	40,63	32,82	+12,1%	9,2	8,3		
Kruk	trzymaj	2021-02-02	168,30	174,96	184,30	+23,8%	8,9	8,9		
GPW	trzymaj	2021-04-09	45,76	44,48	47,06	-5,1%	11,9	10,8		
Chemia										
Ciech	trzymaj	2020-12-08	30,35	32,59	39,90	-18,1%	13,2	11,8	6,4	7,7
Grupa Azoty	trzymaj	2021-04-09	31,00	30,23	36,88	-18,3%	14,0	11,8	5,9	5,5
Surowce										
JSW	kupuj	2021-04-09	31,88	48,09	31,10	-18,0%	12,5	-	6,9	10,0
KGHM	kupuj	2021-04-09	199,20	222,05	200,10	+15,9%	6,3	7,1	3,0	3,0
Paliwa										
Lotos	kupuj	2021-04-09	45,15	53,39	48,45	+54,6%	5,6	6,0	2,1	1,8
MOL	trzymaj	2021-04-09	2 150	2 294 HUF	2 112	+11,0%	7,0	8,3	3,9	4,2
PGNiG	akumuluj	2021-04-09	6,45	6,84	6,60	+1,8%	14,1	15,7	5,3	4,7
PKN Orlen	trzymaj	2021-03-25	62,82	60,64	67,50	+10,2%	19,7	12,9	6,3	4,6
Energetyka										
CEZ	kupuj	2021-04-09	565,00	693,24 CZK	598,50	+8,6%	12,1	19,4	4,2	4,7
Enea	zawieszona	2021-04-09	6,83	-	8,37	+3,7%	11,5	10,1	4,4	3,9
PGE	zawieszona	2021-04-09	7,25	-	10,12	-10,2%	16,1	18,5	6,2	6,6
Polenergia	sprzedaj	2021-04-09	100,00	72,69	83,30	+14,5%	12,6	15,8	5,5	5,1
Tauron	zawieszona	2020-12-08	2,17	-	3,44	+15,8%	16,9	15,8	7,4	7,5
Telekomunikacja										
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-12-08	27,84	27,90	29,74	-6,2%	12,8	12,3	7,2	7,1
Netia	trzymaj	2020-12-08	4,50	4,70	5,80	-19,0%	33,8	32,5	5,4	5,1
Orange Polska	kupuj	2020-12-08	6,52	8,20	6,87	+19,4%	30,5	19,7	4,7	4,6
Media										
Agora	akumuluj	2020-12-08	6,96	7,60	7,84	-7,8%	23,4	20,7	11,2	9,4
Wirtualna Polska	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	101,60	-3,1%	-	-	9,4	6,9
IT										
Aiileron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	13,80	-8,5%	23,4	20,7	12,9	11,8
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	35,60	+15,1%	16,2	13,8	7,8	5,0
Asseco Poland	kupuj	2020-09-02	70,20	80,70	70,10	-	21,4	-	7,8	-
Asseco SEE	przeważaj	2020-08-07	43,70	-	40,90	-	15,4	-	10,0	-
Atende	przeważaj	2020-11-27	3,44	-	6,44	-	14,7	13,8	4,6	4,4
Comarch	kupuj	2021-03-30	219,00	267,00	231,00	-	16,2	-	8,2	-
Sygnity	trzymaj	2021-03-18	11,10	11,60	10,40	+15,6%	17,0	16,5	6,7	6,4
Gaming										
11 bit studios	sprzedaj	2021-03-02	558,00	493,00	538,00	+11,5%	5,1	9,0	4,3	5,0
CD Projekt	redukuj	2021-04-09	183,00	172,60	175,24	-12,9%	20,2	14,8	13,5	9,6
PlayWay	akumuluj	2021-04-09	548,00	590,00	451,00	-8,4%	53,8	10,8	33,0	7,3
Ten Square Games	kupuj	2021-04-09	496,60	702,00	453,60	-1,5%	25,0	32,4	15,1	26,0
Przemysł										
AC	przeważaj	2021-04-29	37,00	-	37,70	+30,8%	15,1	13,2	11,9	10,2
Alumetal	równoważ	2021-04-09	59,00	-	60,60	+10,9%	11,1	11,9	6,3	6,3
Amica	niedoważaj	2021-04-09	153,20	-	152,80	-	14,5	12,2	9,4	8,2
Apator	równoważ	2021-04-29	23,90	-	24,40	-	11,3	12,7	7,4	8,5
Astarta	przeważaj	2021-04-26	38,20	-	44,00	-	11,2	11,0	6,3	6,3
Boryszew	równoważ	2020-12-08	2,87	-	3,20	-	9,3	12,7	5,6	7,2
Cognor	trzymaj	2021-04-09	3,16	3,19	3,24	-	2,6	3,3	1,9	1,8
Famur	trzymaj	2021-04-09	2,53	2,50	2,44	-1,4%	7,2	10,8	4,1	5,1
Forte	równoważ	2021-01-29	43,50	-	49,60	+2,5%	11,0	13,2	2,5	2,3
Grupa Kęty	trzymaj	2021-04-09	569,00	534,23	621,00	-	11,0	11,0	7,1	6,9
Kemel	kupuj	2021-03-12	54,00	71,84	52,20	-14,0%	15,7	15,3	10,5	10,2
Mangata	przeważaj	2021-04-09	70,60	-	81,00	+37,6%	3,8	4,7	3,5	4,0
Mo-BRUK	akumuluj	2021-04-09	396,00	426,72	408,00	-	12,3	11,5	7,3	7,1
PKP Cargo	sprzedaj	2021-04-09	19,08	16,21	19,10	+4,6%	15,4	14,2	11,2	10,1
Stalprodukt	kupuj	2021-03-05	321,50	397,79	340,50	-15,1%	-	-	4,5	3,9
E-commerce										
Allegro	sprzedaj	2020-11-18	67,89	54,00	57,40	+16,8%	9,6	9,4	3,9	3,3
Answear	kupuj	2021-02-04	28,51	44,50	34,40	-5,4%	51,0	41,7	26,2	23,4
Handel										
AmRest	zawieszona	2020-12-08	25,80	-	31,60	-5,9%	54,4	43,8	31,0	26,3
CCC	trzymaj	2021-04-09	99,76	96,00	102,70	+29,4%	47,6	39,6	21,4	20,4
Dino	akumuluj	2021-04-09	266,60	290,80	243,40	+3,0%	27,3	18,7	9,1	8,4
Eurocash	trzymaj	2021-04-09	15,77	16,50	14,82	-	-	-	-	-
Jeronimo Martins	trzymaj	2021-04-09	14,42	14,50 EUR	15,22	-6,5%	6,0	22,2	3,7	6,7
LPP	akumuluj	2021-04-09	8 615,00	9 300,00	9 670,00	+19,5%	29,6	24,0	18,6	14,9
TIM	przeważaj	2020-12-08	18,90	-	28,35	+11,3%	29,1	18,7	5,3	4,8
VRG	akumuluj	2021-04-23	3,33	3,65	3,47	-4,7%	20,0	18,3	7,6	6,8
						-3,8%	29,0	21,9	13,9	10,8
						-	15,9	16,3	9,1	9,1
						+5,2%	27,3	15,0	11,5	8,4

