

piątek, 23 października 2015 | opracowanie cykliczne

## Prognozy wyników kwartalnych: 3Q 2015

### Rynek akcji

#### Finanse

W 3Q'15 oczekujemy znaczącej poprawy strony przychodowej w polskim sektorze bankowym, co powinno spotkać się pozytywną reakcją rynku. Z drugiej strony, wyniki banków regionalnych znajdują się pod lekką presją ze względu na restrukturyzację CHF w Chorwacji. Na tle sektora wyróżniają się wyniki zaraportują PKO BP i PZU, a z zagranicy pomimo odpisów Erste Bank oraz KB.

#### Paliwa

Rafinerie powinny wykorzystać bardzo sprzyjające otoczenie makro, aczkolwiek raportowane wyniki będą zniekształcone przez zdarzenia jednorazowe i ujemną wycenę zapasów. W PGNiG widoczna będzie już presja na marże w segmencie obrotu.

#### Energetyka

W sektorze energetycznym dobrych wyników oczekujemy w przypadku PGE (wzrost ceny sprzedaży) oraz Enei (wyniki wzmocnione przychodami z KDT). Słabiej wypadnie Energa (presja na wyniki elektrowni wodnych) oraz CEZ (koszty przestoju bloku w Temelinie).

#### Telekomunikacja, Media, IT

Oczekujemy dobrych wyników kwartalnych w Cyfrowym Polsacie, Agorze i Wirtualnej Polsce. Netia także pokaże wzrosty dzięki konsolidacji TK Telekom. W grupie Asseco linia netto będzie płaska R/R, co powinno przynieść pozytywną reakcję.

#### Górnictwo i Metale

W 3Q spółki górnicze odczują silny negatywny wpływ spadku cen surowców w ujęciu q/q. KGHM po raz pierwszy zaraportuje wynik Sierra Gorda (wysoka strata netto), JSW rozwiązała rezerwy na 208 mln PLN.

#### Przemysł

W 3Q'15 oczekujemy, że na 49 obserwowanych spółek przemysłowych 39% poprawi zeszłoroczne rezultaty, a 27% je pogorszy (proporcje zbliżone do 1Q'15 oraz 2Q'15). Najwyższe dynamiki wzrostu naszym zdaniem zaprezentują Alumat, Berling, Feerum, Forte, Elementar, Relpol, Uniwheels. Negatywnych zaskoczeń oczekujemy w spółkach: Alchemia, Boryszew, Famur, Impexmetal, Kernel, Kopex, Patentus i Radpol.

#### Budownictwo

Mimo coraz wyższej bazy, w 3Q'15 spodziewamy się średnio 10-20% wzrostu r/r zysku netto sektora. Poprawy wyników oczekujemy w Elektrotimie, Herkulesie, Torpolu, ZUE, Ulmie, Budimeksie i Unibepie.

#### Deweloperzy

Liczymy na znaczną poprawę wyników w Robygu (wzrost przekazania i one-off podatkowy) oraz Capital Park (wzrost powierzchni na wynajem). Kulminacja przekazania mieszkań i wyników deweloperów przypadnie na ostatni kwartał roku.

#### Handel

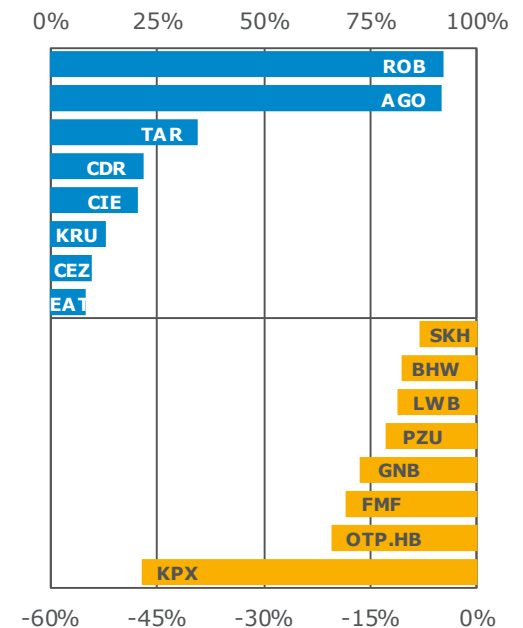
Wyniki spółek odzieżowych w 3Q'15 były obciążone przez wysokie koszty zakupu towarów w USD, silną konkurencję na rynku oraz niesprzyjające warunki pogodowe. Dobre wyniki powinny zostać zaraportowane przez AmRest, Eurocash oraz Jeronimo Martins.

#### Inne

Linia EBIT w 3Q'15 w Work Service będzie płaska R/R.

WIG ..... 51 094  
 Średnie P/E 2015 ..... 14,1  
 Średnie P/E 2016 ..... 12,9  
 Średni dzienny obrót (3 m-ce) ... 822 mln PLN

#### Dynamika EPS wybranych spółek\*



\*liczone za okres: 4Q'14-3Q'15 / 3Q'14-2Q'15

#### Departament Analiz:

Michał Marczak  
 +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)

Kamil Kliszcz  
 +48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mdm.pl](mailto:kamil.kliszcz@mdm.pl)

Jakub Szkopek  
 +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)

Piotr Zybała  
 +48 22 438 24 04  
[piotr.zybała@mdm.pl](mailto/piotr.zybała@mdm.pl)

Michał Konarski  
 +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)

Paweł Szpigiel  
 +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)

Piotr Bogusz  
 +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mdm.pl](mailto/piotr.bogusz@mdm.pl)

## Spis treści

<b>1. Banki</b>	<b>3</b>
1.1. Alior Bank	3
1.2. BZ WBK	3
1.3. Getin Noble Bank	4
1.4. Handlowy	4
1.5. ING BSK	5
1.6. Pekao	5
1.7. PKO BP	6
1.8. Komerčni Banka	6
1.9. Erste Bank	7
1.10. OTP Bank	7
<b>2. Ubezpieczyciele</b>	<b>8</b>
2.1. PZU	8
<b>3. Sektor finansowy</b>	<b>9</b>
3.1. Kruk	9
3.2. Prime Car Management	9
3.3. Skarbiec Holding	10
<b>4. Paliwa, Chemia</b>	<b>11</b>
4.1. Ciech	11
4.2. MOL	11
4.3. PGNiG	12
4.4. Polwax	12
4.5. Synthos	13
<b>5. Energetyka</b>	<b>14</b>
5.1. CEZ	14
5.2. Enea	14
5.3. Energa	15
5.4. PGE	15
5.5. Tauron	16
<b>6. Telekomunikacja</b>	<b>17</b>
6.1. Netia	17
<b>7. Media</b>	<b>18</b>
7.1. Agora	18
7.2. Cyfrowy Polsat	18
7.3. Wirtualna Polska	19
<b>8. IT</b>	<b>20</b>
8.1. Asseco Poland	20
8.2. CD Projekt	20
<b>9. Górnictwo i Metale</b>	<b>21</b>
9.1. JSW	21
9.2. KGHM	21
9.3. LW Bogdanka	22
<b>10. Przemysł</b>	<b>23</b>
10.1. Elemental	23
10.2. Famur	23
10.3. Kernel	24
10.4. Kopex	24
10.5. Tarczyński	25
10.6. Uniwheels	25
10.7. Vistal	26
<b>11. Budownictwo</b>	<b>27</b>
11.1. Budimex	27
11.2. Elektrobudowa	27
11.3. Erbud	28
11.4. Unibep	28
<b>12. Deweloperzy</b>	<b>29</b>
12.1. Capital Park	29
12.2. Echo Investment	29
12.3. GTC	30
12.4. Robyg	30
<b>13. Handel</b>	<b>31</b>
13.1. AmRest	31
13.2. CCC	31
13.3. Eurocash	32
13.4. Jeronimo Martins	32
13.5. LPP	33
<b>14. Inne</b>	<b>34</b>
14.1. Work Service	34
<b>15. Terminy publikacji raportów</b>	<b>35</b>
<b>16. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku</b>	<b>36</b>
<b>17. Statystyki rekomendacji</b>	<b>37</b>

## Banki

Banki		Kupuj							
Alior Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	82,75 PLN		P/E 2015	15,0		P/BV 2015	1,7
		Cena docelowa	109,72 PLN		P/E 2016	11,0		P/BV 2016	1,5
(mIn PLN)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		375,5	373,7	321,3	0,5%	16,9%	1 511,1	1 215,8	24,3%
Wynik prowizyjny		96,3	70,3	85,2	37,0%	13,0%	344,5	348,1	-1,0%
WNDB		560,5	546,5	494,8	2,6%	13,3%	2 254,9	1 892,9	19,1%
Koszty operacyjne		-259,9	-262,5	-235,4	-1,0%	10,4%	-1 046,7	-925,3	13,1%
Wynik operacyjny*		280,8	262,5	254,1	7,0%	10,5%	1 144,4	947,7	20,8%
Saldo rezerw		-173,8	-159,5	-166,6	9,0%	4,4%	-662,4	-546,6	21,2%
Zysk brutto		-20,3	-15,8	-17,7	28,8%	14,7%	-95,6	-79,1	20,9%
Zysk netto		86,8	87,8	70,1	-1,1%	23,9%	386,2	322,7	19,7%

\*przed kosztami rezerw

**Normalizacja wyniku prowizyjnego**

Alior Bank zaraportuje wyniki za 3Q'15 5 listopada. Zysk netto za 3Q'15 prognozujemy na poziomie 86,8 mln PLN, -1,1% Q/Q, ale +23,9% R/R. Oczekujemy normalizacji wyniku z działalności podstawowej (+6,3% Q/Q oraz +16,1% R/R) w szczególności na linii wyniku prowizyjnego (+37% Q/Q). Niemniej jednak oczekujemy, iż w 3Q'15 bank zmierzy

się z presją na marżę w wysokości 10p.b., która zostanie zrównoważona w wyniku odsetkowym przez wzrost wolumenów. Jednocześnie oczekujemy lekkiej poprawy kosztów operacyjnych (-1,0% Q/Q) oraz dalszego wzrostu salda rezerw (+9,0% Q/Q oraz +4,4 R/R). Koszt ryzyka jest przez nas prognozowany na poziomie 230p.b., czyli o +14p.b. wyższym niż w 2Q'15.

Banki		Trzymaj							
BZ WBK									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	314,15 PLN		P/E 2015	12,3		P/BV 2015	1,6
		Cena docelowa	315,28 PLN		P/E 2016	13,4		P/BV 2016	1,5
(mIn PLN)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		1 065,3	1 032,5	1 152,8	3,2%	-7,6%	4 220,8	3 996,8	5,6%
Wynik prowizyjny		497,0	502,0	482,7	-1,0%	3,0%	1 949,8	1 847,8	5,5%
WNDB		1 669,9	1 747,8	1 752,5	-4,5%	-4,7%	7 500,4	6 579,0	14,0%
Koszty operacyjne		-801,2	-809,3	-779,6	-1,0%	2,8%	-3 237,8	-3 027,5	6,9%
Wynik operacyjny*		837,0	907,4	947,6	-7,8%	-11,7%	4 145,8	3 475,2	19,3%
Saldo rezerw		195,0	162,5	216,0	20,0%	-9,7%	738,5	836,6	-11,7%
Zysk brutto		646,7	749,6	732,5	-13,7%	-11,7%	3 422,2	2 640,0	29,6%
Zysk netto		458,5	541,6	515,9	-15,4%	-11,1%	2 520,1	1 914,7	31,6%

\*przed kosztami rezerw

**Wzrost kosztu ryzyka**

BZ WBK zaraportuje wyniki za 3Q'15 29 października. Zysk netto za 3Q'15 prognozujemy na poziomie 458,5 mln PLN, -15,4% Q/Q oraz -11,1% R/R. Wyniki w 2Q'15 znalazły się pod pozytywnym wpływem zysku z tytułu dywidend (89,9 mln PLN brutto), czego bank nie odnotował w 3Q'15. Oczekujemy, iż zgodnie z trendami sektora BZ WBK odnotuje lekki wzrost marży odsetkowej (+2p.b. Q/Q do poziomu 3,14%), zaś sam wynik odsetkowy wzrośnie w 3Q'15 o 3,2% Q/Q. Wyniki powinny być wspierane przez wolumeny kredytowe, których wzrost szacujemy na poziomie +2% Q/Q.

Jednocześnie ze względu na trudną sytuację na rynkach kapitałowych w 3Q'15 oczekujemy spadku wyniku prowizyjnego o 1,0% Q/Q. Oczekujemy wzrostu kosztów operacyjnych w ujęciu rocznym (+2,8% R/R) ale spadku w ujęciu kwartalnym (-1,0% Q/Q), wskazującym na nadal mocną dyscyplinę kosztową. Finalnie, na skutek wzrostu akcji kredytowej SCB, oczekujemy wzrostu salda rezerw o 20,0% Q/Q, a przez co normalizacji kosztu ryzyka do poziomu 81p.b. Uważamy, iż wyniki mogą zostać gorzej odebrane przez rynek na tle bardziej wyraźnie poprawiających się wyników z działalności podstawowej u konkurencji.

Banki		Kupuj							
Getin Noble Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	0,92 PLN		P/E 2015	7,4		P/BV 2015	0,4
		Cena docelowa	2,03 PLN		P/E 2016	9,7		P/BV 2016	0,4
(mIn PLN)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		298,3	284,7	379,6	4,8%	-21,4%	1 151,1	1 430,5	-19,5%
Wynik prowizyjny		86,4	89,0	105,7	-3,0%	-18,3%	369,8	437,0	-15,4%
WNDB		391,4	393,7	503,9	-0,6%	-22,3%	1 716,5	1 956,3	-12,3%
Koszty operacyjne		-224,6	-237,7	-227,5	-5,5%	-1,2%	-963,7	-923,0	4,4%
Wynik operacyjny*		166,7	156,0	276,4	6,9%	-39,7%	752,8	1 033,3	-27,1%
Saldo rezerw		-133,9	-66,9	-224,0	100,0%	-40,2%	-390,2	-733,0	-46,8%
Zysk brutto		39,0	92,4	56,7	-57,8%	-31,3%	377,0	314,3	20,0%
Zysk netto		31,6	70,0	79,7	-54,9%	-60,4%	330,3	360,0	-8,3%

\*przed kosztami rezerw

### Słabe wyniki pomimo znaczącej poprawy marży

Getin Noble Bank opublikuje wyniki za 3Q'15 16 listopada. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 31,6 mln PLN (-54,9% Q/Q oraz -60,4% R/R). Średnie oczekiwania rynkowe nie są dostępne. Oczekujemy, iż wynik odsetkowy w 3Q'15 (+4,8% Q/Q) zostanie wsparty przez przecenę depozytów. Oczekujemy, iż marża odsetkowa w 3Q'15 wzrośnie o 11p.b. do poziomu 1,70% (do średnich aktywów). Jednocześnie oczekujemy spadku wyniku prowizyjnego ze względu na

wdrażanie programu bankowości relacyjnej. Wyniki znajdują się pod presją ze względu na brak sprzedaży kredytów niepracujących, która miała miejsce w 2Q'15. Saldo rezerw prognozujemy na poziomie 134 mln PLN, co przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 1,01%. Finalnie oczekujemy jeszcze większej dyscypliny kosztowej, która spowoduje spadek kosztów ogółem o 5,5% Q/Q oraz 1,2% R/R pomimo wzrostu opłat BFG.

Banki		Trzymaj							
Handlowy									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	81,83 PLN		P/E 2015	15,4		P/BV 2015	1,5
		Cena docelowa	90,27 PLN		P/E 2016	14,1		P/BV 2016	1,4
(mIn PLN)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		248,6	240,0	304,1	3,6%	-18,3%	1 003,8	1 163,9	-13,8%
Wynik prowizyjny		157,8	158,6	144,4	-0,5%	9,3%	623,3	618,9	0,7%
WNDB		482,9	497,8	577,9	-3,0%	-16,4%	2 111,8	2 423,8	-12,9%
Koszty operacyjne		-302,1	-311,4	-303,8	-3,0%	-0,6%	-1 240,9	-1 273,9	-2,6%
Wynik operacyjny*		180,8	186,3	274,1	-3,0%	-34,0%	870,9	1 149,9	-24,3%
Saldo rezerw		-3,5	-2,0	7,8	n.m.	n.m.	-14,5	17,8	n.m.
Zysk brutto		177,4	184,4	281,9	-3,8%	-37,1%	856,4	1 167,7	-26,7%
Zysk netto		143,7	150,2	228,4	-4,3%	-37,1%	693,7	947,3	-26,8%

\*przed kosztami rezerw

### Nadal niski wynik handlowy

Bank Handlowy opublikuje swoje wyniki 9 listopada. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 143,7 mln PLN czyli -4,3% Q/Q oraz -37,1% R/R. Oczekujemy, iż wyniki znajdują się pod presją ze względu na niższy wynik handlowy (-23% Q/Q), zgodnie z zapowiadaną strategią banku „risk-off”. Wynik na działalności podstawowej jest oczekiwany przez nas na poziomie 406,4 mln PLN,+1,9% Q/Q ale -9,4% R/R,

Płaski wynik prowizyjny w kwartale zostanie wsparty przez wynik odsetkowy (+3,6% Q/Q). Oczekujemy, iż marża odsetkowa pozostanie na praktycznie niezmiennym poziomie, gdzie pozytywny efekt sprzedaży kredytów zostanie zniwelowany przez wynik na papierach wartościowych. Finalnie oczekujemy bardzo niskiego salda rezerw (3,5 mln PLN) oraz spadku kosztów operacyjnych (-3,0% Q/Q).

Banki		Trzymaj							
ING BSK									
Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca	128,50 PLN			P/E 2015	14,4		P/BV 2015	1,5
	Cena docelowa	140,49 PLN			P/E 2016	13,4		P/BV 2016	1,4
(mln PLN)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		615,8	594,1	596,9	3,6%	3,2%	2 346,3	2 330,2	0,7%
Wynik prowizyjny		259,5	263,5	258,3	-1,5%	0,5%	1 034,6	1 062,9	-2,7%
WNDB		934,7	981,4	897,3	-4,8%	4,2%	3 693,4	3 532,5	4,6%
Koszty operacyjne		509,8	502,3	489,5	1,5%	4,2%	2 017,7	1 929,7	4,6%
Wynik operacyjny*		424,9	479,1	407,8	-11,3%	4,2%	1 675,7	1 602,8	4,5%
Saldo rezerw		35,4	64,3	65,2	-45,0%	-45,8%	240,5	267,7	-10,1%
Zysk brutto		389,5	414,8	342,6	-6,1%	13,7%	1 435,2	1 347,4	6,5%
Zysk netto		315,4	344,6	273,0	-8,5%	15,5%	1 162,4	1 040,7	11,7%

\*przed kosztami rezerw

**Wyniki wspierane przez zdarzenia jednorazowe**

ING Bank Śląski raportuje wyniki za 3Q'15 4 listopada. Prognozujemy, że zysk netto za 3Q 2015 wyniesie 315,4 mln PLN, -8,5% Q/Q ale +15,9% R/R. Konsensus rynkowy jest jeszcze niedostępny. W porównaniu do 2Q'15, oczekujemy zaksięgowania niższego jednorazowego zysku związanego z ING PTE w wysokości około 19 mln PLN (brutto). Dodatkowo, oczekujemy pozytywnego wpływu sprzedaży portfela wierzycielności przez bank, który spowoduje spadek salda

rezerw do poziomu 35 mln PLN (-45% Q/Q). Oczekujemy, iż wynik odsetkowy w 3Q'15 wzrośnie o 3,6% Q/Q oraz 3,2% r/r wspierany przez wolumeny kredytowe, ale także przez sprzedaż NPL. Jednocześnie oczekujemy presji na wynik prowizyjny (-1,5% Q/Q) ze względu na gorszy wynik związany z rynkami kapitałowymi. Finalnie, w ujęciu kwartalnym oczekujemy lekko wzrastających kosztów operacyjnych (+1,5% Q/Q).

Banki		Trzymaj							
Pekao									
Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca	156,45 PLN			P/E 2015	16,6		P/BV 2015	1,7
	Cena docelowa	157,86 PLN			P/E 2016	15,6		P/BV 2016	1,6
(mln PLN)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		1 029,4	1 015,5	1 133,9	1,4%	-0,1%	4 230,0	4 461,3	-5,2%
Wynik prowizyjny		496,3	513,3	505,0	-3,3%	-1,7%	1 994,5	2 043,7	-2,4%
WNDB		1 706,8	1 759,1	1 850,1	-3,0%	-7,7%	6 990,9	7 284,9	-4,0%
Koszty operacyjne		-873,3	-880,4	-860,7	-0,8%	1,5%	-3 466,4	-3 428,8	1,1%
Wynik operacyjny*		833,6	878,7	989,4	-5,1%	-15,8%	3 524,5	3 856,1	-8,6%
Saldo rezerw		-130,0	-130,1	-134,2	-0,1%	-3,2%	-536,5	-559,6	-4,1%
Zysk brutto		978,8	1 023,4	1 138,9	-4,4%	-14,1%	3 055,6	3 359,7	-9,1%
Zysk netto		582,0	619,2	704,4	-6,0%	-17,4%	2 474,0	2 714,7	-8,9%

\*przed kosztami rezerw

**Nadal brak poprawy marży odsetkowej**

Bank Pekao opublikuje wyniki za 3Q'15 10 listopada. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 582,0 mln PLN, czyli spadnie o 6,0% Q/Q oraz o 17,4% R/R, najniżej od prawie 7 lat. Wynik netto zanotowałby bardziej znaczący spadek w 3Q'15, gdyby nie zaksięgowanie zysku jednorazowego z tytułu sprzedaży udziału w KIR (około 44 mln PLN) do NBP. Oczekujemy, iż wynik na działalności podstawowej nie zanotuje poprawy w 3Q'15 ze względu na spadający wynik

prowizyjny (-3,3% Q/Q), który zostanie zrównoważony przez lekki wzrost wyniku odsetkowego. Oczekujemy, dalszego spadku marży odsetkowej (- 3p.b. Q/Q do 2,40%) ze względu na brak poprawy po stronie przychodowej. Jednocześnie, oczekujemy iż strona kosztów pozostanie silną stroną Pekao (-0,8% Q/Q), zaś koszt ryzyka pozostanie praktycznie na niezmiennym poziomie, co oznacza dalszą lekką poprawę wskaźnika koszt ryzyka (42p.b.).

Banki		Kupuj							
PKO BP									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	30,30 PLN		P/E 2015	13,9		P/BV 2015	1,3
		Cena docelowa	40,05 PLN		P/E 2016	11,5		P/BV 2016	1,1
(mIn PLN)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		1 774,8	1 683,4	1 978,7	5,4%	-10,3%	6 871,7	7 522,9	-8,7%
Wynik prowizyjny		731,6	757,4	726,8	-3,4%	0,7%	2 878,8	2 933,5	-1,9%
WNDB		2 754,2	2 681,5	2 964,5	2,7%	-7,1%	10 765,8	11 494,8	-6,3%
Koszty operacyjne		-1 365,5	-1 372,3	-1 337,2	-0,5%	2,1%	-5 613,9	-5 245,1	7,0%
Wynik operacyjny*		1 301,3	1 222,1	1 554,0	6,5%	-16,3%	4 828,1	5 901,4	-18,2%
Saldo rezerw		-367,6	-375,1	-475,2	-2,0%	-22,7%	-1 492,1	-1 898,7	-21,4%
Zysk brutto		941,1	854,3	1 094,7	10,2%	-14,0%	3 368,5	4 034,6	-16,5%
Zysk netto		763,5	702,9	873,4	8,6%	-12,6%	2 726,7	3 254,1	-16,2%

\*przed kosztami rezerw

### Bardzo dobry kwartał

PKO BP opublikuje wyniki za 3Q'15 9 listopada. Prognozujemy zysk netto PKO BP za 2Q'15 na poziomie 763,5 mln PLN, +8,6% Q/Q, ale -12,6% R/R. Znacząca poprawa zysku netto w 3Q'15 to zasługa przede wszystkim wzrostu wyniku odsetkowego (+5,4% Q/Q), który znajdzie się pod pozytywnym wpływem przeceny depozytów, ale także intensywnej sprzedaży kredytów konsumenckich. Przekłada się to na dynamiczny wzrost marży odsetkowej do

poziomu 3,0% (kwartalna, raportowana). Oczekujemy, iż wynik z tytułu prowizji spadnie o 3,4% Q/Q (+0,7% R/R) ze względu na zaliczenie zysku jednorazowego w pozycji przychodów prowizyjnych kart w 2Q'15. Oczekujemy, iż PKO BP utrzyma dyscyplinę kosztową w 3Q'15, dzięki której wzrost kosztów operacyjnych nie przekroczy +2,1% R/R. Finalnie, prognozujemy spadek salda rezerw w 3Q'15 o 2,0% Q/Q (CoR -2p.b.) wspieranego przez sytuację makroekonomiczną.

Banki		Redukuj							
Komerční Banka									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	5 110 CZK		P/E 2015	15,5		P/BV 2015	2,0
		Cena docelowa	4 549 CZK		P/E 2016	14,8		P/BV 2016	2,0
(mIn CZK)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		5 108,8	5 097,0	5 395,0	0,2%	-5,3%	21 642,1	21 423,0	1,0%
Wynik prowizyjny		1 751,3	1 787,0	1 647,0	-2,0%	6,3%	6 591,8	6 751,0	-2,4%
WNDB		7 450,3	7 500,0	7 712,0	-0,7%	-3,4%	30 669,5	30 676,0	0,0%
Koszty operacyjne		-3 201,8	-3 622,0	-3 254,0	-11,6%	-1,6%	-13 068,8	-13 033,0	0,3%
Wynik operacyjny*		4 248,5	3 878,0	4 458,0	9,6%	-4,7%	17 600,7	17 642,0	-0,2%
Saldo rezerw		-179,9	-9,0	-305,0	1898,3%	-41,0%	-1 602,0	-1 296,0	23,6%
Zysk brutto		4 116,2	3 915,0	4 087,0	5,1%	0,7%	15 752,3	16 031,0	-1,7%
Zysk netto		3 320,4	3 184,0	3 268,0	4,3%	1,6%	12 467,7	12 985,0	-4,0%

\*przed kosztami rezerw

### Poprawa wyników w 3Q'15

Komerční Banka opublikuje swoje wyniki za 3Q'15 5 listopada. Oczekujemy, iż zysk netto wyniesie w 3Q'15 3 320 mln CZK, +4,3% Q/Q oraz +1,6% R/R. Wyniki w 2Q'15 były pod negatywnym wpływem odpisów (0,4 mld CZK) na tzw. resolution fund. Niemniej jednak, ze względu na brak odpowiedniej procedury legislacyjnej odpisy te mogą zostać odwrócone w 4Q'15 lub nawet w 3Q'15, a następnie

ponownie zawiązane w 2016 roku. Oczekujemy, iż wynik odsetkowy będzie w 3Q'15 stabilny, zaś marża zanotuje dalszą erozję o 7p.b. do poziomu 2,19% (do średnich aktywów). Jednocześnie wynik prowizyjny powinien pozostać pod presją (-2,0% Q/Q) ze względu na programy lojalnościowe. Oczekujemy, także stopniowej normalizacji kosztu ryzyka, a przez co jego wzrostu do poziomu 180 mln CZK (9 mln CZK w 2Q'15).

Banki		Akumuluj							
Erste Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	27,07 EUR		P/E 2015	14,7		P/BV 2015	1,1
		Cena docelowa	25,43 EUR		P/E 2016	12,0		P/BV 2016	1,0
(mIn EUR)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		1 114,5	1 113,4	1 126,0	0,1%	-1,0%	4 406,4	4 495,2	-2,0%
Wynik prowizyjny		453,5	456,3	465,8	-0,6%	-2,6%	1 842,6	1 869,8	-1,5%
WNDB		1 636,1	1 663,7	1 653,3	-1,7%	-1,0%	6 549,2	6 697,3	-2,2%
Koszty operacyjne		-958,2	-948,7	-887,3	1,0%	8,0%	-3 736,2	-3 787,3	-1,3%
Wynik operacyjny*		545,8	739,7	464,8	n.m.	17,4%	2 547,8	1 356,0	87,9%
Saldo rezerw		-276,0	-190,8	-878,8	44,7%	-68,6%	-1 206,7	-2 159,2	-44,1%
Zysk brutto		269,8	548,8	-414,0	-50,8%	n.m.	1 341,1	-803,2	-267,0%
Zysk netto		203,7	261,4	-554,2	-22,1%	n.m.	793,8	-1 442,0	n.m.

\*przed kosztami rezerw

**Dobry kwartał pomimo odpisów na Chorwację**

Erste Bank opublikuje wyniki za 3Q'15 6 listopada. Oczekujemy, iż zysk netto Erste Banku w 3Q'15 wyniesie 203,7 mln EUR co przekłada się na 22,1% spadek Q/Q. Wyniki będą pod negatywnym wpływem konwersji kredytów CHF w Chorwacji (-140 mln EUR), która zostanie w części zrekompenrowana przez sprzedaż udziału w kasynach (+30 mln EUR). Oczekujemy, iż wynik na działalności podstawowej

pozostanie bez zmian, gdzie wynik odsetkowy (+0,1% Q/Q) zrekompenzuje spadek wyniku prowizyjnego (-0,6% Q/Q). W 3Q'15 oczekujemy, iż koszty operacyjne wzrosną o 1,0% Q/Q oraz 8,0% R/R. Jednocześnie oczekujemy, iż saldo rezerw ulegnie normalizacji, a przez co wzrośnie do poziomu 276 mln EUR. Finalnie, ze względu na tarczę podatkową związaną ze stratami w Chorwacji oczekujemy niskiej efektywnej stopy podatkowej.

Banki		Akumuluj							
OTP Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	5 648 HUF		P/E 2015	17,3		P/BV 2015	1,1
		Cena docelowa	6 288 HUF		P/E 2016	9,5		P/BV 2016	1,1
(mld HUF)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		138,2	140,0	158,6	-1,2%	-12,9%	558,0	635,3	-12,2%
Wynik prowizyjny		43,0	43,9	41,6	-2,0%	3,5%	163,7	169,6	-3,5%
WNDB		52,7	53,7	50,0	-1,9%	5,3%	191,4	193,3	-1,0%
Koszty operacyjne		97,7	96,8	101,2	1,0%	-3,5%	392,0	411,5	-4,7%
Wynik operacyjny*		93,2	96,9	107,4	-3,8%	-13,3%	357,4	417,1	-14,3%
Saldo rezerw		62,5	45,3	65,2	37,9%	-4,1%	222,8	274,7	-18,9%
Zysk brutto		30,7	51,6	42,3	-40,5%	-27,4%	134,6	142,3	-5,4%
Zysk netto		16,7	38,3	34,2	-56,5%	51,2%	87,2	-102,0	n.m.

\*przed kosztami rezerw

**Spadek wyników w 3Q'15**

OTP Bank zaraportuje swoje wyniki za 3Q'15 rok 13 listopada. Prognozujemy, iż zysk netto OTP Bank wyniesie 16,68 mld HUF w 3Q'15 czyli -56,5% Q/Q oraz 51,2% R/R. Gorsze wyniki w 2H'15 wobec 1H'15 były zapowiadane przez zarząd podczas konferencji po wynikach za 2Q'15, ze względu na odpisy na Ukrainie, przewalutowanie kredytów samochodowych oraz odpisy w Chorwacji. OTP Bank w 3Q'15 poniesie jednorazowy odpis na przewalutowanie kredytów samochodowych (4,8 mld HUF) oraz na przewalutowanie kredytów hipotecznych w Chorwacji (5,8 mld HUF). Ponadto,

oczekujemy wyższego salda rezerw na Ukrainie, co przełoży się na wzrost całkowitego salda rezerw o 37,9% Q/Q. Oczekujemy, iż działalność podstawowa banku pozostanie pod presją ze spadającym wynikiem odsetkowym (-1,2% Q/Q), jak i wynikiem prowizyjnym (-2,0% Q/Q). Jednocześnie oczekujemy, iż koszty pozostaną pod kontrolą banku (-3,5% R/R). Finalnie w ujęciu regionalnym oczekujemy dodatnich wyników we wszystkich segmentach oprócz Ukrainy oraz Rosji, gdzie prognozujemy stratę na poziomie odpowiednio 14,3 mld HUF oraz 3,4 mld HUF.

## Ubezpieczyciele

Ubezpieczyciele PZU		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	375,00 PLN		P/E 2015	12,0		P/BV 2015	2,8
		Cena docelowa	488,23 PLN		P/E 2016	11,2		P/BV 2016	2,7
(mln PLN)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym									
	ubezpieczenia majątkowe	4 422,6	4 445,6	3 970,9	-0,5%	11,4%	17 844,3	16 884,6	5,7%
	ubezpieczenia na życie	2 454,3	2 418,1	2 035,0	1,5%	20,6%	9 944,8	9 110,7	9,2%
	Odszkodowania i świadczenia netto	1 973,9	1 993,9	1 937,1	-1,0%	1,9%	7 948,1	7 807,7	1,8%
	Koszty	-3 082,1	-2 960,5	-2 993,8	4,1%	2,9%	-12 107,1	-11 541,7	4,9%
	Wynik techniczny	-999,0	-991,7	-890,8	0,7%	12,1%	-3 793,1	-3 674,7	3,2%
	Wynik na działalności lokacyjnej	458,2	484,6	225,7	-5,5%	103,0%	1 442,8	1 212,9	19,0%
	Zysk brutto	342,0	106,7	805,4	220,4%	-57,5%	2 321,1	2 741,0	-15,3%
	Zysk netto	702,3	410,0	1 044,3	71,3%	-32,7%	3 340,9	3 691,7	-9,5%
	Zysk netto	568,9	325,4	843,5	74,8%	-32,6%	2 706,1	2 967,6	-8,8%

### Dobry kwartał pomimo presji na wynik lokacyjny

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 568,9 mln PLN, czyli wzrośnie o 74,8% Q/Q. Wynik netto wsparty będzie przez sprzedaż biznesu PZU na Litwie, która zostanie zaksięgowana w linii wyniku na działalności lokacyjnej (szacujemy wpływ na około 100 mln PLN). Jednocześnie oczekujemy, iż składka przypisana brutto zanotuje płaską dynamikę dzięki przyrostom w segmencie majątkowym (+1,5% Q/Q).

Ponadto, oczekujemy wzrostu odszkodowań netto na poziomie +4,1% Q/Q. Finalnie prognozujemy, że skonsolidowane koszty ogółem wzrosną o 0,7% Q/Q, przy czym wskaźnik kosztów pozostanie praktycznie bez zmian (22,0%). Podczas ogłoszenia wyników za 3Q'15 oczekujemy również informacji dotyczącej nadwyżki kapitałowej, jaką PZU będzie dysponowało pod Solwency II. Uważamy, iż informacja ta może być pozytywnym katalizatorem dla ceny akcji.



## Usługi finansowe

Usługi finansowe Kruk		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	183,70 PLN		P/E 2015	17,9		P/BV 2015	4,2
		Cena docelowa	143,10 PLN		P/E 2016	15,2		P/BV 2016	3,3
(mIn PLN)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Przychody ogółem		154,5	153,6	103,8	0,6%	48,8%	553,3	487,9	13,4%
zakup wierzytelności		142,5	141,7	92,5	0,5%	54,0%	502,7	442,4	13,6%
inkaso		7,5	7,4	7,6	2,0%	-1,8%	35,5	31,7	11,8%
Koszty bezpośrednie i pośrednie		63,7	60,4	45,8	5,5%	39,2%	215,7	194,0	11,2%
Marża pośrednia		90,8	93,2	58,1	-2,6%	56,4%	337,6	293,9	14,8%
Zysk operacyjny		60,4	65,4	37,5	-7,6%	61,2%	237,0	208,2	13,8%
Zysk brutto		48,2	56,0	25,0	-13,9%	92,9%	179,7	152,8	17,6%
Zysk netto		46,5	57,1	26,0	-18,5%	78,8%	174,3	151,8	14,8%

## Dynamika zwalnia w 2H'15

Kruk udostępnił wyniki za 3Q'15 1 listopada. Oczekujemy, iż zysk netto Kruka wyniesie 46,5 mln PLN, -18,5% Q/Q, ale +78,8% R/R. Oczekujemy, iż w kwartale Kruk zaraportuje dalszy wzrost przychodów z nabytych pakietów wierzytelności, który zostanie zneutralizowany przez wzrastające koszty, co w efekcie obniży marżę pośrednią spółki. Kluczowy dla Kruka w 3Q'15 będzie wzrost kosztów na marketing czy program motywacyjny, czy zanotowanie podatku z efektywną stawką, według naszych szacunków, na poziomie 3,5% (-4% w 2Q'15). Według oficjalnego

komunikatu, Kruk w 3Q'15 nabył wierzytelności za łączną kwotę 71 mln PLN (42 mln PLN w 3Q'14). Wartość nominalna nabytych wierzytelności w 3Q'15 wyniosła 607 mln PLN wobec 519 mln PLN w 3Q'14. Średnia cena za wierzytelności w 3Q'15 wyniosła 11,7% wobec 9,8% w 2Q'15 oraz 8,0% w 3Q'14. W całym 9M'15 Kruk wydał na wierzytelności 291 mln PLN (wartość nominalna 2,9 mld PLN; średnia cena równa 10%) wobec 355 mln PLN w 9M'14 (wartość nominalna na poziomie 2,2 mld PLN; średnia cena równa 16,1%). Spłaty Kruka w 3Q'15 wyniosły 206 mln PLN wobec 211,0 mln PLN w 2Q'15 oraz 168 mln PLN w 3Q'14.

Usługi finansowe Prime Car Management		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	43,00 PLN		P/E 2015	12,1		P/BV 2015	1,1
		Cena docelowa	53,60 PLN		P/E 2016	11,1		P/BV 2016	1,1
(mIn PLN)		3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Przychody z tytułu leasingu		35,5	35,7	37,9	-0,5%	-6,3%	143,8	155,3	-7,4%
Przychody z tytułu prowizji		50,1	49,4	48,1	1,4%	4,2%	202,1	201,5	0,3%
Przychody odsetkowe		8,8	8,7	9,0	1,1%	-1,9%	34,5	36,2	-4,7%
Przychody ogółem		136,5	137,5	127,8	-0,7%	6,9%	550,7	552,1	-0,2%
Koszty napraw i serwisu		41,4	41,0	40,4	1,0%	2,4%	166,8	164,2	1,6%
Koszty ogółem		123,9	125,1	113,9	-1,0%	8,8%	496,8	476,2	4,3%
Wynik na sprzedaży poleasingowej		4,7	4,8	3,3	-2,4%	41,5%	18,5	9,8	89,1%
Zysk netto		9,9	9,6	10,9	3,1%	-9,0%	42,4	62,6	-32,4%

## Stabilne wyniki w 3Q'15

PCM (Grupa Masterlease) zaraportuje wyniki za 3Q'15 16 listopada. Oczekujemy, iż zysk netto za 3Q'15 wyniesie 9,9 mln PLN, +3,1% Q/Q, ale -9,0% R-R. Oczekujemy, iż przychody spadną w 3Q'15 o 0,7% Q/Q przy jednoczesnym spadku kosztów o 1,0% Q/Q. Jednocześnie, oczekujemy iż wyniki na leasingu będą znajdować się nadal pod presją, ale znacznie słabszą niż w poprzednich kwartałach. Presja

widoczna powinna być na linii przychodów z tytułu leasingu i opłat dodatkowych (-0,5% Q/Q) przy jednoczesnym wzroście wyniku odsetkowego na poziomie (+1,1% Q/Q). Jednocześnie, oczekujemy iż marża serwisowa wzrośnie z poziomu 4,5 mln PLN w 2Q'15 do 5,0 mln PLN w 3Q'15 przy jednoczesnym spadku marży na ubezpieczeniach (z 1,8 mln PLN do 1,6 mln PLN). Finalnie oczekujemy, iż zysk na remarketingu wyniesie 4,7 mln PLN w 3Q'15, czyli pozostanie bez zmian względem 2Q'15.

Usługi finansowe Skarbiec Holding									
Kupuj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	33,30 PLN	P/E 2015		7,2	P/BV 2015		2,5
		Cena docelowa	64,30 PLN	P/E 2016		5,5	P/BV 2016		2,3
(mln PLN)	3Q'15P	2Q'15	3Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana	
Przychody ogółem	21,9	23,5	22,1	-7,0%	-1,2%	109,6	143,8	-23,8%	
Wynagrodzenie stałe	19,4	19,3	17,9	0,8%	8,5%	78,3	108,2	-27,7%	
Wynagrodzenie zmienne	0,1	1,9	2,7	-95,0%	-96,5%	22,5	24,0	-6,2%	
Koszty ogółem	-18,4	-17,9	-16,3	2,8%	12,8%	-72,8	-102,6	-29,0%	
Koszty dystrybucji	-10,3	-10,3	-8,3	0,1%	24,7%	-38,4	-53,5	-28,2%	
Koszty pracownicze	-4,2	-3,7	-3,8	12,3%	11,2%	-19,6	-26,0	-24,5%	
Zysk brutto	3,6	5,8	5,4	-37,3%	-33,7%	37,9	40,9	-7,2%	
Zysk netto	2,9	4,6	4,3	-36,8%	-32,0%	30,7	32,3	-4,8%	

### Bardzo niska opłata zmienna w 1Q'15/16 (3Q'15)

Oczekujemy, iż Skarbiec zaraportuje zysk netto na poziomie 2,9 mln PLN, -32,0% R/R oraz 36,8% Q/Q. Znaczący spadek wyniku w ujęciu kwartalnym wynika ze znacznie niższej opłaty zmiennej, jaką TFI zaksięguje w 3Q'15 (0,1 mln PLN) wobec 2Q'15 (1,9 mln PLN). Ponadto w 3Q'15 Skarbiec zanotuje koszty restrukturyzacyjne w wysokości około 0,5

mln PLN. Jednocześnie oczekujemy utrzymania się wysokiej opłaty stałej na poziomie 19,4 mln PLN. Na koniec 9M'15 aktywa pod zarządzaniem Skarbca wyniosły 14,1 mld PLN, z czego 1,5 mld PLN w funduszach wysokomarżowych, 1,7 mld PLN w niskomarżowych oraz 10,8 mld w dedykowanych. Finalnie oczekujemy, iż koszty dystrybucji pozostaną w 3Q'15 na prawie niezmiennym poziomie.

## Paliwa, Chemia

Chemia Ciech		Redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	72,94 PLN	P/E 2015	22,6	EV/EBITDA 2015	8,7		
		Cena docelowa	46,90 PLN	P/E 2016	16,9	EV/EBITDA 2016	8,1		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	812,8	798,7	2%	2 470,9	2 457,7	1%	3 133,8	3 243,9	-3%
EBITDA	185,8	128,2	45%	537,1	379,4	42%	574,9	524,8	10%
Marża	22,86%	16,04%	-	21,74%	15,44%	-	18,34%	16,18%	-
EBIT	131,3	78,5	67%	372,1	229,1	62%	364,1	320,3	14%
Zysk brutto	106,3	40,5	163%	285,1	90,2	216%	210,0	153,0	37%
Zysk netto	86,1	29,1	196%	224,6	56,1	300%	170,1	167,1	2%

**Dalszy wzrost wolumenów w sodzie**

W 3Q'15 w pełni powinny być już widoczne efekty zwiększenia mocy wytwórczych w Polsce, aczkolwiek przy porównaniu q/q należy pamiętać, że w 2Q spółka sprzedała trochę produktu z zapasów, co jednorazowo zwiększyło przychody. Ceny powinny być zbliżone, choć powoli Ciech powinien już odczuwać rosnącą konkurencję ze strony chińskich producentów (Indie, Afryka). W efekcie oczyszczona EBITDA segmentu wzrośnie naszym zdaniem tylko o 7 mln PLN q/q do 165 mln PLN. W segmencie organicznym zakładamy sezonowe obniżenie skorygowanego

zysku EBITDA do 12 mln PLN z niecałych 18 mln PLN kwartał wcześniej. Obok standardowego spadku sprzedaży środków ochrony roślin wciąż presję na rentowność będzie wywierał segment żywic epoksydowych. W obszarze krzemianów zakładamy pozytywny efekt sezonowego wzrostu sprzedaży lampionów oraz spadku cen gazu, co powinno przełożyć się na 11,5 mln PLN EBITDA vs. 10 mln PLN w 2Q'15. Na działalności finansowej uwzględniamy tylko standardowe koszty odsetek (ewentualne koszty refinansowania zadłużenia mogą pojawić się dopiero w 4Q). Zysk netto powinien być zbliżony q/q.

Paliwa MOL		Kupuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	13 200 HUF	P/E 2015	19,9	EV/EBITDA 2015	3,7		
		Cena docelowa	17 495 HUF	P/E 2016	7,8	EV/EBITDA 2016	3,4		
(mld HUF)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	961,8	1 341,9	-28%	3 012,8	3 694,9	-18%	3 866,2	4 869,4	-21%
EBITDA	181,9	157,1	16%	515,8	374,0	38%	638,7	409,0	56%
Marża	18,92%	11,71%	-	17,12%	10,12%	-	13,98%	8,40%	-
EBIT	-23,3	90,9	-	152,0	170,0	-11%	192,7	40,9	372%
Zysk brutto	-30,3	55,5	-	84,5	114,2	-26%	120,7	-43,9	-
Zysk netto	-19,7	28,5	-	52,1	73,4	-29%	68,3	4,8	-

**Korzystne makro w pełni wykorzystane**

Oczyszczona EBITDA LIFO powinna w tym kwartale sięgnąć około 197 mld HUF wobec 162 mld HUF przed rokiem i 179 mld HUF wypracowanych w 2Q'15. Główną siłą napędową tego kwartału będzie ponownie segment downstream (efekt rekordowo wysokich marż przerobowych), który łącznie powinien wypracować 147 mld HUF EBITDA LIFO (127 mld HUF w poprzednim kwartale), z czego około 46 mld HUF powinno pochodzić z obszaru petrochemii. Poprawie q/q obok nieco wyższej marży modelowej będzie sprzyjać sezonowe zwiększenie zysków w sieci stacji benzynowych (+10 mld HUF) oraz brak istotnych przestoju remontowych na instalacjach. W segmencie wydobywczym EBITDA sięgnie naszym zdaniem około 47 mld HUF, a spadek q/q to pochodna niższych cen ropy oraz spadku wolumenów produkcji w Chorwacji i na Węgrzech. Przypominamy, że EBIT będzie w tym kwartale obciążony odpisem aktywów w

Kurdystanie (120 mld HUF) i nie jest wykluczone, że spółka dokonana jeszcze ponownej wyceny aktywów nabytych na Morzu Północnym (tego nie uwzględniamy w prognozach). W segmencie gazowym zakładamy poprawę strumienia EBITDA r/r (13 mld HUF vs. 12 mld HUF w 3Q'14), ale będzie to wynikało z braku konsolidacji straty z Priodni Plin, która rok temu sięgnęła 2 mld HUF. Raportowany wynik Grupy będzie osłabiony ujemnym efektem LIFO, który szacujemy na -15 mld HUF. Na kosztach ogólnych spodziewamy się około -10 mld HUF. Na działalności finansowej nie oczekujemy istotnych pozycji oprócz salda odsetkowego (możliwe są niewielkie dodatnie różnice kursowe ze względu na lekkie umocnienie forinta na koniec okresu). Dokonane odpisy na aktywach w Kurdystanie stanowią tarczę podatkową dla spółki matki, tak więc na poziomie netto strata zostanie w części zneutralizowana.

Paliwa PGNiG		Sprzedaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	6,80 PLN		P/E 2015	13,6	EV/EBITDA 2015	6,3	
		Cena docelowa	5,49 PLN		P/E 2016	16,0	EV/EBITDA 2016	6,9	
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	6 556,5	6 436,0	2%	26 946,5	22 817,0	18%	36 148,6	34 304,0	5%
EBITDA	1 225,0	1 519,0	-19%	5 221,0	4 986,0	5%	6 649,1	6 345,0	5%
Marża	18,68%	23,60%	-	19,38%	21,85%	-	18,39%	18,50%	-
EBIT	545,0	915,0	-40%	3 154,0	3 084,0	2%	6 649,1	3 843,0	73%
Zysk brutto	520,0	806,0	-35%	3 071,0	2 869,0	7%	3 815,9	3 626,0	5%
Zysk netto	384,8	616,0	-38%	2 248,8	2 135,0	5%	2 927,4	2 823,0	4%

### Presja na wyniki wydobycia i obrotu

W 3Q'15 oczekujemy słabszych wyników w ujęciu r/r, co będzie przede wszystkim pochodną spadku cen ropy i zawyżonej bazy odniesienia w segmencie obrotu. W obszarze wydobycia z uwagi na niższe ceny węglowodorów (częściowo skompensowane wzrostem wolumenów) oraz mniejsze przychody ze spółek serwisowych szacujemy obniżenie EBITDA do 755 mln PLN z 1 mld PLN rok wcześniej (oczyszczona EBITDA za 2Q'15 wyniosła 886 mln PLN). W prognozach nie uwzględniamy odpisów aktywów czy odwertów z uwagi na przegląd przeprowadzony w raporcie półrocznym. W segmencie obrotu spodziewamy się dalszego spadku EBITDA q/q (103 mln PLN vs. 205 mln PLN w 2Q'15) z uwagi na spadające ceny sprzedaży (niższe taryfy i

wprowadzane rabaty), gorszą strukturę koszyka oraz sezonowo niższe wolumeny. W dystrybucji przy założeniu lekko negatywnego wpływu bilansowania (-20 mln PLN vs. +58 mln PLN w 3Q'14) prognozujemy 336 mln PLN EBITDA wobec 372 mln PLN rok wcześniej (gorsze saldo na bilansowaniu zostanie częściowo skompensowane wolumenami, które były wyższe od uwzględnionych w taryfie). Segment energetyczny z uwagi na standardową sezonowość będzie miał ograniczony wpływ na skonsolidowane zyski. Na działalności finansowej saldo może być obciążone ujemnymi różnicami kursowymi na kredycie dolarowym w spółce norweskiej, co po uwzględnieniu stopy podatkowej na poziomie 26% zaowocuje zyskiem netto nieco poniżej 400 mln PLN.

Paliwa Polwax		Kupuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	15,80 PLN		P/E 2015	6,9	EV/EBITDA 2015	6,2	
		Cena docelowa	24,20 PLN		P/E 2016	6,8	EV/EBITDA 2016	5,8	
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	81,2	80,2	1%	182,9	175,8	4%	257,2	258,2	0%
EBITDA	11,3	11,2	1%	22,7	23,4	-3%	32,7	30,8	6%
Marża	13,9%	13,9%	-	12,4%	13,3%	-	12,7%	11,9%	-
EBIT	10,2	10,3	-1%	19,6	21,1	-7%	29,9	27,7	8%
Zysk brutto	10,0	10,1	0%	19,0	20,5	-8%	29,1	27,8	5%
Zysk netto	8,0	7,8	4%	15,2	16,2	-6%	23,6	22,4	5%

### Wyniki zbliżone r/r

Pierwsze półrocze było dość trudne dla Polwaxu, gdyż spółka odczuwała presję konkurencyjną na rynku parafiny zniczowej, szczególnie z uwagi na atrakcyjne ceny substytucyjnych surowców (olej palmowy, tłuszcze zwierzęce). Znalazło to odzwierciedlenie w presji na realizowane marże. Zarząd sygnalizował już jednak przy okazji wyników za 2Q, że sytuacja zaczyna się stabilizować (dostrzegamy również zmiany w notowaniach wspomnianych substytutów) i dlatego spodziewamy się powrotu rentowności brutto na sprzedaży w 3Q do poziomu 20%. Nadal zakładamy

co prawda nieco słabsze marże w segmencie zniczowym, ale w połączeniu z wciąż bardzo dobrymi rezultatami sprzedażowymi w obszarze produktów dedykowanych do przemysłu powinno to pozwolić na powtórzenie wyniku EBITDA sprzed roku. W naszych prognozach nie zakładamy żadnych zdarzeń jednorazowych (baza odniesienia jest w pełni porównywalna). Uwzględniając nieco niższe zadłużenie netto oraz standardową stopę podatkową oczekujemy, że na poziomie netto rezultat będzie nieznacznie wyższy niż w 3Q'14.

Chemia Synthos		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	3,73 PLN	P/E 2015	13,9	EV/EBITDA 2015	9,3		
		Cena docelowa	4,75 PLN	P/E 2016	10,1	EV/EBITDA 2016	8,0		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	1 001,5	1 225,4	-18,3%	3 122,9	3 575,4	-12,7%	4 799,2	4 618,8	3,9%
EBITDA	179,2	177,4	1,1%	513,7	507,3	1,3%	650,9	635,8	2,4%
Marża	17,9%	14,5%		16,4%	14,2%		13,6%	13,8%	
EBIT	137,9	139,7	-1,3%	394,4	392,0	0,6%	486,2	479,6	1,4%
Zysk brutto	107,0	138,6	-22,8%	372,8	370,8	0,5%	438,4	427,1	2,7%
Zysk netto	88,1	122,3	-28,0%	334,4	291,2	14,8%	354,5	356,9	-0,7%

### Negatywny wpływ różnic kursowych, dobry wynik na produktach styrenowych, gorzej na kauczukach

W 3Q'15 oczekujemy, że wolumen sprzedaży kauczuków syntetycznych spadnie o 6% r/r, a produktów styrenowych wzrośnie o 3% r/r. W przypadku kauczuków w 3Q'15 producentom europejskim nadal sprzyjały niższe niż na rynku azjatyckim ceny butadienu, co zwiększało ich przewagę konkurencyjną i wspierało wolumeny sprzedaży eksportowej. Negatywnie natomiast w przypadku Synthos przełożył się przestój rafinerii Unipetrol w Litwinowie, z której spółka w Kralupach kontraktowała dostawy surowców (w tym butadienu). Szacujemy, że przerwa w dostawach i konieczność zakupywania butadienu z zewnątrz przełoży się negatywnie na wielkość wolumenów sprzedaży w 3Q'15. Z kolei w przypadku produktów styrenopochodnych popytowi sprzyjały niższe ceny oraz dobra koniunktura w gospodarce europejskiej. Zestawiając wolumeny z wyraźnie niższymi r/r cenami produktów szacujemy, że skonsolidowane przychody Grupy spadną w 3Q'15 o 18,3% r/r.

Zakładamy, że w 3Q'15 nadal bardzo dobra koniunktura utrzymywała się w zakresie produktów styrenopochodnych (wysokie różnice pomiędzy cenami EPS, GIPS i HIPS a benzenem i etylenem). Gorszych z kolei marży oczekujemy na kauczukach, gdzie negatywnie na wyniki wpływać będą przerwy w dostawach surowców w fabryce w Czechach. Spodziewamy się, że na każdej tonie kauczuków w 3Q'15 Synthos zarabiać będzie 1,14 tys. PLN EBITDA (1,57 tys. PLN EBITDA w 3Q'14) oraz na produktach styrenowych 1,04 tys. PLN EBITDA (0,57 tys. PLN EBITDA w 3Q'14).

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy negatywnych różnic kursowych z tytułu przeszacowania portfela kredytów notowanych w walutach obcych (w 3Q'15 SEK osłabił się do EUR o 1,296%). Całkowity efekt szacujemy na około 19 mln PLN.

Po 1-3Q'15 oczekujemy, że nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 65% na poziomie sprzedaży, 79% EBITDA oraz 94% wyniku netto.

## Energetyka

Energetyka CEZ		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	74,66 PLN	P/E 2015	9,1	EV/EBITDA 2015	6,0		
		Cena docelowa	89,20 PLN	P/E 2016	10,9	EV/EBITDA 2016	6,6		
(mIn CZK)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	46 296,3	45 309,0	2%	149 191,3	147 015,0	1%	213 266,8	200 657,0	6%
EBITDA	14 207,9	11 611,0	22%	49 810,9	49 483,0	1%	69 808,8	64 651,0	8%
Marża	30,69%	25,63%	-	33,39%	33,66%	-	32,7%	32,2%	-
EBIT	7 104,9	4 725,0	50%	28 404,9	28 823,0	-1%	41 196,8	36 946,0	12%
Zysk brutto	5 729,7	2 897,0	98%	24 903,7	24 394,0	2%	35 394,1	28 656,0	24%
Zysk netto	4 526,5	2 541,0	78%	19 901,5	19 813,0	0%	28 005,9	22 403,0	25%

### Przestój w Temelinie osłabi wyniki q/q

W 3Q'15 wyniki segmentu wytwarzania w CEZ będą zainfekowane przedłużonym o 4 tygodnie przestojem remontowym jednego z bloków w elektrowni w Temelinie. Szacujemy, że ubytek z tego tytułu mógł sięgnąć 0,6 TWh. Dzielne dane produkcyjne z obydwu elektrowni atomowych wskazują, że spadek generacji q/q może nawet sięgnąć 1 TWh. W tym kontekście zakładamy, że łączna EBITDA segmentu sięgnie 7 mld CZK (8 mld CZK w 2Q'15). Jeśli chodzi o porównanie r/r to jest ono zaburzone z uwagi na zaksięgowane w 3Q'14 odpisy farm wiatrowych w Rumunii na 2,5 mld CZK oraz straty na transakcjach zabezpieczających na 1,2 mld CZK. W obszarze sprzedaży i dystrybucji EBITDA

powinna być niższa q/q (5,3 mld CZK vs. 6,3 mld CZK) z uwagi na jednorazowe odwrócenie odpisu na należności w 2Q'15. Poprawa r/r w tym segmencie (4,7 mld CZK w 3Q'14) to kwestia obniżonej bazy odniesienia (0,7 mld CZK odpisu na dystrybucję w Bułgarii), lepszych marż na handlu oraz obniżonych kosztów stałych, które zneutralizują brak retrospektywnych kompensat za energię z OZE (te kompensaty poprawiały wyniki 2014 roku). Ostatecznie skonsolidowana EBITDA wyniesie 14,2 mld CZK vs. 16 mld CZK oczyszczonego zysku rok wcześniej. Na działalności finansowej obok standardowych kosztów odsetkowych pojawi się strata na wycenie aktywów tureckich (osłabienie liry). Ostatecznie zysk netto będzie jednak wyższy r/r.

Energetyka Enea		Kupuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	13,55 PLN	P/E 2015	7,0	EV/EBITDA 2015	4,4		
		Cena docelowa	18,10 PLN	P/E 2016	8,7	EV/EBITDA 2016	5,5		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	2 567,4	2 387,0	8%	7 179,6	7 227,2	-1%	9 903,4	9 855,4	0%
EBITDA	696,4	412,2	69%	1 590,5	1 518,6	5%	1 886,6	1 914,9	-1%
Marża	27,12%	17,27%	-	22,15%	21,01%	-	19,05%	19,43%	-
EBIT	508,6	232,6	119%	1 032,8	994,4	4%	1 129,9	1 186,5	-5%
Zysk brutto	491,8	251,5	96%	1 014,6	1 022,2	-1%	1 048,1	1 143,1	-8%
Zysk netto	396,3	211,7	87%	812,5	838,3	-3%	848,9	908,3	-7%

### Wyniki wzmocnione przychodami KDT

Wyniki Grupy w 3Q'15 będą wzmocnione dodatkowymi przychodami z rekompensat KDT wynikającymi z korekty końcowej w kwocie 293 mln PLN. W segmencie wytwarzania po oczyszczeniu o to zdarzenie jednorazowe EBITDA powinna sięgnąć 110 mln PLN i będzie zbliżona w ujęciu r/r. Przypominamy przy tym o zawyżonej bazie odniesienia przez 10 mln PLN dodatkowych zysków na aktywach wiatrowych w 3Q'14, o znacznie słabszych warunkach hydrologicznych oraz problemach z utylizacją elektrowni w Kozienicach (trudności z chłodzeniem i dostępnością bloków). Powinno to być jednak

zneutralizowane przez niższe ceny węgla. W segmencie dystrybucyjnym EBITDA sięgnie naszym zdaniem około 276 mln PLN i będzie nieco słabsza r/r z uwagi na wyższe koszty strat sieciowych. W obrocie oczekujemy natomiast poprawy r/r (EBITDA 22 mln PLN vs. 6 mln PLN przed rokiem) z uwagi na mniejsze koszty pozyskiwania nowych klientów, które jednorazowo obniżyły wynik rok temu. Na działalności finansowej nie zakładamy istotnych pozycji, tak więc po uwzględnieniu standardowej stopy podatkowej zysk netto powinien sięgnąć prawie 400 mln PLN.

Energetyka Energia		Redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	16,98 PLN	P/E 2015	8,0	EV/EBITDA 2015	5,0		
		Cena docelowa	18,60 PLN	P/E 2016	10,2	EV/EBITDA 2016	6,0		
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	2 598,2	2 505,8	4%	8 023,3	7 792,3	3%	10 685,2	10 590,6	1%
EBITDA	504,6	551,2	-8%	1 720,3	1 832,5	-6%	2 182,2	2 307,0	-5%
Marża	19,42%	22,00%	-	20,42%	19,06%	-	20,42%	21,78%	-
EBIT	278,3	334,1	-17%	1 043,1	1 191,8	-12%	1 301,1	1 446,2	-10%
Zysk brutto	211,9	281,9	-25%	869,1	1 039,7	-16%	1 084,3	1 248,1	-13%
Zysk netto	171,7	213,0	-19%	700,7	808,4	-13%	878,3	982,1	-11%

### Gorzej w segmencie hydro

Wyniki Energi za 3Q'15 będą słabsze r/r, aczkolwiek na poziomie EBITDA częściowo będzie to wynikać z zawyżonej o około 30 mln PLN bazy odniesienia (głównie rozwiązanie rezerw na PDO w 3Q'14). Gorzej r/r wypadnie przede wszystkim segment wytwarzania, gdzie zysk EBITDA szacujemy na 66 mln PLN vs. 155 mln PLN przed rokiem. Słabiej będzie praktycznie na wszystkich głównych liniach biznesowych, zaczynając od elektrowni w Ostrołęce (-48 mln PLN r/r z uwagi na mniejszą skalę wymuszenia i niższe ceny oraz przestój remontowy jednego bloku), a kończąc na elektrowniach wodnych (-35 mln PLN r/r z uwagi na spadek cen zielonych certyfikatów oraz mocny spadek wolumenów w związku z suszą). W dystrybucji efekt zmian w częstotliwości

odczytu liczników powinien się już odwracać, ale dynamika EBITDA r/r będzie naszym zdaniem nadal dodatnia (400 mln PLN vs. 370 mln PLN w 3Q'14) z uwagi na oszczędności kosztowe, wyższy wzrost wolumenów oraz przesunięcia części kosztów na ostatni kwartał. W obrocie mimo zawyżonej bazy odniesienia (wspomniane rezerwy na PDO) Spółka powinna poprawić wyniki r/r (EBITDA 49 mln PLN vs. 22 mln PLN) dzięki spadkowi cen zielonych certyfikatów oraz mniejszym kosztom sprzedawcy z urzędu (wysokie ceny spotowe). Na działalności finansowej oczekujemy nieco wyższych kosztów odsetkowych (wzrost długu netto), co wraz z wyższą r/r amortyzacją zwiększa negatywne odchylenie r/r na poziomie zysku netto.

Energetyka PGE		Kupuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	14,00 PLN	P/E 2015	8,3	EV/EBITDA 2015	4,0		
		Cena docelowa	16,82 PLN	P/E 2016	10,2	EV/EBITDA 2016	5,1		
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	7 074,4	6 649,0	6%	21 318,4	20 857,0	2%	29 955,0	28 137,0	6%
EBITDA	2 007,8	1 726,0	16%	6 333,8	6 795,0	-7%	7 909,6	8 184,0	-3%
Marża	28,38%	25,96%	-	29,71%	32,58%	-	26,40%	29,09%	-
EBIT	1 337,8	930,0	44%	-4 836,2	4 463,0	-	4 669,2	5 096,0	-8%
Zysk brutto	1 297,8	497,0	161%	-4 937,2	4 023,0	-	4 518,7	4 613,0	-2%
Zysk netto	1 051,2	387,0	172%	-4 003,8	3 292,0	-	3 653,9	3 638,0	0%

### Obniżona amortyzacja wesprze zysk netto

W 3Q'15 tendencje w poszczególnych segmentach powinny być zbliżone do tych obserwowanych w pierwszym półroczu. W obszarze wytwarzania wyższe ceny sprzedaży zapewnią wzrost oczyszczonego strumienia EBITDA o około 300 mln PLN. Poprawa mogłaby być wyższa gdyby nie spadek wolumenów produkcji w elektrowniach na węgiel brunatny (wg danych PSE w tej kategorii w skali kraju spadek sięgnął 0,6 TWh). Spodziewamy się też nieco niższych rekompensat KDT (139 mln PLN vs. 192 mln PLN) i w efekcie raportowana EBITDA wyniesie w tym segmencie 1,2 mld PLN. W obszarze OZE z uwagi na spadek wolumenów w elektrowniach wodnych prognozujemy spadek EBITDA z 83 mln PLN do 54

mln PLN. W dystrybucji wyniki powinny być zbliżone r/r (EBITDA 600 mln PLN) podobnie jak w obszarze obrotu (109 mln PLN). Z uwagi na dokonane w 2Q'15 odpisy aktywów oczekujemy spadku amortyzacji q/q o około 0,13 mld PLN, co znacząco poprawi dodatnią dynamikę r/r na poziomie EBIT. Na działalności finansowej nie oczekujemy istotnych zdarzeń poza kosztami odsetek i efektem zwijania dyskonta na zobowiązaniach pracowniczych. Zysk netto powinien przekroczyć 1 mld PLN, a znacząca różnica r/r poza lepszym wynikiem operacyjnym to efekt zaniżonej bazy odniesienia (w 3Q'14 spółka zaksięgowwała w koszty finansowe odpis obligacji AW na 0,4 mld PLN).

Energetyka Tauron									
Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca	3,13 PLN		P/E 2015	4,9	EV/EBITDA 2015	4,1		
	Cena docelowa	4,70 PLN		P/E 2016	5,7	EV/EBITDA 2016	4,7		
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	4 593,4	4 376,8	5%	13 777,7	13 603,1	1%	19 260,8	18 440,8	4%
EBITDA	849,8	920,7	-8%	2 764,7	2 915,3	-5%	3 463,6	3 627,0	-5%
Marża	18,50%	21,04%	-	20,07%	21,43%	-	17,98%	19,67%	-
EBIT	414,5	464,5	-11%	1 458,8	1 546,9	-6%	1 744,7	1 830,1	-5%
Zysk brutto	354,5	387,0	-8%	1 213,3	1 312,5	-8%	1 393,6	1 498,2	-7%
Zysk netto	287,2	318,4	-10%	1 005,7	1 048,7	-4%	1 128,8	1 180,9	-4%

### Słabiej r/r z uwagi na koszty CO<sub>2</sub>

W 3Q'15 oczekujemy nieco słabszych wyników r/r, co będzie przede wszystkim pochodną pogorszenia EBITDA w segmencie wytwarzania (80 mln PLN vs. 135 mln PLN przed rokiem). Niższe o ponad 50 mln PLN zyski mimo wyższej średniej realizowanej ceny sprzedaży oraz oczekiwanych wyższych wolumenów (+6%) będą konsekwencją księgowanych kosztów uprawnień do emisji (około 80 mln PLN z uwagi na wyczerpanie darmowych uprawnień w 1H'15) oraz znacznie słabszego wyniku w obszarze OZE (wg PSE wolumen produkcji elektrowni wodnych spadł r/r o ponad 37%). Gorszy wynik r/r pojawi się prawdopodobnie również w przypadku segmentu wydobywczego, ale w

przeciwieństwie do pierwszego półrocza spodziewamy się tam dodatniego strumienia EBITDA (42 mln PLN vs. 55 mln PLN przed rokiem i -113 mln PLN w 2Q'15). Poprawa q/q powinna wynikać z wyższych wolumenów oraz braku dociążania kosztów wynikających ze sprzedaży węgla ze zwałów (w 2Q'15 wynik dodatkowo obniżyły zdarzenia jednorazowe). W dystrybucji strumień EBITDA szacujemy na 608 mln PLN vs. 612 mln PLN. Brak wzrostu r/r to głównie kwestia zawyżonej bazy odniesienia (rozwiązane rezerwy na bezumowne korzystanie z gruntów). W segmencie sprzedaży wynik powinien być zbliżony r/r (111 mln PLN). Na działalności finansowej nie spodziewamy się szczególnych zaskoczeń, podobnie jak na poziomie podatku dochodowego.



## Telekomunikacja

Telekomunikacja Netia		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	5,52 PLN	P/E 2015	96,1	EV/EBITDA 2015	5,0		
		Cena docelowa	5,80 PLN	P/E 2016	61,4	EV/EBITDA 2016	5,2		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	413,3	413,4	0,0%	1182,3	1269,9	-6,9%	1562,3	1674,0	-6,7%
EBITDA	113,9	109,5	4,0%	338,0	355,3	-4,9%	421,8	738,7	-42,9%
Marża	27,6%	26,5%	-	28,6%	28,0%	-	27,0%	44,1%	-
EBIT	7,7	3,1	148,4%	24,0	38,0	-36,8%	41,6	157,4	-73,5%
Zysk brutto	8,3	-3,3	-	230,0	397,8	-42,2%	24,7	126,4	-80,5%
Zysk netto	6,3	-4,4	--	14,1	14,8	-5,1%	20,0	174,8	-88,6%

**Wzrost na EBITDA dzięki TK Telekom**

Wyniki Netii nie są porównywalne R/R. Ze względu na konsolidację TK telekom, od 21 lipca 2015 r., wynik EBITDA wzrośnie o 7% R/R. W ujęciu bez TK Telekom, wynik EBITDA byłby na poziomie ok. 106 mln PLN, tj. niżej 4% R/R. Spadek to pochodnia tendencji znanych z poprzednich kwartałów: ARPU z usług głosowych na własnej sieci powinno wykazać spadek do poziomu 30,5 PLN (-14% R/R), a na dzierżawionej infrastrukturze powinno być na poziomie -5% R/R (zakładamy 42 PLN). Zakładamy spadek liczby użytkowników

na koniec okresu do 1,25 mln (-9% R/R), co wynika ze spadku abonentów na liniach dzierżawionych o blisko 19 tys. w kwartale. Przychody z usługi transmisji danych powinny dalej spadać R/R ze względu na znaczne odpływy abonentów podłączonych w formule Bitstream Access i Local Loop Unbundling. ARPU z usług transmisji danych powinno wynieść 55 PLN. Spadek obrotów będzie zrekompensowany zmniejszeniem się bazy kosztowej: szacujemy spadki COGS do 266 mln PLN (tj. ponad 7% R/R) przez kolejne oszczędności w ramach programu Netia Lajt. Estymujemy także spadki na kosztach ogólnego zarządu i sprzedaży.

## Media

Media Agora		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	11,23 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	8,2		
		Cena docelowa	8,20 PLN	P/E 2016	-	EV/EBITDA 2016	8,2		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	252,2	243,9	3,4%	827,8	768,7	7,7%	1094,8	1102,4	-0,7%
EBITDA	16,8	14,0	19,9%	76,4	52,3	46,0%	79,0	77,7	1,6%
Marża	6,7%	5,7%	-	9,2%	6,8%	-	7,2%	7,1%	-
EBIT	-5,6	-9,8	-	0,5	-19,4	-	-12,1	-18,3	-
Zysk brutto	-5,6	-9,0	-	0,4	-19,1	-	-15,8	-17,9	-
Zysk netto	-6,1	-10,1	-	-1,3	-20,7	-	-17,9	-11,0	-

### Dalsza poprawa w Agorze

W 3Q'15 spodziewamy się wzrostu przychodów w Grupie o 3,4% R/R. Kolejny kwartał spodziewamy się spadków w segmencie Prasa, którego obroty szacujemy na 71,1 mln PLN (-6% R/R), przy założeniu wyniku rozpowszechniania płatnego *Wyborczej* w wysokości 185 tys. sztuk. Istotnych wzrostów obrotów oczekujemy w segmencie Film i Książka (zakładamy podobną ilość sprzedanych biletów R/R i wzrost

przychodu na widza w barach o 7% R/R; Agora zaksięguje także, jak w poprzednim kwartale, zyski z Wiedźmina 3). Wysokiej dynamiki EBITDA oczekujemy także w segmencie Outdoor ze względu na popyt reklamodawców oraz optymalizację procesu realizacji kampanii. Ze względu na wzrost kosztów reklamy w segmencie Radio, przyjmujemy tutaj płaską EBITDA R/R. Wynik EBITDA powinien poprawić się w grupie o blisko 20%.

Media Cyfrowy Polsat		Redukuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	25,00 PLN	P/E 2015	19,9	EV/EBITDA 2015	7,5		
		Cena docelowa	21,80 PLN	P/E 2016	16,2	EV/EBITDA 2016	6,9		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	2 432,2	2 419,6	0,5%	3 464,5	4 888,8	-29,1%	9 756,5	7 409,9	31,7%
EBITDA	912,1	910,1	0,2%	2 785,7	1 901,0	46,5%	3 562,5	2 738,3	30,1%
Marża	37,5%	37,6%	-	80,4%	38,9%	-	36,5%	37,0%	-
EBIT	497,1	431,8	15,1%	1 509,3	1 048,9	43,9%	1 761,4	1 442,4	22,1%
Zysk brutto	740,6	49,2	1 405,4%	1 287,8	310,7	314,5%	960,7	314,2	205,8%
Zysk netto	694,9	48,1	1 344,6%	1 170,2	278,5	320,2%	804,1	292,5	174,9%

### Stabilizacja na linii EBITDA

Okres 3Q'15 będzie pierwszym okresem w pełni porównywalnym R/R (poprzednie kwartały nie były porównywalne ze względu na konsolidację Polkomtela w poł. 2Q'14). Przychody szacujemy na poziomie 2 432 mln PLN, tj. będą na lekko wyższym poziomie R/R vs. wyniki stary CPS i Polkomteli proforma. Spodziewamy się spadku przychodów detalicznych od klientów indywidualnych do 1 654 mln PLN w wyniku spadku ARPU detalicznego, co zostanie zrekompensowane: wzrostem obrotów hurtowych w Grupie oraz wzrostem przychodów ze sprzedaży sprzętu (co dodatkowo wpływa na poprawę marży księgowej EBITDA). Bazę kosztową bez amortyzacji szacujemy na 1 520 mln PLN (vs. 1 544 mln PLN w 2Q'14 proforma). Spodziewamy się przede wszystkim znacznego wzrostu kosztów technicznych i rozliczeń międzyoperatorskich (zakładamy 550 mln PLN vs.

503 mln PLN proforma, co wynika z zakupu 56,3 mln GB danych od Midasa po stawce 2,6 PLN za 1 GB), co zostanie rekompensowane spadkami na linii koszty sprzętu. Wynik EBITDA powinien wynieść 912 mln PLN i powinien być płaski R/R, co prezentuje się optymistycznie. Zwracamy jednak uwagę, że płaskie wyniki to częściowo pochodzą z wyższej ceny sprzętu przy niższych kosztach jego zakupu. Wynik netto będzie bardzo wysoki w kwartale w skutek rozpoznania jednorazowego zysku w wysokości 427 mln PLN (co z kolei będzie wynikiem: spisania w znacznej części nadwyżki wyceny do wartości godziwej na moment nabycia Metelem Holding Company Ltd. Obligacji PLK ponad ich wartość nominalną w wysokości ok. 780 mln PLN, spisania kosztów pozyskania zadłużenia z tytułu Umowy Kredytów CP i Umowy Kredytów PLK w wysokości ok. 66 mln PLN oraz ujęcia rezerwy na premię za wcześniejszy wykup Obligacji PLK w wysokości ok. 242 mln PLN).

Media Wirtualna Polska									
Kupuj									
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	39,65 PLN		P/E 2015	25,0	EV/EBITDA 2015	14,4	
		Cena docelowa	44,70 PLN		P/E 2016	14,7	EV/EBITDA 2016	11,3	
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	76,5	60,9	25,7%	221,8	172,8	28,4%	276,3	248,3	11,3%
EBITDA	23,8	12,3	92,4%	65,3	34,0	91,9%	88,0	51,0	72,5%
Marża	31,0%	20,3%	-	29,4%	19,7%	-	31,8%	20,5%	-
EBIT	16,3	5,5	197,5%	43,3	17,1	153,0%	63,4	22,7	179,4%
Zysk brutto	14,4	-0,5	-	27,8	9,0	210,6%	47,3	-0,3	-
Zysk netto	11,6	-0,7	-	21,7	7,9	176,3%	45,9	-2,0	-

### Możliwe przebicia 100 mln PLN LTM na skorygowanej EBITDA

Zakładamy, że WPH zaraportuje 76,5 mln PLN przychodów ze sprzedaży, z czego 64,3 mln PLN będzie gotówkowe (barter na poziomie 12,2 mln PLN). Wzrost sprzedaży gotówkowej będzie na poziomie 26% R/R. Zakładamy wzrosty kosztów usług obcych (23,8 mln PLN z poziomu 20,2 mln PLN rok

wcześniej w związku z dużym poziomem barterów) oraz kosztów wynagrodzeń (do 24,5 mln PLN vs. 19,4 mln PLN rok wcześniej). Pomimo tego wynik EBITDA skorygowana o koszty jednorazowe (spodziewamy się ok. 1 mln PLN kosztów) wyniesie 25,2 mln PLN i będzie 12% wyższy R/R. W ten sposób już po 3Q, WPH zbliży się do poziomu 100 mln PLN EBITDA LTM. Księgowy wynik netto szacujemy na 11,6 mln PLN.

**IT**

IT Asseco Poland		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	55,18 PLN	P/E 2015	13,3	EV/EBITDA 2015	7,2		
		Cena docelowa	59,00 PLN	P/E 2016	13,2	EV/EBITDA 2016	7,0		
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	1680,1	1486,3	13,0%	4985,2	4399,3	13,3%	6443,6	6231,9	3,4%
EBITDA	257,7	228,8	12,6%	721,4	659,5	9,4%	918,3	905,1	1,5%
Marża	15,3%	15,4%	-	14,5%	15,0%	-	14,3%	14,5%	-
EBIT	182,7	163,9	11,4%	516,3	459,2	12,4%	656,2	636,7	3,1%
Zysk brutto	182,7	162,2	12,6%	490,9	469,1	4,6%	633,5	648,1	-2,2%
Zysk netto	86,9	85,3	1,9%	318,8	384,0	-17,0%	345,6	358,4	-3,6%

**Stabilizacja na linii netto**

W 3Q'15 spółka matka Asseco Poland powinna zanotować spowolnienie spadków na linii EBITDA, co wraz z dobrymi wynikami Asseco Business Solutions i Asseco Data Systems przełoży się na wzrosty wyniku EBIT na rynku polskim (zakładamy 85 mln PLN vs. 81 mln PLN rok wcześniej). W spółce matce dalej odczuwalne będą spadki w sektorze administracji publicznej, z drugiej strony pozytywnie zadziała dalsza restrukturyzacja zatrudniania, w tym 73,3 mln PLN dla

akcjonariuszy jednostki dominującej. W innych spółkach w grupie spodziewamy się: (1) wysokiej dynamiki zysku w ASEE, (2) stabilizacji wyniku w ACE oraz (3) zerowego wyniku na rynku wschodnioeuropejskim. Jak w poprzednich kwartałach, aprecjacja USD vs. PLN dodatkowo wzmocni solidne wzrosty w grupie Formula Systems. Wynik EBITDA w Grupie szacujemy na 258 mln PLN tj. wyższy R/R o 13%, a zysk netto będzie na stabilnym poziomie R/R.

IT CD Projekt		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	26,80 PLN	P/E 2015	5,1	EV/EBITDA 2015	3,4		
		Cena docelowa	30,90 PLN	P/E 2016	14,6	EV/EBITDA 2016	8,5		
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	131,6	36,0	265,2%	644,2	110,6	4,8x	864,8	96,2	8x
EBITDA	76,2	-2,6	-	367,0	3,2	114,7x	627,0	9,3	66,3x
Marża	58,0%	-7,1%	-	57,0%	2,9%	54,1p.p.	72,5%	9,7%	62,8p.p.
EBIT	75,2	-3,5	-	363,7	0,5	693,2x	621,3	6,2	100x
Zysk brutto	74,4	-3,7	-	358,4	2,6	135,8x	625,9	9,3	66x
Zysk netto	60,6	-2,9	-	296,9	1,6	181,9x	513,3	5,2	97,5x

**Drugi kwartał sprzedaży Wiedźmina 3**

Sprzedaż w trzecim kwartale jest sezonowo mało istotna ze względu na okres wakacyjny. Wolumeny sprzedaży są przede wszystkim generowane przez akcje promocyjne. Szacujemy, że przychody CDR wyniosą 131,6 mln PLN w 3Q'15 (+2,65x R/R), z czego segment produkcji gier wygeneruje 113 mln PLN, GOG.com 18,9 mln PLN, a segment inne/eliminacje -0,3 mln PLN. Szacujemy, że marża brutto na sprzedaży wyniesie 78,3% w 3Q'15 (+55,6p.p R/R), na co przede wszystkim wpłynie wysoki udział segmentu produkcji gier w sprzedaży. Zysk brutto na sprzedaży grupy powinien wynieść 103 mln PLN w 3Q'15 vs. 7,4 mln PLN w 3Q'14. Koszty SG&A

prognozujemy na poziomie 21 mln PLN w 3Q'15, który jest wyższy niż historycznie ze względu na wydatki marketingowe oraz zawiązywanie rezerw na premie dla pracowników segmentu produkcji gier. Na koszty pozostałej działalności operacyjnej (-6,8 mln PLN w 3Q'15) powinny składać się przede wszystkim premie dla pracowników nie związanych bezpośrednio z produkcją gier. Prognozujemy 75,2 mln PLN EBIT w 3Q'15 vs. -3,5 mln PLN w 3Q'14. Saldo na działalności finansowej szacujemy na -0,8 mln PLN w 3Q'15. Po uwzględnieniu podatku dochodowego w wysokości 13,8 mln PLN w 3Q'15 oczekujemy 60,6 zysku netto w 3Q'15 vs. -2,9 mln PLN w 3Q'14.

## Górnictwo i Metale

Górnictwo węgla JSW		Trzymaj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	12,96 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	6,5		
		Cena docelowa	27,00 PLN	P/E 2016	-	EV/EBITDA 2016	2,3		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	1 728,8	1 652,6	4,6%	5 230,5	4 781,3	9,4%	7 270,5	6 814,9	6,7%
EBITDA	338,7	341,2	-0,7%	353,7	570,8	-38,0%	489,5	521,2	-6,1%
Marża	19,6%	20,6%		6,8%	11,9%		6,7%	7,6%	
EBIT	-26,3	17,5	-	-707,3	-365,4	-	-833,8	-774,8	-
Zysk brutto	-60,3	-13,7	-	-818,7	-442,3	-	-998,9	-882,2	-
Zysk netto	-49,5	38,8	-	-673,0	-302,6	-	-776,8	-1 079,2	-

## Wyższe wolumeny sprzedaży i rozwiązane rezerwy

Cena referencyjna węgla koksowego typu hard spadła w 3Q do 93 USD/t, tj. o 15,5% q/q. Po uwzględnieniu nieznacznego osłabienia PLN w relacji do USD oraz miksu produktowego hard/semi-soft, szacujemy że zrealizowana cena złotówkowa sprzedaży węgla koksowego do zewnętrznych klientów wyniesie 342 PLN/t, tj. o 11,6% mniej niż w 2Q (analogicznie obniżą się ceny koksu). Cena węgla energetycznego obniży się o 1,5% q/q do poziomu 230 PLN za tonę. W prognozie zakładamy, że przy utrzymaniu produkcji na zbliżonym poziomie do poprzedniego kwartału spółka zrealizuje znacząco wyższe wolumeny sprzedaży

(obniżenie poziomu zapasów, węgiel koksowy: 1,8 mln ton, +23% q/q, koks: 1 mln ton, węgiel energetyczny: 1,25 mln ton, +11% q/q). W 3Q spółka rozwiązała rezerwę na Zakładowy Fundusz Świadczeń Socjalnych (na emerytów i rencistów) w kwocie 208 mln PLN, co znacząco wpłynęło na poziom raportowanej EBITDA i wyniku netto. Należy pamiętać, że w 3Q'14 roku spółka również wykazała jednorazowy zysk z tytułu „okazyjnego nabycia aktywów” – kopalni Knurów-Szczygłowice w wysokości blisko 280 mln PLN – co również zaburza porównywalność wyników. W naszej prognozie nie zakładamy, żadnych innych odpisów na trwałą utratę wartości, które (biorąc pod uwagę sytuację finansową spółki) jednak mogą się pojawić w 3Q lub 4Q.

Metale KGHM		Kupuj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	95,70 PLN	P/E 2015	8,9	EV/EBITDA 2015	4,9		
		Cena docelowa	127,00 PLN	P/E 2016	7,7	EV/EBITDA 2016	4,6		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	3 788,2	4 116,0	-8,0%	11 880,2	12 208,0	-2,7%	23 220,4	20 492,0	13,3%
EBITDA	847,1	1 158,2	-26,9%	3 065,1	3 376,2	-9,2%	5 300,8	5 311,0	-0,2%
Marża	22,4%	28,1%		25,8%	27,7%		22,8%	25,9%	
EBIT	643,5	999,0	-35,6%	2 432,5	2 742,0	-11,3%	3 403,8	3 676,0	-7,4%
Zysk brutto	698,5	872,0	-19,9%	2 445,5	2 619,0	-6,6%	3 085,8	3 098,0	-0,4%
Zysk netto	506,3	629,0	-19,5%	1 827,3	1 950,0	-6,3%	2 159,7	2 450,0	-11,9%

## Pierwszy kwartał z Sierra Gorda, przy niskich cenach metali

W 3Q KGHM po raz pierwszy będzie raportował wynik Sierra Gorda (nasze szacunki dla 3Q to: 540 mln PLN przychodów i 129 mln PLN EBITDA). Na poziomie wyniku operacyjnego i netto chilijska kopalnia będzie wykazywać wysoką stratę (-290 mln PLN kwartalnie EBIT, -400 mln PLN netto), co jest związane z poziomem amortyzacji (przyspieszone stawki nawet do 1/3 okresu życia aktywów, 400 mln USD rocznie) i kosztów finansowych (8% koszty finansowania, rocznie 400 mln PLN od pożyczki udzielonej przez KGHM wykazane jako przychód jednostkowy KGHM). Spółka będzie raportować

tylko udział w wyniku Sierra Gorda (55%). Średnia cena miedzi wyniosła 5 274 USD/t – aż o 25,7% mniej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku i o 9,1% ws. 2Q'15. Szczęśliwie dla KGHM spadkowi cen surowców towarzyszyło osłabienie PLN w relacji do USD (-19,5% r/r), co zmniejszyło skalę spadku ceny złotówkowej miedzi do 11,2% (-7,4% q/q). W przypadku srebra spadek cen denominowanych w USD wynosi -50% r/r i 40% r/r w ujęciu PLN. W prognozie zakładamy, że wolumen sprzedaży miedzi na poziomie jednostkowym wyniesie 142 tys. ton (+2,9% r/r) a srebra 280 ton (-5,4% r/r). Dla porównywalności danych, w tabeli prezentujemy wynik jednostkowy – nie uwzględniający Sierra Gorda.

Górnictwo węgla LW Bogdanka									
W trakcie aktualizacji									
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	57,50 PLN		P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015		-
		Cena docelowa	-		P/E 2016	-	EV/EBITDA 2016		-
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	479,1	545,0	-12,1%	1 322,7	1 490,3	-11,2%	1 817,9	2 013,6	-9,7%
EBITDA	162,0	198,2	-18,3%	453,8	501,6	-9,5%	590,7	750,0	-21,2%
Marża	33,8%	36,4%		34,3%	33,7%		32,5%	37,2%	
EBIT	68,6	99,9	-31,3%	170,8	226,6	-24,6%	203,1	362,3	-44,0%
Zysk brutto	62,6	99,0	-36,8%	156,7	215,8	-27,4%	189,1	345,9	-45,3%
Zysk netto	50,7	79,4	-36,1%	127,1	170,8	-25,6%	153,2	272,4	-43,8%

### Wyniki w cieniu wezwania

W świetle toczącego się wezwania i politycznych decyzji dotyczących restrukturyzacji polskiego górnictwa wyniki za 3Q'15 mają mniejsze znaczenie. Spółka raportowała już, że produkcja węgla w kwartale wyniosła 2,04 mln ton, tj. o 14,2% mniej niż w 3Q'14, ale o 7,3% więcej niż w 2Q'15. Spółka zmniejszyła wielkość zapasów, co pozwoliło zwiększyć

poziom sprzedaży do 2,19 mln ton (+16,7% q/q, -12,2% r/r). Szacujemy, że średni przychód na tonę sprzedanego węgla wyniósł 210 PLN (-1,22% q/q), a jednostkowy łączny koszt operacyjny na tonę 186,5 PLN (-3,11% q/q). W wynikach kwartalnych nie zakładamy żadnych zdarzeń jednorazowych.

## Przemysł

Przemysł Elemental		Akumuluj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	4,32 PLN	P/E 2015	19,0	EV/EBITDA 2015	12,7		
		Cena docelowa	4,50 PLN	P/E 2016	17,8	EV/EBITDA 2016	10,3		
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	244,4	217,2	12,5%	731,6	553,4	32,2%	1 151,8	772,3	69,7%
EBITDA	16,0	11,6	37,8%	46,3	32,7	41,6%	66,1	41,2	55,1%
Marża	6,5%	5,3%		6,3%	5,9%		5,7%	5,3%	
EBIT	13,4	9,7	37,8%	38,9	28,5	36,8%	54,9	34,9	57,2%
Zysk brutto	11,8	9,5	23,9%	35,6	27,3	30,2%	54,9	32,2	60,2%
Zysk netto	9,9	8,6	15,4%	31,8	25,5	24,8%	36,0	31,1	25,3%

**Dalsza poprawa rezultatów w 3Q'15**

W 3Q'15 spodziewamy się, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Elemental wzrosną o 12,5% r/r do poziomu 244,4 mln PLN. Pozytywnie na poziomie realizowanych wyników wpłynąć będzie konsolidacja Evciler. Nie oczekujemy natomiast, aby spółka zdążyła skonsolidować przejęte aktywa Gorenje na Bałkanach.

W 3Q'15 spodziewamy się, że wolumen sprzedaży wzrośnie o 19% r/r, z czego największy przyrost będzie miał miejsce w segmencie zużytych katalizatorów (+514% r/r), zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego (+28% r/r) oraz nadrukowanych płytek elektronicznych (+25% r/r). Szacujemy również, że wolumen sprzedaży metalami kolorowymi wzrośnie w 3Q'15 o 16% r/r.

Niższy wzrost przychodów ze sprzedaży niż wolumenów wynika ze spadku cen metali kolorowych na przestrzeni roku

oraz zwiększenia zawartości handlu odpadami o niższe zawartości metali.

Na poziomie EBITDA oczekujemy wzrostu wyniku w 3Q'15 o 37,8% r/r. Największego przyrostu wyników spodziewamy się w segmencie zużytych katalizatorów (+281% r/r) oraz nadrukowanych płytek elektronicznych (+64% r/r). Wielkość EBITDA generowana przez segment handlu metalami kolorowymi powinna być stabilna w 3Q'15.

W efekcie oczekujemy, że wynik netto wzrośnie o 15,4% r/r.

Po 1-3Q'15 szacujemy, że nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 64% na poziomie sprzedaży, 70% EBITDA oraz 88% wyniku netto. 3Q'15 będzie ostatnim kwartałem, kiedy spółka będzie mogła wykorzystywać spółki komandytowo-akcyjne do optymalizacji podatkowej. W kolejnych okresach spółka będzie musiała zastosować inny schemat w celach optymalizacyjnych.

## Przemysł elektromaszynowy

## Famur

## Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	1,90 PLN	P/E 2015	10,0	EV/EBITDA 2015	3,6		
		Cena docelowa	3,00 PLN	P/E 2016	8,5	EV/EBITDA 2016	2,9		
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	143,6	137,4	4,5%	580,1	450,4	28,8%	816,0	708,8	15,1%
EBITDA	37,3	61,4	-39,2%	133,7	189,0	-29,3%	229,8	275,9	-16,7%
Marża	26,0%	44,7%		23,0%	42,0%		28,2%	38,9%	
EBIT	3,5	22,2	-84,3%	30,9	73,5	-58,1%	95,6	121,9	-21,6%
Zysk brutto	2,3	23,2	-90,1%	37,2	75,9	-51,0%	101,5	113,3	-10,4%
Zysk netto	1,9	24,1	-92,2%	35,3	70,6	-50,0%	91,3	100,3	-8,9%

**Wysoka baza ubiegłorocznych rezultatów utrzymuje się**

W 3Q'15 oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą 143,6 mln PLN i będą o 4,5% r/r wyższe. Spodziewamy się spadku obrotów w segmentach systemów transportu (-20,5% r/r), kompleksów chodnikowych (-13,2% r/r – efekt spadku cenników oraz wielkości sprzedaży nowych kombajnów) oraz kompleksów chodnikowych (-6,3% r/r – sprzedaż segmentu w obecnej koniunkturze opiera się praktycznie wyłącznie na usługach Aftermarket). Niższe przychody podstawowej działalności powinny uzupełnić przejęty na początku 2015 roku Famak, który kwartalnie generuje około 20 mln PLN sprzedaży.

Mimo zbliżonych r/r obrotów oczekujemy, że marże na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży będą o około 1/3 r/r niższe, a na poziomie EBITDA 1/2 r/r niższe. Największych

spadków rentowności oczekujemy w segmentach systemów transportu (-20p.p. r/r), kompleksów chodnikowych (-15p.p. r/r) oraz kompleksów ścianowych (-10p.p. r/r).

Na poziomie działalności finansowej nie oczekujemy znaczących różnic kursowych, jako że relacja PLN do EUR nie zmieniła się znacząco na przestrzeni 3Q'15.

Na poziomie wyniku netto oczekujemy, że Grupa Famur oscylować będzie wokół prognozy rentowności.

Po trzech kwartałach 2015 roku nasza całoroczna prognoza przychodów wykonana będzie w 71%, 58% EBITDA oraz 39% wyniku netto. To może powodować ryzyko obniżenia całorocznej prognozy EBITDA do 170-180 mln PLN oraz wyniku netto 38-42 mln PLN.

Spodziewamy się, że dług netto na koniec 3Q'15 wyniesie około 50 mln PLN (0,2x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy).

**Przemysł spożywczy  
Kernel**
**Redukuj**

Analitik: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	51,36 PLN		P/E 2015	6,9		EV/EBITDA 2015	3,4	
	Cena docelowa	35,00 PLN		P/E 2016	7,4		EV/EBITDA 2016	4,7	
(mIn USD)	1Q'15/16P	1Q'14/15	zmiana	2015/16P	2014/15	zmiana	2016/17P	2015/16P	zmiana
Przychody	395,6	579,2	-31,7%	2 139,9	2329,5	-8,1%	2234,9	2 139,9	4,4%
EBITDA	52,1	80,5	-35,3%	316,5	396,6	-20,2%	311,0	316,5	-1,7%
Marża	13,2%	13,9%		14,8%	17,0%		13,9%	14,8%	
EBIT	34,0	60,4	-43,7%	231,3	328,3	-29,5%	227,1	231,3	-1,8%
Zysk brutto	21,5	25,1	-14,6%	155,1	101,3	53,1%	155,2	155,1	0,0%
Zysk netto	20,4	23,4	-12,9%	144,3	106,9	34,9%	144,3	144,3	0,0%

**Niskie wolumeny nie wróżą nic dobrego**

W 1Q'16 (3Q'15) wolumen sprzedaży zboża w Grupie Kernel spadł do 927,5 tys. ton (-24% r/r), oleju słonecznikowego luzem do 158,2 tys. ton (-22% r/r), oleju słonecznikowego butelkowanego do 17,7 tys. ton (-22% r/r), a ilość przetransportowanego przez własne terminale zboża do 1167,7 tys. ton (-4% r/r).

Na bazie przedstawionych wolumenów sprzedaży podstawowych produktów rolnych szacujemy, że przychody w 1Q'16 (3Q'15) spadną o 31,7% r/r, z czego największy spadek obrotów według nas zaliczy segment handlu zbożem (-32,6% r/r), oleju słonecznikowego luzem (-26,6% r/r), oleju butelkowanego (-16,0% r/r) oraz przechowywania zboża (-13,1% r/r).

Zakładamy, że w segmencie oleju luzem na każdej tonie przerobionego słonecznika Kernel zarabiać będzie 70 USD/t (vs. 88,8 USD/t w 1Q'15; efekt niższych wolumenów sprzedaży oraz spadku marży benchmarkowych na tłoczeniu słonecznika). W segmencie oleju butelkowanego oczekujemy

stabilizacji marży na poziomie 75 USD/t (na każdej tonie przerobionego słonecznika; 72,8 USD/t w 1Q'15) oraz nieznacznie niższych marży na handlu zbożem (13 USD/t vs. 14,5 USD/t w 1Q'15). Wyższe marże naszym zdaniem generować powinien segment usług przeładunku (6,5 USD/t vs. 5,6 USD/t w 1Q'15), co wynika z odciążenia drogi transportowej przez Krym. Szacujemy również, że segment produkcji rolnej wygeneruje w 1Q'16 EBITDA na poziomie 7 mln USD vs. 10,7 mln USD w 1Q'15.

W efekcie oczekujemy, że EBITDA Grupy w 1Q'16 wyniesie 52,1 mln USD (-35,3% r/r). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy, że pozytywny wpływ na wynik będzie miało umocnienie USD do UAH (o 2,4% w 3Q'15). W efekcie oczekujemy pozytywnego przeszacowania wartości należnych od Skarbu Państwa należności VAT w kwocie 2,1 mln USD.

W efekcie szacujemy, że wynik netto wyniesie w 1Q'16 20,4 mln USD i będzie o 12,9% r/r niższy.

**Przemysł elektromaszynowy**
**Kopex**
**Trzymaj**

Analitik: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	5,97 PLN		P/E 2015	10,0		EV/EBITDA 2015	3,7	
	Cena docelowa	8,10 PLN		P/E 2016	9,1		EV/EBITDA 2016	3,5	
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	268,0	322,4	-16,9%	881,7	1 073,0	-17,8%	1 202,0	1 433,9	-16,2%
EBITDA	50,1	78,1	-35,8%	140,5	228,4	-38,5%	220,0	287,4	-23,4%
Marża	18,7%	24,2%		15,9%	21,3%		18,3%	20,0%	
EBIT	13,8	38,5	-64,1%	32,6	114,0	-71,4%	75,1	135,6	-44,6%
Zysk brutto	7,9	35,8	-78,0%	26,0	107,3	-75,7%	56,4	130,0	-56,6%
Zysk netto	6,4	26,3	-75,8%	22,8	84,7	-73,0%	44,2	101,3	-56,4%

**Wysoka baza wyników w 2H'14**

W 3Q'15 oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą 268,0 mln PLN i będą o 16,9% r/r niższe. Naszym zdaniem najwyższy spadek obrotów będzie miał miejsce w segmentach maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-51,9% r/r - spadek poziomu portfela zamówień na koniec IH'15 wyniósł 61% r/r), maszyn i urządzeń dla przemysłu (-23,1% r/r), usług górniczych (-21,1% r/r - spadek poziomu portfela zamówień na koniec IH'15 wyniósł 16% r/r) oraz maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (-15,5% r/r - spadek poziomu portfela zamówień na koniec IH'15 wyniósł 34% r/r).

Oczekujemy, że wynik brutto ze sprzedaży wyniesie w 3Q'15 45,1 mln PLN (-40,5% r/r). W 2Q'15 Spółka według

zapowiedzi Zarządu wykonywać miała umowy dla kontrahentów rosyjskich oraz kontrahenta argentyńskiego. W rezultacie oczekujemy, że wynik brutto ze sprzedaży w 3Q'15 będzie o 37,7% wyższy niż miało to miejsce w 2Q'15 (wówczas w portfelu brakowało jakichkolwiek umów eksportowych).

Szacujemy, że wynik EBITDA wyniesie 50,1 mln PLN i będzie o 35,8% r/r niższy, a wynik netto 6,4 mln PLN (-75,8% r/r). Po 1-3Q'15 nasza całoroczna prognoza wykonana będzie w 73% na poziomie sprzedaży, 64% EBITDA oraz 52% zysk netto.

Szacujemy, że dług netto na koniec 3Q'15 wyniesie około 400 mln PLN (2,0x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy).



Przemysł spożywczy Tarczyński		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	13,18 PLN	P/E 2015	10,4	EV/EBITDA 2015	6,4		
		Cena docelowa	15,00 PLN	P/E 2016	9,8	EV/EBITDA 2016	6,0		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	129,9	127,2	2,1%	383,8	370,4	3,6%	540,5	494,4	9,3%
EBITDA	12,0	12,3	-2,4%	38,0	29,9	26,9%	42,4	41,8	1,4%
Marża	9,2%	9,6%		9,9%	8,1%		7,8%	8,5%	
EBIT	6,8	7,1	-4,5%	22,2	15,1	47,5%	23,3	21,6	7,8%
Zysk brutto	4,9	5,4	-9,3%	16,6	10,1	64,8%	17,8	15,0	19,1%
Zysk netto	3,9	4,4	-10,9%	13,2	7,8	68,0%	14,4	11,7	23,6%

### Oczekiwane wyższe r/r koszty reklamowe, całoroczna prognoza do podniesienia

W 3Q'15 oczekujemy, że wolumen sprzedaży produktów przetworzonych wzrośnie o 3,0% r/r, a średnie ceny produktów spadną o 0,3% r/r (efekt niższych cen mięsa wieprzowego na rynku). W efekcie skonsolidowane przychody ze sprzedaży wzrosną o 2,1% r/r.

W 3Q'15 szacujemy, że na każdym sprzedanym kilogramie produktu Tarczyński zarabiać będzie 4,7 PLN (+8,2% r/r). Spodziewamy się jednocześnie, że koszty kampanii reklamowej w 3Q'15 wyniosą 1,5 mln PLN vs. 0,8 mln PLN w 3Q'14. W efekcie wyższych kosztów reklamowych

oczekujemy, że wynik EBITDA 3Q'15 będzie nieznacznie niższy niż w 3Q'14 (-2,4% r/r).

Wynik netto powinien według nas oscylować wokół 4 mln PLN, czyli będzie niższy o około 10% r/r.

Po 1-3Q'15 nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 71% na poziomie sprzedaży, 90% EBITDA oraz 91% wyniku netto. Naszym zdaniem po 3Q'15 rynek może spekulować, że całoroczny rezultat zbliży się do 490-500 mln PLN na poziomie sprzedaży, 47-48 mln PLN wyniku EBITDA oraz 15-16 mln PLN wyniku netto.

Szacujemy, że dług netto na koniec 3Q'15 wyniesie około 145,8 mln PLN (2,9x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy).

Przemysł samochodowy Uniwhheels		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	118,10 PLN	P/E 2015	10,4	EV/EBITDA 2015	7,2		
		Cena docelowa	136,60 PLN	P/E 2016	9,8	EV/EBITDA 2016	6,6		
(mIn EUR)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	96,3	92,2	4,4%	313,3	263,4	19,0%	401,6	362,6	10,8%
EBITDA	10,8	10,1	7,6%	38,7	31,5	22,9%	52,0	46,3	12,3%
Marża	11,3%	10,9%		12,4%	12,0%		12,9%	12,8%	
EBIT	7,0	6,6	7,4%	27,6	17,5	57,8%	36,5	32,1	13,8%
Zysk brutto	4,7	bd.		24,3	bd.		33,6	21,8	54,5%
Zysk netto	4,6	4,3	8,8%	24,0	15,9	51,3%	33,3	22,2	49,8%

### Kontynuacja poprawy wyników finansowych

W 3Q'15 oczekujemy, że skumulowany wolumen sprzedaży felg aluminiowych wyniesie 1,75 mln sztuk, a średnie ceny wyniosą odpowiednio 55,3 EUR/felga w segmencie Aftermarket oraz 54,3 EUR/felga w segmencie OEM. Zakładamy jednocześnie, że udział felg kierowanych na rynek wtórny był w 3Q'15 wyższy niż miało to miejsce w IH'15 z uwagi na coroczne wakacyjne przerwy koncernów samochodowych w sierpniu (niższa sprzedaż felg do OEM). Dodatkowo warto zauważyć, że sprzedaż felg w 3Q'15 jest na poziomie niższym niż miało to miejsce w 1Q'15 oraz 2Q'15 z uwagi na coroczną dwutygodniową przerwę produkcyjną jaka przypada na sierpień. Szczęśliwie w tym roku przerwa przypadła na okres, kiedy zakłady produkcyjne w Polsce miały ograniczone dostawy energii elektrycznej. W rezultacie niższe dostawy energii nie wpłynęły negatywnie na wolumen sprzedaży.

Oczekujemy, że średnia cena sprzedaży felg w 3Q'15 wyniesie 55,0 EUR/felga wobec 50,1 EUR/felga w 3Q'14. Wyższe ceny wynikają z przeprowadzonych podwyżek w segmencie Aftermarket oraz zwiększenia średniego rozmiaru felg, co przekłada się na wyższe jednostkowe koszty sprzedaży.

Spodziewamy się, że w 3Q'15 Uniwhheels na każdej sprzedanej feldzie zarabiać będzie 6,2 EUR, wobec 5,5 EUR w 3Q'14 (efekt wyższych cenników, wzrostu rozmiaru felgi i wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych).

Szacujemy, że nieznaczne osłabienie się PLN do EUR na przestrzeni 3Q'15 przełoży się na ujemne różnice kursowe na poziomie 0,3 mln EUR.

Wynik netto spółki szacujemy na poziomie 4,6 mln EUR (+8,8% r/r).

W sumie według naszych prognoz po 1-3Q'15 nasza całoroczna prognoza wykonana będzie w 78% na poziomie sprzedaży, 74% wyniku EBITDA oraz 72% wyniku netto.

Metale									
Vistal									
Kupuj									
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	11,01 PLN		P/E 2015	8,9	EV/EBITDA 2015	7,3		
	Cena docelowa	16,40 PLN		P/E 2016	6,6	EV/EBITDA 2016	6,1		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	95,6	76,4	25,2%	294,3	226,6	29,9%	334,2	322,4	3,7%
EBITDA	10,0	9,7	3,3%	36,0	28,0	28,3%	41,4	39,6	4,6%
Marża	10,5%	12,7%		12,2%	12,4%		12,4%	12,3%	
EBIT	6,2	6,8	-9,0%	24,7	18,5	33,6%	25,7	27,1	-5,3%
Zysk brutto	3,2	4,5	-29,5%	18,8	14,3	31,2%	19,5	16,3	19,5%
Zysk netto	2,6	1,8	39,7%	14,5	9,4	53,3%	17,2	12,3	40,4%

### Zbliżone r/r wyniki przy wyższej sprzedaży, całoroczna prognoza do podniesienia

W 3Q'15 oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą 95,6 mln PLN i będą o 25,2% r/r wyższe. Spodziewamy się wysokiej pozytywnej dynamiki w segmentach budownictwa (+605% r/r – efekt wzrostu poziomu backlogu na koniec 2Q'15 o 433% r/r) oraz offshore (+101,4% r/r – efekt wzrostu wartości portfela zamówień na koniec 2Q'15 o 270% r/r). Negatywnej dynamiki oczekujemy w segmencie budownictwa infrastrukturalnego (-22,5% r/r – co związane jest z zakończeniem wykonywania dużych kontraktów eksportowych w IH'15).

Szacujemy, że wynik brutto ze sprzedaży wyniesie w 3Q'15 15,3 mln PLN (+4,2% r/r), ale rentowność będzie wyraźnie niższa (16% vs. 19% w 3Q'14). Niższa marżowość, to efekt mniejszego udziału sprzedaży elementów ściśle dedykowanych do branży związanej z wydobywaniem ropy i gazu (wyższa marżowość). W 3Q'15 spółka wykonywała więcej zamówień z branży portowej i Marine, które

charakteryzują się niższą marżą. Dostawy w ramach kontraktu na złożę Johan Sverdrup za 75 mln PLN rozpoczną się w 4Q'15 i trwać będą do końca 3Q'16.

W efekcie szacujemy, że wynik EBITDA wyniesie w 3Q'15 10,0 mln PLN i będzie o 3,3% r/r wyższy.

Na poziomie wyniku netto oczekujemy, że spółka poprawi rezultaty o prawie 40% r/r – głównie w efekcie wysokiej stopy podatkowej, jaka miała miejsce w 3Q'14. Szacujemy, że wpływ kursów walutowych na przeszacowanie wartości portfela kredytów notowanych w walutach obcych wyniesie -0,6 mln PLN (w 3Q'15 PLN osłabiło się do EUR o 1,05%).

Po 1-3Q'15 oczekujemy, że nasza całoroczna prognoza przychodów wykonana będzie w 88% na poziomie sprzedaży, 87% EBITDA oraz 84% wyniku netto. Naszym zdaniem po 3Q'15 rynek będzie mógł spekulować, że w całym roku przychody wyniosą 380-390 mln PLN, EBITDA 47-49 mln PLN, a wynik netto 18-20 mln PLN.

Oczekujemy, że dług netto na koniec 3Q'15 wyniesie około 225 mln PLN (4,7x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy).

## Budownictwo

Budownictwo Budimex		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	210,20 PLN	P/E 2015	25,2	EV/EBITDA 2015	12,6		
		Cena docelowa	225,10 PLN	P/E 2016	17,8	EV/EBITDA 2016	9,6		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	1 493,4	1 559,6	-4,2%	3 761,7	3 712,8	1,3%	5 094,7	4 949,9	2,9%
EBITDA	75,0	72,0	4,3%	215,1	193,7	11,1%	276,8	270,3	2,4%
Marża	5,0%	4,6%	-	5,7%	5,2%	-	5,4%	5,5%	-
EBIT	69,7	66,3	5,0%	198,4	176,3	12,5%	255,5	247,3	3,3%
Zysk brutto	71,5	62,1	15,1%	206,1	172,3	19,6%	265,9	242,6	9,6%
Zysk netto	57,2	47,9	19,4%	163,8	134,8	21,5%	213,0	192,0	11,0%

## Kolejny kwartał poprawy wyników

W wywiadzie na początku października Prezes Blocher wskazał, że wyniki Budimeksu w 3Q'15 okazały się wyraźnie lepsze od oczekiwań Zarządu. Na istotny wzrost sprzedaży jest jednak za wcześnie, gdyż największe kontrakty drogowe są we wstępnej fazie realizacji. Szacujemy, że Budimex zakończył miniony kwartał z przychodami 1 493 mln PLN (-4% r/r), EBITDA 75 mln PLN (+4% r/r) oraz zyskiem netto 57 mln PLN (+19% r/r). Podtrzymujemy naszą tegoroczną prognozę zysku netto oraz dywidendy za 2015 w wysokości 213 mln PLN.

W segmencie budowlanym szacujemy umiarkowany spadek r/r przychodów zewnętrznych do poziomu ok. 1 450 mln PLN. Jednocześnie szacujemy wzrost marży brutto ze sprzedaży do 8% z nieco ponad 6% w ubiegłym roku (ubiegłoroczna

baza jest wyjątkowo niska na tle średniej rentowności osiągananej przez Budimex w ostatnich kwartałach). EBIT segmentu budowlanego prognozujemy na 73 mln PLN (marża 5,0%).

Segment deweloperski nie miał w minionym kwartale istotnego wpływu na wyniki spółki. Szacowane przez nas około 60 mieszkań rozliczonych w wyniku 3Q'15 (vs. 25 w 3Q'14) powinno przynieść Spółce ponad 20 mln PLN przychodu oraz wynik operacyjny poniżej zera.

W 2015 r. Budimex utrzymuje znacznie lepszą pozycję gotówkową niż w ubiegłym roku. Sądzymy, że ta tendencja utrzymała się również w 3Q'15 (spływ zaliczek z nowych kontraktów drogowych przy niewielkich nakładach na projektowanie). W 3Q'15 szacujemy dodatnie saldo działalności finansowej w kwocie +1 mln PLN vs. -3 mln PLN w 3Q'14.

Budownictwo Elektrobudowa		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	151,00 PLN	P/E 2015	13,3	EV/EBITDA 2015	8,5		
		Cena docelowa	170,50 PLN	P/E 2016	13,0	EV/EBITDA 2016	7,7		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	303,1	314,5	-3,6%	896,0	756,8	18,4%	1 194,1	1 108,3	7,7%
EBITDA	20,8	21,1	-1,7%	64,2	32,4	98,2%	85,6	49,3	73,6%
Marża	6,9%	6,7%	-	7,2%	4,3%	-	7,2%	4,4%	-
EBIT	17,3	17,7	-2,2%	53,3	22,2	139,9%	71,3	35,7	99,6%
Zysk brutto	16,8	17,4	-3,8%	51,6	20,8	148,0%	68,8	33,5	105,3%
Zysk netto	13,1	14,2	-7,6%	40,4	16,3	148,3%	53,8	27,3	96,9%

## Wysoka baza ubiegłego roku

W 3Q'15 oczekujemy dobrych wyników Elektrobudowy. Nie zakładamy jednak przekroczenia przez spółkę ubiegłorocznej wysokiej bazy (3Q'14 był w Elektrobudowie zdecydowanie najlepszym kwartałem roku). Gdyby za benchmark przyjąć rentowność Elektrobudowy w 2Q'15, możemy wyobrazić sobie wyższe wyniki 3Q'15 niż prognozowana przez nas EBITDA 20,8 mln PLN oraz zysk netto 13,1 mln PLN, tym bardziej, że źródła przychodów w 2Q i 3Q'15 powinny być

zbliżone (istotny wpływ kontraktów w Tychach, Finlandii oraz zleceń dla PSE). Nie zakładamy jednak, że rewelacyjne marże z 2Q'15 są do utrzymania w kolejnych kwartałach roku, co jest również spójne z naszymi długoterminowymi prognozami finansowymi dla Elektrobudowy, publikowanymi na początku października. W drugiej połowie roku zakładamy pogorszenie cash flow z działalności operacyjnej. Szacujemy jednocześnie, że spółka zamknie 2015 r. z lepszą pozycją gotówkową r/r, a w 2016 r. powróci do wypłaty wysokich dywidend.

Budownictwo Erbud		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	33,14 PLN		P/E 2015	15,2	EV/EBITDA 2015	7,7	
		Cena docelowa	34,50 PLN		P/E 2016	13,1	EV/EBITDA 2016	6,9	
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	437,9	428,3	2,2%	1 276,9	1 137,4	12,3%	1 642,1	1 693,8	-3,1%
EBITDA	13,3	11,4	16,3%	43,9	32,1	36,7%	54,8	52,7	4,0%
Marża	3,0%	2,7%	-	3,4%	2,8%	-	3,3%	3,1%	-
EBIT	10,8	9,6	12,3%	36,4	26,2	39,0%	46,7	43,8	6,7%
Zysk brutto	9,0	7,5	20,1%	31,7	20,7	53,0%	38,2	36,5	4,6%
Zysk netto	6,6	7,0	-5,9%	21,9	15,0	45,6%	27,9	27,2	2,6%

### Coraz trudniej o pozytywne zaskoczenia

W pierwszej połowie 2015 r. Erbud przedstawił jedne z lepszych wyników finansowych w sektorze budowlanym. Dynamiczny wzrost przychodów w 1H'15 oraz dobre marże praktycznie we wszystkich segmentach, były dodatkowo wsparte zdarzeniem jednorazowym w postaci wyceny projektu Deptak w Poznaniu. Nie zakładalibyśmy kolejnych istotnych przeszacowań projektu Deptak w 3Q'15. Koszty zarządu istotnie wzrosną r/r w związku z przeprowadzką spółki do nowej siedziby oraz rozbudową segmentu energetycznego. Portfel zamówień na koniec czerwca 2015 r.

wyniósł tymczasem 1,34 mld PLN i był o 5% niższy r/r. Sądzymy że wielkość i jakość portfela Erbudu są niewystarczające, by podtrzymać silną dynamikę wyników z pierwszej połowy roku. Nominalne wyniki spółki za 3Q'15 powinny być jednak dobre. W 3Q'15 spodziewamy się zbliżonych r/r skonsolidowanych przychodów Erbudu (437,9 mln PLN) i około 12% poprawy r/r wyniku operacyjnego (10,8 mln PLN). Prognozowany wynik na poziomie netto (6,6 mln PLN) jest niższy o około 6% r/r, co jest skutkiem nienaturalnie niskiej efektywnej stopy podatkowej w 3Q'14.

Budownictwo Unibep		Trzymaj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	10,65 PLN		P/E 2015	15,4	EV/EBITDA 2015	9,3	
		Cena docelowa	10,40 PLN		P/E 2016	12,0	EV/EBITDA 2016	7,4	
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	312,6	286,9	8,9%	887,4	748,8	18,5%	1 253,1	1 079,7	16,1%
EBITDA	8,4	6,5	27,9%	24,8	21,2	16,9%	41,2	32,1	28,5%
Marża	2,7%	2,3%	-	2,8%	2,8%	-	3,3%	3,0%	-
EBIT	6,7	4,8	39,0%	19,5	16,1	21,2%	34,6	25,1	37,6%
Zysk brutto	7,6	6,9	10,0%	21,3	18,0	18,0%	32,0	27,6	16,1%
Zysk netto	6,0	5,2	15,4%	16,0	12,5	28,3%	24,3	19,8	22,8%

### Wzrost w dwucyfrowym tempie

Szacujemy, że 3Q'15 był kolejnym kwartałem wyraźnego wzrostu wyników w Unibepie. Prognozujemy, że spółka zamknie miniony kwartał przychodami ze sprzedaży w wysokości 312,6 mln PLN (+9% r/r), zyskiem operacyjnym 6,7 mln PLN (+39% r/r) oraz zyskiem netto 6,0 mln PLN (+15% r/r). W 3Q'15 liczymy przede wszystkim na lepsze wyniki segmentu budowlanego. Przypominamy, że w 2Q'15 wynik powyższego segmentu był obciążony rezerwami na rynku niemieckim, które w naszej ocenie nie powinny w podobnej skali powtórzyć się w kolejnych kwartałach. Zakładając brak obciążenia rynkiem niemieckim, potencjał segmentu budowlanego w 2015 r. jest wyższy niż w 2014 r.

W 3Q'15 nie zakładamy wzrostu wyniku w segmentach drogowym oraz lekkich konstrukcji. Zwracamy jednak uwagę na istotne przesunięcie wyniku segmentu lekkich konstrukcji do działalności finansowej. Ma to związek z silnym osłabieniem NOK względem PLN. Obciąża to marżę brutto ze sprzedaży segmentu. Jednocześnie spółka wykazuje zysk z wyceny instrumentów zabezpieczających. Podobne zjawisko miało miejsce w 3Q'14. Szacujemy, że nasza całoroczna prognoza, zakładająca 24,3 mln PLN zysku netto zostanie zrealizowana, mimo że wykonanie prognozy po 9 miesiącach 2015 r. prognozujemy na 66%. 4Q'15 będzie zdecydowanie najsilniejszym kwartałem roku, co ma związek z rozliczeniem projektów mieszkaniowych Unibepu.

## Deweloperzy

Deweloperzy Capital Park		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	6,00 PLN		P/E 2015	-	P/BV 2015	0,73	
		Cena docelowa	6,50 PLN		P/E 2016	45,8	P/BV 2016	0,73	
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	18,9	14,1	33,9%	53,9	35,8	50,6%	76,3	54,8	39,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	13,6	9,9	37,2%	38,8	25,8	50,5%	56,4	41,5	35,9%
Marża	72,0%	70,2%	-	72,0%	72,0%	-	74,0%	75,7%	-
EBIT bez rewaluacji i SOP*	10,2	7,0	46,8%	29,9	18,1	65,0%	44,1	29,7	48,5%
Rewaluacja	16,2	-0,2	-	-31,9	12,7	-	-70,4	-61,0	15,4%
EBIT	25,7	5,1	406,1%	-4,2	25,6	-	-26,3	-35,2	-25,3%
Zysk brutto	8,0	0,3	-	-29,0	14,8	-	-34,4	-64,4	-46,5%
Zysk netto	5,5	-1,0	-	-36,8	7,5	-	-46,6	-61,5	-24,2%

\*SOP - Stock Option Plan

## Wyniki na krzywej wznoszącej

W 3Q'15 nie spodziewamy się istotnych zaskoczeń w wynikach Capital Park względem naszych oczekiwań z lipcowego raportu. Przychody i zysk operacyjny rosną w silnym dwucyfrowym tempie w następstwie oddania do użytku nowych obiektów (Eurocentrum II w 3Q'14 r. i Royal Wilanów w 3Q'15). Wpływ Royal Wilanów na wyniki będzie silniej widoczny dopiero w ostatnim kwartale br. i będzie rósł w kolejnych kwartałach 2016 r. wraz ze wzrostem wynajmu. Wyniki operacyjne 3Q'15 będą wsparte dodatnim

przeszacowaniem nieruchomości inwestycyjnych w następstwie umocnienia kursu EUR/PLN (prognoza: +16 mln PLN). Po uwzględnieniu strat na wycenie forwardów i kredytów walutowych, wpływ różnic kursowych na wynik przed opodatkowaniem szacujemy na +8 mln PLN. Nasza prognoza zysku netto przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej wynosi 5,5 mln PLN. Jeśli obecny kurs EUR/PLN utrzyma się do końca 2015 r., prognozowana przez nas całoroczna strata netto (-47 mln PLN) okaże się niższa.

Deweloperzy Echo Investment		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	6,98 PLN		P/E 2015	21,2	P/BV 2015	0,85	
		Cena docelowa	8,00 PLN		P/E 2016	12,9	P/BV 2016	0,80	
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	131,0	149,1	-12,2%	404,8	372,5	8,7%	610,9	577,4	5,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	73,0	89,8	-18,8%	208,0	222,1	-6,3%	325,5	318,0	2,4%
Marża	55,7%	60,2%	-	51,4%	59,6%	-	53,3%	55,1%	-
EBIT bez rewaluacji	49,0	65,0	-24,7%	120,8	159,9	-24,4%	247,5	211,8	16,8%
Rewaluacja	45,2	5,0	808,5%	4,6	437,2	-98,9%	-37,7	450,3	-
EBIT	94,2	70,0	34,6%	125,5	597,1	-79,0%	209,9	662,2	-68,3%
Zysk brutto	30,2	34,7	-13,1%	58,4	491,5	-88,1%	150,9	448,2	-66,3%
Zysk netto	24,4	30,1	-18,8%	47,2	454,8	-89,6%	135,8	405,1	-66,5%

## Wysoka baza ubiegłego roku

Po rozczarowujących wynikach 2Q'15, spodziewamy się poprawy jakości wyników Echo w 3Q'15. Ze względu na wysoką bazę ubiegłego roku (wysokie marże na wynajmie, bardzo wysokie marże i przychody z mieszkaniówki), spółce trudno jednak będzie pozytywnie zaskoczyć wynikami. W 3Q'15 spodziewamy się o 12% niższych r/r przychodów ze sprzedaży (131 mln PLN) oraz 25% niższego EBIT oczyszczonego o rewaluację (49 mln PLN). Sam zysk z rewaluacji powinien w 3Q'15 znacząco wzrosnąć względem ubiegłego roku (prognoza: 45 mln PLN vs. 3Q'15: 5 mln PLN) co ma związek z różnicami kursowymi. Nasza prognoza rewaluacji zakłada jedynie wpływ umocnienia EUR/PLN. Nie

spodziewamy się istotnych przeszacowań w następstwie zmian parametrów portfela (Yield, NOI). Pierwszego przeszacowania oddanego do użytku Parku Rozwoju II spodziewamy się w kolejnym kwartale po wzroście najmu. Po uwzględnieniu kosztów odsetek na poziomie około 40 mln PLN oraz kosztów wyceny forwardów i przeszacowania kredytów walutowych w kwocie 26 mln PLN, prognozowany przez nas zysk netto w 3Q'15 wynosi 24 mln PLN. O ile całoroczna rewaluacja może okazać się wyższa od naszych prognoz w związku z wyższym kursem EUR/PLN, o tyle widzimy ryzyka dla naszej całorocznej prognozy EBIT bez rewaluacji.

Deweloperzy GTC		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	6,98 PLN		P/E 2015	22,9		P/BV 2015	1,16
		Cena docelowa	6,60 PLN		P/E 2016	10,9		P/BV 2016	1,05
(mIn EUR)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	29,1	30,8	-5,5%	89,1	94,5	-5,7%	115,4	124,3	-7,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	20,2	20,5	-1,9%	60,3	61,5	-1,9%	80,2	81,1	-1,1%
Marża	69,2%	66,7%	-	67,7%	65,0%	-	69,5%	65,3%	-
EBIT bez rewaluacji i SOP*	17,1	18,0	-5,1%	51,4	51,3	0,2%	65,9	67,5	-2,4%
Rewaluacja	0,0	-0,9	-	-1,8	-68,3	-	7,8	-194,4	-
EBIT	17,0	18,3	-7,3%	49,4	-14,6	-	73,7	-124,3	-
Zysk brutto	8,3	9,0	-8,2%	19,5	-58,8	-	26,1	-194,5	-
Zysk netto	10,1	5,1	97,4%	16,5	-58,7	-	25,2	-183,8	-

\*SOP - Stock Option Plan

### Całoroczny wynik niezagrożony

Spodziewamy się stabilizacji wyników operacyjnych GTC w 3Q'15. Nasze prognozy przychodów (29,1 mln EUR) oraz oczyszczonego EBIT (17,1 mln EUR) są wprawdzie o 5-6% niższe r/r, lecz trzeba pamiętać, że 3Q'14 był najlepszym kwartałem 2014 r. w GTC. Szacujemy, że po 9 miesiącach 2015 r. oczyszczony zysk operacyjny wyniesie 51,4 mln EUR (płasko r/r). Widzimy jednocześnie szansę na nieznaczne przekroczenie naszej całorocznej prognozy oczyszczonego EBIT (65,9 mln EUR) w związku z oddaniem do użytku w lipcu biurowca w Belgradzie (prawie w całości wynajęty). W całym 2015 r. widać pozytywne działania restrukturyzacji w obszarze kosztów finansowych. Oczyszczony EBIT po kosztach finansowych prognozujemy na 27,1 mln EUR w

9M'15 (+36% r/r). W 3Q'15 nie spodziewamy się istotnego wpływu rewaluacji na wyniki. Ewentualny dodatni wpływ przeszacowania biurowca w Belgradzie może być skonsumowany niewielkimi odpisami na starym portfelu. Pierwszego znaczącego przeszacowania Galerii Północnej spodziewamy się w wynikach rocznych. Zakładając brak nietypowych zdarzeń w pozycji podatek dochodowy (ostatnio często mają miejsce), GTC powinien wypracować około 10 mln EUR zysku netto w 3Q'15. Powyższy wynik orientacyjnie odzwierciedla obecny potencjał spółki, co również pokrywa się z obserwowanym cash flow. W 1H'15 GTC wypracował 21 mln EUR przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej po odsetkach zapłaconych.

Deweloperzy Robyg		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	2,54 PLN		P/E 2015	14,7		P/BV 2015	1,47
		Cena docelowa	2,95 PLN		P/E 2016	9,9		P/BV 2016	1,37
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	185,5	43,6	325,3%	326,1	284,3	14,7%	410,1	409,3	0,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	26,3	8,8	198,3%	52,6	50,3	4,4%	73,7	73,0	1,0%
Marża	14,2%	20,2%	-	16,1%	17,7%	-	18,0%	17,8%	-
EBIT bez rewaluacji	17,7	-5,5	-419,2%	35,4	30,3	16,9%	65,7	51,2	28,3%
Rewaluacja	0,0	11,1	-100,0%	-1,4	11,1	-	0,0	9,3	-100,0%
EBIT	17,7	5,5	221,0%	34,0	41,4	-17,8%	65,7	60,5	8,6%
Zysk brutto	15,2	4,2	265,4%	26,6	34,7	-23,4%	57,2	52,0	9,9%
Zysk netto	39,1	1,9	1 930,3%	56,9	21,7	162,4%	45,2	42,3	6,8%

### Najmocniejszy kwartał w roku

Robyg rozliczył w wynikach 3Q'15 730 mieszkań, co stanowi najlepszy kwartał w historii spółki. Przekazania dotyczą głównie starych projektów gdańskich o relatywnie niskich marżach. W Warszawie przekazywane były mieszkania z ostatniego etapu projektu City Apartments, również niskomarżowego. Szacujemy, że Robyg wypracował w 3Q'15 około 185 mln PLN przychodów ze sprzedaży przy marży brutto ze sprzedaży ok. 14%. Udział w zysku jednostek wycenianych metodą praw własności szacujemy na 3,2 mln PLN (w 3Q'15 do wyniku JV kontrybuowało jedynie ok. 100 mieszkań z wysokomarżowego projektu Osiedle Królewskie). Zysk operacyjny (uwzględniający zysk z JV) prognozujemy na 17,7 mln PLN, a zysk przed opodatkowaniem na 15,2 mln PLN. W 3Q'15 spodziewamy się znaczącego zdarzenia jednorazowego w kwocie 29 mln PLN (utworzenie aktywa

podatkowego w związku ze sprzedażą znaków towarowych pod koniec września). Powyższe zdarzenie będzie miało kluczowy wpływ na zysk netto 3Q'15, który szacujemy na 39,1 mln PLN (10,1 mln PLN po oczyszczeniu). Zysk netto Robyga po 9M'15 prognozujemy na 56,9 mln PLN (+162% r/r), a po oczyszczeniu o one-offy podatkowe i rewaluację ok. 21 mln PLN. Szacujemy, że nasza całoroczna prognoza zysku netto (45,2 mln PLN), nie uwzględniająca zdarzeń jednorazowych będzie zrealizowana po 9M'15 w około 46% (126% przy nieoczyszczonych wynikach). Ze względu na przesunięcia przekazania niektórych projektów na 2016 r. oraz spadek marż na wybranych inwestycjach, oczyszczone wyniki Robyga w 2015 r. mogą okazać się niższe od naszej prognozy. Nieoczyszczone wyniki mogą przekroczyć 70 mln PLN.

## Handel

Handel AmRest		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	179,50 PLN		P/E 2015	29,0	EV/EBITDA 2015	11,1	
		Cena docelowa	180,00 PLN		P/E 2016	24,8	EV/EBITDA 2016	9,3	
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	861,1	765,3	12,5%	2 267,4	2 019,8	12%	3 278,2	2 952,7	11%
EBITDA	116,8	100,3	16,4%	310,7	249,0	25%	428,6	356,4	20%
Marża	13,6%	13,1%	0,5p.p.	13,7%	12,3%	1,4p.p.	13,1%	12,1%	1p.p.
EBIT	62,1	50,2	23,7%	151,0	100,8	50%	207,8	109,9	89%
Zysk brutto	51,2	39,9	28,3%	121,8	65,9	85%	160,5	65,3	146%
Zysk netto	39,3	31,6	24,3%	92,3	44,5	107%	131,5	51,7	155%

**Kolejny kwartał wysokich wzrostów**

Zgodnie z zaprezentowanymi przez AmRest wstępnymi danymi sprzedażowymi za 3Q'15, oczekujemy zaraportowania przez spółkę 861 mln PLN sprzedaży w 3Q'15 (+12,5% R/R). Przedstawione dane potwierdziły mocną pozycję spółki w regionie CEE, w Hiszpanii oraz w Chinach, gdzie sprzedaż/restaurację miała dynamikę. Oczekujemy, że rentowność EBITDA spółki zwiększy się o 0,5p.p. R/R do 13,6% w 3Q'15, głównie dzięki osiągnięciu rentowności przez dywizję Nowe Rynki oraz poprawę marży w Czechach i krajach zaliczanych do segmentu Inne CEE. Jednocześnie

oczekujemy spadku rentowności EBITDA w 3Q'15 w Polsce (-1,3p.p. R/R do 13,4%; efekt wysokiej bazy 3Q'14), Rosji (-0,5p.p. R/R do 9%; dewaluacja RUB) oraz Hiszpanii (-1,1p.p. R/R do 20,4%, duża ilość nowych otwarć). Szacujemy, że spółka zaraportuje w 3Q'15 62,1 mln PLN EBIT (+23,7% R/R) oraz 116,8 mln PLN EBITDA (+16,4% R/R). Saldo na działalności finansowej powinno wynieść -10,8 mln PLN w 3Q'15 vs. -11,4 mln PLN w 3Q'14. Po uwzględnieniu 12,3 mln PLN podatku dochodowego oraz -0,4 mln PLN straty udziałowców mniejszościowych, zysk netto powinien wynieść 39,3 mln PLN (+24,3% R/R).

Handel CCC		Sprzedaj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	173,90 PLN		P/E 2015	19,9	EV/EBITDA 2015	19,2	
		Cena docelowa	158,00 PLN		P/E 2016	16,4	EV/EBITDA 2016	15,4	
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	506,8	474,0	6,9%	1 546,7	1 329,9	16,3%	2 537,2	2 009,1	26,3%
EBITDA	29,9	60,2	-50,3%	166,3	173,8	-4,3%	375,5	295,9	26,9%
Marża	5,9%	12,7%	-6,8p.p.	10,8%	13,1%	-2,3p.p.	14,8%	14,7%	0,1p.p.
EBIT	20,3	52,2	-61,2%	126,2	144,4	-12,6%	326,2	270,4	20,6%
Zysk brutto	14,7	45,4	-67,6%	107,5	130,1	-17,3%	291,4	246,7	18,1%
Zysk netto	25,8	40,2	-35,9%	137,3	110,4	24,4%	336,2	236,1	42,4%

**Spadek marży brutto na sprzedaży**

Słaba sprzedaż we wrześniu pomimo efektu niskiej bazy istotnie wpłynęła na zaraportowaną przez spółkę dynamikę sprzedaży w 3Q'15. Na podstawie danych zaprezentowanych w raportach miesięcznych szacujemy, że spółka wypracowała 506,8 mln PLN (+6,9%) przychodów w 3Q'15. Wynik ten został osiągnięty przy wzroście powierzchni sprzedażowej sklepów własnych o 22,5% R/R na koniec 3Q'15. Implikuje to spadek sprzedaży/mkw. o 16,2% R/R do 526,5 PLN. Zakup towaru po wysokim kursie USD/PLN oraz akcje wyprzedawowe powinny przełożyć się na spadek marży brutto na sprzedaży

o 3p.p. R/R do 51,9% w 3Q'15. Szacujemy, że koszty SG&A/mkw. obniżą się o 7,5% R/R do 250 PLN, co powinno przełożyć się na 240,4 mln PLN w 3Q'15. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na 2,5 mln PLN w 3Q'15 (głównie straty inwentarzowe). Uwzględniając powyższe szacujemy EBIT oraz EBITDA odpowiednio na 20,3 mln PLN (-61,2% R/R) oraz 29,9 mln PLN (-50,3% R/R) w 3Q'15. Saldo na działalności finansowej szacujemy na 5,6 mln PLN w 3Q'15 vs. 6,1 mln PLN w 3Q'14. Oczekujemy, że spółka rozpozna 13,9 mln PLN aktywa podatkowego w 3Q'15. W efekcie powyższych zdarzeń CCC powinno zaraportować 25,8 mln PLN zysku netto w 3Q'15 (-35,9% R/R).

Handel Eurocash		Akumuluj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	49,15 PLN	P/E 2015		30,8	EV/EBITDA 2015		15,4
		Cena docelowa	40,80 PLN	P/E 2016		24,6	EV/EBITDA 2016		13,3
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	5 422,4	4 507,9	20,3%	15 209,8	12 518,0	21,5%	20 352,8	16 963,8	20,0%
EBITDA	143,8	112,8	27,5%	299,6	255,2	17,4%	490,8	412,5	19,0%
Marża	2,65%	2,50%	0,15p.p.	1,97%	2,04%	-0,07p.p.	2,41%	2,43%	-0,02p.p.
EBIT	104,5	80,5	29,8%	186,6	162,2	15,1%	341,4	287,2	18,9%
Zysk brutto	92,5	66,8	38,4%	152,6	126,0	21,1%	287,9	218,8	31,6%
Zysk netto	69,2	57,5	20,4%	114,5	108,2	5,8%	221,1	180,5	22,5%

### Oczekiwana poprawa EBITDA o 27,5% R/R w 3Q'15

Sprzedaż Eurocash w 3Q'15 powinna być wspierana przez zmniejszającą się deflację, utrzymanie dobrej dynamiki w Tradisie oraz konsolidację Firmy Rogala. Według naszych szacunków, przychody ze sprzedaży powinny wzrosnąć o 20,3% R/R do 5 422 mln PLN w 3Q'15. Marża brutto na sprzedaży powinna obniżyć się o 0,6p.p. R/R do 9,8% w 3Q'15, za co głównie odpowiada konsolidacja Kolportera. Szacujemy, że koszty SG&A wzrosną w tempie 10,7% R/R do 422 mln PLN w 3Q'15. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej powinno wynieść -5 mln PLN, za co przede

wszystkim będzie odpowiadała działalność prowadzona w nowych ramach nowych biznesów. Szacujemy 104,5 mln PLN EBIT (+29,8% R/R) oraz 143,8 mln PLN EBITDA (+27,5% R/R) w 3Q'15. Prognozujemy saldo na działalności finansowej na -12 mln PLN. Uwzględniając 14 mln PLN zapłaconego podatku oraz 3,5 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych, szacowany zysk netto powinien wynieść 69,2 mln PLN w 3Q'15 (+20,4% R/R). Ponadto, podobnie jak w poprzednich kwartałach, spółka powinna zaraportować wysokie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, wspierane przez uwolnienie części gotówki z zapasów.

Handel Jeronimo Martins		Sprzedaj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	12,84 EUR	P/E 2015		24,6	EV/EBITDA 2015		11,1
		Cena docelowa	10,70 EUR	P/E 2016		21,2	EV/EBITDA 2016		10,0
(mIn EUR)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	3 496,1	3 280,9	6,6%	10 140,1	9 332,6	8,7%	13 745,9	12 680,0	8,4%
EBITDA	221,7	206,0	7,6%	584,7	547,0	6,9%	774,3	732,0	5,8%
Marża	6,34%	6,28%	0,1p.p.	5,77%	5,86%	-0,1p.p.	5,63%	5,77%	-0,1p.p.
EBIT	146,6	135,2	8,4%	357,6	341,3	4,8%	479,4	448,5	6,9%
Zysk brutto	143,6	133,5	7,6%	349,6	329,8	6,0%	469,5	428,5	9,6%
Zysk netto	97,9	92,1	6,3%	262,9	237,1	10,9%	328,6	301,4	9,0%

### Spowolnienie dynamiki wyników

Oczekujemy, że 3Q'15 będzie pierwszym okresem, w którym będzie zauważalne obniżenie tempa otwarcia sklepów Biedronka. Szacujemy, że dynamika wzrostu sieci Biedronka wyniesie 6,5% R/R w 3Q'15 vs. odpowiednio 11,2% R/R oraz 8,4% R/R w 1Q'15 i 2Q'15. Zmniejszenie tempa poprawy przychodów wywołany spowolnieniem ekspansji głównej sieci Jeronimo Martins, powinien być częściowo zniwelowany przez oczekiwane zwiększenie efektywności sprzedaży/mkw. o 2% R/R w 3Q'15 w sieci Biedronka (vs. 2% w 2Q'15 oraz -5,3% w 3Q'14). Ten czynnik oraz utrzymanie pozytywnych trendów w sprzedaży Pingo Doce oraz Recheio, powinno przełożyć się

na wzrost przychodów o 6,6% R/R do 3 496 mln EUR w 3Q'15. Oczekujemy, że koszty dystrybucji oraz koszty administracyjne będą rosły w tempie 6,2% R/R (wolniejszym od dynamiki przychodów). W efekcie oczekujemy umiarkowanego wzrostu marży EBITDA o 0,08p.p. R/R do 6,34% w 3Q'15. Biorąc pod uwagę powyższe szacujemy, że EBIT oraz EBITDA w 3Q'15 wyniesie odpowiednio 146,6 mln EUR (+8,4% R/R) oraz 221,7 mln EUR (+7,6% R/R). Saldo na działalności finansowej powinno wynieść -2,9 mln EUR w 3Q'15. Uwzględniając efektywną stawkę podatkową na poziomie 23,5%, oczekujemy 97,9 mln EUR zysku netto w 3Q'15 (+6,3% R/R).



Handel LPP Sprzedaj									
Analityk: Piotr Bogusz	Cena bieżąca	7561 PLN		P/E 2015	36,6	EV/EBITDA 2015	19,7		
	Cena docelowa	6300 PLN		P/E 2016	27,7	EV/EBITDA 2016	16,3		
(mIn PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	1 265,3	1 234,2	2,5%	3 559,1	3 364,4	5,8%	5 116,7	4 769,3	7,3%
EBITDA	154,0	185,0	-16,7%	420,6	502,9	-16,4%	706,6	802,8	-12,0%
Marża	12,2%	15,0%	-2,8p.p.	11,8%	14,9%	-3,1p.p.	13,8%	16,8%	-3p.p.
EBIT	97,6	134,4	-27,4%	258,1	360,9	-28,5%	489,5	609,1	-19,6%
Zysk brutto	78,1	95,1	-17,9%	206,7	286,2	-27,8%	453,6	459,9	-1,4%
Zysk netto	62,9	81,7	-23,1%	162,2	234,5	-30,8%	365,0	479,5	-23,9%

### Spadek EBIT o 27,4% R/R w 3Q'15

Zakończenie akcji wyprzedażowych w lipcu, mocna konkurencja na rynku oraz niesprzyjająca pogoda w sierpniu i wrześniu były jednymi z wielu czynników przekładających się na niski wzrost przychodów spółki w 3Q'15. Zgodnie z zaraportowanymi danymi miesięcznymi, sprzedaż wyniosła 1 265 mln PLN w 3Q'15 (+2,5% R/R). Powierzchnia sprzedażowa LPP na koniec 3Q'15 wyniosła 792 tys. mkw. (+16,3% R/R). Znacznie niższa dynamika sprzedaży vs. dynamika nowej powierzchni sprzedażowej implikuje spadek wskaźnika miesięcznej sprzedaży/mkw. o 11,4% R/R do 538 PLN. Oczekujemy, że marża brutto na sprzedaży obniży się o 4,9p.p. R/R do 51,8% w 3Q'15. Szacujemy, że słaba

sprzedaż LPP w 3Q'15, przełoży się na niskie czystsze (uzależnione od obrotu sklepu) oraz brak wypłacania premii sprzedażowych, co pozwoli utrzymać niską wartość kosztów SG&A/mkw. na poziomie 234 PLN (-14,8% R/R). Koszty SG&A ogółem powinny wynieść 550 mln PLN w 3Q'15 (-1,5% R/R). Straty inwentarzowe w pozostałych kosztach operacyjnych szacujemy na 7,8 mln PLN. Prognozujemy 97,6 mln PLN EBIT w 3Q'15 (-27,4% R/R) oraz 154 mln PLN EBITDA (-16,7% R/R). Saldo na działalności finansowej szacujemy na 19,5 mln PLN w 3Q'15, na co głównie wpłyną ujemne różnice kursowe (-15 mln PLN). Przy założeniu 19% efektywnej stopy podatkowej, prognozujemy 62,9 mln PLN zysku netto w 3Q'15 (-23,1% R/R).

**Inne**

Inne Work Service		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	15,50 PLN		P/E 2015	21,5	EV/EBITDA 2015		10,3
		Cena docelowa	21,90 PLN		P/E 2016	14,1	EV/EBITDA 2016		7,8
(mln PLN)	3Q'15P	3Q'14	zmiana	9M'15P	9M'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	520,5	488,3	6,6%	1497,6	1224,2	22,3%	2357,4	1739,8	35,5%
EBITDA	23,7	23,6	0,4%	62,2	59,9	3,9%	124,9	98,7	26,6%
Marża	4,6%	4,8%	-	4,2%	4,9%	-	5,3%	5,7%	-
EBIT	20,9	21,1	-0,9%	53,8	53,5	0,6%	112,4	89,1	26,1%
Zysk brutto	14,4	14,6	-1,0%	34,9	38,0	-8,2%	94,4	62,6	50,9%
Zysk netto	8,0	5,3	51,6%	21,2	30,4	-30,1%	48,5	52,4	-7,4%

**Linia EBIT płasko R/R**

W 3Q'15 spodziewamy się wzrostu przychodów Work Service o prawie 7% do poziomu 521 mln PLN (w 3Q'14 konsolidowane już przez spółkę niemiecką). Marża brutto na sprzedaży powinna oscylować wokół 10,9% (stabilnie R/R, dalsze spadki na rynku niemieckim będą nadrabiane przez sprzedaż usług outsourcingowych zwłaszcza w spółkach Exact i IT Kontrakt). Koszty sprzedaży powinny utrzymać się na płaskim Q/Q poziomie, ale za to koszty ogólnego zarządu

nieco spaść Q/Q (w poprzednim kwartale wypłacono bonusy dla kadry zarządzającej). Przy braku aktywności na pozostałej działalności operacyjnej, wynik EBIT może oscylować wokół poziomu 20,9 mln PLN. Zakładamy 6,5 mln PLN kosztów finansowych oraz 25% efektywnej stawki podatku dochodowego. Poprawa w Polsce i na Węgrzech powinna przynieść dużo mniejszy stosunek zysku dla mniejszości vs. zysk netto całkowity (zakładamy 25% vs. 52%). Ostatecznie zysk netto dla dominującej wyniesie 8,0 mln PLN i będzie 52% wyższy R/R.

## Terminy publikacji raportów

Spółka	3Q 2015
Agora	2015-11-09
Alior Bank	2015-11-05
AmRest	2015-11-11
Asseco Poland	2015-11-13
Budimex	2015-10-28
BZ WBK	2015-10-29
Capital Park	2015-10-26
CCC	2015-11-06
CD Projekt	2015-11-12
CEZ	2015-11-10
Ciech	2015-11-16
Cyfrowy Polsat	2015-11-12
Dom Development	2015-10-23
Echo Investment	2015-11-16
Elektrobudowa	2015-11-16
Elemental	2015-11-13
Enea	2015-11-12
Energa	2015-11-09
Erbud	2015-11-16
Erste Bank	2015-11-06
Eurocash	2015-11-10
Famur	2015-11-13
Getin Noble Bank	2015-11-16
GTC	2015-11-13
Handlowy	2015-11-04
ING	2015-11-04
Jeronimo Martins	2015-10-05
JSW	2015-11-12
Kernel	2015-11-25
Kęty	2015-10-22
KGHM	2015-11-12
Komercni Banka	2015-11-05
Kopex	2015-11-12
Kruk	2015-11-01
Lotos	2015-10-29
LPP	2015-11-12
LW Bogdanka	2015-10-29
Millennium	2015-10-23
MOL	2015-11-06
Netia	2015-11-05
OTP Bank	2015-11-13
Pekao	2015-11-10
PGE	2015-11-09
PGNiG	2015-11-06
PKO BP	2015-11-09
Polwax	2015-11-13
Prime Car Management	2015-11-16
PZU	2015-11-10
RBI	2015-11-12
Robyg	2015-11-12
Skarbiec Holding	2015-11-16
Synthos	2015-11-13
Tarczyński	2015-11-06
Tauron	2015-11-10
Unibep	2015-11-13
UNIWHEELS	2015-11-16
Vistal	2015-11-13
Wirtualna Polska	2015-11-16
Work Service	2015-11-13

Źródło: Spółki

**Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2015	2016	2015	2016
<b>Banki</b>										
ALIOR BANK	Kupuj	2015-09-15	87,50	109,72	82,75	+32,6%	15,0	11,0		
BZ WBK	Trzymaj	2015-09-15	311,50	315,28	314,15	+0,4%	15,6	12,3		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2015-09-15	0,88	2,03	0,92	+120,7%	7,4	9,7		
HANDLOWY	Trzymaj	2015-09-15	85,50	90,27	81,83	+10,3%	15,4	14,1		
ING BSK	Trzymaj	2015-09-15	123,20	140,49	128,50	+9,3%	14,4	13,4		
MILLENNIUM	Kupuj	2015-09-15	6,23	9,04	6,43	+40,6%	11,7	10,6		
PEKAO	Trzymaj	2015-09-15	164,40	157,86	156,45	+0,9%	16,6	15,6		
PKO BP	Kupuj	2015-09-15	30,06	40,05	30,30	+32,2%	13,9	11,5		
KOMERCNI BANKA	Redukuj	2014-12-11	4920	4549 CZK	5110	-11,0%	15,5	14,8		
ERSTE BANK	Akumuluj	2015-03-06	23,29	25,43 EUR	27,07	-6,1%	14,7	12,0		
RBI	Kupuj	2015-01-26	10,21	18,27 EUR	14,27	+28,1%	11,9	6,4		
OTP BANK	Akumuluj	2015-08-21	5635	6288 HUF	5648	+11,3%	17,3	9,5		
<b>Ubezpieczyciele</b>										
PZU	Kupuj	2015-09-03	425,00	488,23	375,00	+30,2%	12,0	11,2		
<b>Usługi finansowe</b>										
KRUK	Trzymaj	2015-05-06	154,00	143,10	183,70	-22,1%	17,9	15,2		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2015-09-02	43,01	53,60	43,00	+24,7%	12,1	11,1		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2015-05-14	47,83	64,30	33,30	+93,1%	7,2	5,6		
<b>Paliwa, Chemia</b>										
CIECH	Redukuj	2015-03-06	54,00	46,90	72,94	-35,7%	22,6	16,9	8,7	8,1
LOTOS	Akumuluj	2015-10-09	30,66	34,00	28,65	+18,7%	8,2	8,5	5,4	5,9
MOL	Kupuj	2015-10-09	178,00	237,50	179,25	+32,5%	20,0	7,8	3,7	3,5
PGNiG	Sprzedaj	2015-10-09	6,94	5,49	6,80	-19,3%	13,7	16,1	6,3	7,0
PKN ORLEN	Redukuj	2015-10-09	64,50	59,80	62,80	-4,8%	7,5	7,5	4,9	4,9
POLWAX	Kupuj	2014-11-06	15,05	24,20	15,80	+53,2%	6,8	6,7	6,2	5,7
SYNTHOS	Trzymaj	2015-05-05	4,76	4,75	3,73	+27,3%	13,9	10,1	9,3	8,0
<b>Energetyka</b>										
CEZ	Trzymaj	2015-07-30	88,40	89,20	74,66	+19,5%	9,1	10,9	6,0	6,6
ENEA	Kupuj	2015-07-30	13,94	18,10	13,55	+33,6%	7,0	8,7	4,4	5,5
ENERGA	Redukuj	2015-07-30	19,70	18,60	16,98	+9,5%	8,0	10,2	5,1	6,0
PGE	Kupuj	2015-09-03	15,08	16,82	14,00	+20,1%	7,2	8,6	3,7	4,7
TAURON	Kupuj	2015-07-30	3,63	4,70	3,13	+50,2%	4,9	5,7	4,1	4,7
<b>Telekomunikacja</b>										
NETIA	Trzymaj	2015-01-26	5,70	5,80	5,52	+5,1%	96,1	61,4	5,0	5,2
ORANGE POLSKA	Kupuj	2015-08-06	8,12	10,20	7,14	+42,9%	26,2	32,2	3,7	4,3
<b>Media</b>										
AGORA	Trzymaj	2015-01-26	8,35	8,20	11,23	-27,0%	-	-	8,2	8,2
CYFROWY POLSAT	Redukuj	2015-01-26	22,90	21,80	25,00	-12,8%	19,9	16,2	7,5	6,9
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	2015-07-01	33,67	44,70	39,65	+12,7%	25,0	14,7	14,4	11,3
<b>IT</b>										
ASSECO POLAND	Trzymaj	2015-04-02	58,68	59,00	55,18	+6,9%	13,3	13,2	7,2	7,0
CD PROJEKT	Kupuj	2015-09-04	25,55	30,90	26,80	+15,3%	5,1	14,6	3,4	8,5
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	120,50	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	9,30	-	-	-	-	-
<b>Górnictwo i Metale</b>										
JSW	Trzymaj	2015-01-26	20,40	27,00	12,96	+108,3%	-	-	6,5	2,3
KGHM	Kupuj	2015-01-26	108,25	127,00	95,70	+32,7%	8,9	7,7	4,9	4,6
LW BOGDANKA	w trakcie aktualizacji	2015-06-12	66,00	-	57,50	-	-	-	-	-
<b>Przemysł</b>										
ELEMENTAL	Akumuluj	2015-06-17	4,07	4,50	4,32	+4,2%	19,0	17,8	12,7	10,3
FAMUR	Kupuj	2015-09-03	1,69	3,00	1,90	+57,9%	10,0	8,5	3,6	2,9
KERNEL	Redukuj	2015-07-17	40,35	35,00	51,36	-31,9%	6,9	7,4	3,4	4,7
KĘTY	Redukuj	2015-03-06	319,00	261,39	271,10	-3,6%	13,1	13,3	8,1	8,0
KOPEX	Trzymaj	2015-06-03	8,08	8,10	5,97	+35,7%	10,0	9,1	3,7	3,5
TARCZYŃSKI	Trzymaj	2015-03-06	14,65	15,00	13,18	+13,8%	10,4	9,8	6,4	6,0
UNIWHEELS	Kupuj	2015-06-11	115,05	136,60	118,10	+15,7%	10,4	9,8	7,2	6,6
VISTAL	Kupuj	2015-01-26	9,59	16,40	11,01	+49,0%	8,9	6,6	7,3	6,1
<b>Budownictwo</b>										
BUDIMEX	Kupuj	2015-09-03	187,20	225,10	210,20	+7,1%	25,2	17,8	12,6	9,6
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-10-02	144,50	170,50	151,00	+12,9%	13,3	13,0	8,5	7,7
ERBUD	Akumuluj	2015-07-03	32,00	34,50	33,14	+4,1%	15,2	13,1	7,7	6,9
UNIBEP	Trzymaj	2015-03-06	10,25	10,40	10,65	-2,3%	15,4	12,0	9,3	7,4
<b>Developeperzy</b>										
CAPITAL PARK	Akumuluj	2015-10-02	5,88	6,50	6,00	+8,3%	-	45,8	-	30,3
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2015-09-03	47,01	57,90	51,00	+13,5%	16,8	13,2	13,6	10,7
ECHO	Akumuluj	2015-06-03	7,17	8,00	6,98	+14,6%	21,2	12,9	27,4	17,5
GTC	Akumuluj	2015-10-02	6,20	6,60	6,98	-5,4%	22,9	10,9	17,6	13,9
ROBYG	Kupuj	2015-01-26	2,16	2,95	2,54	+16,1%	14,7	9,9	12,5	8,5
<b>Handel</b>										
AMREST	Kupuj	2015-07-10	148,00	180,00	179,50	+0,3%	29,0	24,8	11,1	9,3
CCC	Sprzedaj	2015-03-06	185,55	158,00	173,90	-9,1%	19,9	16,4	19,2	15,4
EUROCASH	Akumuluj	2015-04-24	36,80	40,80	49,15	-17,0%	30,8	24,6	15,4	13,3
JERONIMO MARTINS	Sprzedaj	2015-05-06	13,10	10,7 EUR	12,84	-16,7%	24,6	21,2	11,1	10,0
LPP	Sprzedaj	2015-10-09	7634	6300	7561	-16,7%	36,6	27,7	19,7	16,3
<b>Inne</b>										
WORK SERVICE	Akumuluj	2015-03-06	21,50	21,90	15,50	+41,3%	21,5	14,1	10,3	7,8

## Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CAPITAL PARK	Akumuluj	Kupuj	6,50	2015-10-02
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	Akumuluj	170,50	2015-10-02
GTC	Akumuluj	Trzymaj	6,60	2015-10-02
LOTOS	Akumuluj	Kupuj	34,00	2015-10-09
LPP	Sprzedaj	Sprzedaj	6300,00	2015-10-09
MOL	Kupuj	Kupuj	237,50	2015-10-09
PGNiG	Sprzedaj	Sprzedaj	5,49	2015-10-09
PKN ORLEN	Redukuj	Trzymaj	59,80	2015-10-09

## Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	4	6,7%	1	3,2%
Redukuj	7	11,7%	2	6,5%
Trzymaj	14	23,3%	9	29,0%
Akumuluj	10	16,7%	6	19,4%
Kupuj	25	41,7%	13	41,9%

**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 księgową

**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 księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPIJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. 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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, Indata Software, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Groclin, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, Indata Software, Uniwheels. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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 Domu Maklerskim mBanku S.A. 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.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**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.

Michał Marczak  
członek zarządu  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, surowce, metale

#### Departament analiz:

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mdm.pl](mailto:kamil.kliszcz@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

Paweł Szpigiel  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mdm.pl](mailto:piotr.bogusz@mdm.pl)  
handel

#### Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mdm.pl](mailto:piotr.gawron@mdm.pl)

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

#### Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)

Dom Maklerski mBanku S.A.  
Departament analiz  
ul. Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

#### Maklerzy:

Krzysztof Bodek  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mdm.pl](mailto:krzysztof.bodek@mdm.pl)

Michał Jakubowski  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

Tomasz Jakubiec  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mdm.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mdm.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

Anna Łagowska  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

Jędrzej Łukomski  
tel. +48 22 697 48 46  
[jedrzej.lukomski@mdm.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mdm.pl)

Paweł Majewski  
tel. +48 22 697 49 68  
[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

Adam Mizera  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

Adam Prokop  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mdm.pl](mailto:adam.prokop@mdm.pl)

Michał Roźmiej  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)