wtorek, 27 lipca 2021 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 2Q 2021

Rynek akcji

Finanse
Wyniki banków oceniamy pozytywnie. Spodziewamy się, że polskie banki, bez rezerw CHF, dzięki silnym liniom przychodowym, oraz niskim kosztom ryzyka wykonają 56% naszej rocznej prognozy, co może oznaczać konieczność podwyższenia prognoz w niektórych przypadkach. Dobrych wyników spodziewamy się również po bankach regionalnych wśród których wyróżniamy Erste i Komercni. Ze spółek finansowych na największą uwagę zasługuje Kruk, który dzięki dobrym wynikom operacyjnym oraz rewaluacjom może zanotować rekordowy kwartał.

Chemia
Ciech w 2Q'21 powinien zaraportować dwucyfrową poprawę rezultatów, natomiast słabo będą się prezentować wyniki Grupy Azoty.

Surowce
Zarówno KGHM jak i JSW poprawią wyraźnie wyniki w 2Q'21. Obie spółki powinny przedstawić dobre perspektywy na trzeci kwartał.

Paliwa
Oczekujemy znaczącej poprawy r/r na poziomie EBITDA, szczególnie w obszarze wydobywczym. Pomagają także rekordowe marże w petrochemii oraz odbudowa wolumenów w detalu. Wykonanie naszych rocznych prognoz sięgnie po 6M około 54%, a najlepiej pod tym względem będzie wyglądać Lotos i MOL (spółka najlepiej spozycjonowana na obecne makro).

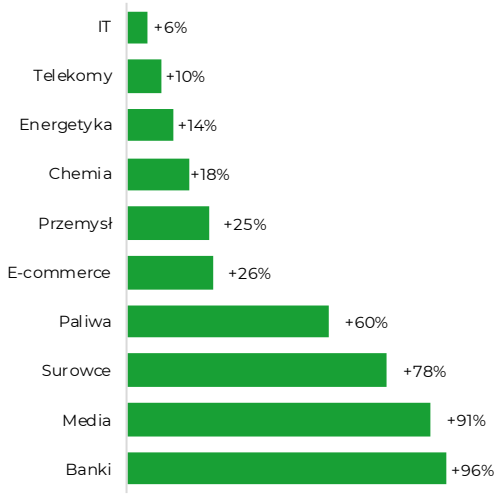
Energetyka
Oczekujemy w sektorze poprawy wyniku EBITDA w ujęciu r/r, głównie dzięki bazie odniesienia zaniżonej przez COVID-19 (wyższe wolumeny, brak strat na portfelu detalicznym) oraz wyższym marżom na zeroemisyjnym wytwarzaniu. Średnie wykonanie naszych rocznych prognoz po 1H'21 będzie sięgać 56%, a najlepiej pod tym względem wypadają CEZ i Tauron.

Telekomunikacja, Media, IT
Najlepszych wyników w TMT spodziewamy się w przypadku Wirtualnej Polski (zakładamy wzrost skor. EBITDA ex. TV o blisko 70% r/r!). Relatywnie dobre wyniki zaraportować powinny telekomy (CPS +14% EBITDA, OPL +5% EBITDAaL). W IT pozytywnie odznaczać się będzie Asseco Poland z dynamiką zysku netto +33% r/r (+14% po korekcie o zdarzenia jednorazowe).

E-commerce
Spodziewamy się wzrostu przychodów w Vercom o >40% i stabilnej r/r rentowności. W Allegro, zakładamy znaczne spowolnienie wzrostu przychodów (do +27% vs. +61% r/r w 1Q'21) - to efekt bazy z 2Q'20.

Przemysł
Wysokie PMI, słaba PLN do EUR przekładają się na wyraźną poprawę wyników w spółkach przemysłowych (oczekujemy, że 80% spółek poprawi r/r wyniki w 2Q'21). Największych pozytywnych zaskoczeń oczekujemy w Astarcie, Cognorze, Mangacie i Mo-BRUK-u. Negatywne zaskoczenia mogą się pojawić w Amice, Apatorze i Famurze.

Dynamika wyników sektorów*



*banki na podstawie zysku netto, pozostałe wyniku EBITDA

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
Apator	Alior Bank
Bank Handlowy	Astarta
Famur	Cognor
Grupa Azoty	Erste Group
	ING BSK
	KGHM
	Komercni Banka
	Kruk
	Mangata
	Mo-BRUK
	MOL
	OTP Bank
	Pekao
	PGE
	PGNiG
	PKO BP
	Tauron
	Wirtualna Polska

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl

mBank Biuro maklerskie

Spis treści

1. Zaskoczenia na wynikach spółek ... 3
2. Aktualne rekomendacje i pozycjonowania ... 5
3. Banki ... 6
3.1. Alior Bank ... 6
3.2. BNP Paribas Polska ... 6
3.3. Handlowy ... 6
3.4. ING BSK ... 6
3.5. Millennium ... 6
3.6. Pekao ... 6
3.7. PKO BP ... 6
3.8. Santander Bank Polska ... 7
3.9. Komercni Banka ... 7
3.10. Moneta Money Bank ... 7
3.11. Erste Group ... 7
3.12. RBI ... 7
3.13. OTP Bank ... 7
4. Finanse ... 8
4.1. PZU ... 8
4.2. Kruk ... 8
4.3. GPW ... 8
5. Chemia ... 9
5.1. Ciech ... 9
5.2. Grupa Azoty ... 9
6. Surowce ... 9
6.1. JSW ... 9
6.2. KGHM ... 9
7. Paliwa ... 10
7.1. Lotos ... 10
7.2. MOL ... 10
7.3. PGNiG ... 10
7.4. PKN Orlen ... 10
8. Energetyka ... 11
8.1. CEZ ... 11
8.2. Enea ... 11
8.3. PGE ... 11
8.4. Polenergia ... 11
8.5. Tauron ... 11
9. Telekomunikacja ... 12
9.1. Cyfrowy Polsat ... 12
9.2. Orange Polska ... 12
10. Media ... 12
10.1. Wirtualna Polska ... 12
11. IT ... 13
11.1. Ailleron ... 13
11.2. Asseco Business Solutions ... 13
11.3. Asseco Poland ... 13
11.4. Asseco South Eastern Europe ... 13
12. E-commerce ... 13
12.1. Allegro ... 13
12.2. Vercom ... 13
13. Przemysł ... 14
13.1. AC ... 14
13.2. Alumetal ... 14
13.3. Amica ... 14
13.4. Apator ... 14
13.5. Astarta ... 14
13.6. Boryszew ... 14
13.7. Cognor ... 14
13.8. Famur ... 14
13.9. Forte ... 15
13.10. Grupa Kęty ... 15
13.11. Kernel ... 15
13.12. Mangata ... 15
13.13. Mo-BRUK ... 15
13.14. PKP Cargo ... 15
13.15. Stalprodukt ... 15

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

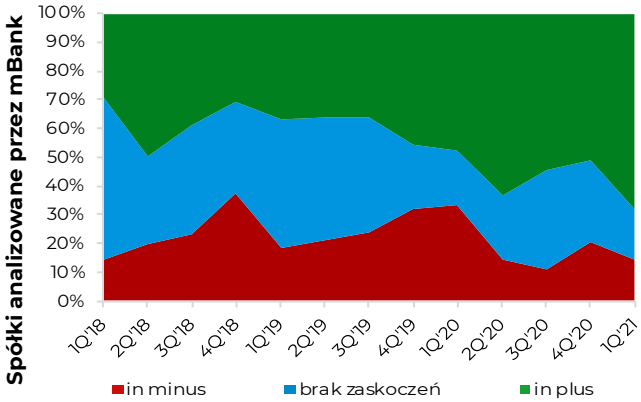
vs. konsensus	2018 1Q	2018 2Q	2018 3Q	2018 4Q	2019 1Q	2019 2Q	2019 3Q	2019 4Q	2020 1Q	2020 2Q	2020 3Q	2020 4Q	21 1Q	+/=
Finanse														
Alior Bank	=	+	=	=	=	-	+	-	+	-	+	+	+	77%
BNP Paribas											+	+	+	100%
Handlowy	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	46%
ING BSK	=	-	=	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	77%
Millennium	+	+	=	+	+	+	+	-	-	+	-	=	=	77%
Pekao	=	=	+	+	=	=	=	+	+	+	=	+	+	100%
PKO BP	+	=	=	=	=	+	=	+	+	+	=	=	+	100%
Santander BP	=	+	=	-	=	-	=	+	-	=	+	-	+	69%
Komercni	+	+	+	+	=	+	=	=	+	-	-	+	+	85%
Moneta							+	=	+	-	+	+	=	86%
Erste Group	+	+	+	+	+	+	=	+	-	-	+	+	+	85%
RBI						+	=	+	+	+	+	+	+	100%
OTP Bank	+	+	+	=	=	+	+	+	-	+	+	=	+	92%
PZU	+	=	+	=	+	=	=	+	-	+	+	+	+	92%
Kruk	+	+	+	-	+	-	+	-	-	+	=	+	+	69%
GPW	+	=	-	-	=	=	+	-	=	=	=	-	+	69%
Chemia														
Ciech	=	+	=	-	=	=	=	+	-	+	+	-	+	77%
Grupa Azoty	=	-	-	+	+	=	+	=	+	=	=	+	-	77%
Surowce														
JSW	=	+	=	-	+	+	+	+	-	=	=	+	-	77%
KGHM	=	+	-	-	+	=	+	-	-	+	=	=	+	69%
Paliwa														
Lotos	-	+	=	-	=	=	-	-	-	+	+	-	+	54%
MOL	=	=	+	+	=	+	=	+	+	+	+	=	+	100%
PGNiG	-	+	-	-	=	+	-	+	+	=	+	+	+	69%
PKN Orlen	=	-	=	+	=	+	=	-	+	=	+	=	+	85%
Energetyka														
CEZ	=	-	+	=	=	+	-	+	+	+	=	=	-	77%
Enea	=	-	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	=	92%
PGE	=	=	-	-	-	=	=	+	=	=	+	=	+	77%
Polenergia											=	-	+	67%
Tauron	=	+	+	=	+	=	+	+	+	+	+	+	+	100%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
Orange PL	=	+	+	+	=	=	=	+	+	+	=	+	+	100%
Media														
Agora	=	+	+	=	+	-	+	=	+	=	+	-	-	77%
Wirtualna	=	=	=	=	=	=	=	=	-	=	+	+	+	92%
IT														
Ailleron	=	=	-	-	+	-	=	-	-	+	-	-	=	46%
Asseco BS	=	=	+	+	=	=	+	+	=	+	=	=	=	100%
Asseco PL	+	+	+	=	+	=	+	=	+	+	+	+	+	100%
Asseco SEE	=	=	+	=	+	=	+	+	+	+	=	+	+	100%
Atende	=	-	+	-	+	-	=	=	=	+	=	=	-	69%
Comarch	+	+	+	+	+	-	+	-	+	-	=	+	=	77%
Sygnity												-	-	0%
Przemysł														
AC				=	=	-	+	+	=	=	=	=	=	90%
Alumetal	=	+	=	-	-	=	=	=	+	+	+	+	+	85%
Amica	-	+	+	+	=	=	+	=	+	=	+	-	+	85%
Apator	=	+	=	+	=	=	+	-	=	+	=	=	=	92%
Astarta							-	+	+	-	+	+	-	57%
Boryszew	-	=	-	-	-	=	-	-	-	=	-	=	-	31%
Cognor	+	+	=	-	-	+	-	-	+	+	+	+	+	69%
Famur	+	+	+	+	+	+	-	-	=	+	+	=	=	85%
Forte	=	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+	+	77%
Grupa Kęty	=	+	=	=	=	=	=	+	+	+	=	+	+	100%
Kernel	=	-	+	+	-	=	+	+	+	+	+	+	+	85%
Mangata	+	+	+	-	+	=	=	+	-	+	-	+	+	77%
Mo-BRUK												=	+	100%
PKP Cargo	=	+	+	-	=	-	-	-	-	+	=	=	+	62%
Stalprodukt					-	-	-	-	=	+	+	+	+	56%
E-commerce														
Allegro											=	+	+	100%
Vercom														
Handel														
TIM				+	+	+	-	=	=	+	+	+	+	90%

vs. r/r	2018 2Q	2018 3Q	2018 4Q	2019 1Q	2019 2Q	2019 3Q	2019 4Q	2020 1Q	2020 2Q	2020 3Q	2020 4Q	2021 1Q	2021 2Q	+/=
Finanse														
Alior Bank	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	38%
BNP Paribas	+	+	-	+	+	-	+	-	=	+	+	+	-	69%
Handlowy	+	-	-	-	-	-	+	-	-	=	-	+	-	31%
ING BSK	=	=	+	=	+	+	=	-	-	+	-	+	+	77%
Millennium	+	+	+	=	-	=	-	-	-	-	-	-	-	38%
Pekao	=	+	-	-	+	+	=	-	-	-	-	+	+	54%
PKO BP	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	+	62%
Santander BP	=	-	+	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	23%
Komercni	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	46%
Moneta	-	+	+	-	+	+	=	+	-	-	-	-	+	54%
Erste Group	+	+	+	+	-	+	=	-	-	-	-	+	+	62%
RBI	=	+	-	-	=	-	+	-	-	-	+	+	+	54%
OTP Bank	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	+	69%
PZU	+	+	=	+	-	-	+	-	-	=	-	+	=	62%
Kruk	=	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	+	+	54%
GPW	+	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	=	54%
Chemia														
Ciech	=	-	-	-	=	+	+	-	+	+	-	+	+	62%
Grupa Azoty	-	-	-	+	+	+	=	-	+	-	+	-	-	46%
Surowce														
JSW	=	=	-	-	=	-	-	-	-	-	-	+	+	38%
KGHM	+	-	=	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	69%
Paliwa														
Lotos	+	=	+	+	=	=	-	+	-	-	-	-	+	62%
MOL	-	+	+	-	=	=	-	+	-	-	-	=	+	54%
PGNiG	+	+	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	69%
PKN Orlen	-	-	+	=	+	+	-	+	-	-	+	-	+	54%
Energetyka														
CEZ	-	+	=	+	+	=	+	+	-	=	-	-	+	69%
Enea	-	=	-	+	+	+	+	+	+	-	=	=	=	77%
PGE	+	+	-	-	-	+	+	=	-	=	-	+	+	62%
Polenergia	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	69%
Tauron	-	-	-	+	-	+	+	=	+	+	+	+	+	69%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	-	=	=	=	=	=	=	=	-	+	+	+	+	85%
Orange PL	-	+	+	=	=	+	+	+	=	=	=	+	+	92%
Media														
Agora	-	+	+	+	-	+	+	+	-	-	-	-		50%
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	+	77%
IT														
Ailleron	+	-	-	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	62%
Asseco BS	+	+	+	+	-	+	+	=	=	=	+	=	=	92%
Asseco PL	+	+	+	+	-	+	-	+	+	+	+	+	+	85%
Asseco SEE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	-	+	-	+	-	-	+	-	+	+	+	-		50%
Comarch	+	+	+	+	-	+	+	+	+	=	+	=		92%
Sygnity	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	-	-		75%
Przemysł														
AC	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	+	46%
Alumetal	+	+	-	-	-	-	=	+	-	+	+	+	+	62%
Amica	+	+	+	=	+	+	+	-	+	+	+	+	+	92%
Apator	+	=	+	+	-	-	-	=	=	+	+	=	-	69%
Astarta	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	-	+	46%
Boryszew	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	+	+	23%
Cognor	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	+	+	+	54%
Famur	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	38%
Forte	+	-	+	+	-	+	+	+	-	+	+	+	+	77%
Grupa Kęty	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Kernel	+	+	+	-	+	=	-	+	+	+	+	+	-	77%
Mangata	+	+	=	+	=	-	=	-	-	-	+	+	+	69%
Mo-BRUK	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
PKP Cargo	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	=	+	+	54%
Stalprodukt	-	-	-	-	-	-	=	-	-	+	+	+	+	38%
E-commerce														
Allegro										+	+	+	+	100%
Vercom													+	100%
Handel														
TIM	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%

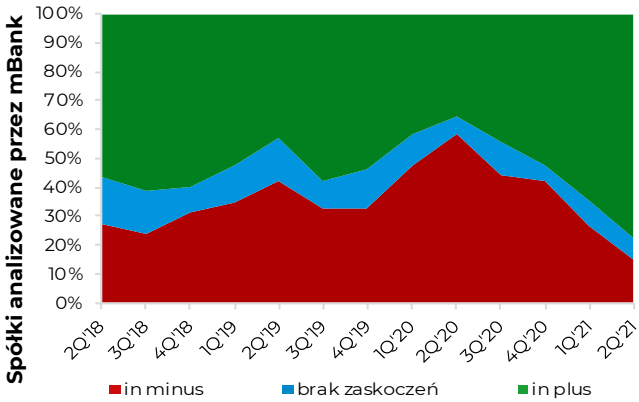
* [+/=] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaraportowała wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank; 2Q'21 r/r – prognoza mBanku

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów

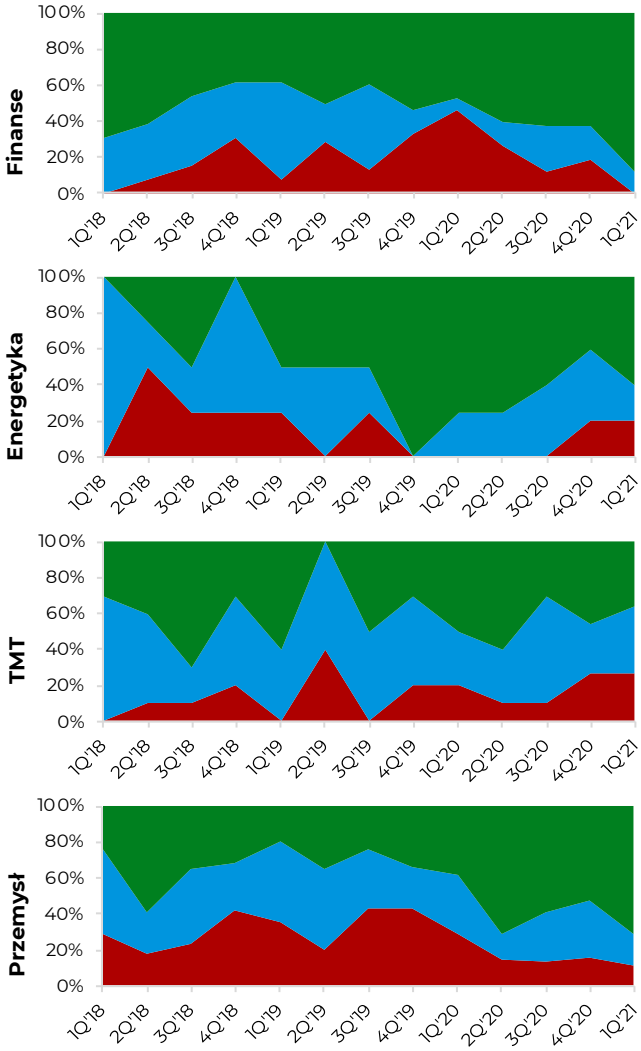
vs. konsensus



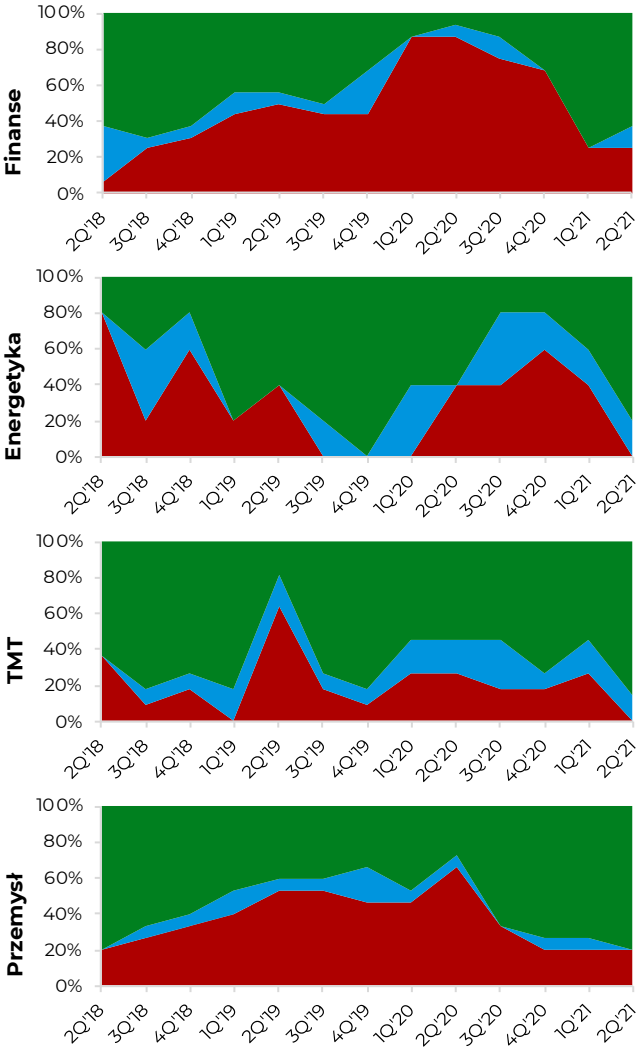
vs. r/r



Wyniki sektorów vs. konsensus



Wyniki sektorów vs. r/r



Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2021	P/E 2022	EV/EBITDA 2021	EV/EBITDA 2022
Finanse						**+7,0%**	**12,4**	**11,4**	**-**	**-**
Alior Bank	akumuluj	2021-05-07	28,80	30,00	35,11	-14,6%	18,4	13,5	-	-
BNP Paribas Polska	kupuj	2021-04-19	66,60	90,00	66,40	+35,5%	16,2	5,7	-	-
Handlowy	akumuluj	2021-04-19	43,25	49,50	45,25	+9,4%	8,1	13,3	-	-
ING BSK	akumuluj	2021-05-07	176,40	190,00	187,40	+1,4%	14,4	13,5	-	-
Millennium	trzymaj	2021-04-19	3,80	4,20	4,75	-11,6%	-	9,2	-	-
Pekao	kupuj	2021-04-19	76,24	102,00	91,90	+11,0%	16,7	11,4	-	-
PKO BP	kupuj	2021-04-23	32,91	40,66	37,36	+8,8%	10,7	10,7	-	-
Santander Bank Polska	kupuj	2021-04-19	211,80	283,70	242,80	+16,8%	-	11,3	-	-
Komercni Banka	akumuluj	2021-07-06	779,00	804,77 CZK	781,00	+3,0%	15,8	11,5	-	-
Moneta Money Bank	kupuj	2021-04-09	78,20	95,50 CZK	85,00	+12,4%	14,8	11,6	-	-
Erste Group	akumuluj	2021-07-06	31,57	34,06 EUR	32,25	+5,6%	10,5	8,8	-	-
RBI	akumuluj	2021-04-09	18,52	21,00 EUR	19,21	+9,3%	10,0	8,5	-	-
OTP Bank	trzymaj	2021-06-02	15 865	15 143 HUF	15 625	-3,1%	10,6	9,6	-	-
PZU	akumuluj	2021-06-02	37,29	40,63	36,89	+10,1%	10,0	10,0	-	-
Kruk	akumuluj	2021-07-06	267,00	288,46	301,00	-4,2%	12,7	12,3	-	-
GPW	trzymaj	2021-04-09	45,76	44,48	45,26	-1,7%	12,0	12,8	-	-
Chemia						**+8,0%**	**9,9**	**55,8**	**6,2**	**7,8**
Ciech	trzymaj	2021-06-02	46,70	47,47	48,55	-2,2%	10,9	11,5	5,8	5,7
Grupa Azoty	trzymaj	2021-05-07	37,68	34,74	30,10	+15,4%	9,0	100,0	6,6	10,0
Surowce						**+28,4%**	**6,1**	**6,6**	**2,8**	**2,6**
JSW	kupuj	2021-04-09	31,88	48,09	33,32	+44,3%	6,0	6,4	2,2	2,0
KGHM	kupuj	2021-06-02	208,80	245,39	193,90	+26,6%	6,2	6,7	3,4	3,3
Paliwa						**+15,0%**	**7,8**	**15,9**	**4,1**	**4,6**
Lotos	akumuluj	2021-07-06	54,40	60,75	51,18	+18,7%	11,3	15,7	4,7	4,7
MOL	kupuj	2021-07-06	2 378	2 816 HUF	2 348	+19,9%	7,3	16,1	3,6	4,5
PGNiG	akumuluj	2021-07-06	6,58	7,45	6,15	+21,1%	8,3	9,0	3,5	3,4
PKN Orlen	redukuj	2021-07-06	77,80	70,59	70,34	+0,4%	7,3	22,7	4,6	6,7
Energetyka						**+21,6%**	**8,9**	**14,7**	**4,8**	**5,0**
CEZ	kupuj	2021-07-06	598,00	722,14 CZK	591,00	+22,2%	17,5	14,7	7,6	7,3
Enea	zawieszona	2021-06-02	8,76	-	8,40	-	3,4	4,1	3,2	2,9
PGE	zawieszona	2021-06-02	9,94	-	8,65	-	8,9	39,1	3,1	3,3
Polenergia	trzymaj	2021-06-02	70,20	78,59	71,00	+10,7%	26,9	27,8	14,1	13,9
Tauron	zawieszona	2021-06-02	3,40	-	3,25	-	4,3	6,0	4,8	5,0
Telekomunikacja						**-6,4%**	**24,0**	**17,7**	**6,3**	**6,2**
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-12-08	27,84	27,90	32,72	-14,7%	14,0	13,5	7,6	7,5
Netia	zawieszona	2021-07-06	6,92	-	6,94	-	-	-	-	-
Orange Polska	kupuj	2020-12-08	6,52	8,20	7,64	+7,4%	33,9	21,9	5,0	4,8
Media						**+3,4%**	**26,3**	**22,0**	**13,4**	**10,0**
Agora	trzymaj	2021-07-06	10,40	10,60	9,48	+11,8%	-	-	13,4	8,4
Wirtualna Polska	kupuj	2021-05-06	99,20	126,00	123,20	+2,3%	26,3	22,0	13,4	11,5
IT						**+0,5%**	**16,7**	**15,7**	**7,7**	**4,8**
Ailleron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	12,75	-	19,8	-	7,1	-
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	36,40	-	15,8	-	10,3	-
Asseco Poland	kupuj	2020-09-02	70,20	80,70	79,60	+1,4%	16,7	15,7	5,0	4,8
Asseco SEE	przeważaj	2020-08-07	43,70	-	38,60	-	15,3	-	7,7	-
Atende	przeważaj	2020-11-27	3,44	-	5,04	-	17,1	-	8,1	-
Comarch	kupuj	2021-03-30	219,00	267,00	280,00	-4,6%	20,6	20,0	8,2	7,9
Sygnity	trzymaj	2021-03-18	11,10	11,60	9,64	+20,3%	4,7	8,3	4,0	4,6
Gaming						**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
11 bit studios	zawieszona	2021-05-07	501,00	-	497,20	-	-	-	-	-
CD Projekt	zawieszona	2021-05-07	156,52	-	184,00	-	-	-	-	-
PlayWay	zawieszona	2021-05-07	430,20	-	454,60	-	-	-	-	-
Ten Square Games	zawieszona	2021-05-07	420,00	-	530,00	-	-	-	-	-
Przemysł						**+17,4%**	**9,8**	**11,1**	**5,6**	**6,4**
AC	przeważaj	2021-04-29	37,00	-	37,20	-	14,3	12,1	9,3	8,1
Alumetal	równoważ	2021-05-31	68,00	-	59,60	-	7,2	10,9	5,6	8,1
Amica	niedoważaj	2021-04-09	153,20	-	154,80	-	11,3	11,2	6,4	6,4
Apator	równoważ	2021-04-29	23,90	-	24,00	-	9,1	12,5	5,5	7,1
Astarta	przeważaj	2021-04-26	38,20	-	45,30	-	2,5	3,2	1,8	1,7
Boryszew	równoważ	2021-05-31	3,29	-	3,40	-	20,8	14,0	7,1	6,1
Cognor	kupuj	2021-06-18	3,57	4,30	3,69	+16,5%	5,0	7,5	3,2	4,1
Famur	trzymaj	2021-04-09	2,53	2,50	2,28	+9,6%	10,3	12,4	2,2	1,9
Forte	równoważ	2021-05-31	59,90	-	58,80	-	13,3	12,1	8,0	7,9
Grupa Kęty	trzymaj	2021-07-06	679,00	599,16	700,00	-14,4%	13,2	15,2	9,2	10,4
Kernel	kupuj	2021-07-06	54,10	75,85	49,50	+53,2%	3,0	3,5	2,9	3,2
Mangata	równoważ	2021-05-31	87,80	-	72,00	-	9,3	9,9	6,3	6,5
Mo-BRUK	kupuj	2021-07-06	326,00	379,61	324,00	+17,2%	11,7	11,1	8,4	7,8
PKP Cargo	sprzedaj	2021-04-09	19,08	16,21	18,70	-13,3%	-	-	4,4	3,9
Stalprodukt	trzymaj	2021-06-02	382,00	403,06	359,00	+12,3%	8,0	11,1	3,7	4,1
E-commerce						**-25,2%**	**50,3**	**40,0**	**30,3**	**24,9**
Allegro	sprzedaj	2020-11-18	67,89	54,00	72,90	-25,9%	69,1	55,6	39,0	33,2
Answear	zawieszona	2021-05-07	32,01	-	31,90	-	-	-	-	-
Vercom	akumuluj	2021-07-09	54,20	59,30	52,70	+12,5%	31,4	24,3	21,7	16,5
Handel						**+0,0%**	**20,9**	**21,4**	**11,7**	**11,7**
AmRest	zawieszona	2020-12-08	25,80	-	26,54	-	-	-	-	-
CCC	zawieszona	2021-05-07	111,80	-	125,10	-	-	-	-	-
Dino	zawieszona	2021-05-07	247,30	-	299,40	-	-	-	-	-
Eurocash	zawieszona	2021-05-07	14,32	-	12,23	-	-	-	-	-
Jeronimo Martins	zawieszona	2021-05-07	15,38	-	16,57	-	-	-	-	-
LPP	zawieszona	2021-05-07	10 640,00	-	13 470,00	-	-	-	-	-
TIM	przeważaj	2020-12-08	18,90	-	37,35	-	20,9	21,4	11,7	11,7
VRG	zawieszona	2021-07-06	3,64	-	3,67	-	-	-	-	-

Banki

Banki dwóch prędkości

- Chociaż operacyjnie większość banków wygląda bardzo dobrze, to rezerwy CHF odróżniają zwycięzców od przegranych w 2Q.

Alior Bank Michał Konarski		akumuluj 30,00 PLN			wyniki: 04-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	681	670	2%	-6%	49%
wynik prowizyjny	181	178	2%	17%	52%
WNDB	922	914	1%	1%	49%
koszty operacyjne	384	418	-8%	-3%	47%
saldo rezerw	-263	-244	8%	-73%	36%
zysk netto	115	108	6%	n.m	90%

- Spodziewamy się, że momentum linii przychodowych trochę wyhamuje. NII oraz wynik prowizyjny powinny rosnąć około 2% q/q.
- Cały czas pozytywnie powinien zaskakiwać CoR, który szacujemy na 168 p.b., czyli zdecydowanie poniżej obowiązującego guidance zarządu (<220 p.b.).
- Dobre wyniki mogą wywołać podwyższenie oczekiwań rynkowych na 2021 rok.

BNP Paribas BP Michał Konarski		kupuj 90,00 PLN			wyniki: 12-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	758	733	2%	-2%	50%
wynik prowizyjny	255	247	3%	27%	50%
WNDB	1 252	1 222	3%	1%	49%
koszty operacyjne	481	567	-15%	0%	36%
saldo rezerw	-85	-60	41%	-58%	32%
reserwy CHF	-187	-72	160%	1124%	47%
zysk netto	131	164	-19%	-39%	48%

- Wynik obciążony rezerwami na ryzyko CHF (186,5 mln PLN).
- Spodziewamy się wzrostu głównych linii przychodowych dzięki czemu WNDB zanotuje wzrost 3% q/q.
- Oczekujemy CoR na niskim poziomie 42 p.b., kwartalny wzrost jest podyktowany brakiem pozytywnych zdarzeń jednorazowych, które miały miejsce w 1Q.
- Bez rezerwy na kredyty CHF oceniamy wyniki BNP bardzo dobrze, ale przystąpienie do programu ugód może być koniecznie, aby odblokować potencjał na przyszłość.

Handlowy Michał Konarski		akumuluj 49,50 PLN			wyniki: 20-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	154	197	-22%	-42%	39%
wynik prowizyjny	150	172	-13%	21%	54%
WNDB	433	940	-54%	-25%	57%
koszty operacyjne	283	362	-22%	-5%	-53%
saldo rezerw	-11	-6	79%	-90%	-13%
zysk netto	74	395	-81%	-18%	64%

- Oczekujemy dalszego spadku wyniku odsetkowego o 22% q/q, co jest spowodowane oportunistycznym podejściem do odbudowy portfela obligacji.
- Wynik z prowizji utrzyma się na wysokim poziomie, chociaż będzie niższy o 13% q/q z powodu braku zdarzeń jednorazowych w działalności brokerskiej.
- Największym obecnym problemem Handlowego jest odbudowanie rentowności portfela obligacji.

ING BSK Michał Konarski		akumuluj 190,00 PLN			wyniki: 06-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	1 170	1 142	3%	6%	49%
wynik prowizyjny	436	428	2%	27%	55%
WNDB	1 636	1 596	3%	8%	50%
koszty operacyjne	692	821	-16%	8%	54%
saldo rezerw	-99	-129	-23%	-67%	33%
reserwy CHF	0	0	n.m	-100%	0%
zysk netto	534	386	38%	69%	54%

- Spodziewamy się wyniku na poziomie 534 mln PLN, co oznacza wzrost +38% q/q i 69% r/r. WNDB rośnie o 3% q/q, zarówno dzięki lepszemu NII (+3%), jak i wynikowi prowizyjnemu (+2%).
- Niższe saldo rezerw (-23% q/q) łączymy częściowo ze zmianami modelowymi, jakość portfela pozostaje na wysokim poziomie.
- Spodziewamy się bardzo dobrego wyniku na wszystkich liniach, co pokazuje duży potencjał banku.

Pekao Michał Konarski		kupuj 102,00 PLN			wyniki: 04-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	1 376	1 334	3%	1%	50%
wynik prowizyjny	653	616	6%	15%	51%
WNDB	2 122	2 002	6%	4%	50%
koszty operacyjne	998	1 247	-20%	14%	57%
saldo rezerw	-165	-175	-5%	-64%	32%
reserwy CHF	0	-2	n.m.	n.m.	1%
zysk netto	559	246	127%	56%	56%

- Rosnące wolumeny oraz dłuższy kwartał sprawią, że NII wzrośnie o 3%, zaś poprawiająca się transakcyjność i sprzedaż kredytów pozytywnie wpłyną na wynik prowizyjny (6% q/q).
- Oczekujemy dalszej poprawy salda rezerw o 5% q/q oraz 64% r/r. Koszt ryzyka powinien kształtować się na poziomie 40 p.b.
- Wyniki oceniamy pozytywnie, chociaż spodziewalibyśmy się niższej bazy kosztowej.

PKO BP Michał Konarski		kupuj 40,66 PLN			wyniki: 12-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	2 383	2 312	3%	-6%	47%
wynik prowizyjny	1 076	1 044	3%	18%	51%
WNDB	3 824	3 629	5%	6%	50%
koszty operacyjne	1 417	1 655	-14%	0%	50%
saldo rezerw	-350	-184	90%	-35%	29%
reserwy CHF	0	0	n.m.	-100%	n.m.
zysk netto	1 221	1 177	4%	52%	55%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Silny wynik NII (+3% q/q), prowizyjny (+3%) oraz pozytywne zdarzenia jednorazowe w działalności handlowej przełożą się na silną dynamikę WNDB (+5%).
- Saldo rezerw powinno się normalizować po nietypowym 1Q, przez co spodziewamy się CoR na poziomie 60 p.b.
- Oczekujemy dobrych wyników, które będą wzmacniać siłę banku i pozycję startową przed ewentualnymi podwyżkami stóp procentowych.

Mocny region

- Dobra jakość aktywów oraz rosnące wolumeny będą głównie napędzać wyniki w 2Q. Rozpoczęty cykl podwyżek w regionie daje nadzieję na poprawę przyszłej rentowności.

Santander BP Michał Konarski		kupuj 283,70 PLN			wyniki: 28-07-2021
(mln PLN)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	1 410	1 377	2%	-3%	48%
wynik prowizyjny	590	611	-3%	20%	53%
WNDB	2 252	2 125	6%	8%	50%
koszty operacyjne	882	1 020	-13%	8%	53%
saldo rezerw	-328	-363	-10%	-32%	49%
reserwy CHF	-518	-221	135%	712%	27%
zysk netto	112	152	-26%	-63%	n.m

- Wynik znajdzie się pod wpływem zdarzeń jednorazowych. Z jednej strony bank zaksięguje 518 mln PLN rezerwy na kredyty CHF, z drugiej oczekujemy dywidendy z Aviva (130 mln PLN).
- Wynik odsetkowy powinien rosnąć 2% q/q na wolumenach i dłuższym kwartale.
- Dobrze oceniamy jakość aktywów, jednakże bez rozwiązania kwestii CHF nad przyszłymi wynikami będzie ciążyła niepewność.

Komercni Banka Michał Konarski		akumuluj 804,77 PLN			wyniki: 03-08-2021
(mln CZK)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	5 059	5 004	1%	1%	47%
wynik prowizyjny	1 415	1 374	3%	11%	50%
WNDB	7 348	7 422	-1%	1%	49%
koszty operacyjne	3 403	4 341	-22%	-4%	51%
saldo rezerw	-352	-586	-40%	-78%	25%
zysk netto	2 903	1 997	45%	63%	53%

- Oczekujemy lekkiego wzrostu wyniku odsetkowego (+1% q/q i r/r) dzięki wolumenom.
- Wynik prowizyjny wzrośnie o 3% q/q i 11% r/r ze względu na zniesienie restrykcji i wzrost transakcyjności.
- Komercni może zaskoczyć na linii kosztu ryzyka, która może być nawet lepsza od naszej niskiej prognozy. Pamiętamy, że wynik odsetkowy zaraz powinien być wsparty przez serię podwyżek stóp.

Moneta Money Michał Konarski		kupuj 95,50 PLN			wyniki: 29-07-2021
(mln CZK)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	2 094	2 074	1%	1%	49%
wynik prowizyjny	500	499	0%	9%	51%
WNDB	2 708	2 682	1%	-27%	48%
koszty operacyjne	-1 306	-1 509	-13%	0%	52%
saldo rezerw	-355	-418	-15%	-81%	34%
zysk netto	835	598	40%	78%	49%

- Wyniki wsparte będą przez sprzedaż NPL na poziomie około 70 mln CZK.
- Koszty operacyjne spadną o blisko 14% q/q ze względu na brak opłaty restrukturyzacyjnej księgowanej w całości w Q1.
- Wyniki są zgodne z naszą prognozą roczną jednak przy pierwszych efektach podwyżek stóp może nastąpić ich pozytywna rewizja. Pozytywnie wyróżnia się saldo rezerw, które po 1H stanowi zaledwie 34% naszej prognozy rocznej.

Erste Group Michał Konarski		akumuluj 34,06 PLN			wyniki: 30-07-2021
(mln EUR)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	1 262	1 180	7%	8%	51%
wynik prowizyjny	536	521	3%	18%	51%
WNDB	1 861	1 763	6%	5%	51%
koszty operacyjne	1 012	1 117	-9%	1%	51%
saldo rezerw	-49	-97	-50%	-92%	19%
zysk netto	536	311	72%	816%	64%

- Pozytywnie powinien zaskoczyć wynik odsetkowy dzięki rosnącym wolumenom oraz osłabieniu korony czeskiej o ponad 2%.
- Saldo rezerw spadnie aż o 50% q/q. Oznacza to, że jakość aktywów Erste pozostaje na bardzo wysokim poziomie.
- Uważamy, że wyniki powinny być odebrane pozytywnie, a szczególnie pozytywnie może zaskoczyć koszt ryzyka, który po 1H może stanowić zaledwie 19% naszej prognozy rocznej.

RBI Michał Konarski		akumuluj 21,00 PLN			wyniki: 30-07-2021
(mln EUR)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	790	767	3%	-4%	49%
wynik prowizyjny	460	434	6%	17%	50%
WNDB	1 270	1 215	5%	2%	50%
koszty operacyjne	782	1 045	-25%	-3%	60%
saldo rezerw	-90	-79	15%	-43%	20%
zysk netto	278	216	29%	45%	78%

- Wyniki będą pod wpływem odpisów na kredyty frankowe w Polsce (77 mln EUR)
- Prognozujemy, że saldo rezerw wzrośnie do 90 mln EUR (+15% q/q) głównie za sprawą kredytów CHF. Pozostały koszt ryzyka powinien być lepszy od oczekiwań.
- Generalnie odczytujemy wyniki 2Q pozytywnie. RBI w 1H wypełni aż 78% naszej prognozy rocznej, ale oczekujemy w 2H'21 znacząco wyższych rezerw frankowych.

OTP Bank Michał Konarski		trzymaj 15 143,00 PLN			wyniki: 12-08-2021
(mld HUF)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	212	203	5%	9%	51%
wynik prowizyjny	79	72	9%	18%	49%
WNDB	317	301	5%	11%	51%
koszty operacyjne	-157	-154	2%	3%	49%
saldo rezerw	-9	-9	1%	-78%	12%
zysk netto	121	93	9%	54%	54%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Oczekujemy wzrostu wyniku odsetkowego aż o 5% q/q, a prowizyjnego o +9% q/q (+18% r/r).
- Wyniki napędzane będą przez rosnące wolumeny kredytowe i stabilną marżę odsetkową.
- Relatywnie niskie zdarzenia jednorazowe (-7 mld HUF).
- Koszty ryzyka (8,6 mld HUF) powinny utrzymać się na niskim poziomie z 1Q.
- Wyniki za 1H stanowią aż 54% naszej prognozy rocznej.

Finanse

Kruk znowu zaskoczy

- Kruk znowu pokaże bardzo mocne wyniki i wykona aż 64% naszej prognozy rocznej. Zwiastuje to kolejne rewizje prognoz naszych jak i rynkowych.

PZU Michał Konarski		akumuluj 40,63 PLN			wyniki: 26-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
skł. przyp. Brutto	6 152	6 148	0%	4%	50%
ubezp. majątkowe	3 915	3 927	0%	22%	51%
ubezp. na życie	2 237	2 244	0%	7%	50%
odszkodowania	-4 090	-3 926	4%	11%	50%
koszty	-1 327	-1 261	5%	10%	50%
wynik bankowy	915	572	60%	-12%	58%
wynik techniczny	338	499	-32%	-45%	35%
wynik inwestycyjny	622	758	-18%	224%	86%
zysk brutto	1 702	1 626	5%	0%	55%
zysk netto	796	897	-11%	3%	53%

Kruk Michał Konarski		akumuluj 288,46 PLN			wyniki: 08-09-2021
(mln PLN)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
przychody ogółem	416,8	382,3	9%	62%	54%
zakup wierzyt.	373,6	340,6	10%	67%	55%
inkaso	15,0	14,8	1%	17%	52%
koszty pośr. i bezp.	157,7	145,4	8%	3%	49%
marża pośrednia	259,0	236,9	9%	149%	58%
zysk operacyjny	196,2	181,2	8%	230%	63%
zysk brutto	168,5	151,3	11%	364%	63%
zysk netto	160,1	127,2	26%	274%	64%

GPW Mikołaj Lemańczyk		trzymaj 44,48 PLN			wyniki: 16-09-2021
(mln PLN)	2Q'21P	1Q'21	q/q	r/r	YTD*
przychody	100,2	112,3	-11%	-2%	54%
EBITDA	53,6	64,4	-17%	14%	50%
marża EBITDA	53,5%	57,4%	n.a	n.a	n.a
EBIT	47,6	44,8	6%	-12%	49%
zysk netto	41,5	38,7	7%	-5%	51%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

Solidny kwartał PZU

- Powoli poprawiająca się szkodowość w życiu i zaskakujący brak negatywnej sezonowości w składce przełożą się na kolejny solidny kwartał i duże szanse na wzrost konsensusu.

- Oczekujemy spadku wyniku netto q/q o 11% do 796 mln PLN. Poprawa wyników Aliora oraz Pekao w 2Q będzie niewystraczająca, aby pokryć jednorazowy zysk na akcjach InPost z 1Q'21.
- Po 1H'21 wyniki PZU na linii składki przypisanej brutto, odszkodowań i kosztów są zgodne z naszymi całorocznymi prognozami (50% realizacji).
- Oczekujemy, że odszkodowania w 2Q wzrosną o 4% q/q, ale głównie za sprawą produktów inwestycyjnych. Poprawa w segmencie życia będzie kosmetyczna.
- Po 1H PZU realizuje 53% naszej prognozy rocznej, co zwiastuje ich podwyżki.

- Rekordowo wysokie spłaty (554 mln PLN) powinny się przełożyć na bardzo dobre przychody z długu kupionego (374 mln PLN, +13% q/q).
- Oczekujemy, że koszty pośrednie i bezpośrednie wzrosną o 8,5% q/q wobec przychodów +9,5%. Wzrost kosztów G&A prognozujemy na poziomie 23% q/q.
- Ze względu na sprzyjający kurs EUR/PLN oczekujemy lekkiego spadku kosztów finansowych o 7% q/q.
- Kruk w 1H'21 powinien wykonać aż 64% naszej prognozy rocznej, co zwiastuje rewizje założeń.

- Niższe obroty na rynku finansowym odpowiadają za spadek przychodów o 11% q/q.
- Koszty powinny spaść o 21% q/q, ale wzrosnąć o 17% r/r. Z jednej strony jest to efekt braku typowej dla 1Q opłaty na KNF, a z drugiej mamy do czynienia ze spodziewaną inflacją bazy kosztowej.
- Spółka weszła w okres wysokiej bazy r/r.

Chemia

Presja kosztowa w Grupie Azoty

- Rosnące ceny gazu ziemnego i certyfikatów CO_2 ciążyć będą w 2Q'21 Grupie Azoty. Po IH'21 istnieje ryzyko korekty w dół całorocznych prognoz.

Ciech Jakub Szkopek		trzymaj 47,47 PLN			wyniki: 23-09-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	832,6	623,5	34%	3 323,1	51%
EBITDA	174,9	135,2	29%	707,6	56%
EBITDA skor.	175,9	138,1	27%	658,6	62%
marża EBITDA	21,0%	21,7%		18,7%	
EBIT	86,9	53,4	63%	342,7	65%
zysk netto	50,8	-4,7	-	234,8	100%

Grupa Azoty Jakub Szkopek		trzymaj 34,74 PLN			wyniki: 09-09-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	3 281,8	2 268,9	45%	12 954	51%
EBITDA	276,4	315,1	-12%	1 378,8	49%
EBITDA skor.	276,4	243,6	13%	1 378,8	50%
marża EBITDA	8,4%	10,7%		10,6%	
EBIT	84,4	124,3	-32%	593,7	50%
zysk netto	29,4	44,2	-33%	332,7	35%

Ciech korzysta na niskiej bazie i ożywieniu

- Grupa Ciech w 2Q'21 będzie beneficjentem odbicia koniunktury w segmentach pianek i środków ochrony roślin oraz niskiej bazy w segmencie sody.

- W 2Q'21 oczekujemy, że wszystkie segmenty operacyjne poprawią r/r wyniki finansowe. W zakresie sody oczekujemy 13% r/r dynamiki wzrostu wolumenów sprzedaży i wyższych wyników EBITDA w ujęciu r/r i q/q. Ponownie bardzo dobry kwartał ma za sobą segment organiki (głównie pianki).
- Po wynikach za IH'21 rynek może według nas oczekiwać, że całoroczna EBITDA zbliży się do górnej granicy przedziału oficjalnej prognozy Zarządu (700-735 mln PLN).

- W 2Q'21 naszym zdaniem Grupa Azoty zanotuje spadek r/r nominalnych wyników mimo dobrego otoczenia w segmencie nawozowym (rosnące ceny), tworzyw sztucznych (wzrost cen CAP i PA6) oraz produktów chemicznych (eksplozja cen alkoholi OXO).
- W kontekście ponad 50% r/r poprawy EBITDA spółki Yara w Europie w 2Q'21, inwestorzy mogą negatywnie ocenić wyniki polskiego producenta nawozów.

Surowce

Dobre momentum wynikowe JSW

- Oczekujemy rosnących, kolejny kwartał z rzędu, wyników w JSW oraz dobrych perspektyw na 2H'21.

JSW Jakub Szkopek		kupuj 48,09 PLN			wyniki: 19-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	2 046	1 488	38%	9 553	42%
EBITDA skor.	164	-116	-	2 093	13%
EBITDA	164	-627	-	2 093	13%
marża EBITDA	8,0%	-42,1%		21,9%	-
EBIT	-121	-889	-	935	-34%
zysk netto	-111	-765	-	652	-46%

KGHM Jakub Szkopek		kupuj 245,39 PLN			wyniki: 17-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	8 264	5 649	46%	32 865	46%
EBITDA skor.	2 708	1 522	78%	10 815	49%
marża EBITDA	32,8%	26,9%		15,4%	
EBIT skor.	2 108	1 052	100%	8 723	47%
zysk netto skor.	1 199	10	-	6 284	41%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

KGHM wciąż na fali

- Wyniki KGHM po IH'21 mogą sugerować lekką rewizję całorocznych prognoz w górę. Spółka powinna kontynuować oddłużanie bilansu.

- Poprawa r/r produkcji i sprzedaży węgla koksującego i koksu przekładać się naszym zdaniem będzie na dynamiczną poprawę wyników z niskiej bazy 2020 roku.
- Zakładamy, że rynek może pozytywnie ocenić perspektywy 3Q'21, w którym bazując na bieżących cenach, Spółka może wypracować 600-700 mln PLN EBITDA.

- Dane wolumenowe implikują, że w 2Q'21 KGHM zwiększył wolumen sprzedaży miedzi o 2% r/r, a zmniejszył srebra i złota (o odpowiednio -7% r/r oraz -24% r/r). Spółce w 2Q'21 sprzyjały wyższe o 65% r/r ceny miedzi (w PLN), srebra (o 48% r/r) oraz molibdenu (o 80% r/r).
- Po IH'21 nasza całoroczna prognoza będzie wykonana w około 49% na poziomie EBITDA i 41% wyniku netto.

Paliwa

Baza odniesienia dla wyników sektora jest zaniżona przez załamanie rynku związane z COVID-19, stąd poprawa r/r na poziomie EBITDA będzie znacząca, szczególnie w obszarze wydobywczym. Pomagają także rekordowe marże w petrochemii oraz odbudowa wolumenów w detalu. Wykonanie naszych rocznych prognoz sięgnie po 6M około 54%, a najlepiej pod tym względem będzie wyglądać Lotos i MOL (spółka najlepiej spozycjonowana na obecne makro).

Lotos		**akumuluj**			**wyniki:**
Kamil Kliszcz		**60,75 PLN**			**12-08-2021**
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	7 553	4 246	78%	28 115	48%
skor. EBITDA LIFO	577	421	37%	1 877	59%
efekt LIFO	167	406	-59%	692	-
EBITDA	679	23	-	2 530	64%
EBIT	405	-249	-	1 467	73%
dział. finansowa	8	20	-	-289	-
zysk netto	301	-76	-	839	78%

- W rafinerii EBITDA LIFO powinna być tylko nieznacznie niższa r/r (298 mln PLN vs 335 mln PLN) pomimo niższej marży modelowej z uwagi na wyższe wolumeny oraz rekordowe marże na olejach bazowych. Efekt LIFO szacujemy na +166 mln PLN.
- W detalu EBITDA +12% r/r (wolumeny i marża pozapaliwowa powinny kompensować niższe marże na paliwach).
- W wydobyciu zakładamy 9% spadek wolumenów, ale wysokie ceny pozwolą na wzrost EBITDA do 223 mln PLN.

MOL		**kupuj**			**wyniki:**
Kamil Kliszcz		**2 816 HUF**			**06-08-2021**
(mld HUF)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	1347,5	812,6	66%	5259,2	47%
skor. EBITDA LIFO	252,5	113,9	122%	800,8	56%
efekt LIFO	-16,9	-2,7	-	45,1	-
EBITDA	261,9	122,8	113%	845,9	59%
EBIT	140,8	-8,1	-	361,2	70%
dział. finansowa	7,3	-13,5	-	-15,7	4%
zysk netto	119,9	-41,5	-	251,4	84%

- W segm. wydobywczym wysokie ceny ropy i gazu zapewnią wzrost wyniku z 35 mld HUF do 99 mld HUF.
- W rafinerii EBITDA powinna wzrosnąć do 40 mld HUF z 7 mld HUF przed rokiem (wolumeny + marże). Segment petrochemiczny w otoczeniu rekordowych marż powinien dołożyć jeszcze 76 mld HUF vs 30 mld HUF rok wcześniej.
- W detalu zakładamy utrzymanie trendów i wzrost EBITDA o 15%. W segm. gazowym zakładamy spadek EBITDA o 51% z/w na ubytek wolumenów z Serbii, taryfy i wyższe koszty.

PGNiG		**akumuluj**			**wyniki:**
Kamil Kliszcz		**7,45 PLN**			**02-09-2021**
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	11 636	7 282	60%	52 330	50%
skor. EBITDA	2 191	1 331	65%	10 534	53%
EBITDA	2 091	7 274	-71%	10 359	53%
EBIT	1 241	6 449	-81%	6 488	57%
dział. finansowa	-18	-68	-	-44	-
zysk netto	917	5 141	-82%	4 294	62%

- W obszarze wydobycia skor. EBITDA wzrośnie ponad 3x (1,4 mld PLN) z/w na wyższe ceny ropy i gazu. Odpisy na nieudane odwierty szacujemy na 100 mln PLN.
- W obrocie EBITDA będzie wyraźnie niższa r/r (-88%) przez koszty zakupu gazu (w ramach Grupy) i wyższy udział drogich zakupów spotowych. W dystrybucji zakładamy wzrost EBITDA z 0,4 mld PLN do 0,6 mld PLN (wolumeny).
- W cieple wzrost EBITDA do 0,16 mld PLN (ceny i taryfy).

PKN Orlen		**redukuj**			**wyniki:**
Kamil Kliszcz		**70,59 PLN**			**29-07-2021**
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	28 424	17 010	67%	100283	53%
skor. EBITDA LIFO	2 433	1 546	57%	8 433	49%
efekt LIFO	701	-466	-	-36	-
EBITDA	3 815	5 081	-25%	10 949	67%
EBIT	2 523	3 963	-36%	5 548	86%
dział. finansowa	324	100	-	-490	-
zysk netto	2 303	3 970	-42%	4 096	102%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- W rafinerii skor. EBITDA LIFO powinna być niższa r/r (0,11 mld PLN vs 0,22 mld PLN) - spadek marż dystrybucyjnych i przestój remontowy. Efekt LIFO szacujemy na 0,6 mld PLN.
- W energetyce wzrost EBITDA r/r do 0,96 mld PLN (pełna konsolidacja Energi vs presja cen gazu i CO_2).
- W petrochemii EBITDA 0,7 mld PLN (rekordowe marże vs przestój remontowy). W detalu zakładamy wzrost EBITDA o 10% (marże pozapaliwowe). Dodatkowo zakładamy rewaluację kontraktów na CO_2 rzędu 0,7 mld PLN.

Energetyka

Oczekujemy w sektorze poprawy wyniku EBITDA w ujęciu r/r, głównie dzięki bazie odniesienia zaniżonej przez COVID-19 (wyższe wolumeny, brak strat na portfelu detalicznym) oraz wyższym marżom na zeroemisyjnym wytwarzaniu. W polskich koncernach dodatkowo pomagać będą przychody z rynku mocy. Średnie wykonanie naszych rocznych prognoz po 1H będzie sięgać 56%, a najlepiej pod tym względem wypadają CEZ i Tauron.

CEZ		kupuj			wyniki:
Kamil Kliszcz		722,14 CZK			10-08-2021
(mln CZK)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	47 498	49 207	-3%	194992	55%
skor. EBITDA	13 575	12 858	6%	58 025	58%
EBITDA	13 575	12 858	6%	58 025	58%
EBIT	6 896	3 153	119%	27 824	65%
dział. finansowa	-1 519	-2 096	-	-5 497	-
zysk netto	4 355	632	-	18 035	71%

- W wytwarzaniu EBITDA 7,0 mld CZK vs. 6,4 mld CZK przed rokiem - efekt wyższej marży, przy neutralnym saldzie na tradingu i braku wyniku z Rumunii.
- EBITDA dystrybucji płasko r/r (odbudowa wolumenów po pandemii vs brak Rumunii); w segm. sprzedaży EBITDA +4% (poprawa wyniku na ESCO, brak wpływu COVID-19, dekonsolidacja Rumunii).
- W wydobybciu wzrost EBITDA do 0,6 mld CZK

Enea		zawieszona			wyniki:
Kamil Kliszcz					16-09-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	4 651	4 357	7%	16524	59%
skor. EBITDA	761	775	-2%	3 308	52%
EBITDA	761	806	-6%	3 308	51%
EBIT	319	-106	-	1 698	51%
dział. finansowa	-36	-460	-	-253	-
zysk netto	215	-544	-	1 099	55%

- W wytwarzaniu spadek EBITDA r/r do 266 mln PLN pomimo wyższych wolumenów i rynku mocy z/w na spadek CDS-ów i zawyżoną bazę odniesienia (wysoka marża na odkupach).
- EBITDA dystrybucji w dół r/r (324 mln PLN vs 373 mln PLN) z/w na niepowtarzalne przychody z przyłączy w 2Q'20 (89 mln PLN vs śr. 13 mln PLN).
- W obrocie EBITDA 26 mln PLN vs -70 mln PLN w 2Q'20 (korekty za 1Q'20) i 47 mln PLN w 1Q'21 (hedging CO_2).

PGE		zawieszona			wyniki:
Kamil Kliszcz					14-09-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	9 826	10 185	-4%	41053	53%
skor. EBITDA	1 744	1 347	29%	7 096	56%
EBITDA	1 744	1 036	68%	7 096	56%
EBIT	700	-502	-	2 724	68%
dział. finansowa	-129	-651	-	-386	70%
zysk netto	439	-1 120	-	1 808	69%

- Skor. EBITDA w energetyce konw. -14% r/r przy wyższych wolumenach produkcji i przychodach mocowych kompensowanych przez CDS i brak zysków na odkupach; w cieple EBITDA +50% (wyższe taryfy i przychody mocowe); w OZE EBITDA +75% r/r (wyższa wietrzność i ceny).
- W dystrybucji wzrost EBITDA r/r o 7% (wolumeny i taryfy); w segmencie sprzedaży nadal bardzo mocne wyniki (marże), choć zakładamy spadek q/q (277 mln PLN vs 352 mln PLN).

Polenergia		trzymaj			wyniki:
Kamil Kliszcz		78,59 CZK			11-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	587	363	62%	2369	52%
skor. EBITDA	70	54	31%	294	50%
EBITDA	70	54	31%	294	50%
EBIT	47	29	64%	194	52%
dział. finansowa	-9	-11	-20%	-46	40%
zysk netto	31	15	112%	120	54%

- Warunki wietrzne były nieco lepsze r/r, co w połączeniu z wyższymi cenami energii i certyfikatów zielonych pozwoli na poprawę EBITDA segmentu FW o 11% r/r.
- EBITDA dystrybucji 24% wzrost r/r (odbudowa wolumenów po pandemii), a w obrocie EBITDA +34% r/r (efekt nowych inicjatyw i bilansowania ENW).
- W cieple wzrost r/r do 13 mln PLN (zabezpieczony wysoki CSS, przychody mocowe).

Tauron		zawieszona			wyniki:
Kamil Kliszcz					18-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	5 701	4 719	21%	19639	62%
skor. EBITDA	1 135	917	24%	3 838	65%
EBITDA	1 135	1 450	-22%	4 202	68%
EBIT	612	-112	-	1 979	92%
dział. finansowa	-80	-3	-	-332	59%
zysk netto	431	-479	-	1 334	95%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- W wydobyciu oczekujemy pogłębienia straty EBITDA q/q do -53 mln PLN (efekt braku kapitalizacji kosztów w zapasach).
- EBITDA wytwarzania 244 mln PLN - kontrybucja nowego Jaworzna (umowa offtake), wyższych wolumenów, cen i rynku mocy; w OZE podwojenie EBITDA do 82 mln PLN (wolumeny, ceny, brak rezerw).
- W dystrybucji skor. EBITDA +28% r/r (+14% na wolumenach), a w obrocie spadek EBITDA o 50%- offtake i odkupy w NJGT.

Telekomunikacja

Cyfrowy Polsat Paweł Szpigiel		trzymaj 27,90 PLN			wyniki: 18-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	3061,2	2862,7	7%	12149	50%
EBITDA	1093,9	959,3	14%	4317,6	50%
marża EBITDA	35,7%	33,5%	-	35,5%	-
EBIT	603,9	393,4	54%	2043,7	57%
zysk brutto	563,3	362,3	55%	1861,8	57%
zysk netto	450,7	290,0	55%	1490,3	56%

- Zakładamy znaczą poprawę przychodów z usług hurtowych (+14% r/r) oraz utrzymanie się dobrych KPIs w obszarze usług detalicznych (+5% r/r).
- Zakładamy spadek obrotów sprzętem o 7% r/r.
- EBITDA powinna wynieść 1094 mln PLN, co oznacza wzrost o >9% r/r (vs. skorygowany wynik rok wcześniej).

Orange Polska Paweł Szpigiel		kupuj 8,20 PLN			wyniki: 28-07-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	2 950	2 828	4%	11 564	51%
eEBITDAaL	765	728	5%	3 546	42%
marża eEBITDAaL	25,9%	25,7%	-	30,7%	-
EBIT	39,2	60	-35%	686	13%
zysk brutto	765,3	728,0	5%	365,1	404%
zysk netto	31,7	52,0	-39%	295,7	24%

- Zakładamy niewielki wzrostu przychodów z usług tylko mobilnych (+15 mln PLN r/r) oraz dalsze spadki obrotów z usług tylko stacjonarnych (-18 mln PLN r/r).
- W 2Q'21 zakładamy istotny wzrost przychodów z usług konwergentnych (+67 mln PLN r/r).
- Wynik eEBITDAaL powinien wynieść 765 mln PLN r/r, tj. +5,1% r/r.

Media

Wirtualna Polska Paweł Szpigiel		kupuj 126,00 PLN			wyniki: 24-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	201,1	111,0	81%	708	54%
EBITDA	62,6	32,8	91%	282,8	42%
marża EBITDA	31,1%	29,5%	-	39,9%	-
EBIT	31,9	12,6	154%	196,0	35%
zysk brutto	27,9	10,8	159%	179,6	35%
zysk netto	19,8	7,1	177%	139,1	33%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- W części reklamy online, spodziewamy się wzrostu obrotów o >30% r/r przy jednoczesnym utrzymaniu wysokiej marży EBITDA (ok. 53%).
- Zakładamy znaczne odbicie w części e-commerce (estymujemy przychody rzędu 90 mln PLN vs. ok. 26 mln PLN rok wcześniej). EBITDA w e-commerce powinna istotnie przekroczyć poziom 10 mln PLN (vs. strata rok wcześniej).

IT

Ailleron Paweł Szpigiel	równoważ			wyniki: 15-09-2021	
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	43,2	35,0	23%	160	51%
EBITDA	7,1	5,3	34%	19,2	69%
marża EBITDA	16,4%	15,1%	-	12,0%	-
EBIT	4,7	3,3	44%	10,9	82%
zysk brutto	4,2	2,7	57%	9,4	74%
zysk netto	2,2	2,2	-3%	8,0	49%

- Zakładamy poprawę sprzedaży w segmencie Fintech o 13%.
- Jak w poprzednich kwartałach spodziewamy się wysokiej dynamiki obrotów w segmencie Enterprise Services (+22%).
- Ailleron nie będzie dekonsolidować segmentu ES w wyniku sprzedaży części Software Mind, jednak transakcja będzie widoczna na linii zysku netto.
- Ostatecznie szacujemy zysk netto na 2,2 mln PLN.

Asseco BS Paweł Szpigiel	równoważ			wyniki: 29-07-2021	
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	28,4	26,8	6%	296	19%
EBITDA	26,6	25,4	5%	119,8	45%
marża EBITDA	93,6%	94,9%	-	40,4%	-
EBIT	20,2	19,2	5%	92,9	44%
zysk brutto	19,8	18,9	5%	92,9	43%
zysk netto	16,2	15,7	3%	77,0	42%

- Asseco BS powinno zaraportować dość wysoki wzrost przychodów, co będzie spowodowane dużą dostawą infrastruktury pod jeden z projektów.
- Zakładamy spadek marży brutto ze sprzedaży (o ok. 1 p.p.).
- Koszty SG&A powinny wynieść 8,2 mln PLN.
- Zysk EBITDA szacujemy na 26,6 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o 5%.

Asseco Poland Paweł Szpigiel	kupuj 80,70 PLN			wyniki: 25-08-2021	
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	3208,1	2850,0	13%	12492	52%
EBITDA	502,9	473,7	6%	1950,9	51%
marża EBITDA	15,7%	16,6%	-	15,6%	-
EBIT	328,1	303,4	8%	1248,9	52%
zysk brutto	313,1	288,4	9%	1233,1	50%
zysk netto	126,4	95,1	33%	396,5	58%

- Ze względu na wzrost zamówień publicznych (w tym z ZUS) spodziewamy się, że spółka matka wykaże wzrost obrotów o blisko 20%.
- Jednocześnie zakładamy wzrost rentowności w spółce matce i bierzemy pod uwagę zdarzenia jednorazowe na linii netto.
- Wzrost oczyszczonego zysku netto grupy Asseco Poland szacujemy w 2Q'21 na ok. 14% (33% bez oczyszczenia).

Asseco SEE Paweł Szpigiel	przeważaj			wyniki: 04-08-2021	
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	254,5	233,4	9%	1157	44%
EBITDA	58,2	55,2	6%	242,3	48%
marża EBITDA	22,9%	23,7%	-	20,9%	-
EBIT	39,7	35,7	11%	161,3	49%
zysk brutto	38,7	33,9	14%	160,1	49%
zysk netto	29,8	27,5	8%	131,3	48%

- W 2Q'21 spodziewamy się wzrostu obrotów o 15% r/r w segmencie bankowości oraz 9% w zakresie e-commerce.
- Z drugiej strony spodziewamy się nieznacznego spadku rentowności brutto ze sprzedaży (o 0,8 p.p.).
- Zysk EBITDA powinien wynieść ok. 12,9 mln EUR czyli ok. 58,2 mln PLN.
- Zysk netto powinien być na poziomie 29,8 mln PLN.

E-commerce

Allegro Paweł Szpigiel	sprzedaj 54,00 PLN			wyniki: 05-08-2021	
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	1294,2	1019,0	27%	4663	54%
skor. EBITDA	551,7	438,4	26%	1996,7	54%
marża	42,6%	43,0%	-	42,8%	-
EBIT	430,4	324,4	33%	1502,6	56%
zysk brutto	379,4	134,1	183%	1349,1	54%
zysk netto	303,5	105,5	188%	1079,2	53%

- Ze względu na efekt bazy spodziewamy się znacznego spowolnienie dynamiki przychodów (+27% w 2Q'21 r/r vs. +61% r/r w 1Q'21 i w 4Q'20). W tym GMV szacujemy na 10,2 mln PLN (tj. +8,6% r/r), a take rate na 10,4% vs. 8,9% rok wcześniej.
- Koszty dostaw netto szacujemy na 272 mln PLN (tj. 25,6% przychodów z marketplace).
- Marża skor. EBITDA powinna spaść r/r o ok. 4,7 p.p.

Vercom Paweł Szpigiel	akumuluj 59,30 PLN			wyniki: 31-08-2021	
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	39,7	-	-	188	42%
skor. EBITDA	8,8	-	-	39,3	42%
marża	22,1%	-	-	20,9%	-
EBIT	7,9	-	-	35,6	41%
zysk brutto	7,5	-	-	34,8	39%
zysk netto	6,6	-	-	31,0	40%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Ze względu ma efekt bazy zakładamy dynamikę przychodów r/r na ok. 45%, co oznacza ochłodzenie vs. 1Q'21 (+67% r/r).
- Jednocześnie zakładamy utrzymanie się marży brutto ze sprzedaży na stabilnym poziomie (vs. spadek r/r w 1Q'21).
- Zysk EBITDA powinien wynieść 8,8 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o ponad 50%.
- Zysk netto powinien wynieść 6,6 mln PLN.

Przemysł

Przemysł wyraźnie w górę w 2Q

- Wyraźne ożywienie w przemyśle (wysokie PMI w Europie), słaba PLN do EUR oraz postępująca w IH'21 odbudowa zapasów w gospodarce przekładają się na bardzo dobre wyniki spółek przemysłowych w 2Q'21. Naszym zdaniem największe powody do zaskoczeń przy publikacji daje Astarta, Cognor, Mangata i Mo-BRUK. Słabo wyniki wypadać będą w Amica, Apator i Famur.

AC — przeważaj — wyniki: 11-08-2021
Piotr Poniatowski

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	57,9	32,3	80%	199,0	55%
EBITDA	11,9	10,8	10%	43,3	53%
marża EBITDA	20,5%	33,4%		21,8%	
EBIT	9,1	8,2	11%	31,4	56%
zysk netto	7,1	6,5	9%	25,8	54%

- AC podało wstępne przychody za 2Q'21 – bardzo wysoka dynamika wzrostu (+80% r/r) jest efektem niskiej bazy.
- Spółka odczuła inflację kosztową (surowce, półprodukty, wynagrodzenia), także wzrost EBIT szacujemy na +11% r/r.
- Nieznacznie wzrośnie dług netto/EBITDA do ~0,9x.
- Więcej szczegółów w naszym komentarzu specjalnym.

Alumetal — równoważ — wyniki: 16-08-2021
Jakub Szkopek

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	561,1	160,2	250%	2057,2	52%
EBITDA	55,4	10,6	422%	183,1	66%
marża EBITDA	9,9%	6,6%		8,9%	
EBIT	47,8	3,0	1488%	151,3	69%
zysk netto	38,8	4,0	880%	125,8	71%

- Alumetal przedstawił już wstępne szacunki za 2Q'21 które okazały się bliskie naszych oczekiwań.
- Zarząd pozytywnie podchodzi do perspektyw drugiego półroczna.

Amica — niedoważaj — wyniki: 24-09-2021
Jakub Szkopek

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	685,8	578,9	18%	3148,5	47%
EBITDA	48,4	46,0	5%	194,3	56%
marża EBITDA	7,1%	7,9%		6,2%	
EBIT	32,4	30,0	8%	132,0	59%
zysk netto	25,5	23,3	9%	106,1	56%

- W wynikach Amica w 2Q'21 będzie widoczna wyraźna presja ze strony kosztów produkcji i frachtu. Mimo tego erozja wyników następuje wolniej niż zakładaliśmy, co może zmusić nas do rewizji w górę naszych całorocznych założeń.
- Wciąż oczekujemy, że negatywne tendencje na wynikach dalej będą postępować w kolejnych kwartałach.

Apator — równoważ — wyniki: 31-08-2021
Jakub Szkopek

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	234,0	237,4	-1%	949,1	48%
EBITDA	28,9	33,0	-12%	179,1	55%
marża EBITDA	12,4%	13,9%		18,9%	
EBIT	15,7	20,0	-22%	124,9	58%
zysk netto	11,3	14,3	-21%	89,1	58%

- Spadki sprzedaży w segmentach opomiarowania energii elektrycznej oraz gazu będą ciążyć wynikom za 2Q'21.
- W rezultatach widoczna będzie presja ze strony kosztów surowców oraz podzespołów.
- Według nas należy oczekiwać dwucyfrowej dynamiki spadku rezultatów, co może być negatywnie odbierane przez rynek.

Astarta — przeważaj — wyniki: 11-08-2021
Jakub Szkopek

(mln UAH)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	2307,9	2095,4	10%	14652,6	35%
EBITDA	1424,8	1147,9	24%	5440,2	38%
marża EBITDA	61,7%	54,8%		37,1%	
EBIT	974,8	707,5	38%	3925,8	31%
zysk netto	789,2	611,9	29%	3086,4	30%

- Wyraźnie wyższe r/r ceny zbóż, cukru, mleka i oleju sojowego pozytywnie przekładać się będą na wyniki 2Q'21.
- Oczekujemy wysokiego dodatniego efektu rewaluacji aktywów biologicznych w 2Q'21 w związku wyższymi cenami płodów rolnych.

Boryszew — równoważ — wyniki: 24-09-2021
Jakub Szkopek

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	1354,3	1231,4	10%	5219,0	54%
EBITDA	93,3	86,5	8%	250,5	74%
marża EBITDA	6,9%	7,0%		4,8%	
EBIT	54,0	35,9	50%	83,9	124%
zysk netto	39,2	36,5	7%	39,2	169%

- W 2Q'21 oczekujemy poprawy sprzedaży i rentowności w segmencie Automotive (EBITDA do 39,0 mln PLN z 0,3 mln PLN rok wcześniej).
- Nasze prognozy po IH'21 będą wykonane w 74% na poziomie EBITDA, co może oznaczać konieczność rewizji w górę naszych całorocznych prognoz.

Cognor — kupuj 4,30 PLN — wyniki: 13-08-2021
Jakub Szkopek

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	637,7	456,0	40%	2503,5	49%
EBITDA	72,1	39,0	85%	222,4	68%
marża EBITDA	11,3%	8,5%		8,9%	
EBIT	59,1	27,1	118%	172,3	73%
zysk netto	45,5	20,9	118%	129,0	69%

- W 2Q'21 zakładamy, że Cognor zanotuje wyraźną poprawę wyników w Hucie Ferrostal dzięki wyższym cenom pręta żebrowanego oraz rosnących spreadów na ich produkcji.
- Po IH'21 Cognor według nas będzie miał już wypracowane ponad 150 mln PLN EBITDA, co naszym zdaniem może powodować, że rynek będzie oceniał nasze całoroczne prognozy (222 mln PLN) jako konserwatywne.

Famur — trzymaj 2,50 PLN — wyniki: 31-08-2021
Jakub Szkopek

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	231,0	223,0	4%	1053,5	48%
EBITDA	76,5	112,0	-32%	317,7	53%
marża EBITDA	33,1%	50,2%		30,2%	
EBIT	31,5	70,0	-55%	169,5	45%
zysk netto	24,4	31,0	-21%	127,7	50%

- W 2Q'21 oczekujemy spadku przychodów związanych z nowymi zamówieniami na rynek krajowy i eksport .
- W 2Q'21 liczymy na niski wolny przepływ gotówki z uwagi na akumulowanie kapitału obrotowego pod nowy segment związany z budową farm fotowoltaicznych.

Forte	równoważ				wyniki:
Jakub Szkopek					15-09-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	271,6	154,4	76%	1168,0	49%
EBITDA	38,6	11,4	239%	212,7	46%
marża EBITDA	14,2%	7,4%		15,4%	
EBIT	24,7	-2,5	-	157,4	44%
zysk netto	13,1	-2,5	-	105,1	38%

- Wstępne wyniki Grupy Forte okazały się wyraźnie lepsze od naszych prognoz.
- Na konferencji po publikacji wstępnych wyników Zarząd przedstawił, że obecnie zamówienia są poniżej 2020 roku (w VI'21 -15% r/r). Spółka spostrzega rekordową jak dotychczas inflację kosztów, która może negatywnie odbić się na rentowności w 3Q'21.

Grupa Kęty	trzymaj				wyniki:
Jakub Szkopek		599,16 PLN			04-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	1165,0	887,8	31%	3922,9	55%
EBITDA	250,0	187,4	33%	797,4	56%
marża EBITDA	21,5%	21,1%		20,3%	
EBIT	213,0	151,5	41%	642,3	58%
zysk netto	162,0	121,0	34%	508,2	59%

- Wstępne szacunki Zarządu za 2Q'21 zaskoczyły pozytywnie. Mimo wysokiej zeszłorocznej bazy oraz presji ze strony kosztów aluminium i produktów petrochemicznych Grupa Kęty poprawiła wyniki w ujęciu r/r i q/q.
- Wstępne szacunki Zarządu za 2Q'21 naszym zdaniem implikują, że Zarząd będzie zmuszony do podwyższenia całorocznych oczekiwań na 2021 rok.

Kernel	kupuj				wyniki:
Jakub Szkopek		75,85 PLN			04-10-2021
(mln USD)	4Q'21P	4Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	1394,3	1197,6	16%	5481,4	98%
EBITDA	46,1	123,3	-63%	709,6	101%
marża EBITDA	3,3%	10,3%		12,9%	
EBIT	16,1	96,4	-83%	604,7	100%
zysk netto	3,0	42,3	-93%	356,0	99%

- Niskie wolumeny za 4Q'21 implikują spadek wyników r/r. Nasza całoroczna prognoza zostanie całkowicie wykonana.
- Rynek na wynikach będzie śledził perspektywy zarządu na 2021/22 rok oraz poziom długu netto, który determinować będzie dywidendę z zysku.

Mangata	równoważ				wyniki:
Jakub Szkopek					09-09-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	171,1	121,4	41%	665,9	53%
EBITDA	27,0	17,7	53%	99,6	55%
marża EBITDA	15,8%	14,5%		15,0%	
EBIT	18,7	9,4	98%	64,9	59%
zysk netto	14,7	5,8	154%	51,8	60%

- Pozytywnie na sprzedaż i obroty przekładać się będzie osłabienie PLN do EUR (ponad 70% sprzedaży przedmiotem eksportu).
- Przy okazji wyników za 2Q'21 Zarząd naszym zdaniem może podnieść swoje oczekiwania odnośnie prognoz na 2021 rok.

Mo-BRUK	kupuj				wyniki:
Jakub Szkopek		379,61 PLN			19-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	62,0	33,3	86%	218,6	56%
EBITDA	36,4	19,6	85%	127,7	58%
marża EBITDA	58,7%	58,9%		58,4%	
EBIT	34,9	18,1	92%	121,1	58%
zysk netto	27,8	10,7	160%	97,5	57%

- Przy okazji wyników za 2Q'21 Mo-BRUK może poinformować o kilku mniejszych nowych wygranych w przetargach na unieszkodliwianie bomb ekologicznych, co poprawi perspektywę portfela zamówień na najbliższe kwartały.
- Wykonanie całorocznych prognoz po IH'21 naszym zdaniem będzie wysokie (56-58% w zależności od poziomu wyników – możliwa rewizja w górę).

PKP Cargo	sprzedaj				wyniki:
Piotr Poniatowski		16,21 PLN			20-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	1058,9	928,9	14%	4361,7	47%
EBITDA	111,0	116,7	-5%	721,5	30%
marża EBITDA	10,5%	12,6%		16,5%	
EBIT	-64,9	-76,4	-	-56,5	-
zysk netto	-70,4	-77,5	-	-108,6	-

- W 2Q'21 oczekujemy kontynuacji słabych wyników operacyjnych. Co prawda przychody rosną o 14% r/r, ale jednak inflacja kosztów (paliwa, energia, dostęp do infrastruktury, usługi obce) spowoduje stratę operacyjną, którą szacujemy na -65 mln PLN. Zwracamy uwagę na bardzo wysoki poziom zadłużenia ~4,0x DN/EBITDA.
- Więcej szczegółów w naszym komentarzu specjalnym.

Stalprodukt	trzymaj				wyniki:
Jakub Szkopek		403,06 PLN			30-08-2021
(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	1102,0	757,2	46%	4309,7	49%
EBITDA	129,4	95,3	36%	498,2	56%
marża EBITDA	11,7%	12,6%		11,6%	
EBIT	85,4	52,7	62%	337,7	57%
zysk netto	63,5	48,1	32%	249,6	57%

*wykonanie rocznej prognozy mBanku

- Oczekujemy bardzo dobrych wyników za 2Q'21.
- Z uwagi na obserwowane wzrosty cen energii elektrycznej, uprawnień do emisji CO_2, spadku marży hutniczej na cynku oraz braku flotacji urobku z kopalni Olkusz-Pomorzany w 2H'21 potencjalne pozytywne zaskoczenie na wynikach 2Q'21 traktowalibyśmy do częściowej realizacji zysków.

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT**: zysk operacyjny; **EBITDA**: zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto**: kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E**: (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE**: cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV**: (cena/wartość księgowa), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF**: wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE**: (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE**: (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC**: (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF**: przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE**: FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. 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/gpwpa) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Sygnity. 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy 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 emitenta 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, Asseco 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, Energoaparatura, 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, NWAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, 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

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

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

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

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

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

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

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

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl