

piątek, 22 kwietnia 2016 | opracowanie cykliczne

## Prognozy wyników kwartalnych: 1Q 2016

### Rynek akcji

#### Banki

Oczekujemy lekkiego wzrostu zysku brutto w polskim sektorze bankowym, gdzie słaby wynik na działalności podstawowej zostanie zrekomensowany przez niższe saldo rezerw oraz koszty operacyjne. Oczekujemy, że z Polski wynikami wyróżni się BZ WBK, Pekao (głównie na zyskach jednorazowych), zaś z zagranicy OTP Bank.

#### Usługi finansowe

Oczekujemy poprawy wyników w PCM oraz Kruku. Z drugiej strony pod presją znajdują się wyniki PZU ze względu na wyższe odszkodowania oraz Skarbcza, gdzie nadal nie będzie opłaty zmiennej.

#### Paliwa, Chemia

Rafinerie utrzymają solidne wyniki mimo spadku marż, co będzie pochodną wysokich wolumenów na rynkach lokalnych, wzrostu dyferencjału Ural/Brent oraz sprzyjającego kursu USD/PLN. Pozytywnego zaskoczenia upatrujemy także w PGNiG (atrakcyjna marża na obrocie, wolumeny w dystrybucji) oraz w Grupie Azoty (m.in. oszczędności na kosztach gazu).

#### Energetyka

Spadek cen energii najbardziej zainfekuje wyniki PGE (dodatkowym obciążeniem będą niższe wolumeny) i CEZ, aczkolwiek w tym drugim przypadku kluczowa będzie rekomendacja dywidendy, która w zeszłym roku pojawiła się wraz z raportem za 1Q. Generalnie wykonanie rocznych prognoz EBITDA w sektorze YTD sięgnie 30%.

#### Górnictwo, Metale

Bez odpisów nominalne wyniki KGHM i LWB będą lepsze niż w 4Q'15. Na poziomie operacyjnym niższe ceny surowców i niższy wolumen sprzedaży negatywnie wpłyną na dynamiki q/q.

#### Telekomunikacja, Media, IT

Wyniki sektora w dalszym ciągu pod presją: łączna EBITDA pokrywanych spółek będzie 4,7% niższa R/R. Spodziewamy się dużego spadku wyniku w Asseco Poland (zysk netto -12% R/R). Organiczne wzrosty przychodów w Wirtualnej Polsce wyraźnie wyhamują.

#### Przemysł

W 1Q'16 według naszych szacunków na 49 obserwowanych spółek przemysłowych 39% poprawi zeszłoroczne rezultaty, a 27% je pogorszy. Oczekujemy, że wyraźną poprawę r/r rezultatów zanotują Alumetal, Amica, Impexmetal, Forte, Pfeleiderer Grajewo, Ursus oraz Zetkama. Spadkowej dynamiki wyników oczekujemy w Alchemii, Famur, Fasing, Feerum, Kruszwicy, PKM Duda.

#### Budownictwo

Większość spółek z sektora powinno poprawić wyniki 1Q'16, mimo dość wysokiej bazy z ubiegłego roku. Spodziewamy się bardzo dobrych wyników w Budimeksie oraz relatywnie słabych w Erbudzie.

#### Deweloperzy

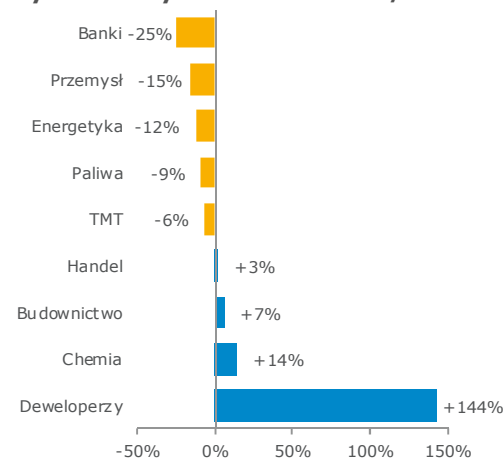
Oczekujemy wysokiej dynamiki wyników w sektorze, szczególnie w przypadku deweloperów komercyjnych (mocniejsze euro, rewaluacja nieruchomości w budowie oraz wzrost zysku z wynajmu). Nominalnie wyniki deweloperów mieszkaniowych będą niskie (mimo wzrostu r/r).

#### Handel, Inne

Efekt Świąt Wielkanocnych z jednej strony pomagał wynikom EUR oraz JMT, a z drugiej strony negatywnie wpłynął na marcowe wyniki sprzedaży CCC i LPP. W spółkach spożywczych oczekujemy poprawy wyników R/R, czemu dodatkowo sprzyjało wyhamowanie spadku cen żywności R/R. Spółki odzieżowe i obuwnicze powinny osiągnąć niższą rentowność ze względu na wzmożoną konkurencję na rynku oraz wyższy poziom USD/PLN R/R. Brak poprawy w WSE przez rynek niemiecki i wysokie SG&A.

WIG ..... 48 514  
 Średnie P/E 2016 ..... 12,9  
 Średnie P/E 2017 ..... 11,2  
 Średni dzienny obrót (3 m-ce) ... 705 mln PLN

#### Dynamika wyników sektorów R/R\*



\*dla banków oraz deweloperów na podstawie zysku netto, dla reszty na podstawie wyniku EBITDA

#### Potencjalne zaskoczenia na wynikach

negatywne	pozytywne
<b>Alchemia</b>	<b>Alumetal</b>
<b>Asseco Poland</b>	<b>Amica</b>
<b>Famur</b>	<b>Budimex</b>
<b>Fasing</b>	<b>Forte</b>
<b>Feerum</b>	<b>Grupa Azoty</b>
<b>Getin Noble Bank</b>	<b>GTC</b>
<b>Kruszwica</b>	<b>Kruk</b>
<b>LPP</b>	<b>Lotos</b>
<b>PGE</b>	<b>OTP Bank</b>
<b>PKM Duda</b>	<b>PGNiG</b>
<b>Synthos</b>	<b>Ursus</b>
	<b>Zetkama</b>

#### 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.klischcz@mdm.pl](mailto:kamil.klischcz@mdm.pl)

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

Piotr Zybala  
 +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto/piotr.zybala@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	3
1.4. Handlowy	3
1.5. ING BSK	3
1.6. Millennium	3
1.7. Pekao	3
1.8. PKO BP	4
1.9. Erste Bank	4
1.10. Komerčni Bank	4
1.11. OTP Bank	4
<b>2. Usługi finansowe</b>	<b>5</b>
2.1. PZU	5
2.2. Kruk	5
2.3. Prime Car Management	5
2.4. Skarbiec	5
<b>3. Paliwa, Chemia</b>	<b>6</b>
3.1. Ciech	6
3.2. Grupa Azoty	6
3.3. Lotos	6
3.4. MOL	6
3.5. PGNiG	6
3.6. Polwax	6
3.7. Synthos	6
<b>4. Energetyka, Górnictwo, Metale</b>	<b>7</b>
4.1. CEZ	7
4.2. Enea	7
4.3. Energa	7
4.4. PGE	7
4.5. Tauron	7
4.6. KGHM	7
4.7. LW Bogdanka	7
<b>5. Telekomunikacja, Media, IT</b>	<b>8</b>
5.1. Netia	8
5.2. Orange Polska	8
5.3. Agora	8
5.4. Cyfrowy Polsat	8
5.5. Wirtualna Polska	8
5.6. Asseco Poland	8
5.7. CD Projekt	8
<b>6. Przemysł</b>	<b>9</b>
6.1. Amica	9
6.2. Apator	9
6.3. Boryszew	9
6.4. Elemental	9
6.5. Famur	9
6.6. Forte	9
6.7. Grajewo	10
6.8. Impexmetal	10
6.9. Kernel	10
6.10. Tarczyński	10
6.11. UNIWHEELS	10
6.12. Vistal Gdynia	10
6.13. Zetkama	10
<b>7. Budownictwo</b>	<b>11</b>
7.1. Budimex	11
7.2. Elektrobudowa	11
7.3. Erbud	11
7.4. Unibep	11
<b>8. Deweloperzy</b>	<b>12</b>
8.1. Capital Park	12
8.2. Dom Development	12
8.3. Echo Investment	12
8.4. GTC	12
8.5. Robyng	12
<b>9. Handel, Inne</b>	<b>13</b>
9.1. AmRest	13
9.2. CCC	13
9.3. Eurocash	13
9.4. Jeronimo Martins	13
9.5. LPP	13
9.6. Work Service	13
<b>10. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku</b>	<b>14</b>
<b>11. Statystyki rekomendacji</b>	<b>15</b>

## Banki

### Presja na linie przychodowe w polskich bankach

- Oczekujemy płaskiego wyniku odsetkowego oraz kontynuacji presji na wynik prowizyjny w polskim sektorze bankowym

<b>Alior Bank</b>	Kupuj		wyniki:		
Michał Konarski	94,25 PLN		12-05-2016		
(mln PLN)	1Q'16P	4Q'15	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	410,9	395,1	4%	19%	24%
Wynik prowizyjny	85,8	79,5	8%	-8%	25%
WNDB	588,3	573,0	3%	12%	24%
Koszty operacyjne	-282,8	-325,1	-13%	10%	26%
Saldo rezerw	-179,3	-194,9	-8%	24%	23%
Zysk netto	77,8	39,6	96%	-15%	23%

<b>BZ WBK</b>	Trzymaj		wyniki:		
Michał Konarski	305,10 PLN		27-04-2016		
(mln PLN)	1Q'16P	4Q'15	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1133,6	1136,3	0%	8%	24%
Wynik prowizyjny	474,5	494,2	-4%	3%	23%
WNDB	1774,6	1742,7	2%	-25%	24%
Koszty operacyjne	-811,0	-1048,2	-23%	0%	25%
Saldo rezerw	-153,8	-256,4	40%	19%	22%
Zysk netto	542,3	277,1	96%	-48%	25%

<b>Getin Noble</b>	Kupuj		wyniki:		
Michał Konarski	0,96 PLN		16-05-2016		
(mln PLN)	1Q'16P	4Q'15	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	327,1	339,2	-4%	21%	27%
Wynik prowizyjny	54,7	60,8	-10%	-42%	15%
WNDB	421,4	390,8	8%	-17%	26%
Koszty operacyjne	-229,2	-483,7	-53%	-9%	25%
Saldo rezerw	-147,5	-106,9	38%	15%	37%
Zysk netto	1,9	-195,4	n.m.	-98%	2%

<b>Handlowy</b>	Redukuj		wyniki:		
Michał Konarski	81,97 PLN		09-05-2016		
(mln PLN)	1Q'16P	4Q'15	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	246,7	243,1	1%	-4%	25%
Wynik prowizyjny	153,3	152,6	0%	1%	23%
WNDB	453,5	503,5	-10%	-23%	22%
Koszty operacyjne	-291,8	-354,7	-18%	-7%	24%
Saldo rezerw	-0,5	0,4	n.m.	-85%	4%
Zysk netto	113,3	118,3	-4%	-48%	19%

<b>ING BSK</b>	Trzymaj		wyniki:		
Michał Konarski	119,38 PLN		10-05-2016		
(mln PLN)	1Q'16P	4Q'15	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	661,1	659,4	0%	16%	24%
Wynik prowizyjny	252,3	254,8	-1%	1%	24%
WNDB	948,9	953,6	0%	5%	24%
Koszty operacyjne	-515,7	-648,0	20%	-4%	25%
Saldo rezerw	-51,7	-51,5	0%	39%	16%
Zysk netto	256,2	205,7	25%	-2%	27%

<b>Millennium</b>	Kupuj		wyniki:		
Michał Konarski	7,00 PLN		09-05-2016		
(mln PLN)	1Q'16P	4Q'15	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	350,1	349,5	0%	5%	24%
Wynik prowizyjny	140,9	140,4	0%	-10%	23%
WNDB	-267,1	-275,4	3%	3%	25%
Koszty operacyjne	-63,3	-45,2	-40%	7%	22%
Saldo rezerw	199,1	66,7	199%	-1%	22%
Zysk netto	129,2	53,0	144%	-21%	24%

<b>Pekao</b>	Sprzedaj		wyniki:		
Michał Konarski	127,42 PLN		10-05-2016		
(mln PLN)	1Q'16P	4Q'15	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1041,8	1060,5	-2%	0%	23%
Wynik prowizyjny	476,2	503,9	-6%	-1%	23%
WNDB	1774,8	1770,9	0%	0%	24%
Koszty operacyjne	-876,5	-1128,6	-22%	1%	25%
Saldo rezerw	-133,5	-120,3	11%	-3%	21%
Zysk netto	550,3	438,4	26%	-12%	27%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

### OTP Bank będzie błyszczał na tle reszty banków

- Oczekujemy, że pozytywnie wynikami zaskoczy OTP głównie dzięki niskiemu kosztowi ryzyka
- Negatywnie wynikami zaskoczy w 1Q'16 GNB

- Oczekujemy presji na marżę odsetkową w wysokości 5p.b. Q/Q, która w połączeniu ze wzrostem aktywów powinna przełożyć się na wzrost wyniku odsetkowego na poziomie 4% Q/Q
- Odbudowa wyniku prowizyjnego (+8,0% Q/Q)
- Oczekujemy spadku kosztu ryzyka do 213p.b. z 244p.b. w 4Q'15
- Podatek bankowy szacujemy na 20,6 mln PLN

- Wyniki wsparte przez dywidendę z Aviva (około +70 mln PLN), która księgowana była zwykle w 2Q oraz sprzedaż wierzytelności przez SCB (+40 mln PLN)
- Sezonowa presja na wynik prowizyjny (-4,0% Q/Q)
- Spadek marży odsetkowej o 7 p.b. Q/Q
- Szacujemy podatek bankowy na 92 mln PLN

- Spadek sumy bilansowej oraz szeroka akcja depozytowa powinny mieć negatywny wpływ na marżę odsetkową netto (-5p.b.) oraz wynik odsetkowy (-4%)
- GNB zaksięguje około 40 mln PLN zysku jednorazowego ze sprzedaży Getin Leasing
- Koszt ryzyka powinien ulec normalizacji do poziomu 116p.b.
- Podatek bankowy szacujemy na poziomie 38 mln PLN

- Lekka poprawa marży odsetkowej o 2p.b., która przełoży się także na wzrost wyniku odsetkowego o 1,5% Q/Q
- Znaczący spadek kosztów operacyjnych o 6,8% R/R
- Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami niski wynik handlowy na poziomie 54 mln PLN
- Szacujemy podatek bankowy 1Q'16 na poziomie 17,3 mln PLN

- Wyniki wsparte przez sprzedaż kredytów niepracujących (+17 mln PLN)
- Oczekujemy spadku wyniku prowizyjnego o 1% Q/Q oraz płaskiego wyniku odsetkowego
- Utrzymanie marży odsetkowej w 1Q'16 (2,4% do średnich aktywów)
- Szacujemy stabilny koszt ryzyka na poziomie 27p.b.
- Podatek bankowy w 1Q'16 szacujemy na 52,9 mln PLN

- Płaski wynik odsetkowy oraz wynik prowizyjny w 1Q'16
- Spadek marży odsetkowej o 3p.b. do poziomu 2,1% (do średnich aktywów)
- Po sezonowym wzroście kosztów w 4Q'15 oczekujemy ich 3% Q/Q spadku w 1Q'16
- Normalizacja kosztu ryzyka do 53p.b. z 38p.b. w 4Q'15
- Szacujemy podatek bankowy na poziomie 32 mln PLN

- Sprzedaż NPL wygeneruje jednorazowy zysk na poziomie około 100 mln PLN brutto
- Słaba sprzedaż kredytów oraz zachowanie rynków kapitałowych będzie negatywnie odzwierciedlone w wyniku odsetkowym (-1,8% Q/Q) oraz prowizyjnym (-5,5% Q/Q)
- Oczekujemy stabilnych kosztów operacyjnych oraz normalizacji salda rezerw (+11% Q/Q)
- Szacujemy podatek bankowy na 92 mln PLN

**Banki**

<b>PKO BP</b>	<b>Kupuj</b>		<b>wyniki:</b>		
<b>Michał Konarski</b>	<b>31,62 PLN</b>		<b>09-05-2016</b>		
<b>(mln PLN)</b>	<b>1Q'16P</b>	<b>4Q'15</b>	<b>q/q</b>	<b>r/r</b>	<b>YTD*</b>
Wynik odsetkowy	1858,2	1856,4	0%	11%	23%
Wynik prowizyjny	665,8	693,5	-4%	-2%	23%
WNDB	2749,6	2878,7	-4%	4%	23%
Koszty operacyjne	-1364,4	-1923,7	-29%	-3%	25%
Saldo rezerw	-368,6	-365,0	1%	-1%	22%
Zysk netto	635,7	444,3	43%	-2%	22%

<b>Erste Bank</b>	<b>Kupuj</b>		<b>wyniki:</b>		
<b>Michał Konarski</b>	<b>32,34 EUR</b>		<b>04-05-2016</b>		
<b>(mln EUR)</b>	<b>1Q'16P</b>	<b>4Q'15</b>	<b>q/q</b>	<b>r/r</b>	<b>YTD*</b>
Wynik odsetkowy	1108,1	1120,4	-1%	1%	25%
Wynik prowizyjny	451,5	489,2	-8%	-2%	24%
WNDB	1600,5	1636,5	-2%	-3%	24%
Koszty operacyjne	-1006,3	-1016,5	-1%	6%	26%
Saldo rezerw	-147,5	-210,7	-30%	-19%	17%
Zysk netto	193,5	204,0	-5%	-14%	17%

<b>Komercni Banka</b>	<b>A kumuluj</b>		<b>wyniki:</b>		
<b>Michał Konarski</b>	<b>5 428 CZK</b>		<b>04-05-2016</b>		
<b>(mln CZK)</b>	<b>1Q'16P</b>	<b>4Q'15</b>	<b>q/q</b>	<b>r/r</b>	<b>YTD*</b>
Wynik odsetkowy	5258,3	5354,0	-2%	-2%	25%
Wynik prowizyjny	1738,5	1765,0	-2%	2%	25%
WNDB	7637,8	7926,0	-4%	-1%	25%
Koszty operacyjne	-4097,0	-3723,0	10%	22%	30%
Saldo rezerw	-597,0	-633,0	-6%	448%	36%
Zysk netto	2328,1	2874,0	-19%	-33%	19%

<b>OTP Bank</b>	<b>Trzymaj</b>		<b>wyniki:</b>		
<b>Michał Konarski</b>	<b>6 487 HUF</b>		<b>13-05-2016</b>		
<b>(mld HUF)</b>	<b>1Q'16P</b>	<b>4Q'15</b>	<b>q/q</b>	<b>r/r</b>	<b>YTD*</b>
Wynik odsetkowy	128,6	133,3	-4%	-9%	24%
Wynik prowizyjny	38,2	43,4	-12%	3%	22%
WNDB	176,8	183,3	-4%	-7%	23%
Koszty operacyjne	-95,3	-106,6	11%	-1%	24%
Saldo rezerw	-21,1	-52,7	60%	67%	14%
Zysk netto	35,1	26,8	31%	15x	20%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Niższa sprzedaż kredytów w 1Q'16 powinna wyrzucić presję na wynik odsetkowy (+0,1% Q/Q) oraz prowizyjny (-4,0% Q/Q)
  - Marża odsetkowa powinna spaść o 4p.b. Q/Q (w całym roku oczekiwany wzrost)
  - Koszt ryzyka powinien utrzymać się na poziomie 0,7%
  - Szacujemy podatek bankowy na poziomie 148,5 mln PLN
- 
- Wynik pod wpływem negatywnych zdarzeń jednorazowych (fundusz gwarancji depozytów 70 mln EUR oraz resolution fund 65 mln EUR).
  - Utrzymująca się presja na wynik odsetkowy (-1% Q/Q) oraz sezonowo niski wynik prowizyjny (-8% Q/Q)
  - Niskie saldo rezerw (-30% Q/Q) wsparte przez poprawiającą się jakość aktywów
  - Niższy podatek bankowy na Węgrzech o około 30 mln EUR
- 
- Dalsza presja na wynik odsetkowy (-1,8% Q/Q) oraz marżę odsetkową (-4p.b. Q/Q)
  - Wynik prowizyjny pod lekką presją ze względu na obniżkę opłaty interchange
  - Wzrost kosztów operacyjnych (+10% Q/Q oraz 22% R/R) spowodowany jest opłatą składki na resolution fund
  - Oczekujemy, że kosztu ryzyka na poziomie 43p.b. z 47p.b. w 4Q'15
- 
- Spadek wyniku odsetkowego (-3,5% Q/Q) ze względu na zachowanie kursu RBU oraz UAH
  - Sezonowy spadek wyniku prowizyjnego o 12% Q/Q, ale wzrost o 2,5% R/R
  - Wzrost kosztów R/R ze względu na nowe opłaty, takie jak resolution fund
  - Znaczący spadek salda rezerw, za które odpowiedzialna jest Rosja, Ukraina oraz Bułgaria
  - Podatek bankowy na poziomie 13,2 mld HUF

## Usługi finansowe

### Dobre wyniki spółek finansowych

- Oczekujemy kolejnego dobrego kwartału Kruka wspartego przez mocne spłaty wierzycelności oraz odbicia wyniku netto w PCM

PZU Michał Konarski (mln PLN)	Kupuj 42,44 PLN		wyniki: 12-05-2016		
	1Q'16P	4Q'15	q/q	r/r	YTD*
Skt. przyp. brutto	4790,0	4897,8	-2%	2%	26%
Ubezp. majątkowe	2752,0	3057,8	-10%	2%	26%
Ubezp. na życie	2001,9	1958,7	2%	0%	24%
Odszkodowania	-3024,2	-2777,4	9%	-1%	24%
Koszty	-976,5	-1101,7	-22%	3%	26%
Wynik techniczny	287,8	388,0	-13%	2%	18%
Wynik inwestycyjny	469,6	351,7	34%	-51%	24%
Zysk brutto	609,8	664,0	-8%	-47%	19%
Zysk netto	445,1	509,8	-13%	-53%	19%

Kruk Michał Konarski (mln PLN)	Trzymaj 185,12 PLN		wyniki: 08-05-2016		
	1Q'16P	4Q'15	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	161,2	162,0	-1%	21%	22%
Zakup wierzyt.	148,9	149,6	-1%	23%	22%
Inkaso	7,6	7,7	-1%	0%	26%
Koszty pośr. i bezp. marża pośrednia	65,1	71,2	-8%	31%	21%
Zysk operacyjny	96,0	90,8	6%	15%	23%
Zysk brutto	70,3	59,8	17%	16%	24%
Zysk netto	59,9	50,0	20%	20%	24%
Zysk netto	56,9	44,0	29%	12%	25%

PCM Michał Konarski (mln PLN)	Kupuj 46,76 PLN		wyniki: 13-05-2016		
	1Q'16P	4Q'15	q/q	r/r	YTD*
Przych. z leasingu	35,3	35,4	-1%	-2%	24%
Prowizje i opłaty	54,6	53,5	2%	10%	25%
Przych. odsetkowe	10,3	9,8	5%	22%	25%
Przych. ogółem	126,8	124,2	2%	-6%	22%
Naprawy i serwis	46,0	44,3	4%	11%	26%
Koszty ogółem	115,5	114,0	1%	-3%	22%
Remarketing	4,0	2,9	5%	4%	17%
Zysk netto	9,1	8,5	7%	-21%	21%