Banki

Wynik odsetkowy nie zachwyca...

- Relatywnie niska sprzedaż kredytów (zwłaszcza dla przedsiębiorstw) znajduje swoje odbicie w płaskim lub lekko spadającym NII.

BNP Paribas BP		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski		90,00 PLN		13-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	734	747	-2%	-9%	24%
Wynik prowizyjny	249	258	-3%	21%	25%
WNDB	1 236	1 307	-5%	-6%	25%
Koszty operacyjne	-692	-625	11%	-6%	24%
Saldo rezerw	-85	-109	-22%	-57%	19%
Zysk netto	154	167	-8%	34%	25%

ING BSK		trzymaj		wyniki:	
Michał Konarski		190,00 PLN		06-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 147	1 154	-1%	0%	24%
Wynik prowizyjny	390	432	-10%	9%	25%
WNDB	1 569	1 600	-2%	1%	24%
Koszty operacyjne	-795	-682	17%	3%	28%
Saldo rezerw	-196	-83	138%	-33%	-28%
Zysk netto	318	314	1%	19%	19%

Millennium		trzymaj		wyniki:	
Michał Konarski		4,20 PLN		11-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	622	621	0%	-8%	25%
Wynik prowizyjny	202	193	5%	4%	27%
WNDB	937	1 022	8%	-1%	26%
Koszty operacyjne	-492	-418	-18%	-5%	26%
Saldo rezerw	-91	-105	-13%	-53%	16%
Zysk netto	-357	-109	227%	-	12%

Pekao		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski		102,00 PLN		06-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 205	1 205	0%	-16%	22%
Wynik prowizyjny	626	656	-5%	2%	25%
WNDB	1 863	1 951	-5%	-10%	23%
Koszty operacyjne	-1 139	-875	30%	-9%	29%
Saldo rezerw	-256	-224	14%	-22%	24%
Zysk netto	172	185	-7%	-8%	12%

PKO BP		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski		40,66 PLN		28-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 373	2 653	-11%	-12%	24%
Wynik prowizyjny	1 044	1 024	2%	7%	25%
WNDB	3 741	3 927	-5%	2%	25%
Koszty operacyjne	-1 685	-1 417	19%	-6%	28%
Saldo rezerw	254	987	-74%	-58%	14%
Zysk netto	1 149	-4 575	-	128%	26%

Komerční Banka		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski		804,77 CZK		06-05-2021	
(mln CZK)	1Q'21P	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	5 230	5 262	-1%	-11%	24%
Wynik prowizyjny	1 391	1 350	3%	3%	25%
WNDB	7 395	7 318	1%	-6%	24%
Koszty operacyjne	-4 409	-3 562	24%	0%	29%
Saldo rezerw	-872	-1 170	-25%	466%	23%
Zysk netto	1 707	2 074	-18%	-36%	18%

RBI		akumuluj		wyniki:	
Michał Konarski		21,00 EUR		07-05-2021	
(mln EUR)	1Q'21P	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	763	765	0%	-13%	24%
Wynik prowizyjny	452	466	-3%	1%	25%
WNDB	1 243	1 225	1%	-10%	25%
Koszty operacyjne	-808	-1 062	-24%	-9%	27%
Saldo rezerw	-148	-133	12%	-29%	18%
Zysk netto	189	205	-8%	7%	30%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

...ale prowizje i sald rezerw są mocne

- Utrzymuje się pozytywny trend w wyniku prowizyjnym, a saldo rezerw pozostaje cały czas relatywnie niskie, co stanowi główny motor napędowy dla wyników.

- Oczekujemy, że wyniki będą pod wpływem zawiązania rezerw na kredyty CHF (-76 mln PLN), rozwiązania rezerw ECL na COVID-19 oraz składki na BFG (-90 mln PLN).
- Wynik na działalności podstawowej będzie zgodny z trendami rynkowymi, czyli niższy q/q (odsetkowy -2% q/q, a prowizyjny -3% q/q).
- Spodziewamy się dobrego wyniku netto, który powinien być dobrym prognostykiem na dalszą część roku.

- Wynik obciążony składką na BFG (137 mln PLN) oraz zmianami parametrów w modelach ryzyka kredytowego.
- Zgodnie z trendami sektorowymi oczekujemy kwartalnego spadku wyniku odsetkowego (-0,6% q/q) i prowizyjnego (-9,7% q/q, ale +9% r/r).
- Wyższe saldo rezerw (+138 q/q) będzie podyktowane głównie zmianami modelowymi, a nie problemami z jakością portfela.

- Bank poniesie stratę w wysokości 357 mln PLN z powodu rezerwy na kredyty CHF w wysokości 511 mln PLN.
- Pozytywnie oceniamy wzrost wyniku prowizyjnego o 5% q/q i 4% r/r, koszty pod kontrolą (-5% r/r) oraz znaczący spadek salda rezerw (ex-franki).
- Ex-franki Millennium pokazuje świetne rezultaty, niestety dopóki sprawa frankowa nie zostanie rozwiązana, dopóty wyniki będą pod dużą presją.