Skarbiec Michał Konarski (mln PLN)	Kupuj 42,20 PLN		wyniki: 11-05-2016		
	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	18,0	19,2	-6%	-39%	69%
Wynagr. stałe	16,3	17,5	-7%	-9%	71%
Wynagr. zmienne	0,3	0,3	1%	-97%	28%
Koszty ogółem	-14,1	-15,0	-6%	-21%	69%
Koszty dystrybucji	-7,5	-8,1	-8%	-16%	69%
Koszty pracown.	-2,5	-2,5	0%	-49%	58%
Zysk brutto	3,9	4,2	-7%	-66%	65%
Zysk netto	3,1	3,3	-6%	-66%	64%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

### Pierwszy kwartał PZU z Aliorem

- Oczekujemy, że konsolidacja Alior Banku przyniesie jedynie 16 mln PLN netto do wyniku PZU

- Oczekujemy płaskiej składki zarobionej netto w 1Q'16 oraz lekkiego spadku składki przypisanej brutto (-2,2% Q/Q)
- Oczekujemy wzrostu szkodowości (+8,9% Q/Q, ale -1% R/R) szczególnie w segmencie majątkowym
- Na porównywalnej bazie oczekujemy spadku wyniku lokacyjnego w 1Q'16 (w 4Q'15 odpis na Alior Bank)
- Oczekujemy znaczącego spadku kosztów administracyjnych (-10% Q/Q)
- Wynik netto powinien zawierać około 23 mln PLN zysku netto z Alior Banku
- Podatek finansowy w PZU na poziomie 48,8 mln PLN

- Oczekujemy wzrostu marży pośredniej z nabytych pakietów wierzycelności wspartej przez rewaluacje (szacujemy około 20 mln PLN)
- Wyniki powinny być wsparte w kwartale przez niższe koszty komornicze i sądowe
- Sezonowa poprawa kosztów Q/Q ze względu na niższe koszty marketingu
- Kruk powinien zapłacić podatek bankowy (około 3 mln PLN)

- Oczekujemy wzrostu zysku netto o 7% Q/Q
- Oczekujemy, że presja na wynik z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych pozostanie pod presją (-2% Q/Q), zaś przychody odsetkowe zanotują dalszy wzrost o 5% Q/Q dzięki dobrej sprzedaży w kwartale
- Oczekujemy, że po znaczącym spadku zysku z remarketingu w 4Q'15 do 2,9 mln PLN linia ta odbije do 4,0 mln PLN.
- Wraz z rosnącą flotą oczekujemy wzrostu kosztu napraw i serwisów o 4% Q/Q oraz o 11%

- Spadek aktywów pod zarządzaniem spowodował spadek opłaty stałej o 7% Q/Q oraz kosztów dystrybucji o 8%
- Spadek AUM w kategorii wysokomarżowych o 7,2% Q/Q, ale wzrost niskomarżowych o +0,9% Q/Q
- Oczekujemy opłaty zmiennej na poziomie 0,3 mln PLN
- W 1Q'16 (3Q'15/16) zaksięgowana może być opłata na KNF w wysokości 0,4 mln PLN, której obecnie nie ma w naszych prognozach

## Paliwa, Chemia

### Mocne rafinerie, możliwa niespodzianka w PGNiG

- Mimo spadku modelowych marż rafineryjnych, wyniki sektora pozostaną solidne (kurs walutowy, silny popyt na lokalnych rynkach, wysoki dyferencjał Ural/Brent)

Ciech Kamil Kliszcz	Trzymaj			wyniki:	
	77,20 PLN			16-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	831,8	817,4	2%	3554,7	23%
skor. EBITDA	211,8	191,6	11%	833,7	25%
EBITDA	211,8	173,1	22%	833,7	25%
EBIT	156,3	117,1	33%	590,1	26%
Dział. finansowa	-11,0	-47,4	-77%	-45,5	24%
Zysk netto	117,7	52,2	125%	441,2	27%

Grupa Azoty Jakub Szkopek	Trzymaj			wyniki:	
	100,20 PLN			11-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	2550,4	2838,9	-10%	9920,4	26%
EBITDA	564,1	492,0	15%	1487,6	38%
marża EBITDA	22,1%	17,3%		15,0%	
EBIT	441,7	362,9	22%	1001,7	44%
Zysk brutto	437,8	357,1	23%	1007,1	44%
Zysk netto	312,5	276,1	13%	746,1	42%

Lotos Kamil Kliszcz	Trzymaj			wyniki:	
	26,50 PLN			28-04-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	4048,2	5131,5	-21%	19875	20%
skor. EBITDA LIFO	434,5	408,9	6%	1850,4	23%
efekt LIFO	-159,6	-15,0	-	103,6	-
EBITDA	314,0	445,6	-30%	2004,0	16%
EBIT	105,0	267,7	-61%	1037,4	10%
Dział. finansowa	108,9	-377,0	-	-229,5	-
Zysk netto	173,2	-101,4	-	553,2	31%

MOL Kamil Kliszcz	Trzymaj			wyniki:	
	17 160 HUF			06-05-2016	
(mld HUF)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	714,4	921,9	-23%	3436,5	21%
skor. EBITDA LIFO	141,7	161,5	-12%	557,9	25%
efekt LIFO	-21,9	-17,4	-	19,5	-
EBITDA	119,8	144,7	-17%	577,3	21%
EBIT	33,5	70,7	-53%	227,6	15%
Dział. finansowa	-7,5	-53,3	-	-48,9	15%
Zysk netto	19,5	9,1	115%	116,2	17%

PGNiG Kamil Kliszcz	Akumuluj			wyniki:	
	5,73 PLN			09-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	1177,6	1249,5	-6%	3342,7	35%
skor. EBITDA	2187,0	2462,0	-11%	5367,8	41%
EBITDA	2187,0	2326,0	-6%	5367,8	41%
EBIT	1450,0	1662,0	-13%	2738,2	53%
Dział. finansowa	20,0	-72,0	-	-296,2	-
Zysk netto	1073,1	1243,0	-14%	1839,4	58%

Polwax Kamil Kliszcz	Kupuj			wyniki:	
	24,30 PLN			13-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	48,4	53,8	-10%	282,0	17%
EBITDA	6,0	6,1	-1%	34,9	17%
EBIT	5,2	5,2	-1%	30,6	17%
Dział. finansowa	-0,3	-0,2	-	0,3	-
Zysk netto	3,9	4,0	-1%	24,5	16%

Synthos Jakub Szkopek	Redukuj			wyniki:	
	3,39 PLN			12-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	977,1	974,1	0%	4199,0	23%
EBITDA	122,7	101,8	20%	591,0	21%
marża EBITDA	12,6%	10,5%		14,1%	
EBIT	78,2	63,5	23%	405,1	19%
Zysk brutto	52,9	100,6	-47%	351,5	15%
Zysk netto	46,0	91,6	-50%	302,3	15%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Kandydatem do pozytywnego zaskoczenia jest PGNiG
- W 1Q'16 oczekujemy dobrych wyników Grupy Azoty, które wspierane będą przez niskie ceny gazu ziemnego, słabych rezultatów, mimo niskiej bazy spodziewamy się w Synthos
- Skor. EBITDA w segmencie sodowym 185 mln PLN vs 156 mln PLN rok wcześniej dzięki wyższym wolumenom (nowe instalacje), korzystniejszym kursom walutowym oraz spadkom kosztów gazu w Niemczech
- W organice wyniki nieco gorsze (EBITDA -4 mln PLN r/r) z uwagi na zrealizowanie części sprzedaży środków ochrony roślin w 4Q'15 oraz słabsze marże na żywicach
- Koszty finansowe niższe r/r dzięki refinansowaniu długu
- W 1Q'16 oczekujemy spadkowych wolumenów sprzedaży nawozów azotowych i wieloskładnikowych, niższe wolumeny powinien notować segment tworzyw sztucznych
- Niskie ceny gazu ziemnego według nas przełożą się na wzrost wyniku EBITDA segmentu nawozów (+9,1% r/r) oraz produktów chemicznych (+122,4% r/r), trudne otoczenie będzie natomiast odczuwalne w segmencie tworzyw sztucznych (strata EBITDA -18,5 mln PLN)
- Skorygowana EBITDA LIFO powinna być wyższa r/r z uwagi na konsolidację przejętego projektu Sleipner (EBITDA na wydobyciu 150 mln PLN vs 75 mln PLN rok wcześniej)
- Skor. EBITDA LIFO w rafinerii 260 mln PLN vs 312 mln PLN rok wcześniej (gorsze marże, ale większy udział sprzedaży krajowej) - raportowana obciążona ujemnym efektem LIFO łagodzony przez dodatnie różnice kursowe (39 mln PLN)
- Segment detaliczny +10% na EBITDA (efekt wolumenowy)
- Dz. finans. dodatnia z uwagi na hedging i kurs USD/PLN
- Wolumeny oraz oszczędności częściowo skompensują niższe ceny ropy i gazu w segmencie wydobywczym (EBITDA 40 mld HUF vs 44 mld HUF w 4Q'15)
- W segmencie rafineryjnym mimo niższej modelowej marży wynik nie powinien być znacząco słabszy r/r (CCS EBITDA 49,8 mld HUF vs 52,6 mld HUF), co będzie pochodną mocnego popytu w regionie i poprawy w detalu
- Petrochemia pozostanie mocna mimo niewielkiego jeszcze wpływu nowych instalacji (EBITDA 42,8 mld HUF)
- Skor. EBITDA -11% głównie z uwagi na niższe ceny gazu i ropy w E&P (EBITDA 707 mln PLN vs 878 mln PLN rok temu) oraz nieco gorszy wynik w obrocie (475 mln PLN) - niższe wolumeny w detalu i brak kompensat od Gazpromu, vs nadal wysokie marże na sprzedaży taryfowej
- Dystrybucja +155 mln PLN r/r dzięki braku rezerw na PDO i wyższym o 7% wolumenom, lepiej też w segmencie ciepło
- Na dz. finansowej zyski z różnic kursowych na NOK/USD
- W ubiegłym roku spółka negatywnie odczuwała spadki cen parafin na rynku, a dodatkowo marżę infekowały wysokie koszty surowca zgromadzonego na zapasie
- W 1Q'16 sprzedaż będzie niższa (rok temu Polwax kompensował słabą rentowność brutto rekordowymi wolumenami), ale realizowana przy wyższej marży, co powinno zapewnić porównywalność wyniku EBITDA
- Oczekujemy rosnących wolumenów sprzedaży kauczuków syntetycznych (+21,4% r/r - efekt rozpoczęcia pracy instalacji SSBR) oraz produktów styrenowych (+0,5% r/r)
- Przerwy w dostawach butadienu przełożą się na spadek EBITDA kauczuków o 24,8% r/r, lepiej powinien sobie radzić segment produktów styrenowych (+457,0% r/r)
- W 1Q'16 Synthos zaksięguje około 11 mln PLN ujemnych różnic kursowych wobec pozytywnych w 1Q'15

## Energetyka, Górnictwo, Metale

### Energetyka bez większych niespodzianek

- Wykonanie rocznych prognoz EBITDA w energetyce po 1Q powinno oscylować wokół 30%
- Polskie spółki powinny dobrze poradzić sobie ze spadkiem

CEZ Kamil Kliszcz	Kupuj 539,10 CZK			wyniki: 10-05-2016	
(mln CZK)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	50363	53006	-5%	201838	25%
skor. EBITDA	16682	19221	-13%	62399	27%
EBITDA	16682	19221	-13%	62399	27%
EBIT	9069	12027	-25%	33092	27%
Dział. finansowa	-1497	-2451	-39%	-6719	22%
Zysk netto	5982	7515	-20%	20868	29%

Enea Kamil Kliszcz	Trzymaj 12,40 PLN			wyniki: 12-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	2705,8	2446,4	11%	10671	25%
skor. EBITDA	651,0	534,1	22%	2148,5	30%
EBITDA	651,0	509,1	28%	2148,5	30%
EBIT	387,5	327,3	18%	992,1	39%
Dział. finansowa	-39,5	1,9	-	-139,8	28%
Zysk netto	281,9	262,7	7%	637,5	44%

Energa Kamil Kliszcz	Zawieszona			wyniki: 11-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	2806,9	2913,0	-4%	10376	27%
skor. EBITDA	610,3	677,3	-10%	2026,4	30%
EBITDA	610,3	691,3	-12%	2026,4	30%
EBIT	67,7	466,9	-85%	1106,8	6%
Dział. finansowa	-66,4	-48,5	-	-258,2	26%
Zysk netto	1,1	351,0	-	678,3	-

PGE Kamil Kliszcz	Trzymaj 14,60 PLN			wyniki: 10-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	7323,8	7553,0	-3%	29449	25%
skor. EBITDA	1627,2	2048,0	-21%	6498,3	25%
EBITDA	1925,2	2210,0	-13%	6998,3	28%
EBIT	1194,2	1416,0	-16%	4238,7	28%
Dział. finansowa	-57,0	-54,0	-	-180,7	32%
Zysk netto	921,1	1095,0	-16%	3281,3	28%

Tauron Kamil Kliszcz	Kupuj 3,78 PLN			wyniki: 11-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	4583,9	4753,8	-4%	19099	24%
skor. EBITDA	895,7	997,3	-10%	3336,6	27%
EBITDA	895,7	1020,9	-12%	3336,6	27%
EBIT	468,8	585,6	-20%	1544,3	30%
Dział. finansowa	-65,0	-11,2	-	-402,4	16%
Zysk netto	327,1	502,0	-35%	924,9	35%

KGHM Michał Marczak	Trzymaj 63,00 PLN			wyniki: 13-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	4370,0	4731,0	-8%	18138	24%
EBITDA	1095,0	1277,0	-14%	3808,3	29%
EBIT	521,0	713,0	-27%	1762,1	30%
Dział. finansowa	-62,5	-136,0	-54%	-218,8	29%
Zysk netto	81,8	398,0	-79%	53,1	-

LW Bogdanka Michał Marczak	Trzymaj 33,00 PLN			wyniki: 12-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	497,6	428,3	16%	1946,9	26%
EBITDA	167,7	144,4	16%	625,7	27%
EBIT	65,5	48,2	36%	227,7	29%
Dział. finansowa	-6,0	-5,5	8%	-24,0	25%
Zysk netto	48,2	32,7	48%	178,4	27%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- WACC w dystrybucji (wolumen, dyscyplina kosztowa)
- Spadek cen energii najbardziej odczują PGE i CEZ, lepiej poradzą sobie TPE (ORM) i Enea (spadek kosztów węgla)
- Kluczową kwestią będzie rekomendacja dywidendy w CEZ
- Spadek r/r EBITDA na wytwarzaniu (8,6 mld CZK vs 10,7 mld CZK) z uwagi na spadek cen energii (w 1Q jeszcze bez wzrostu wolumenu w el. atomowych i nowych jednostkach węglowych) oraz wyższe koszty CO<sub>2</sub>, tylko częściowo skompensowane przez drugi certyfikat za OZE w Rumunii
- W segmencie dystrybucji i sprzedaży nieznaczny spadek EBITDA r/r (-0,3 mld CZK) z uwagi na niższy wskaźnik korekcyjny i spadek marż na obrocie
- Wynik EBITDA w wytwarzaniu zbliżony r/r (170 mln PLN), mimo spadku cen energii z uwagi na niższe koszty węgla i lepszy rezultat Elektrociepłowni Białostok (wolumen)
- W dystrybucji tylko nieznaczny spadek EBITDA r/r, gdyż niższy WACC skompensowany brakiem rezerw, który obciążą 1Q'15 na -15 mln PLN
- W obrocie odzwierciedlona presja na marże (EBITDA 35 mln PLN), kontrybucja LWB to około 167 mln PLN EBITDA
- Wyniki obciążone odpisem aktywów na -304 mln PLN
- W segmencie wytwarzania spadek EBITDA o 47 mln PLN r/r z uwagi na brak zielonych certyfikatów w elektrowniach wodnych i niższą produkcję w Ostrołęce
- EBITDA w dystrybucji nieznacznie niższa r/r (-15 mln PLN) mimo spadku WACC dzięki wolumenowi i oszczędnościom
- Oczekiwany spadek rentowności obrotu (EBITDA 30 mln PLN vs skor. 43 mln PLN w 1Q'15) - presja rynkowa
- Spadek oczyszczonego strumienia EBITDA w wytwarzaniu może sięgnąć 350 mln PLN z uwagi na spadek wolumenów, cen i wyższe koszty CO<sub>2</sub> - raportowana EBITDA sięgnie 1,07 mld PLN dzięki wygraniu sporowi z URE na 173 mln PLN
- W dystrybucji spółka odczuje spadek WACC i wyższe koszty strat sieciowych (niska baza) - EBITDA 580 mln PLN
- W obrocie presja na marże (-20 mln PLN r/r), a w OZE utrata wsparcia dla el. wodnych (-25 mln PLN)
- Spadek EBITDA w wytwarzaniu (230 mln PLN vs 284 mln PLN): brak zysków na tradingu i certyfikatów dla wody oraz wyższe koszty CO<sub>2</sub>, równoważone przez przychody z ORM
- W dystrybucji mimo spadku WACC dzięki efektywnościom kosztowym spadek EBITDA będzie niewielki (-10 mln PLN)
- W obrocie presja na marże i wolumen (-49 mln PLN r/r)
- Strata na wydobyciu (-30 mln PLN) - konsolidacja kopalni Brzeszcze przy niskiej użyciu mocy
- Średnia cena miedzi spadła q/q o 4,4%, srebra wzrosła o 0,8%, po uwzględnieniu osłabienia PLN zmiany wynoszą odpowiednio -3% i +2,2%; wolumen sprzedaży miedzi w spółce matce szacujemy na 135 tys. ton a srebra na 280 t, KGHM Int. wytworzy i sprzeda 26 tys. ton miedzi i 275 tys. ton metali szlachetnych; SierraGorda nieznacznie zwiększy produkcję do 28 tys. ton miedzi i 5 tys. ton molibdenu
- Wolumen wydobycia spadnie do 2,3 mln ton w stosunku do 2,55 mln w 4Q'15, ale będzie o 18% wyższy w ujęciu r/r, zakładamy wolumen produkcji równy sprzedaży
- Średni przychód na tonę sprzedanego węgla wyniesie 208 PLN/t, tj. o 1% mniej w ujęciu q/q i -0,4% r/r
- Koszty wytworzenia na tonę sprzedanego węgla spadną do 187 PLN/t, tj. o 4,8% w stosunku do 1Q2015

## Telekomunikacja, Media, IT

### Wyniki sektora pod presją, duży spadek w Asseco Poland

- Spadek łącznego wyniku EBITDA sektora o 4,7% R/R
- Wysoka dynamika wyników w Wirtualnej Polsce, jednak ograniczy wzrost przychodów wyraźnie niższy w 1Q'15 vs.

Netia Paweł Szpigiel	A kumuluj 6,30 PLN		wyniki: 12-05-2016		
	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	392,8	388,7	1%	1546,8	25%
EBITDA	104,4	111,5	-6%	456,9	23%
marża EBITDA	26,6%	28,7%		29,5%	
EBIT	-5,6	6,0	-	55,4	-
Zysk brutto	-8,5	4,7	-	-13,4	-
Zysk netto	-8,5	1,3	-	-22,7	-

Orange Polska Paweł Szpigiel	Kupuj 8,30 PLN		wyniki: 25-04-2016		
	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	2815,0	2930,0	-4%	11484	25%
EBITDA	852,0	959,0	-11%	3376,4	25%
marża EBITDA	30,3%	32,7%		29,4%	
EBIT	172,0	246,0	-30%	664,6	26%
Zysk brutto	82,0	188,0	-56%	306,9	27%
Zysk netto	67,0	191,0	-65%	248,6	27%

Agora Paweł Szpigiel	Kupuj 14,10 PLN		wyniki: 13-05-2016		
	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	287,3	282,8	2%	1185,5	24%
EBITDA	20,9	25,9	-19%	119,0	18%
marża EBITDA	7,3%	9,2%		10,0%	
EBIT	-1,7	2,5	-	25,5	-
Zysk brutto	-7,3	1,4	-	19,5	-
Zysk netto	-7,3	-0,2	-	14,8	-

Cyfrowy Polsat Paweł Szpigiel	Trzymaj 22,10 PLN		wyniki: 12-05-2016		
	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	2373,2	2329,0	2%	9870,5	24%
EBITDA	852,9	896,6	-5%	3528,9	24%
marża EBITDA	35,9%	38,5%		430,4%	
EBIT	417,0	428,7	-3%	1913,4	22%
Zysk brutto	-133,0	196,8	-	1441,5	-
Zysk netto	-133,0	170,8	-	1203,7	-

Wirtualna Polska Paweł Szpigiel	Kupuj 50,00 PLN		wyniki: 13-05-2016		
	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	88,9	67,5	32%	420,9	21%
EBITDA	25,3	17,8	42%	129,8	20%
marża EBITDA	28,5%	26,3%		30,8%	
EBIT	15,2	10,7	42%	93,2	16%
Zysk brutto	10,9	0,0	-	84,4	13%
Zysk netto	8,8	-0,5	-	82,0	11%

Asseco Poland Paweł Szpigiel	Kupuj 65,90 PLN		wyniki: 12-05-2016		
	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	1855,0	1592,0	17%	7258,8	26%
EBITDA	239,6	229,0	5%	1066,3	22%
marża EBITDA	12,9%	14,4%		14,7%	
EBIT	165,6	164,5	1%	775,1	21%
Zysk brutto	166,6	163,3	2%	750,4	22%
Zysk netto	68,1	77,6	-12%	367,6	19%

CD Projekt Piotr Bogusz	Trzymaj 26,50 PLN		wyniki: 12-05-2016		
	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
(mln PLN)					
Przychody	78,1	25,6	205%	293,5	27%
EBITDA	37,7	-1,5	-	140,3	27%
marża EBITDA	48,2%	-5,9%		47,8%	
EBIT	36,4	-2,7	-	133,7	27%
Zysk brutto	37,2	-4,6	-	139,8	27%
Zysk netto	29,0	-5,2	-	114,6	25%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

ostatnie kwartały

- Negatywne zaskoczenie w Asseco Poland: EBIT spółki może zanotować spadek o 24% R/R
- W 1Q'16 sprzedaż CDR powinna zostać zasilona przez rozwiązanie rezerwy przez dystrybutorów
- „Stara Netia” powinna wygenerować 8% niższe R/R przychody, w tym bezpośredni głos wygeneruje 119 mln PLN (-17% R/R), co będzie pochodną dalszego spadku APRU na własnej infrastrukturze (szacujemy >13% spadek) i erozji przyłączeń w modelu WLR i LLU
- Zakładamy, że TK Telekom dołoży w kwartale 35 mln PLN przychodów i 10 mln PLN zysku EBITDA
- W segmencie mobilnym: (1) dalsza erozja ARPU do 23,8 PLN przy wzroście ARPU hurtowego, ale (2) wzrost bazy abonentów post-paid o 210 tys. Q/Q, co implikuje 1 349 mln obrotów (płasko R/R)
- Większego spadku oczekujemy na linii sprzedaży usług telefonii stacjonarnej (spadek o 8,9% R/R)
- Zdarzenie jednorazowe na 81 mln PLN (porozumienie ze związkami dot. odpraw i nagród ze stycznia br.)
- Dwucyfrowe wzrosty przychodów w segmentach Reklama Zewnętrzna, Internet i Radio w wyniku poprawy na rynku reklamowym
- Stabilne obroty s. Film i Książka (10% wzrost ilości sprzedanych biletów zrekompensuje lukę po zysku na produkcji Disco Polo i koprodukcji)
- Jednorazowa strata na ponownej wycenie Goldenline równa 5,5 mln PLN
- Zakładamy konsolidację Midasa od początku marca
- Spadek przychodów od klientów indywidualnych o 3% R/R, przy >6% wzroście obrotów na hurcie i 40% wzroście przychodów ze sprzedaży sprzętu
- Wzrost dystrybucji i marketingu (+11% R/R) oraz technicznych i rozliczeń międzyoperatorskich
- Koszty finansowe szacujemy na 550 mln PLN (w tym 260 mln PLN premii za wcześniejszy wykup obligacji)
- Szacujemy przychody gotówkowe z wyłączeniem barteru na poziomie 80,2 mln PLN (+35% R/R) w wyniku konsolidacji Enovatisa i 14% wzrostu organicznego (istotnie mniej w porównaniu z dynamiką w całym 2015 r. na poziomie 33% R/R)
- W 1Q'16 nie zakładamy efektu inwestycji w kanał WP1 (z wyłączeniem amortyzacji licencji programowej), który WPH estymuje na 3,0 mln PLN
- Dynamiczny wzrost wyników Formula Systems w PLN (+ 7,9 mln PLN na linii EBIT vs. 1Q'15 czyli o 11%), istotna poprawa na rynku zachodnioeuropejskim (przejęcie Exictosa)
- Spadki na rynku polskim (EBIT -10,2 mln PLN R/R, tj. -15% R/R), głównie przez spółkę matkę (wynik EBIT= 38,4 mln PLN, tj. 24% mniej R/R), która powinna zaraportować spadek rentowności segmentu Finanse i Bankowość
- W segmencie produkcji gier oczekujemy 55,4 mln PLN przychodów, z czego 20 mln PLN wynika z rozwiązania rezerw przez dystrybutorów
- Oczekujemy, że spółka poniesie 22 mln PLN kosztów SG&A oraz pozostałych kosztów operacyjnych w 1Q'16, które związane są z rozwojem nowych projektów oraz rezerwami na wynagrodzenia
- Wysoka marża wynika z rozliczenia całkowitych kosztów produkcji w3



## Przemysł

## Dobry kwartał w przemyśle

- W 1Q'16 według naszych szacunków na 49 obserwowanych spółek przemysłowych 39% poprawi zeszłoroczne rezultaty, a 27% je pogorszy. Oczekujemy również, że 35% spółek przedstawi rezultaty porównywalne r/r (stosunkowo wysoka proporcja wynikająca z bazy 1Q'15).
- Oczekujemy, że największe szanse na poprawę rezultatów mają eksporterzy do EU, którzy korzystali ze słabej PLN do EUR. Dobrych wyników oczekujemy w sektorze Automotive, producentów dóbr konsumpcyjnych i mebli.
- W wynikach za 1Q'16 widoczne powinny być oszczędności z tytułu niższych cen energii i gazu ziemnego. Umiarkowanie wzrastać powinny koszty pracy. Eksporterzy korzystają ze słabej PLN do EUR.

Amica		wyniki:			
Jakub Szkopek		13-05-2016			
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	541,6	475,3	14%	2416,7	22%
EBITDA	43,4	43,2	0%	203,2	21%
marża EBITDA	8,0%	9,1%		1,0%	
EBIT	34,3	34,3	0%	165,2	21%
Zysk brutto	31,0	27,1	14%	152,3	20%
Zysk netto	25,1	21,9	15%	123,3	20%

Apator		wyniki:			
Jakub Szkopek		10-05-2016			
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	193,5	180,9	7%	807,7	24%
EBITDA	29,3	27,8	5%	130,5	22%
marża EBITDA	15,1%	15,3%		16,2%	
EBIT	23,3	20,7	13%	104,9	22%
Zysk brutto	21,3	20,7	3%	98,2	22%
Zysk netto	17,0	16,4	4%	78,7	22%

Boryszew		wyniki:			
Jakub Szkopek		16-05-2016			
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	1400,8	1492,4	-6%	6533,1	21%
EBITDA	86,1	78,3	10%	325,9	26%
marża EBITDA	6,1%	5,2%		5,0%	
EBIT	53,1	49,9	6%	199,7	27%
Zysk brutto	42,1	45,4	-7%	155,5	27%
Zysk netto	23,7	26,5	-10%	98,5	24%

Elemental		Kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		4,80 PLN		13-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	219,1	207,1	6%	1151,1	19%
EBITDA	16,3	14,5	12%	86,3	19%
marża EBITDA	7,4%	7,0%		7,0%	
EBIT	14,3	12,3	16%	70,9	20%
Zysk brutto	12,5	12,5	0%	63,8	20%
Zysk netto	11,2	12,2	-9%	53,8	21%

Famur		Trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		2,20 PLN		16-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	189,6	276,1	-31%	755,0	25%
EBITDA	49,3	59,7	-18%	205,3	24%
marża EBITDA	26,0%	21,6%		27,0%	
EBIT	14,1	24,9	-44%	62,6	23%
Zysk brutto	12,9	31,2	-59%	61,4	21%
Zysk netto	10,4	29,0	-64%	49,8	21%

Forte		wyniki:			
Jakub Szkopek		12-05-2016			
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	263,4	255,8	3%	1035,7	25%
EBITDA	39,5	37,1	7%	135,7	29%
marża EBITDA	15,0%	14,5%		13,1%	
EBIT	34,1	32,5	5%	113,6	30%
Zysk brutto	33,1	31,6	5%	110,0	30%
Zysk netto	26,8	25,1	7%	89,1	30%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Oczekujemy, że wyraźną poprawę r/r rezultatów zanotują Alumetal, Amica, Impexmetal, Forte, Pfeleiderer Grajewo, Ursus oraz Zetkama. Spadkowej dynamiki wyników oczekujemy w Alchemii, Famur, Fasing, Feerum, Kruszewy, PKM Duda.
- Szansę na podniesienie całorocznych prognoz po wynikach za 1Q'16 widzielibyśmy w Grupie Kęty, Impexmetal oraz Forte.
- Wysoki poziom portfela zamówień na koniec 1Q'16 zaprezentować powinien Vistal.

- W 1Q'16 oczekujemy jednocyfrowego wzrostu sprzedaży na rynku polskim oraz dwucyfrowej dynamiki sprzedaży na pozostałych rynkach UE. Spadek obrotów utrzymać się będzie na wschodzie (-10% r/r). Oczekujemy, że przejęty CDA wygeneruje obroty na poziomie 50 mln PLN.
- Oczekujemy spadku marży brutto ze sprzedaży z 33,8% w 1Q'15 do 31,8% w 1Q'16. Wpływ na to ma wysoka baza roku ubiegłego oraz konsolidacja mniej marżowego CDA.

- W 1Q'16 oczekujemy około 7% r/r wzrostu sprzedaży.
- W rezultatach Apator w pierwszym kwartale powinien być widoczny efekt poprawy marży poprzez podjęte działania restauracyjne w spółce zależnej Apator Rector. Nadal negatywnie na wyniki przekładać się powinien wysoki kurs USD/PLN, ale obserwowane osłabienie dolara w końcówce kwartału może przełożyć się na dalszą poprawę marży w 2Q'16.

- W 1Q'16 oczekujemy spadku skonsolidowanych obrotów Grupy głównie w efekcie niższych r/r cen metali kolorowych oraz spadku obrotów w segmencie Automotive (spadek produkcji po pożarze zakładu w Prezlaui).
- Oczekujemy, że dzięki nowym kontraktom w Maflow (Automotive) oraz poprawie wyniku Grupy Impexmetal Boryszew zanotuje około 10% r/r wzrost skonsolidowanej EBITDA.

- W 1Q'16 oczekujemy dynamicznego wzrostu wolumenów sprzedaży w segmencie CAC oraz jednocyfrowej dynamiki wzrostu wolumenów w WEEE oraz PCB. Spadku wolumenów oczekujemy w segmencie metali.
- Największą kontrybucję w poprawie wyniku EBITDA będzie miał segment CAC. W 1Q'15 Elemental zanotował wysokie pozytywne różnice kursowe, nie spodziewamy się ich powtórzenia w 1Q'16.

- W 1Q'16 Famur wykonywać będzie zlecenie dla OAO Kopalnia Kyrgajska (Rosja) za 80 mln PLN oraz wspólnie z Kopex umowę dla JSW za 60,3 mln PLN.
- W efekcie wyższego obłożenia mocy produkcyjnych wynik EBITDA w 1Q'16 naszym zdaniem będzie o około 30% q/q wyższy, a wynik netto o 60% q/q wyższy.
- Z uwagi na realizację kontraktu do Rosji lokalnie dług netto do EBITDA'12m wzrosnąć może do 0,5x.

- W 1Q'16 oczekujemy jednocyfrowego wzrostu sprzedaży.
- Na wyniki pozytywny wpływ powinna mieć słaba wartość PLN do EUR oraz stabilne ceny płyty drewnopochodnej na rynku. W 1Q'16 spółka pracować będzie po raz pierwszy po rozbudowie magazynu wysokiego składowania w Ostrowi Mazowieckiej. Inwestycja przełoży się na oszczędności po stronie kosztowej.

## Przemysł

Grajewo					wyniki:	
Jakub Szkopek					11-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	249,9	bd.	bd.	1000,4	25%	
EBITDA	32,0	bd.	bd.	134,2	24%	
marża EBITDA	12,8%			13,0%		
EBIT	16,1	bd.	bd.	66,8	24%	
Zysk brutto	6,1	bd.	bd.	27,7	22%	
Zysk netto	4,9	bd.	bd.	23,2	21%	

Impexmetal					wyniki:	
Jakub Szkopek					13-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	759,3	871,4	-13%	3426,1	22%	
EBITDA	41,2	40,0	3%	157,9	26%	
marża EBITDA	5,4%	4,6%		5,0%		
EBIT	28,3	26,9	5%	101,3	28%	
Zysk brutto	24,7	22,0	12%	87,0	28%	
Zysk netto	20,7	18,3	13%	72,1	29%	

Kernel				Trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek				55,00 PLN		30-05-2016	
(mln USD)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*		
Przychody	619,5	607,0	2%	2291,1	71%		
EBITDA	78,3	115,2	-32%	354,7	79%		
marża EBITDA	12,6%	19,0%		15,0%			
EBIT	62,8	99,5	-37%	291,8	80%		
Zysk brutto	35,9	-3,6	-	231,3	78%		
Zysk netto	34,1	7,4	362%	215,1	81%		

Tarczyński					wyniki:	
Jakub Szkopek					06-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	129,7	124,8	4%	550,7	24%	
EBITDA	10,1	13,7	-26%	51,1	20%	
marża EBITDA	7,8%	10,9%		9,0%		
EBIT	5,0	8,7	-42%	30,5	16%	
Zysk brutto	3,2	6,8	-53%	23,3	14%	
Zysk netto	2,6	5,4	-52%	18,7	14%	

UNIWHEELS					wyniki:	
Jakub Szkopek					10-05-2016	
(mln EUR)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	109,1	104,8	4%	435,8	25%	
EBITDA	14,6	13,2	11%	64,6	23%	
marża EBITDA	13,4%	12,6%		15,0%		
EBIT	10,6	9,6	10%	47,9	22%	
Zysk brutto	10,5	13,7	-23%	46,8	22%	
Zysk netto	10,3	13,4	-23%	46,3	22%	

Vistal Gdynia					wyniki:	
Jakub Szkopek					16-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	113,0	87,4	29%	456,8	25%	
EBITDA	10,9	10,1	8%	49,8	22%	
marża EBITDA	9,6%	9,6%		11,0%		
EBIT	7,0	6,4	9%	34,2	20%	
Zysk brutto	4,7	7,4	-37%	21,0	22%	
Zysk netto	3,8	5,7	-34%	18,7	20%	

Zetkama					wyniki:	
Jakub Szkopek					11-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	143,3	83,7	71%	582,2	25%	
EBITDA	21,4	12,3	73%	91,7	23%	
marża EBITDA	14,9%	14,7%		15,8%		
EBIT	15,1	9,5	59%	66,6	23%	
Zysk brutto	15,0	8,5	76%	67,7	22%	
Zysk netto	12,1	7,3	66%	54,8	22%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W 1Q'16 oczekujemy spadku przychodów ze sprzedaży, głównie za sprawą słabej wartości PLN do EUR. W 1Q'16 oczekujemy że moce produkcyjne Grupy wykorzystywane były w ponad 95%.
- Na poziomie operacyjnym spółce sprzyjać będą spadające koszty mocznika, mediów oraz stabilne ceny surowca drzewnego. Krótka i łagodna zima przełożyła się na spadek kosztów osuszania drewna.
- W 1Q'16 oczekujemy wzrostu wolumenu sprzedaży Grupy o około 3,4% r/r. Na wielkość realizowanych obrotów wpływ będą miały niższe r/r ceny metali kolorowych.
- Oczekujemy wzrostu wyniku EBITDA w segmencie aluminium oraz handlu łożyskami. Niższe r/r wyniki powinien zaraportować segment miedzi, cynku i ołowiu.
- Wynikom Kernela w 3Q'16 sprzyjać będzie dwucyfrowa dynamika wzrostu wolumenów sprzedaży.
- Oczekujemy również spadku EBITDA, co wynika z istotnie niższych niż w 1Q'15 marży na tłoczeniu oleju luzem. Na wyniki 1Q'16 (3Q'16) negatywny wpływ będą miały ujemne różnice kursowe wynikające z osłabienia UAH do USD (efekt -13,9 mln USD – znacznie mniej niż miało to miejsce w analogicznym okresie rok wcześniej).
- W 1Q'16 oczekujemy około 5% r/r wzrostu wolumenu sprzedaży Grupy, czemu sprzyjać będą wczesne Święta Wielkanocy. Jednocześnie ze względu na niskie ceny surowca oczekujemy, że średnia cena spadnie o 1% r/r.
- Baza wyników w 1Q'15 jest na wysokim poziomie, co wynikało z dynamicznie spadających cen mięsa i faktu, że cenniki z głównymi odbiorcami zrewidowano dopiero w marcu.
- W 1Q'16 oczekujemy, że wolumen sprzedaży felg wzrośnie o 3% r/r, a obłożenie mocy produkcyjnych z 94% do 97%. W wynikach widoczne będą obniżki cen felg, co wynika z niższych q/q cen aluminium.
- Szacujemy, że w 1Q'16 na każdej feldze spółka zarabiać będzie 7,5 EUR EBITDA (+7,1% r/r).
- W 1Q'16 oczekujemy pozytywnych różnic kursowych na poziomie +0,2 mln EUR vs. 4,8 mln EUR w 1Q'15.
- W 1Q'16 oczekujemy wyraźnego wzrostu obrotów segmentów Marine&Offshore oraz budownictwa kubaturowego, co wynika z wysokiego portfela zamówień na koniec 2015 roku.
- Duże zamówienie w ramach segmentu Marine&Offshore powinno przełożyć się na poprawę marży, a w rezultacie wyniku brutto ze sprzedaży (+13% r/r).
- W 1Q'16 Zetkama konsolidować będzie przejęty podmiot Kuźnia Polska, co przełoży się na ponad 70% r/r wzrost sprzedaży.
- Utrzymująca się dobra koniunktura w Automotive i słaba PLN do EUR sprzyjać będzie poprawie sprzedaży i realizowanej rentowności. Spółka korzysta z niższych kosztów zakupu stali i mediów.

## Budownictwo

### Wciąż dodatnia dynamika wyników sektora

- Mimo że wiele spółek budowlanych weszło w 2016 r. z niższym portfelem zamówień r/r, 1Q powinien przynieść dodatnią dynamikę wyników sektora. Byłby to trzeci rok z rzędu wzrostu wyników finansowych od dołka w 2013 r.
- Zastój w rozstrzygnięciu przetargów publicznych (PKP PLK, GDDKiA) w niewielkim stopniu wpłynie na wyniki spółek, gdyż portfele zamówień na pierwszą połowę roku są wysokie. Spółki, które nie zdołały zabezpieczyć portfela zamówień (Torpol, ZUE), odczują to w 2. połowie roku.
- Branża wciąż pomagają niskie ceny surowców, które będą wspierać marże w całym 2016 r., dając szansę na utrzymanie (lub poprawę) wyników mimo niższych portfeli zamówień w niektórych spółkach.

<b>Budimex</b> Piotr Zybala	A kumuluj 225,10 PLN			wyniki: 27-04-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	972,6	846,4	15%	5934,9	16%
Zysk brutto ze sprz.	101,9	80,8	26%	564,4	18%
EBITDA	58,2	52,3	11%	370,9	16%
EBIT	52,6	46,7	13%	349,9	15%
marża	5,4%	5,5%		5,9%	
Zysk brutto	54,6	47,8	14%	356,1	15%
Zysk netto	43,7	37,3	17%	288,0	15%

<b>Elektrobudowa</b> Piotr Zybala	Kupuj 170,50 PLN			wyniki: 16-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	224,9	245,8	-9%	1052,3	21%
Zysk brutto ze sprz.	19,9	20,8	-4%	98,6	20%
EBITDA	17,6	17,7	-1%	86,4	20%
EBIT	14,0	14,1	-1%	72,8	19%
marża	6,2%	5,7%		6,9%	
Zysk brutto	13,4	12,8	5%	70,7	19%
Zysk netto	10,5	9,9	6%	55,1	19%

<b>Erbud</b> Piotr Zybala	Kupuj 36,00 PLN			wyniki: 12-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	304,3	336,2	-9%	1620,5	19%
Zysk brutto ze sprz.	20,4	22,4	-9%	123,5	17%
EBITDA	9,9	10,4	-5%	66,3	15%
EBIT	7,4	8,5	-14%	55,3	13%
marża	2,4%	2,5%		3,4%	
Zysk brutto	5,9	6,1	-3%	49,4	12%
Zysk netto	4,2	5,2	-19%	35,6	12%

<b>Unibep</b> Piotr Zybala	Kupuj 12,10 PLN			wyniki: 12-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	264,1	248,7	6%	1398,3	19%
Zysk brutto ze sprz.	15,6	12,6	24%	81,1	19%
EBITDA	9,4	8,9	6%	51,6	18%
EBIT	7,6	7,1	7%	43,6	18%
marża	2,9%	2,9%		3,1%	
Zysk brutto	7,1	6,6	9%	43,5	16%
Zysk netto	5,4	4,8	13%	33,3	16%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Oczekujemy bardzo dobrych wyników Budimeksu. Dodatnia dynamika zysku utrzyma się w trakcie całego 2016 r.
- Mimo zdecydowanie najsilniejszego wzrostu portfela zamówień w Unibepie, oczekujemy umiarkowanej dynamiki wyników w 1Q'16 i zdecydowanie silniejszych kolejnych kwartałów. Na tym tle wyniki Erbudu mogą prezentować się przeciętnie, tym bardziej baza pierwszych trzech kwartałów roku jest w Erbudzie relatywnie wysoka.
- Liczymy na bardzo dobre wyniki 1Q'16 w spółkach specjalizujących się w budownictwie kolejowym. Dodatnia dynamika wyników może jednak zniknąć w drugiej połowie roku.

- Szacujemy ok. 40% wzrost EBIT (z 28 do 39 mln PLN) segm. budowlanego w związku ze wzrostem przychodów (gł. w drogach) oraz marż (spadające ceny surowców). W kolejnych kwartałach spodziewamy się utrzymania pozytywnej dynamiki przychodów i marż segmentu.
- W związku z rozliczeniem w wynikach 242 lokali (+122% r/r), szacujemy wzrost oczyszczonego EBIT segmentu deweloperskiego z 3 do 11 mln PLN (w wyniku 1Q'15 zaksięgowano one-off na +12 mln PLN).

- Przy nieco niższych przychodach ze sprzedaży (-9% r/r), spodziewamy się wypracowania przez Elektrobudowę zbliżonych wyników finansowych r/r.
- Podobnie jak w 1Q'15, zakładamy wypracowanie około 2/3 zysku EBIT przez segment wytwarzania energii, w ramach którego spółka realizuje kontrakty w Tychach i Finlandii.
- Po zawiązaniu znacznych rezerw w 4Q'15 w segmencie dystrybucji, spodziewamy się powrotu marży EBIT segmentu do poziomu 9% - ok. 2p.p. niżej niż w 9M'15.

- Backlog na 12 miesięcy był 31.12.2015 o 12% niższy r/r, co powinno przełożyć się na spadek przychodów w 1Q.
- Spodziewamy się utrzymania marż r/r. Podobnie jak w 1Q'15, segment energetyczny poniesie sezonową stratę.
- Spadek wyniku segmentu mieszkaniowego w związku z mniejszą liczbą przekazanych lokali r/r.
- Zakładamy 3 mln PLN jednorazowego zysku ze sprzedaży starej siedziby (pozytywne one-offy w 1Q'15: 1,5 mln PLN)
- Efektywna stopa podatkowa: 23% vs. 9% w 1Q'15

- W związku z wyższym portfelem zamówień (+57% r/r) oraz brakiem kontraktów z rynku niemieckiego wyniki całego 2016 r. powinny być znacznie lepsze r/r., niemniej dynamika wzrostu zysku w 1Q'16 będzie umiarkowana ze względu na relatywnie wysoką bazę.
- W 1Q'16 liczymy na wzrost zysku w segmentach budownictwa kubaturowego i deweloperskim, słabszy wynik budownictwa drogowego oraz zbliżony r/r wynik segmentu modułów.

## Deweloperzy

### Wysoka dynamika r/r

- Wyniki sektora powinny być w 1Q'16 wyraźnie lepsze r/r. W przypadku deweloperów mieszkaniowych jest to pochodna wyższej liczby mieszkań rozliczonych w wyniku, natomiast w przypadku deweloperów komercyjnych relatywnie mocnego kursu EUR/PLN (w 1Q'15 kurs EUR/PLN uległ znacznemu osłabieniu, co negatywnie odbiło się na wycenie nieruchomości).
- 6 na 8 deweloperów mieszkaniowych, którzy podali dane o przekazaniach mieszkań, rozliczyło w wyniku więcej lokali niż w 1Q'15 (Robyg, Dom Development, Polnord, Budimex Nieruchomości, Vantage Development, Lokum Deweloper). Powyższe spółki poprawią wyniki r/r. Spadek przekazań oraz wyników nastąpił w LC Corp oraz Ronsonie.

Capital Park Piotr Zybala		Trzymaj 6,50 PLN			wyniki: 13-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	22,7	17,5	30%	124,5	18%	
Zysk brutto ze sprz. marża	17,5	12,5	39%	93,4	19%	
	77,0%	71,7%		75,0%		
EBIT bez rew. i SOP	13,5	9,9	37%	80,6	17%	
rewaluacja	2,0	-68,7	-	-20,8	-	
EBIT	15,5	-58,9	-	59,8	26%	
Zysk brutto	2,2	-42,2	-	28,0	8%	
Zysk netto	0,8	-53,4	-	14,1	6%	

Dom Dev. Piotr Zybala		Kupuj 60,80 PLN			wyniki: 25-04-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	121,0	72,5	67%	1025,2	12%	
Zysk brutto ze sprz. marża	28,2	18,3	54%	232,3	12%	
	23,3%	25,2%		22,7%		
EBIT	3,7	-5,7	-	135,5	3%	
Zysk brutto	3,2	-6,5	-	133,7	2%	
Zysk netto	2,6	-5,4	-	108,3	2%	

Echo Inv. Piotr Zybala		Trzymaj 6,57 PLN			wyniki: 16-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	138,2	142,7	-3%	778,7	18%	
Zysk brutto ze sprz. marża	74,1	77,1	-4%	383,2	19%	
	53,6%	54,0%		49,2%		
EBIT bez rew.	49,5	54,9	-10%	302,7	16%	
rewaluacja	40,0	-124,7	-	58,2	69%	
EBIT	89,5	-69,8	-	360,9	25%	
Zysk brutto	54,3	5,7	858%	247,5	22%	
Zysk netto	46,2	7,1	550%	222,8	21%	

GTC Piotr Zybala		Kupuj 8,20 PLN			wyniki: 12-05-2016	
(mln EUR)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	30,0	29,6	1%	121,4	25%	
Zysk brutto ze sprz. marża	20,6	20,0	3%	86,5	24%	
	68,7%	67,6%		71,3%		
EBIT bez rew. i SOP	16,9	17,6	-4%	72,8	23%	
rewaluacja	15,0	-0,5	-	43,3	35%	
EBIT	31,9	17,1	86%	116,1	27%	
Zysk brutto	23,1	3,8	508%	85,7	27%	
Zysk netto	20,1	8,3	144%	77,6	26%	

Robyg Piotr Zybala		Kupuj 3,40 PLN			wyniki: 12-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	117,1	75,7	55%	541,9	22%	
Zysk brutto ze sprz. marża	20,0	13,4	49%	107,2	19%	
	17,1%	17,7%		19,8%		
Zysk z JV	6,1	9,0	-33%	47,6	13%	
EBIT	15,5	13,0	19%	106,6	15%	
Zysk brutto	13,0	10,1	29%	98,2	13%	
Zysk netto	11,7	16,7	-30%	84,0	14%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W 1Q'16 wspomniane 8 spółek rozliczyło w wynikach jedynie 17% puli mieszkań przewidzianej przez nas do przekazania w całym 2016 r. Oznacza to, że wyniki 1Q'16, mimo że lepsze r/r, będą nominalnie słabe u większości deweloperów, a ich poprawa nastąpi w kolejnych kwartałach br. Wyjątek stanowi Polnord, który rozliczył w wyniku 1Q 301 lokali (29% naszej całorocznej prognozy).
- Oczekiwana dodatnia rewaluacja nieruchomości w GTC i Echo jest związana głównie z wyceną nieruchomości w budowie. Kurs EUR/PLN miał w 1Q'16 minimalnie dodatni wpływ na wyniki spółek sektora. Oczyszczone o rewaluację wyniki operacyjne w sektorze powinny być r/r zbliżone: GTC lub wyższe: Capital Park, P.A. Nova, Echo (po oczyszczeniu o segment mieszkaniowy).
- Wzrost NOI o 39% r/r oraz oczyszczonego EBIT o 37% r/r jest głównie pochodną oddania do użytku Royal Wilanów w 3Q'15 oraz wzrostu wynajęcia w kompleksie Eurocentrum. Wzrost NOI będzie kontynuowany w kolejnych kwartałach.
- Umiarkowanie dodatnia rewaluacja wynika z lekkiego umocnienia kursu EUR/PLN (w 1Q'15 wysoka strata również związana z ruchem na walucie). Brak wpływu innych czynników na wycenę nieruchomości w 1Q'16.
- Koszty odsetek powinny utrzymać się na poziomie 4Q'15 (12,5 mln PLN). FFO zbliżone r/r (około 2,5 mln PLN).
- W 1Q'16 Dom rozliczył w wynikach 256 lokali (+35% r/r) głównie w projektach Rezydencja Mokotów, Żoliborz Art., Al. Piastów, Saska. Liczba przekazania stanowiła 42% liczby sprzedanych lokali, co tłumaczy niski wynik kwartału.
- Szacujemy wzrost wartości przekazywanego mieszkania o 24% r/r przy spadku marży deweloperskiej o 2p.p.
- Stabilizacja r/r kosztów SG&A (24 mln PLN). PPO/PKO i dział. finansowa bez istotnego wpływu na wynik.
- Marcowa transakcja sprzedaży portfela nieruchomości nie została jeszcze sfinalizowana i nie wpływa na wyniki 1Q.
- Szacujemy spadek przychodów (-37% r/r) i zysku (-55% r/r) segmentu mieszkaniowego w związku z brakiem przekazania nowych inwestycji w 1Q'16.
- Szacujemy 5% wzrost r/r zysku z wynajmu (oddanie do użytku 3 biurowców w 2015 r.).
- Dodatnia rewaluacja nieruchomości (40 mln PLN) w związku z oddaniem do użytku biurowców w Krakowie i Gdańsku w 1Q'16. Wpływ waluty na rewaluację bliski zera.
- Wyniki operacyjne GTC powinny być w 1Q'16 zbliżone r/r. W kolejnych kwartałach roku spodziewamy się pozytywnej dynamiki NOI i oczyszczonego EBIT w związku z nieco niższą bazą oraz konsolidacją wyników nowych inwestycji własnych oraz akwizycji dokonanych za pieniądze z emisji (biurowce w Budapeszcie i Poznaniu).
- Spodziewamy się około 15 mln EUR rewaluacji nieruchomości w związku z wyceną obiektów w budowie, gł. Galerii Północnej. Zakładamy proporcjonalne przeszacowywanie galerii w miarę zaawansowania budowy.
- W 1Q'16 Robyg rozliczył w wynikach 570 lokali (+63% r/r), przy czym około 2/3 stanowią projekty samodzielnie, a 1/3 inwestycje realizowane w JV. Liczba przekazania stanowiła 78% liczby sprzedanych lokali.
- W 1Q oczekujemy nieco niższych marż deweloperskich r/r, (19% w projektach własnych, 32% w projektach JV), które powinny wzrosnąć w kolejnych kwartałach roku.
- Spadek ZN r/r wynika z pozytywnego one-offa na podatku w 1Q'15 (+8 mln PLN). Oczyszczony ZN +43% r/r.

## Handel, Inne

## Kontynuacja podstawowych trendów

- Wyhamowanie spadków cen żywności powinno wspierać efektywność sprzedaży osiąganą przez EUR oraz JMT
- Wysoka konkurencja na rynku oraz utrzymujący się silny USD będą wywierały presję na marżę brutto na sprzedaży

AmRest		Akumuluj			wyniki:	
Piotr Bogusz		217,00 PLN			29-04-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	858,2	750,4	14%	3788,5	20%	
Zysk brutto na sprz.	154,1	119,6	29%	668,0	18%	
marża	18,0%	15,9%		17,6%		
EBITDA	117,3	95,5	23%	508,8	19%	
marża EBITDA	13,7%	12,7%		13,4%		
EBIT	62,1	43,7	42%	242,7	18%	
Zysk brutto	51,5	34,4	50%	197,1	17%	
Zysk netto	41,8	27,1	54%	154,4	18%	

CCC		Trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		149,00 PLN			12-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	530,2	431,9	23%	3212,5	17%	
Zysk brutto na sprz.	247,3	223,0	11%	1647,7	15%	
marża	46,7%	51,6%		51,3%		
EBITDA	4,1	24,1	-83%	397,9	1%	
marża EBITDA	0,8%	5,6%		12,4%		
EBIT	-14,4	10,4	-	315,5	-	
Zysk brutto	-23,8	0,9	-	249,4	-	
Zysk netto	-11,9	6,4	-	261,7	-	

Eurocash		Sprzedaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		42,70 PLN			13-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	4819,9	4605,8	5%	21369	23%	
Zysk brutto na sprz.	439,8	419,3	5%	2129,4	21%	
marża	9,1%	9,1%		10,0%		
EBITDA	48,9	41,8	17%	522,4	9%	
marża EBITDA	1,0%	0,9%		2,4%		
EBIT	12,7	6,8	87%	371,5	3%	
Zysk brutto	0,4	-5,5	-	321,1	0%	
Zysk netto	0,0	-3,4	-	254,9	0%	

Jerónimo Martins		Trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		14,90 EUR			28-04-2016	
(mln EUR)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	3359,1	3187,0	5%	14484	23%	
Zysk brutto na sprz.	716,2	676,0	6%	3111,7	23%	
marża	21,3%	21,2%		21,5%		
EBITDA	180,5	166,0	9%	875,1	21%	
marża EBITDA	5,4%	5,2%		6,0%		
EBIT	105,4	93,0	13%	548,1	19%	
Zysk brutto	103,4	91,0	14%	545,4	19%	
Zysk netto	73,5	65,0	13%	384,4	19%	

LPP		Redukuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		4 900 PLN			12-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	1174,0	1002,6	17%	5964,0	20%	
Zysk brutto na sprz.	551,7	543,4	2%	3082,6	18%	
marża	47,0%	54,2%		51,7%		
EBITDA	28,7	74,1	-61%	757,1	4%	
marża EBITDA	2,4%	7,4%		12,7%		
EBIT	-31,0	23,7	-	505,0	-	
Zysk brutto	-38,3	-29,7	-	477,2	-	
Zysk netto	-31,3	-37,3	-	385,7	-	

Work Service		Akumuluj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		13,70 PLN			13-05-2016	
(mln PLN)	1Q'16P	1Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	563,6	474,5	19%	2381,6	24%	
EBITDA	18,5	19,0	-3%	120,5	15%	
marża EBITDA	3,3%	4,0%		5,1%		
EBIT	15,0	16,3	-8%	106,6	14%	
Zysk brutto	8,3	14,9	-45%	86,6	10%	
Zysk netto	5,6	11,8	-53%	47,4	12%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

CCC i LPP

- Poprawiająca się sytuacja polskich gospodarstw domowych powinna wspierać wyniki sprzedażowe spółek
- Bez poprawy w WSE przez rynek niemiecki i wysokie SG&A

- Wstępne dane sprzedażowe za 1Q'16 potwierdzają bardzo dobrą sytuację w dywizji CEE oraz w Hiszpanii
- Oczekujemy dalszej poprawy efektywności sprzedaży/restaurację w Polsce (+1,1% R/R), Czechach (+4% R/R) oraz w Hiszpanii (+2,6% R/R)
- Rentowność EBITDA powinna się poprawić w Czechach, (kontynuacja trendów zaobserwowana w 2015 roku), Inne CEE (konsolidacja kawiarni w Rumunii i Bułgarii) oraz w dywizji Nowe Rynki (dalsza optymalizacja wyników segmentu)

- Słabe wyniki sprzedażowe w marcu oraz konsolidowanie eobuwie.pl (generuje niższą rentowność od CCC), powinny przełożyć się na zmniejszenie marży brutto na sprzedaży o 4,97p.p. R/R do 46,7% w 1Q'16
- Skonsolidowane koszty SG&A powinny wynieść 270,9 mln PLN w 1Q'16 (oczekiwany spadek SG&A/mkw. o 4,3% R/R)
- Szacujemy, że eobuwie.pl wypracowało 8,2 mln PLN EBITDA w 1Q'16 (marża EBITDA 17,2% w 1Q'16)
- Zakładamy, że spółka rozpoznała aktywo podatkowe w wysokości 8 mln PLN

- Zakładamy wyhamowanie dynamiki wyników do 4,6% R/R (efekt zakończenia konsolidowania przejętych biznesów w 4Q'15)
- Wzrost efektywności sprzedaży oraz optymalizacja kosztów operacyjnych powinny przełożyć się na zmniejszenie narzutu SG&A o 0,09p.p. R/R do 8,61%
- Saldo na pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na -12 mln PLN (strata związana jest przede wszystkim z kosztami ponoszonymi na nowe przedsięwzięcia)

- Oczekujemy wzrostu efektywności sprzedaż/mkw. w sieci Biedronka w 1Q'16 o 5% R/R w PLN oraz 1,4% w EUR
- Lepszy mix sprzedażowy powinien pozytywnie wpływać na generowaną marżę brutto na sprzedaży spółki (zakładamy wzrost o 0,11p.p. R/R do 21,32% w 1Q'16)
- Odpowiednia dyscyplina kosztowa oraz wzrost efektywności sprzedaży powinny pozwolić spółce na obniżenie narzutu kosztów SG&A o 0,11p.p. do 18,18% w 1Q'16
- Marża EBITDA powinna ulec poprawie o 0,16p.p. R/R do 5,37% w 1Q'16

- Zrealizowanie 17% R/R wzrostu przychodów było przede wszystkim napędzane przez akcje wyprzedawowe, co przełożyło się na spadek marży brutto na sprzedaży o 7,2p.p. R/R do 47% w 1Q'16
- Oczekujemy zmniejszenia dynamiki spadku wskaźnika kosztów SG&A/mkw. do -2,5% R/R w 1Q'16 (vs. -13,2% R/R w 1Q'15 roku)
- W efekcie spółka powinna odnotować stratę na poziomie EBIT (ostatni raz stratę na poziomie EBIT spółka zaraportowała w 1Q'09)

- Marża wyniku brutto na sprzedaży będzie nieco gorsza R/R (10,0% vs. 10,4% w 4Q'14) ze względu na straty na rynku niemieckim (w dalszym ciągu problemy z kontraktami z Fiege plus sezonowość)
- Koszty sprzedaży na poziomie 41,5 mln PLN (vs. 31,9 mln PLN) w wyniku rozbudowy grupy w trakcie 2015 r.
- Zakładamy efektywną stopę podatkową i udział mniejszości w wyniku na poziomach z 1Q'15

**Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2016	2017	2016	2017
<b>Banki</b>										
ALIOR BANK	Kupuj	2016-04-15	70,40	94,25	71,48	+31,9%	18,9	163,6		
BZ WBK	Trzymaj	2016-04-06	295,55	305,10	289,75	+5,3%	13,2	13,0		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	0,49	+95,9%	12,5	6,8		
HANDLOWY	Redukuj	2016-04-06	85,85	81,97	80,98	+1,2%	17,8	15,9		
ING BSK	Trzymaj	2016-03-04	121,45	119,38	123,55	-3,4%	16,9	15,3		
MILLENNIUM	Kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	5,26	+33,1%	11,7	9,3		
PEKAO	Sprzedaj	2016-03-04	156,70	127,42	159,05	-19,9%	20,3	19,8		
PKO BP	Kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	25,30	+25,0%	11,0	10,2		
KOMERCNI BANKA	Akumuluj	2016-03-04	4942	5428 CZK	5032	+7,9%	15,6	13,1		
ERSTE BANK	Kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	25,23	+28,2%	9,4	8,5		
RBI	Kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	14,09	+21,7%	15,3	5,1		
OTP BANK	Trzymaj	2016-04-06	6900	6487 HUF	7250	-10,5%	11,1	9,1		
<b>Ubezpieczyciele</b>										
PZU	Kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	35,25	+20,4%	12,9	10,8		
<b>Usługi finansowe</b>										
KRUK	Trzymaj	2016-03-04	187,50	185,12	187,45	-1,2%	14,4	12,4		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	37,52	+24,6%	10,3	10,5		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	32,00	+31,9%	8,4	7,3		
<b>Paliwa, Chemia</b>										
CIECH	Trzymaj	2016-02-02	80,00	77,20	73,35	+5,2%	8,8	10,5	5,9	6,2
GRUPA AZOTY	Trzymaj	2016-02-02	104,00	100,20	91,20	+9,9%	12,1	11,2	6,9	6,1
LOTOS	Trzymaj	2016-04-19	28,09	26,50	28,30	-6,4%	9,5	8,7	5,5	5,5
MOL	Trzymaj	2016-04-19	225,50	238,00	232,95	+2,2%	15,0	10,7	4,8	4,1
PGNiG	Akumuluj	2016-04-19	5,10	5,73	5,14	+11,5%	16,5	14,1	5,9	5,6
PKN ORLEN	Redukuj	2016-04-19	71,18	61,00	71,87	-15,1%	8,1	9,3	5,1	5,7
POLWAX	Kupuj	2016-02-02	15,70	24,30	17,02	+42,8%	7,2	7,1	5,8	5,5
SYNTHOS	Redukuj	2016-03-15	3,66	3,39	4,14	-18,1%	18,1	14,6	10,7	9,3
<b>Energetyka</b>										
CEZ	Kupuj	2016-02-02	65,00	86,30	70,10	+23,1%	11,3	12,8	6,1	6,3
ENEA	Trzymaj	2016-02-02	11,50	12,40	11,44	+8,4%	7,9	7,5	5,3	5,3
ENERGA	Zawieszona	2016-03-16	13,30	-	12,71	-	-	-	-	-
PGE	Trzymaj	2016-02-02	13,55	14,60	13,30	+9,8%	7,6	9,4	4,3	5,3
TAURON	Kupuj	2016-02-02	2,71	3,78	2,89	+30,8%	5,5	6,0	4,5	4,8
<b>Telekomunikacja</b>										
NETIA	Akumuluj	2016-02-02	5,56	6,30	5,20	+21,2%	-	-	4,6	4,8
ORANGE POLSKA	Kupuj	2016-02-02	6,43	8,30	6,40	+29,7%	33,8	28,7	4,4	4,6
<b>Media</b>										
AGORA	Kupuj	2016-02-02	11,45	14,10	12,70	+11,0%	43,8	23,5	6,0	5,5
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2016-02-02	21,99	22,10	24,45	-9,6%	13,0	12,5	7,1	6,8
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	2016-01-28	36,37	50,00	43,98	+13,7%	16,0	14,0	11,1	9,9
<b>IT</b>										
ASSECO POLAND	Kupuj	2016-02-02	56,50	65,90	60,80	+8,4%	13,7	13,3	7,0	6,7
CD PROJEKT	Trzymaj	2016-04-06	25,85	26,50	25,79	+2,8%	21,8	33,9	14,2	22,4
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	143,25	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	8,20	-	-	-	-	-
<b>Górnictwo i Metale</b>										
KGHM	Trzymaj	2016-02-02	56,26	63,00	75,50	-16,6%	284,6	30,5	5,2	4,7
LW BOGDANKA	Trzymaj	2016-02-02	31,33	33,00	45,27	-27,1%	8,8	8,6	3,0	2,9
<b>Przemysł</b>										
ELEMENTAL	Kupuj	2016-01-08	4,06	4,80	3,86	+24,4%	12,2	10,2	9,8	7,2
FAMUR	Trzymaj	2016-04-06	2,57	2,20	2,62	-16,0%	26,0	15,0	5,8	5,0
KERNEL	Trzymaj	2016-03-07	54,90	55,00	51,67	+6,4%	5,0	5,1	3,9	3,7
KĘTY	Trzymaj	2016-02-02	281,75	277,80	337,50	-17,7%	17,1	15,6	10,0	9,2
UNIWHEELS	Akumuluj	2016-04-13	147,95	161,30	148,60	+8,5%	9,3	9,2	7,3	6,7
VISTAL	Kupuj	2016-02-02	8,00	15,80	10,26	+54,0%	7,8	6,7	7,4	7,0
<b>Budownictwo</b>										
BUDIMEX	Akumuluj	2015-11-04	211,00	225,10	197,45	+14,0%	17,5	14,0	9,4	7,6
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-12-03	141,00	170,50	106,60	+59,9%	9,2	8,9	5,2	4,8
ERBUD	Kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	28,95	+24,4%	10,4	9,4	5,1	4,7
UNIBEP	Kupuj	2016-02-03	9,89	12,10	11,10	+9,0%	11,7	9,4	7,3	6,0
<b>Developerzy</b>										
CAPITAL PARK	Trzymaj	2016-04-06	6,55	6,50	6,49	+0,2%	49,6	16,2	31,1	20,3
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2016-01-28	49,47	60,80	52,55	+15,7%	12,0	10,8	9,8	8,7
ECHO	Trzymaj	2016-04-06	6,52	6,57	6,59	-0,3%	12,2	11,3	17,1	14,2
GTC	Kupuj	2015-11-20	7,08	8,20	7,16	+14,5%	9,8	4,4	12,9	7,1
ROBYG	Kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	3,20	+6,3%	10,0	10,7	9,1	9,9
<b>Handel</b>										
AMREST	Akumuluj	2016-04-06	208,50	217,00	227,25	-4,5%	31,2	25,1	11,5	9,8
CCC	Trzymaj	2016-03-04	147,30	149,00	171,05	-12,9%	25,1	18,6	18,9	14,5
EUROCASH	Sprzedaj	2016-04-18	55,77	42,70	55,01	-22,4%	30,0	25,9	15,4	13,3
JERONIMO MARTINS	Trzymaj	2016-04-18	14,76	14,9 EUR	14,75	+1,1%	24,1	20,4	10,9	9,4
LPP	Redukuj	2016-02-02	5411	4900	6194	-20,9%	29,1	21,8	15,6	12,5
<b>Inne</b>										
WORK SERVICE	Akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	11,01	+24,4%	15,6	12,9	8,6	7,5

## Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ALIOR BANK	Kupuj	Kupuj	94,25	2016-04-15
AMREST	Akumuluj	Kupuj	217,00	2016-04-06
BZ WBK	Trzymaj	Akumuluj	305,10	2016-04-06
CAPITAL PARK	Trzymaj	Akumuluj	6,50	2016-04-06
CD PROJEKT	Trzymaj	Kupuj	26,50	2016-04-06
ECHO	Trzymaj	Akumuluj	6,57	2016-04-06
EUROCASH	Sprzedaj	Redukuj	42,70	2016-04-18
FAMUR	Trzymaj	Kupuj	2,20	2016-04-06
HANDLOWY	Redukuj	Trzymaj	81,97	2016-04-06
JERONIMO MARTINS	Trzymaj	Kupuj	14,90	2016-04-18
LOTOS	Trzymaj	Akumuluj	26,50	2016-04-19
MOL	Trzymaj	Akumuluj	238,00	2016-04-19
OTP BANK	Trzymaj	Akumuluj	6487,00	2016-04-06
PGNiG	Akumuluj	Trzymaj	5,73	2016-04-19
PKN ORLEN	Redukuj	Redukuj	61,00	2016-04-19
UNIWHEELS	Akumuluj	Kupuj	161,30	2016-04-13

## Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	2	3,4%	1	3,1%
Redukuj	4	6,9%	2	6,3%
Trzymaj	21	36,2%	10	31,3%
Akumuluj	7	12,1%	3	9,4%
Kupuj	24	41,4%	16	50,0%

**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 świadczył, 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, 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, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pflaiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, 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, PBKM, 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.klischcz@mdm.pl](mailto:kamil.klischcz@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:

Kamil Szymański  
dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mdm.pl](mailto:kamil.szymanski@mdm.pl)

#### Maklerzy:

Mariusz Adamski  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mdm.pl](mailto:mariusz.adamski@mdm.pl)

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 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)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor 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)