- Wynik obciążony rezerwą na zwolnienia grupowe (120 mln PLN), koszty CHF (30 mln PLN) oraz BFG (169 mln PLN).
- Słabe wolumeny przełożą się na utrzymanie NII na poziomie zbliżonym do 4Q'20.
- Oczekujemy utrzymania wysokiej jakości aktywów i spadku salda rezerw o 22% r/r.
- Wyniki odbieramy neutralnie, spodziewamy się odbicia w dalszej części roku.

- Oczekujemy bardzo silnego wyniku w 1Q na poziomie 1 149 mln PLN.
- Wynik nie będzie obciążony kosztami CHF, ale odnotuje jednorazowe koszty BFG na poziomie 232 mln PLN.
- Bank rozpozna mocny wynik na pozycji FX w efekcie zachowania walut i otwartej pozycji walutowej.
- Saldo rezerw szacujemy na 254 mln PLN, czyli -58% r/r i -74% q/q

- Wyniki będą dotknięte przez koszty resolution.
- Oczekujemy płaskiego wyniku odsetkowego i wzrostu prowizyjnego (+3% q/q).
- Oczekujemy także powolnej normalizacji kosztu ryzyka, a co za tym idzie spadku o 25% q/q.
- Spodziewamy się neutralnych wyników i analogicznej reakcji rynku.

- Wyniki sezonowo obciążone kosztami regulacyjnymi w wysokości 86 mln EUR.
- Spodziewamy się płaskiego wyniku odsetkowego q/q oraz lekkiego cofnięcia na liniach prowizyjnych (-3% q/q).
- Zakładamy, że w porównaniu do 4Q'20 koszty ryzyka lekko wzrosną w kierunku guidance'u i osiągną poziom 65 p.b.
- Oczekiwany wynik powinien stanowić około 30% naszej rocznej prognozy, jednakże w dalszej części roku spodziewamy się wzrostu CoR.

OTP Bank Michał Konarski	akumuluj 15 143 HUF		wyniki: 07-05-2021		
(mld HUF)	1Q'21P	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	200	198	1%	0%	25%
Wynik prowizyjny	71	83	-14%	3%	23%
WNDB	298	308	-3%	5%	25%
Koszty operacyjne	-154	-168	-8%	-2%	24%
Saldo rezerw	-26	-52	-50%	-72%	18%
Zysk netto	82	71	33%	-	21%

Finanse

PZU zaraportuje dobre wyniki

- Oczekujemy, że PZU zaraportuje porządną wynik inwestycyjny w 1Q, wsparty przez sprzedaż akcji InPost. Będzie to istotnym wsparciem dla DPS w 2022 roku.

PZU Michał Konarski	kupuj 40,63 PLN		wyniki: 27-05-2021		
(mln PLN)	1Q'21P	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Skl. przyp. brutto	6 115	6 575	-7%	3%	25%
Ubezp. majątkowe	3 989	4 432	-10%	24%	26%
Ubezp. na życie	2 126	2 222	-4%	-2%	23%
Odszkodowania	-4 036	-4 228	-5%	9%	25%
Koszty	-1 321	-1 340	-1%	10%	26%
Wynik bankowy	501	535	-6%	-52%	19%
Wynik techniczny	438	139	215%	-28%	18%
Wynik inwestycyjny	914	758	21%	376%	57%
Zysk brutto	1 656	1 395	19%	-2%	27%
Zysk netto	907	721	26%	17%	28%

Kruk Michał Konarski	trzymaj 174,96 PLN		wyniki: 06-05-2021		
(mln PLN)	1Q'21P	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	346,3	346,4	0%	74%	27%
Zakup wierzyt.	305,9	302,8	1%	96%	27%
Inkaso	14,2	15,5	-9%	0%	23%
Koszty pośr. i bezp.	159,6	165,3	-3%	2%	26%
Marża pośrednia	186,7	181,1	3%	328%	28%
Zysk operacyjny	127,3	125,0	2%	-	29%
Zysk brutto	93,2	95,4	-2%	-	29%
Zysk netto	92,0	46,3	99%	-	32%

GPW Mikołaj Lemańczyk	trzymaj 44,48 PLN		wyniki: 27-05-2021		
(mln PLN)	1Q'21P	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Przychody	108,1	115,9	-7%	35%	27%
EBITDA	53,1	64,4	-17%	13%	24%
marża EBITDA	49,2%	55,6%	-	-	-
EBIT	44,2	55,6	-20%	39%	24%
Zysk netto	36,7	46,7	-21%	228%	23%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Wyniki wspierane będą przez zaskakująco dobry wynik odsetkowy (płaski r/r) po stronie przychodowej oraz przez niskie saldo rezerw (-50% q/q oraz -72% r/r).
- Wynik prowizyjny spadnie w ujęciu kwartalnym (-15% q/q) m.in. ze względu na sezonowo wysoki 4Q (księgowanie opłat w biznesie AM).
- Oczekujemy wzrostu podatku bankowego o 11% r/r ze względu na wzrost aktywów.

Kruk utrzyma dyscyplinę kosztową

- Dobre spłaty znajdą swoje odzwierciedlenie w wynikach Kruka, które zanotują świetny start w 2021. Dodatkowo będą one wsparte przez dyscyplinę kosztową.

- Oczekujemy, że zysk netto w 1Q'21 wyniesie 907 mln PLN, czyli +26% q/q oraz +17% r/r.
- Wynik wsparty będzie głównie przez wynik inwestycyjny (914 mln PLN bez banków) napędzany przez częściową sprzedaż oraz rewaluację akcji InPost.
- Oczekujemy kwartalnego spadku odszkodowań netto o 5%. Nadal oczekujemy podwyższonego poziomu w segmencie Życie oraz powolnej normalizacji w majątku.
- Składka przypisana brutto powinna cofnąć się o 7% q/q ze względu na sezonowość.

- Oczekujemy zysku netto na poziomie 92 mln PLN, +99% q/q, 32% naszej prognozy rocznej.
- Silne przychody z długu kupionego (+1% q/q) wsparte przez bardzo mocne spłaty w kwartale (512 mln PLN).
- Oczekujemy utrzymania kosztów pod kontrolą zarówno po stronie kosztów windykacji (zaledwie +7% r/r), jak i kosztów operacyjnych (+4,5% q/q).
- Oczekujemy wzrost kosztów finansowych ze względu na wahania kursowe.

- Dzięki dobremu wynikowi z segmentu finansowego przychody powinny się utrzymać na podwyższonym poziomie, -7% q/q, ale +35% r/r.
- Spodziewamy się, że koszty operacyjne wzrosną do 63 mln PLN (+9% q/q, +33% r/r), co jest pochodną rosnącej bazy kosztowej, ale i sezonowej opłaty dla KNF
- Wynik spadnie 21% q/q, ale wzrośnie 2x r/r, co jest pochodną korzystnego dla spółki otoczenia rynkowego.

Chemia

Chemia bez fajerwerków w 1Q'21

- Defensywne branże jak produkcja nawozów czy sody nie zachwycą w 1Q'21. Ceny sody zanotują spadek r/r przy rosnących kosztach produkcji, a wyższe ceny nawozów z opóźnieniem będą księgowane w 1Q'21.

Ciech Jakub Szkopek	trzymaj 32,59 PLN			wyniki: 27-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	808,9	854,4	-5%	3 205,4	25%
EBITDA	160,1	144,9	11%	633,1	25%
EBITDA skor.	160,1	142,1	13%	633,1	25%
marża EBITDA	19,8%	17,0%		18,7%	
EBIT	78,6	63,3	24%	256,2	31%
Zysk netto	42,4	39,4	8%	150,5	28%

Grupa Azoty Jakub Szkopek	trzymaj 30,23 PLN			wyniki: 13-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	3 589,0	3 103,7	16%	12 584	29%
EBITDA	471,4	475,7	-1%	1 305,0	36%
EBITDA skor.	471,4	466,4	1%	1 305,0	36%
marża EBITDA	13,1%	15,3%		10,4%	
EBIT	280,4	286,1	-2%	519,9	54%
Zysk netto	180,0	180,7	0%	293,8	61%

Surowce

Surowce wyraźnie na fali w 1Q'21

- Odbijający popyt na węgiel oraz wyższe ceny koksu przekładają się na poprawę wyników JSW w 1Q'21 oraz dobry przepływ gotówki z działalności operacyjnej.

JSW Jakub Szkopek	kupuj 48,09 PLN			wyniki: 20-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	1 916	1 966	-3%	9 553	20%
EBITDA skor.	222	49	358%	2 094	11%
EBITDA	222	51	340%	2 094	11%
marża EBITDA	11,6%	2,6%		21,9%	-
EBIT	-63	-234	-	935	-7%
Zysk netto	-60	-212	-	652	-9%

KGHM Jakub Szkopek	kupuj 222,05 PLN			wyniki: 12-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	7 298	5 299	38%	31 457	23%
EBITDA skor.	2 237	1 129	98%	10 023	22%
marża EBITDA	30,7%	21,3%		31,9%	
EBIT skor.	1 737	646	169%	7 931	22%
Zysk netto skor.	1 140	692	65%	5 706	20%

Paliwa

Mocny upstream i petchem

- Pierwszy kwartał przyniesie znaczącą poprawę wyników w wydobyciu z uwagi na wzrost cen ropy i gazu. Znacznie słabiej r/r wygląda rafineria (presja na wolumeny jak i

MOL Kamil Kliszcz	trzymaj 2 294 HUF			wyniki: 07-05-2021	
(mld HUF)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	1 313,5	1 186,3	11%	5 028,7	26%
skor. EBITDA LIFO	193,4	191,4	1%	670,7	29%
efekt LIFO	13,2	-12,6	-	28,0	-
EBITDA	216,3	124,1	74%	698,7	31%
EBIT	97,3	26,0	274%	214,1	45%
Dział. finansowa	-4,2	-89,5	-	-16,3	26%
Zysk netto	80,4	-48,4	-	136,3	59%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Zarówno Ciech, jak i Grupa Azoty utrzymują relatywne wysokie zadłużenie w 1Q'21, więc raczej mało prawdopodobna jest wypłata dywidendy.

- W 1Q'21 oczekujemy słabych wyników w segmencie sody, co z nawiązką rekompensować będą dobre rezultaty w zakresie środków ochrony roślin oraz pianek.
- W efekcie Grupa przy 5% r/r spadku przychodów (brak żywic po sprzedaży aktywów) może osiągnąć 13% r/r wzrost skorygowanej EBITDA Grupy.

- W samym 1Q'21 naszym zdaniem Grupie nie uda się poprawić r/r wyników w segmencie nawozów z uwagi na opóźnienie w podnoszeniu cen i rosnące ceny surowców, w tym przede wszystkim gazu. Kolejny słaby kwartał zanotuje segment tworzyw sztucznych, z kolei dobry kwartał zanotować powinny produkty chemiczne.
- Prawdopodobnie wzrośnie baza 1Q'20 z uwagi na zmianę prezentacji rekompensat wyższych kosztów CO₂.

- W 1Q'21 KGHM korzysta z wyższych r/r cen miedzi srebra, które rekompensują niższe wolumeny sprzedaży srebra..
- Niskie zadłużenie oraz perspektywa poprawy wyników może skłaniać KGHM do wypłaty dywidendy za 2020 rok.

- Mimo niższego r/r wydobycia węgla oraz dyskonta w cenach sprzedaży węgla oczekujemy, że Grupa JSW wyraźnie poprawi wyniki finansowe w 1Q'21.
- Wynikom towarzyszyć powinien dobry przepływ gotówki z działalności operacyjnej wynikający ze spadku zapasów we wszystkich gatunkach węgla.
- Zarząd przy okazji wyników może wskazywać na dalszą poprawę warunków rynkowych w 2Q'21.

- Wolumen sprzedaży miedzi w Grupie KGHM w 1Q'21 wzrósł o 7% r/r, zaś srebra spadła o 19%.
- Przy wyższych r/r cenach miedzi w PLN o +43% r/r i srebra o +49% r/r naszym zdaniem Grupa KGHM zanotuje w 1Q'21 EBITDA 2,2 mld PLN (+98% r/r) i zysk netto 1,1 mld PLN (+65% r/r).
- Zakładamy, że dług netto na koniec 1Q'21 spadnie do 4,3 mld PLN (0,6x EBITDA'12M).

wyjątkowo niskie marże). W przypadku petrochemii mocny 1Q powinien być zapowiedzią rekordowych wyników w 2Q. Widzimy przestrzeń do rewizji prognoz rocznych dla MOL i PGNiG.

- W wydobyciu oczekujemy poprawy q/q (EBITDA 85 mld HUF vs. 54 mld HUF), dzięki wyższym cenom gazu i ropy.
- Rafineria odczuje słabe marże i niższe wolumeny (CCS EBITDA 18 mld HUF vs. 75 mld HUF w 1Q'20); w petrochemii skokowy wzrost marż w ujęciu q/q (EBITDA 57 mld HUF vs. 20 mld HUF w 4Q).
- Dynamika EBITDA w detalu na poziomie +5%.
- W części gazowej spadek r/r (-37%) – nowe niższe taryfy i spadek wolumenów (uruchomienie konkurencyjnej sieci).

Energetyka

Poprawa wyników r/r

- Szacujemy, że wyniki sektora za 1Q'21 zapewnią wykonanie naszych rocznych prognoz skor. EBITDA na poziomie 33%. Najlepiej wypadną CEZ (mocniejsza

CEZ		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		693,24 CZK		11-05-2021	
(mln CZK)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	58 140	57 046	2%	194 743	30%
skor. EBITDA	26 749	25 881	3%	59 135	45%
EBITDA	26 749	25 881	3%	59 135	45%
EBIT	19 472	18 807	4%	28 933	67%
Dział. finansowa	-1 698	-1 615	-	-5 396	-
Zysk netto	14 397	13 805	4%	19 013	76%

Enea		zawieszona		wyniki:	
Kamil Kliszcz				27-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	4 748	4 592	3%	16 489	29%
skor. EBITDA	940	989	-5%	3 331	28%
EBITDA	940	1 016	-7%	3 331	28%
EBIT	504	634	-21%	1 721	29%
Dział. finansowa	-67	-79	-	-252	-
Zysk netto	335	445	-25%	1 117	30%

PGE		zawieszona		wyniki:	
Kamil Kliszcz				25-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	13 035	12 591	4%	40 856	32%
skor. EBITDA	2 036	1 769	15%	6 702	30%
EBITDA	2 036	1 769	15%	6 702	30%
EBIT	975	773	26%	2 330	42%
Dział. finansowa	-144	-164	-	-388	37%
Zysk netto	593	432	37%	1 505	39%

Polenergia		sprzedaj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		72,69 PLN		18-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	499	459	9%	2 348	21%
skor. EBITDA	71	94	-25%	271	26%
EBITDA	71	94	-25%	271	26%
EBIT	48	69	-30%	171	28%
Dział. finansowa	-9	-9	11%	-51	19%
Zysk netto	31	50	-38%	98	32%

Tauron		zawieszona		wyniki:	
Kamil Kliszcz				19-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	5 735	5 468	5%	19 639	29%
skor. EBITDA	1 236	1 026	20%	3 742	33%
EBITDA	1 236	957	29%	3 742	33%
EBIT	728	474	53%	1 519	48%
Dział. finansowa	-70	-243	-	-337	21%
Zysk netto	533	162	229%	957	56%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

sezonowość i brak konsolidacji spółek RO/BG w kolejnych okresach) oraz Tauron (relatywnie najmocniejszy efekt wysokich wolumenów na węglu). Zwracamy uwagę na korzystne taryfy w dystrybucji i obrocie.

- W wytwarzaniu EBITDA 16,4 mld CZK vs. 15 mld CZK przed rokiem – efekt marży i wyższej produkcji z atomu; w segmencie OZE EBITDA -17% z uwagi na niższą wietrzność. EBITDA dystrybucji -5% r/r (efekt nowych taryf); w segm. sprzedaży EBITDA -3% (koszty bilansowania portfela).
- Wysokie wykonanie rocznych prognoz, ale przypominamy o dekonsolidacji aktywów w RO i BG w kolejnych kwartałach.
- W wytwarzaniu spadek EBITDA r/r do 412 mln PLN pomimo wyższych wolumenów i rynku mocy z/w na zawyżoną bazę (wysoka marża na odkupach).
- EBITDA dystrybucji powinna wzrosnąć r/r o 7% dzięki wolumenom i nowej taryfie.
- W obrocie EBITDA 23 mln PLN vs 110 mln PLN rok wcześniej (zawyżona baza przez wycenę kontraktów CO₂).
- LWB podała już wstępne dane z EBITDA 170 mln PLN.
- EBITDA w energetyce konw. stabilna r/r przy wyższych wolumenach produkcji i przychodach mocowych kompensowanych przez CDS; w ciepłe EBITDA +39% (wyższe taryfy i przychody mocowe); w OZE EBITDA płaska r/r (niższą wietrzność kompensuje wzrost mocy).
- W dystrybucji zakładamy wzrost EBITDA r/r o 9% (efekt wolumenów i taryf); w segmencie sprzedaży oczekujemy poprawy EBITDA o 13%, (wyższe marże na taryfie G).
- Średni load factor FW w Polsce spadł w 1Q o 14 p.p., czego nie zrekomensują wyższe ceny i stąd spadek EBITDA w segmencie wiatru z 83 mln PLN do 53 mln PLN.
- EBITDA dystrybucji 13% spadek r/r (zd. jednorazowe w 1Q'20), a w obrocie EBITDA +20% r/r (efekt nowych inicjatyw i bilansowania ENW).
- W ciepłe wzrost r/r do 9,6 mln PLN (zabezpieczony wysoki CSS, przychody mocowe).
- W wydobywaniu oczekujemy zmniejszenia straty EBITDA do -12 mln PLN (efekt kapitalizacji kosztów w zapasach).
- EBITDA wytw. 350 mln PLN (rok temu 70 mln PLN) – efekt kontrybucji nowego Jaworzna, wyższych wolumenów i przych. mocowych; w OZE spadek o 30% (wietrzność).
- W dystrybucji EBITDA +4% r/r (wolumeny i taryfa), a w obrocie spadek EBITDA o 100 mln PLN z/w na rozliczanie nierentownych zakupów z nowego bloku w Jaworznie.

Telekomunikacja

Cyfrowy Polsat		trzymaj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		27,90 PLN		12-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	2956,1	2848,5	4%	12149	24%
EBITDA	1059,2	1026,7	3%	4317,6	25%
marża EBITDA	35,8%	36,0%		35,5%	
EBIT	489,2	462,2	6%	2043,7	24%
Zysk brutto	404,2	250,5	61%	1861,8	22%
Zysk netto	325,4	182,4	78%	1490,3	22%

Netia		trzymaj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		4,70 PLN		07-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	324,9	323,1	1%	1278	25%
EBITDA	110,3	106,4	4%	438,6	25%
marża EBITDA	34,0%	32,9%		34,3%	
EBIT	14,9	16,6	-11%	85,0	17%
Zysk brutto	9,9	15,4	-36%	71,5	14%
Zysk netto	8,0	13,4	-40%	57,9	14%

Media

Wirtualna Polska		akumuluj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		93,00 PLN		18-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	176,9	149,8	18%	712	25%
EBITDA	51,3	39,3	31%	251,3	20%
marża EBITDA	29,0%	26,2%		35,3%	
EBIT	31,9	18,4	73%	176,6	18%
Zysk brutto	27,9	9,9	182%	160,6	17%
Zysk netto	18,1	6,9	162%	128,5	14%

IT

Ailleron		równoważ		wyniki:	
Paweł Szpigiel				31-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	37,8	32,0	18%	160	24%
EBITDA	6,6	3,2	105%	19,2	34%
marża EBITDA	17,4%	10,1%		12,0%	
EBIT	4,2	1,2	263%	10,9	39%
Zysk brutto	3,7	1,5	144%	9,4	40%
Zysk netto	3,0	0,7	360%	8,0	38%

Assec Poland		kupuj		wyniki:	
Paweł Szpigiel		80,70 PLN		26-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	3217,5	2919,6	10%	12492	26%
EBITDA	487,3	420,3	16%	1950,9	25%
marża EBITDA	20,4%	14,4%		15,6%	
EBIT	297,3	250,3	19%	1248,9	24%
Zysk brutto	282,3	230,0	23%	1233,1	23%
Zysk netto	91,0	81,9	11%	396,5	23%

Atende		przeważaj		wyniki:	
Paweł Szpigiel				18-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	36,4	42,0	-13%	230	16%
EBITDA	0,6	2,5	-77%	22,6	2%
marża EBITDA	1,6%	5,9%		9,8%	
EBIT	-1,6	-0,7	-	14,5	-
Zysk brutto	-2,1	-2,4	-	14,5	-
Zysk netto	-2,1	-1,8	-	10,7	-

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Dalszy wzrost ARPU, przychody detaliczne na poziomie 1 645 mln PLN (tj. +2,6% r/r).
- Wpływ konsolidacji Interii na przychody ok. +30 mln PLN.
- Stabilne r/r obroty sprzętem (tj. +346 mln PLN w 1Q'21).
- Wzrost kosztów kontentu do 416 mln PLN.
- EBITDA +3% r/r.

- Spadek przychodów z bezpośrednich usług głosowych do 60,9 mln PLN (tj. -6,8% r/r).
- Spadek przychodów z broadbandu do 140,6 mln PLN (tj. -2,4% r/r).
- Wzrost przychodów hurtowych i przychodów z TV.
- Marża brutto ze sprzedaży rzędu 34,5%.
- Koszty SG&A na poziomie 102,1 mln PLN (płasko r/r).

- Widoczna poprawa przychodów w obszarze mediowym (+21% r/r) w związku ze znacznym polepszeniem się koniunktury na rynku reklamy online.
- Rentowność biznesu mediowego powinna wzrosnąć ze względu na dźwignię operacyjną.
- Stabilne r/r wyniki finansowe części e-commerce.
- Wynik skorygowana EBITDA online (tj. bez barteru i wpływu zdarzeń jednorazowych) szacujemy na 55,8 mln PLN, tj. +35,5% r/r. Zakładamy neutralny wpływ TV.

- Zakładamy poprawę obrotów w segmencie Fintech (do 12,6 mln PLN) oraz osiągnięcie zysku rzędu +0,2 mln PLN (vs. strata -0,2 mln PLN rok wcześniej)
- Wysokie wyniki segmentu Enterprise Services (proszę pamiętać o dekonsolidacji segmentu od połowy kwietnia'21).
- Neutralny wpływ segmentu Hoteltech na linię EBIT w 1Q'21.

- Wzrost wyników spółki matki – wyższe obroty +20% r/r (z/w na mocny segment publiczny oraz znaczny wzrost obrotów z umowy z Cyfrowym Polsatem)
- Wysokie wyniki Assec Data System (szacujemy zysk netto dla Assec Poland na poziomie +7,5 mln PLN).
- Poprawa wyników Formula System (EBIT + 25% r/r).
- Ostatecznie zysk netto szacujemy na 91,0 mln PLN, tj. +11% r/r.

- Zakładamy płaskie r/r wyniki spółki matki (tj. 31,4 mln PLN przychodów i -0,6 mln PLN straty EBIT).
- Spadek kontrybucji spółek zależnych po sprzedaży Atende Software w 4Q'20 (zakładamy wpływ na EBIT rzędu -1,0 mln PLN).
- Zysk EBITDA w całej grupie szacujemy na +0,6 mln PLN (vs. +2,5 mln PLN rok wcześniej).

Przemysł

Poprawa wyników nie tylko dzięki niskiej bazie

- W 1Q'21 oczekujemy, że 73% pokrywanych przez nas spółek poprawi r/r wyniki finansowe, a proporcja ta będzie praktycznie najwyższa w historii. Jedynie 20% spółek r/r

AC Piotr Poniatowski			przeważaj	wyniki: 07-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	50,8	62,4	-19%	199,0	26%
EBITDA	11,4	16,0	-28%	43,3	26%
marża EBITDA	22,5%	25,6%		21,8%	
EBIT	8,5	13,4	-36%	31,4	27%
Zysk netto	7,1	11,6	-39%	25,8	27%

Alumetal Jakub Szkopek			równoważ	wyniki: 17-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	523,1	322,1	62%	1605,7	33%
EBITDA	53,7	26,1	106%	135,8	40%
marża EBITDA	10,3%	8,1%		8,5%	
EBIT	45,6	18,1	153%	104,4	44%
Zysk netto	36,6	11,8	211%	82,3	44%

Amica Jakub Szkopek			niedoważaj	wyniki: 28-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	740,4	686,5	8%	3148,5	24%
EBITDA	45,9	41,8	10%	194,3	24%
marża EBITDA	6,2%	6,1%		6,2%	
EBIT	32,6	28,5	14%	134,6	24%
Zysk netto	25,0	16,3	53%	106,1	24%

Apator Jakub Szkopek			równoważ	wyniki: 17-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	228,7	224,5	2%	949,1	24%
EBITDA	67,3	33,2	103%	179,1	38%
marża EBITDA	29,4%	14,8%		18,9%	
EBIT	54,3	20,4	166%	125,5	43%
Zysk netto	38,8	16,9	130%	92,2	42%

Astarta Jakub Szkopek			przeważaj	wyniki: 19-05-2021	
(mln UAH)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	2 761	2 799	-1%	14 652	19%
EBITDA	1 145	769	49%	5 445	21%
marża EBITDA	350	289	21,1%	2 390	
EBIT	0,4	0,3		0,4	112%
Zysk netto	695	330	110%	3 931	18%

Boryszew Jakub Szkopek			równoważ	wyniki: 28-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	1315,9	1573,7	-16%	4592,3	29%
EBITDA	88,1	80,6	9%	231,8	38%
marża EBITDA	6,7%	5,1%		5,0%	
EBIT	54,8	31,9	72%	65,2	84%
Zysk netto	39,9	-35,1	-	30,0	133%

Cognor Jakub Szkopek			trzymaj 3,19 PLN	wyniki: 30-04-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	587,6	460,1	28%	2268,5	26%
EBITDA	56,2	30,5	84%	158,3	36%
marża EBITDA	9,6%	6,6%		6,3%	
EBIT	43,7	19,1	129%	109,8	40%
Zysk netto	33,0	3,0	-	78,4	42%

Famur Jakub Szkopek			trzymaj 2,50 PLN	wyniki: 25-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	278,0	344,0	-19%	1053,5	26%
EBITDA	88,5	109,0	-19%	317,7	28%
marża EBITDA	31,8%	31,7%		30,2%	
EBIT	46,5	62,0	-25%	169,5	27%
Zysk netto	35,6	52,0	-32%	127,7	28%

pogorszy swoje rezultaty. Pozytywnych zaskoczeń na wynikach oczekujemy w spółkach: Astarta, Cognor, Mangata, Mo-BRUK i Stalprodukt. Słabe wyniki i outlook na kolejne kwartały naszym zdaniem pada Famur.

- Spółka podała wstępne przychody 50,8 mln PLN. Zwracamy uwagę na wysoki efekt bazy – 1Q'20 nie był jeszcze w żadnym stopniu obciążony wpływem pandemii. W 1Q'21 oczekujemy spadku sprzedaży w systemach autogazu, a wzrostu w hakach holowniczych.
- Spadek rentowności jest efektem wzrostu cen surowców, splitu produktowego oraz efektu dźwigni operacyjnej.

- W 1Q'21 oczekujemy nieco wyższej dynamiki wzrostu sprzedaży oraz EBITDA niż zakładał Zarząd we wstępnych szacunkach wyników, które zostały opublikowane w III'21. Zarząd wówczas oczekiwał 60% r/r wzrostu obrotów oraz 100% r/r wzrostu wyniku netto. Zarząd prawdopodobnie utrzyma pozytywny outlook na 2Q'21 w związku z wysoką różnicą pomiędzy cenami złomu a produktem końcowym.

- W 1Q'21 Grupie Amica naszym zdaniem udało się uniknąć negatywnych skutków lockdown'u na kluczowych rynkach sprzedażowych, co przy sprzyjającym kursie EUR/PLN przełożyło się na 8% r/r wzrost obrotów Grupy.
- Praca na zapasach materiałów sprzed wzrostów cen pozwoliła na poprawę wyniku EBITDA o 10% r/r.

- W 1Q'21 oczekujemy zbliżonej r/r sprzedaży oraz porównywalnych r/r wyników na poziomie skorygowanym o zdarzenia jednorazowe.
- Rezultaty będą wspierane przez zdarzenie jednorazowe (34 mln PLN) związane ze sprzedażą działki w Poznaniu powyżej wartości księgowej.

- Po wprowadzeniu wstępnych danych sprzedażowych do naszego modelu oczekujemy w 1Q'21 wzrostu EBITDA o 49% r/r do 1,1 mld UAH, a wyniku netto do 729 mln UAH (vs. 330 mln UAH w 1Q'20).
- Motorem napędowym wyników naszym zdaniem będą segmenty cukru, mleka i olejów. Wyniki powinny przekładać się na dalsze oddłużenie spółki.

- W 1Q'21 oczekujemy, że poprawa wyników w Automotive i Alchemia zrekomensuje brak rezultatów sprzedanej w 2020 roku Huty Aluminium Konin.
- Poprawie wyników sprzyjać powinien kurs EUR/PLN, odbicie cen stali oraz wzrost zamówień od klientów motoryzacyjnych.

- W 1Q'21 oczekujemy, że wzrost marży na produktach przełoży się na 84% r/r wzrost wyniku EBITDA.
- Rezultatem towarzyszyć będzie wysoki wpływ efektu FIFO (zakładamy około 15 mln PLN).
- Oczekiwany dalszy spadek zadłużenia przy bardzo dobrych wynikach za 1Q'21 zwiększa szansę na rekomendację wypłaty wysokiej dywidendy z zysku za 2020 rok.

- W 1Q'21 oczekujemy dalszego spadku sprzedaży oraz presji na rentowność z uwagi na rosnące ceny surowców w tym stali. W efekcie na każdej linii biznesowej oczekujemy około 19-32% r/r spadku wyników finansowych w 1Q'21.

Forte			równoważ	wyniki:	
Jakub Szkopek				20-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	297,7	276,4	8%	1222,5	24%
EBITDA	59,2	40,9	45%	202,1	29%
marża EBITDA	19,9%	14,8%		15,4%	
EBIT	45,2	26,8	69%	146,6	31%
Zysk netto	31,3	-4,4	-	106,7	29%

Grupa Kęty			trzymaj	wyniki:	
Jakub Szkopek			534,23 PLN	06-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	980,0	829,0	18%	3828,1	26%
EBITDA	185,0	145,6	27%	639,0	29%
marża EBITDA	18,9%	17,6%		16,7%	
EBIT	149,0	108,4	38%	483,9	31%
Zysk netto	118,0	83,3	42%	379,6	31%

Kernel			kupuj	wyniki:	
Jakub Szkopek			71,84 PLN	28-05-2021	
(mln USD)	3Q'21P	3Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	1544,0	1046,8	47%	5597,1	68%
EBITDA	52,3	103,9	-50%	661,0	92%
marża EBITDA	3,4%	9,9%		11,8%	
EBIT	22,3	79,0	-72%	553,4	95%
Zysk netto	4,9	-24,9	-	307,3	110%

Mangata			przeważaj	wyniki:	
Jakub Szkopek				06-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	180,4	161,7	12%	661,5	27%
EBITDA	26,2	19,4	35%	94,1	28%
marża EBITDA	14,5%	12,0%		14,2%	
EBIT	17,8	11,2	59%	59,4	30%
Zysk netto	13,5	12,7	7%	44,1	31%

Mo-BRUK			akumuluj	wyniki:	
Jakub Szkopek			426,72 PLN	13-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	53,2	38,4	39%	239,7	22%
EBITDA	28,9	16,0	81%	122,2	24%
marża EBITDA	54,2%	41,6%		51,0%	
EBIT	27,2	14,5	88%	115,6	24%
Zysk netto	21,7	15,8	38%	92,9	23%

PKP Cargo			sprzedaj	wyniki:	
Piotr Poniatowski			16,21 PLN	21-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	1004,6	1035,7	-3%	4361,7	23%
EBITDA	102,7	90,0	14%	721,5	14%
marża EBITDA	10,2%	8,7%		16,5%	
EBIT	-82,3	-105,6	-	-56,5	-
Zysk netto	-87,3	-114,4	-	-108,6	-

Stalprodukt			kupuj	wyniki:	
Jakub Szkopek			397,79 PLN	14-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	1035,4	889,9	16%	3852,5	27%
EBITDA	107,4	82,8	30%	440,9	24%
marża EBITDA	10,4%	9,3%		11,4%	
EBIT	64,4	41,4	56%	271,6	24%
Zysk netto	46,6	29,1	60%	198,8	23%

E-commerce

Allegro			sprzedaj	wyniki:	
Paweł Szpigiel			54,00 PLN	13-05-2021	
(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r	2021P	YTD*
Przychody	1176,4	751,2	57%	4663	25%
Skor. EBITDA	474,7	355,6	33%	1996,7	24%
marża	40,3%	47,3%		42,8%	
EBIT	354,9	236,0	50%	1502,6	24%
Zysk brutto	284,6	138,1	106%	1349,1	21%
Zysk netto	227,7	104,6	118%	1079,2	21%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

■ Zarząd podał już swoje wstępne wyniki na 1Q'21. Nasze zaktualizowane prognozy nie różnią się znacząco od oczekiwań Zarządu.

■ Zarząd podał już swoje wstępne wyniki na 1Q'21. Nasze prognozy nie różnią się znacząco od oczekiwań Zarządu.

■ Biorąc pod uwagę przedstawione wolumeny i spodziewaną niższą kontrybucję z działalności rolniczej i olejowej w 3Q'21 uważamy, że spółka zaprezentuje spadek EBITDA o 50% r/r w 3Q'21, a zysk netto wyniesie 5 mln USD (-25 mln USD rok temu).

■ Wyniki nie zagrażają naszej całorocznej prognozie. Większa część wyniku została zaksięgowana już w IH'21.

■ W 1Q'21 oczekujemy, że wszystkie segmenty poprawią wyniki w ujęciu r/r.

■ Wzrostowi rezultatów sprzyjać będzie wyższy kurs EUR/PLN oraz mniejsza wartość zabezpieczeń walutowych.

■ Wyraźny wzrost wolumenów powinien w 1Q'21 zanotować segment motoryzacyjny.

■ W 1Q'21 oczekujemy wzrostu rentowności w związku z wyższymi średnimi cenami w segmencie spalania. Każdy z segmentów powinien również zanotować wzrost wolumenu w związku z niską bazą 1Q'20 (wówczas pandemia negatywnie wpływała na wolumen w segmentach spalania).

■ Pozytywnie na wolumeny wpływać powinien w 1Q'21 wzrost aktywności w polskich przedsiębiorstwach.

■ W 1Q'21 zakładamy 3% spadek r/r przychodów do niewiele ponad 1 mld PLN. Zakładamy, że oszczędności kosztowe przeprowadzone w 2020 r. (przede wszystkim koszty pracy) pozwolą zwiększyć wynik EBITDA o 14% r/r do ponad 100 mln PLN.

■ Grupie nadal daleko do rentowności – straty operacyjną i netto szacujemy na ok. 80-90 mln PLN.

■ W 1Q'21 Stalprodukt powinien korzystać z wyższych r/r cen cynku, ołowiu i blachy transformatorowej. Liczymy również na korzystny wpływ efektu FIFO z uwagi na drożące ceny stali.

■ Zakładamy, że spółka wciąż przerabiać będzie wcześniej wydobyty urobek z kopalni Olkusz-Pomorzany.

■ Wzrost obrotów z marketplace o 57% r/r, przede wszystkim w wyniku (1) wzrostu GMV o 47% r/r i (2) wyższemu wskaźnikowi take-rate o 0,7 p.p. r/r

■ Wzrost obrotów z reklamy o 66%.

■ Bardzo wysoki wzrost kosztów dostaw netto (koszty szacujemy na poziomie 265 mln PLN, tj. + 58% r/r)

■ Spadek rentowności zysku EBITDA skorygowana o 7,0 p.p.

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 ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
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, Sygnyty, 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, Sygnyty, 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, Answear, Assec Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polinord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprez, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyty, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Assec 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.szpigił@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.łempicka-wilim@mbank.pl

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
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl