

piątek, 21 października 2016 | opracowanie cykliczne

# Prognozy wyników kwartalnych: 3Q 2016

## Rynek akcji

### Banki i usługi finansowe

Uważamy, że wyniki sektora finansowego będą szczególnie dobre w spółkach poza bankowych. Bardzo dobre wyniki zaraportuje Skarbiec Holding, a kwartalnej poprawy oczekujemy zarówno w PZU, jak i w PCM. Chociaż zysk netto polskiego sektora bankowego spadnie w 3Q'16 (zysk jednorazowy z tytułu transakcji VISA w 2Q'16), to jednak pozytywnie postrzegamy oczekiwany wzrost przychodów na działalności podstawowej. Oczekujemy, że wyniki za 3Q'16 zostaną wsparte przez zyski jednorazowe w PKO BP, ING BSK oraz Komercj Banka.

### Paliwa, Chemia

Rafinerie zaraportują solidne wyniki, ale będą one wyraźnie niższe r/r z uwagi na rekordową bazę odniesienia na modelowej marży w 3Q'15. W obszarze wydobywczym powinien to być już ostatni spadkowy kwartał na wyniku EBITDA z uwagi na obserwowane odbicie cen węglowodorów i zaimplementowane cięcia kosztów. Oczekujemy mieszanych wyników w chemii: słabych rezultatów w Grupie Azoty (ryzyko dalszego obniżenia konsensusu), porównywalnych r/r w Ciech (wyższa baza porównawcza) oraz mieszanych w Grupie Synthos (ujemna wycena portfela kredytów).

### Energetyka, Górnictwo, Metale

W energetyce oczekujemy kontynuacji tendencji z pierwszego półrocza (niższe ceny energii, załamanie na rynku zielonych certyfikatów, obniżony WACC w dystrybucji), co oznacza średnio 15% spadek zysków r/r. Wykonanie naszych rocznych prognoz po trzech kwartałach powinno jednak wynieść średnio 75% na poziomie skorygowanej EBITDA (najlepiej wygląda to w spółkach Enea oraz Energa) i dlatego nie widzimy ryzyka rewizji konsensusu dla sektora.

### Telekomunikacja, Media, IT

Według naszych szacunków łączna EBITDA analizowanych spółek sektora TMT spadła o 6% r/r. Zaskoczeniem mogą być wyniki Asseco Poland, gdzie na linii zysku netto grupa zanotuje 25% spadek. Słabą dynamikę wyników wykazą także Netia i Agora.

### Przemysł

Według naszych szacunków 75% analizowanych spółek poprawi zeszłoroczne rezultaty. Jeśli nasze prognozy się sprawdzą, to 3Q'16 będzie drugim najlepszym kwartałem od początku 2014 roku. Największych, pozytywnych zaskoczeń naszym zdaniem można oczekiwać w spółkach: Boryszew, Elemental, Ergis, Famur, Forte, Mangata (dawna Zetkama), Uniwheels, Vistal, zaś negatywnych w Alumetal oraz Kruszwica.

### Budownictwo

Najlepsze wyniki w sektorze zaprezentuje Budimex (dobre marże dzięki niższemu kosztom materiałów). Poprawy r/r spodziewamy się ponadto w Unibepie, Trakcji (silne portfele zamówień) i Ulmie (niska baza). Słabszych wyników r/r oczekujemy z powodu wysokiej bazy w Elektrobudowie, Elektrotimie, Erbudzie, Herkulesie. W Torpolu i ZUE dodatkowy negatywny wpływ będzie miał niski backlog.

### Deweloperzy

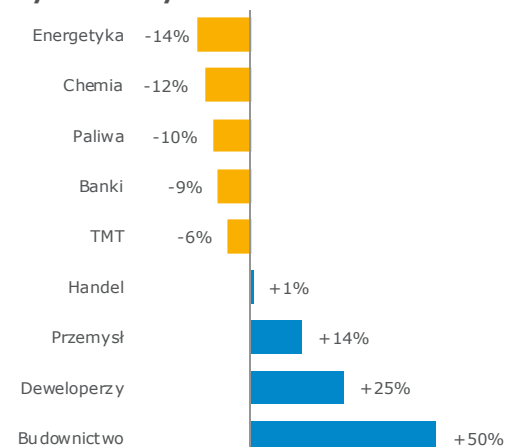
Zagregowane przekazania mieszkań były w 3Q'16 wyższe w 8 na 11 spółek, średnio +38% r/r. Dzięki temu wyniki większości deweloperów mieszkaniowych silnie wzrosną kolejny kwartał z rzędu m.in. w Atalu, JWC, Dom Development, Lokum, Ronsonie, Marvipolu. Dla wielu spółek dopiero 4Q'16 będzie rekordowy. Słabiej wyglądają perspektywy deweloperów komercyjnych (Echo Investment, Capital Park) w związku z osłabieniem się kursu EUR/PLN. Pozytywnie wyróżnią się z kolei wyniki GTC.

### Handel

Kontynuacji pozytywnych trendów w wynikach oczekujemy w spółkach Jeronimo Martins oraz AmRest. Negatywnie na rezultaty 3Q'16 wpłynęły konieczność intensywnych wyprzedaży (LPP) oraz słaba wysokomarżowa sprzedaż w IX'16 (CCC).

WIG ..... 47 894  
 Średnie P/E 2016 ..... 13,8  
 Średnie P/E 2017 ..... 12,7  
 Średni dzienny obrót (3 m-ce) ... 725 mln PLN

### Dynamika wyników sektorów\*



\*podstawie zysku netto (banki), oczyszczonego wyniku EBIT (deweloperzy) lub wyniku EBITDA (pozostałe)

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
<b>Alumetal</b>	<b>Elemental</b>
<b>Asseco Poland</b>	<b>Ergis</b>
<b>Grupa Azoty</b>	<b>Famur</b>
<b>Kruszwica</b>	<b>GTC</b>
	<b>Mangata (Zetkama)</b>
	<b>Prime Car Management</b>
	<b>Skarbiec Holding</b>
	<b>Uniwheels</b>

### Departament Analiz:

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

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

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

Piotr Zybala  
 +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto/piotr.zybala@mbank.pl)

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

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

Piotr Bogusz  
 +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto/piotr.bogusz@mbank.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. Komerčni Banka	4
<b>2. Usługi finansowe</b>	<b>4</b>
2.1. PZU	4
2.2. Kruk	4
2.3. Prime Car Management	4
2.4. Skarbiec Holding	4
<b>3. Paliwa, Chemia</b>	<b>5</b>
3.1. Ciech	5
3.2. Grupa Azoty	5
3.3. Lotos	5
3.4. MOL	5
3.5. PGNiG	5
3.6. Polwax	5
3.7. Synthos	5
<b>4. Energetyka, Górnictwo, Metale</b>	<b>6</b>
4.1. CEZ	6
4.2. Enea	6
4.3. Energa	6
4.4. PGE	6
4.5. Tauron	6
4.6. KGHM	6
4.7. LW Bogdanka	6
<b>5. Telekomunikacja, Media, IT</b>	<b>7</b>
5.1. Netia	7
5.2. Agora	7
5.3. Cyfrowy Polsat	7
5.4. Wirtualna Polska	7
5.5. Asseco Poland	7
5.6. Comarch	7
5.7. CD Projekt	7
<b>6. Przemysł</b>	<b>8</b>
6.1. Alumetal	8
6.2. Amica	8
6.3. Apator	8
6.4. Boryszew	8
6.5. Elemental	8
6.6. Ergis	8
6.7. Famur	8
6.8. Forte	8
6.9. Impexmetal	9
6.10. Kruszwica	9
6.11. Mangata (daw. Zetkama)	9
6.12. Pfeleiderer Group	9
6.13. Tarczyński	9
6.14. Uniwheels	9
6.15. Vistal Gdynia	9
<b>7. Budownictwo</b>	<b>10</b>
7.1. Budimex	10
7.2. Elektrobudowa	10
7.3. Erbud	10
7.4. Unibep	10
<b>8. Deweloperzy</b>	<b>11</b>
8.1. Capital Park	11
8.2. Dom Development	11
8.3. Echo Investment	11
8.4. GTC	11
8.5. Robyg	11
<b>9. Handel, Inne</b>	<b>12</b>
9.1. AmRest	12
9.2. CCC	12
9.3. Eurocash	12
9.4. Jeronimo Martins	12
9.5. LPP	12
9.6. Work Service	12
<b>10. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku</b>	<b>13</b>
<b>11. Statystyki rekomendacji</b>	<b>14</b>

## Banki

## Wzrost wyniku podstawowego...

- Oczekujemy, że sektor bankowy w Polsce zanotuje poprawę wyniku na działalności podstawowej dzięki wzrostowi marży odsetkowej jak i wyniku prowizyjnego.

Alior Bank Michał Konarski	kupuj		wyniki:		
	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	75,93	75,93			09-11-2016
Wynik odsetkowy	479,0	444,2	8%	23%	77%
Wynik prowizyjny	76,3	76,2	0%	-14%	69%
WNDB	649,6	621,8	4%	18%	76%
Koszty operacyjne	-293,0	-287,2	2%	12%	78%
Saldo rezerw	-197,3	-173,1	14%	14%	71%
Zysk netto	79,6	81,7	-3%	-13%	73%

BZ WBK Michał Konarski	trzymaj		wyniki:		
	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	305,10	305,10			26-10-2016
Wynik odsetkowy	1178,4	1152,5	2%	8%	74%
Wynik prowizyjny	482,6	470,8	2%	0%	75%
WNDB	1800,3	2114,9	-15%	7%	76%
Koszty operacyjne	-793,7	-801,7	-1%	-1%	75%
Saldo rezerw	-247,8	-177,0	-40%	-23%	79%
Zysk netto	441,0	723,5	-39%	-7%	79%

Getin Noble Michał Konarski	kupuj		wyniki:		
	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	0,96	0,96			14-11-2016
Wynik odsetkowy	334,1	326,0	2%	11%	81%
Wynik prowizyjny	31,3	24,4	28%	-62%	25%
WNDB	373,4	372,1	0%	-2%	70%
Koszty operacyjne	-219,5	-214,5	2%	-1%	71%
Saldo rezerw	-136,2	-132,2	3%	7%	108%
Zysk netto	1,1	1,1	-	-	-14%

Handlowy Michał Konarski	trzymaj		wyniki:		
	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	75,32	75,32			14-11-2016
Wynik odsetkowy	261,4	252,3	4%	10%	76%
Wynik prowizyjny	144,1	139,1	4%	-15%	69%
WNDB	542,0	619,7	-13%	18%	77%
Koszty operacyjne	-299,7	-301,2	-1%	0%	77%
Saldo rezerw	-20,1	-20,0	30%	-	-
Zysk netto	161,6	222,0	-27%	15%	77%

ING BSK Michał Konarski	sprzedaj		wyniki:		
	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	119,38	119,38			03-11-2016
Wynik odsetkowy	713,8	690,9	3%	11%	76%
Wynik prowizyjny	259,4	258,1	0%	4%	71%
WNDB	1016,0	1152,4	-12%	8%	79%
Koszty operacyjne	-519,8	-517,2	0%	-2%	75%
Saldo rezerw	-38,5	-33,5	-15%	-20%	45%
Zysk netto	284,0	406,9	-30%	-10%	98%

Millennium Michał Konarski	kupuj		wyniki:		
	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	7,00	7,00			28-10-2016
Wynik odsetkowy	396,6	382,6	4%	14%	75%
Wynik prowizyjny	141,2	139,8	1%	-7%	68%
WNDB	599,0	859,7	2%	-4%	84%
Koszty operacyjne	-276,7	-281,0	-10%	1%	81%
Saldo rezerw	-67,9	-61,7	-48%	12%	64%
Zysk netto	141,2	293,8	-52%	-15%	111%

Pekao Michał Konarski	trzymaj		wyniki:		
	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	127,42	127,42			10-11-2016
Wynik odsetkowy	1104,5	1082,0	2%	5%	70%
Wynik prowizyjny	497,6	505,1	-2%	-2%	74%
WNDB	1757,7	2002,2	-12%	4%	77%
Koszty operacyjne	-875,2	-876,9	0%	0%	78%
Saldo rezerw	-129,9	-131,2	-1%	0%	63%
Zysk netto	492,8	690,5	-29%	-19%	83%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

## ... oraz pogorszenie jakości portfeli

- Oczekujemy, że saldo rezerw wzrośnie w polskim sektorze bankowym. Wzrost widoczny będzie w segmencie kredytów konsumenckich oraz korporacyjnym.

- Wzrost wolumenu kredytów o 1 mld PLN oraz wzrost marży o 5 p.b. przełoży się na wzrost wyniku odsetkowego o 8%.
- Oczekujemy płaskiego wyniku prowizyjnego w kwartale na poziomie 76 mln PLN.
- Sezonowy wzrost salda rezerw o 14% q/q.
- Oczekujemy wzrostu kosztów ogółem o +1,9% q/q.
- Wzrost podatku bankowego o 7% ze względu na wzrost aktywów.

- Poprawa wyniku na działalności podstawowej na poziomie +2,3% q/q.
- Po 2 kwartałach spadku wyniku prowizyjnego oczekujemy odbicia na poziomie +2,5% q/q.
- Płaska marża odsetkowa na poziomie 3,29%.
- Dalszy wzrost kosztu ryzyka do poziomu 74 p.b. (saldo rezerw +10% q/q) głównie za sprawą SCB.
- Lekki spadek kosztów operacyjnych q/q (-1,0% q/q).

- Oczekujemy znaczącego wzrostu wyniku prowizyjnego w 3Q'16 do poziomu 31,3 mln PLN.
- Poprawa marży odsetkowej (+10 p.b.) dzięki spadającym kosztom finansowania.
- Normalizacja wyniku hand. do poziomu 20,5 mln PLN.
- Lekki wzrost kosztów operacyjnych w ujęciu kwartalnym (+2,3% q/q) oraz spadek w ujęciu rocznym (-0,7% r/r).
- Lekki wzrost salda rezerw o +3% q/q.

- Poprawa NIM oraz wyniku odsetkowego o +3,6% q/q.
- Po trzech kwartałach spadku poprawa wyniku prowizyjnego w 3Q'16 o 3,6% q/q.
- Dobry wynik handlowy na poziomie 127 mln PLN.
- Stabilizacja kosztów na poziomie 300 mln PLN.
- Zawiązanie salda rezerw w wysokości 20 mln PLN, co przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 44 p.b. (46 p.b. w 2Q'16).

- Wzrostu wyniku odsetkowego o +3% q/q oraz +11% r/r.
- Oczekujemy stabilnego wyniku prowizyjnego q/q oraz wzrostu o 4,2% r/r.
- Wzrost marży odsetkowej w 3Q'16 o 5 p.b. do poziomu 2,47% (do średnich aktywów).
- Oczekujemy, że pomimo sprzedaży portfela NPL (+18 mln PLN brutto) saldo rezerw wzrośnie w kwartale o 15% q/q. Oznacza to wzrost kosztu ryzyka do 19 p.b.

- Wzrost wyniku odsetkowego (+3,7% q/q) oraz wyniku prowizyjnego (+1,0% q/q) w 3Q'16.
- Dalszy wzrost marży odsetkowej o 4 p.b. do poziomu 2,36% (do średnich aktywów).
- Spadek kosztów operacyjnych o 3,4% q/q oraz kosztów ogółem o 16% r/r (poziom 2Q'16 podwyższony o sądowe koszty jednorazowe).
- Normalizacja kosztów ryzyka do poziomu 55 p.b.

- Lekki wzrost wyniku na działalności podstawowej (+0,9% q/q) wynikający tylko z lepszego wyniku odsetkowego (+2,1% q/q).
- Wzrost marży odsetkowej na poziomie +1 p.b. q/q.
- Spadek wyniku prowizyjnego o 1,5% q/q po mocnym 2Q'16.
- Oczekujemy stabilnych kosztów operacyjnych i salda rezerw w 3Q'16.

## Banki

PKO BP		kupuj		wyniki:		
Michał Konarski		31,62 PLN		07-11-2016		
(mln PLN)	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	1950,9	1909,3	2%	7%	79%	
Wynik prowizyjny	679,9	666,6	2%	-6%	66%	
WNDB	3010,1	3299,4	-9%	9%	80%	
Koszty operacyjne	-1358,3	-1396,0	-3%	2%	78%	
Saldo rezerw	-408,2	-400,2	2%	13%	70%	
Zysk netto	741,5	873,5	-15%	-9%	86%	

Komercjni Banka		kupuj		wyniki:		
Michał Konarski		980 CZK		03-11-2016		
(mln CZK)	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	5071,9	5213,0	-3%	-5%	76%	
Wynik prowizyjny	1709,5	1708,0	0%	0%	74%	
WNDB	8133,1	8585,0	-5%	6%	77%	
Koszty operacyjne	-3195,2	-3317,0	-4%	-7%	75%	
Saldo rezerw	-577,1	-563,0	2%	78%	78%	
Zysk netto	3473,3	3801,0	-9%	7%	79%	

## Usługi finansowe

### Mocne wyniki w Skarbiec Holding

- Oczekujemy, że Skarbiec Holding zanotuje znaczącą poprawę przychodów dzięki zaksięgowaniu opłaty zmiennej

PZU		kupuj		wyniki:		
Michał Konarski		42,44 PLN		10-11-2016		
(mln PLN)	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*	
Skł. przyp. brutto	4986,5	5061,4	-1%	15%	80%	
Ubezp. majątkowe	3063,8	3073,0	0%	24%	87%	
Ubezp. na życie	1922,7	1992,4	-4%	-1%	71%	
Odszkodowania	-3144,3	-3097,8	1%	2%	74%	
Koszty	-1255,5	-1271,4	-3%	72%	98%	
Wynik techniczny	317,0	299,3	0%	82%	39%	
Wynik inwestycyjny	822,7	473,4	74%	149%	118%	
Zysk brutto	802,9	332,5	141%	22%	56%	
Zysk netto	585,0	166,2	252%	14%	52%	

Kruk		trzymaj		wyniki:		
Michał Konarski		211,44 PLN		01-11-2016		
(mln PLN)	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*	
Przychody ogółem	184,0	180,4	2%	13%	71%	
Zakupy wierzyt.	170,8	167,4	2%	13%	70%	
Inkaso	7,8	7,7	2%	10%	76%	
Koszty pośr. i bezp.	82,1	89,2	-8%	14%	73%	
marża pośrednia	102,0	91,2	12%	13%	69%	
Zysk operacyjny	71,2	61,4	16%	9%	67%	
Zysk brutto	59,4	51,5	15%	10%	69%	
Zysk netto	58,2	50,4	15%	11%	71%	

PCM		kupuj		wyniki:		
Michał Konarski		46,76 PLN		16-11-2016		
(mln PLN)	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*	
Przych. z leasingu	37,7	36,6	3%	5%	74%	
Prowizje i opłaty	60,3	59,1	2%	19%	80%	
Przych. odsetkowe	11,1	10,9	1%	19%	78%	
Przych. ogółem	144,0	144,8	-1%	14%	72%	
Naprawy i serwis	52,6	51,2	3%	23%	82%	
Koszty ogółem	130,3	132,7	-2%	13%	72%	
Remarketing	4,5	4,4	2%	-2%	56%	
Zysk netto	11,1	9,3	19%	23%	69%	

Skarbiec		kupuj		wyniki:		
Michał Konarski		42,20 PLN		25-10-2016		
(mln PLN)	3Q'16P	2Q'16	q/q	r/r	YTD*	
Przychody ogółem	26,8	18,1	48%	29%	26%	
Wynagr. stałe	15,9	15,4	3%	-16%	19%	
Wynagr. zmienne	9,7	1,4	-	-	88%	
Koszty ogółem	-15,6	-14,3	9%	-7%	22%	
Koszty dystrybucji	-7,4	-7,2	3%	-18%	19%	
Koszty pracown.	-3,9	-3,1	26%	1%	24%	
Zysk brutto	11,5	4,2	172%	175%	36%	
Zysk netto	9,3	3,4	176%	178%	36%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Wzrost wyniku prowizyjnego (+2,0%) i odsetkowego (+2,2% q/q) przełoży się na wzrost wyniku podstawowego o 2,1% q/q.
- Oczekujemy wzrostu marży odsetkowej o 3 p.b. q/q.
- Jednorazowy zysk z Qualia na poziomie 100 mln PLN (brutto).
- Oczekujemy znaczącego spadku kosztów operacyjnych oraz lekkiego wzrostu salda rezerw o 2% q/q.
- Dalsza presja na wynik odsetkowy (-2,7% q/q) oraz marżę odsetkową (-8 p.b. q/q).
- Zysk jednorazowy z tytułu transakcji sprzedaży biznesu płatniczego na poziomie 0,7 mld CZK brutto.
- Spadek kosztów ogółem (-3,7% q/q) ze względu na znacznie niższe koszty regulacyjne.
- Oczekujemy, że koszt ryzyka w 3Q'16 wyniesie 40 p.b., co przełoży się na płaską dynamikę salda rezerw.

### Odbicie wyników PCM

- Wzrost floty oraz koniec presji na marżę przełoży się na wzrost zysku netto (+19% q/q oraz +23% r/r).
- Oczekujemy lekkiego spadku składki przypisanej brutto w 3Q'16 na poziomie 1,5% q/q oraz mocnego wzrostu r/r (+15,0%). Oczekujemy wzrostu składki zarobionej netto na poziomie +1,0% q/q.
- Oczekujemy sezonowo wyższych odszkodowań netto na poziomie +1,5% q/q.
- Oczekujemy znaczącego wzrostu wyniku lokacyjnego w 3Q'16 (+73,8% q/q) pomimo dalszych odpisów.
- Oczekujemy spadku kosztów administracyjnych (-1,5% q/q) oraz kosztów akwizycji (-1,0% q/q).
- Spłaty w 3Q'16 wyniosły 257 mln PLN, +25% r/r. Kruk w 3Q'16 wydał 205 mln PLN na portfele o wartości nominalnej 2 mld PLN (średnia cena 10,25%).
- Wzrost przychodów z nabytych pakietów wierzytelności (+2% q/q).
- Oczekujemy spadku kosztów pośrednich i bezpośrednich o 7,9% q/q.
- Spadek kosztów operacyjnych o 3,5% q/q ze względu na ekspansję zagraniczną.
- Efektywna stawka podatkowa na poziomie 2,0%.
- Oczekujemy wzrostu zysku netto o 19,4% q/q.
- Zysk netto będzie wspierany przez dalszy wzrost floty (+2,6% q/q) oraz stabilizację marży.
- Oczekujemy, że wynik z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych wzrośnie o 3,0% q/q, zaś przychody odsetkowe zanotują dalszy wzrost o 1,3% q/q.
- Oczekujemy dalszego wzrostu zysku z remarketingu w 3Q'16 do 4,5 mln PLN (4,4 mln PLN w 2Q'16).
- Oczekujemy wzrostu kosztu napraw i serwisów o 3% q/q.
- Spadek kosztów zarządu po sezonowym wzroście w 2Q.
- Wzrost aktywów powinien przełożyć się na wyższą opłatę stałą (+3% q/q) jak i koszty dystrybucji (+3% q/q).
- Oczekujemy opłaty zmiennej na poziomie 9,7 mln PLN.
- Wzrost kosztów pracowniczych o +26% q/q związany z naliczeniem opłaty zmiennej oraz rezerwy na premie.
- Zysk netto na poziomie 9,3 mln PLN powinien znacząco zasilić dywidendę wypłaconą w 2017 roku z SKH.

## Paliwa, Chemia

### Ostatni spadkowy kwartał na E&P

- Spadek marż rafineryjnych i petrochemicznych będzie cięży r/r na wynikach sektora, choć częściowo może to kompensować silny detal i poprawa marż dystrybucyjnych.

Ciech	trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek	74,35 PLN			14-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	814,8	800,7	2%	3554,7	71%
skor. EBITDA	198,4	191,3	4%	833,7	78%
EBITDA	24,4%	23,9%		23,5%	
EBIT	142,8	139,6	2%	590,1	83%
Zysk brutto	140,9	112,1	26%	544,6	87%
Zysk netto	113,9	116,8	-2%	441,2	86%

Grupa Azoty	trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek	65,50 PLN			09-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	2130,1	2401,0	-11%	9260,1	73%
EBITDA	126,2	223,4	-44%	1204,9	68%
marża EBITDA	5,9%	9,3%		14,6%	
EBIT	0,4	103,9	-	709,4	62%
Zysk brutto	-4,1	107,3	-	689,8	64%
Zysk netto	-3,1	73,6	-	507,6	62%

Lotos	trzymaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	26,50 PLN			27-10-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	5165,3	5710,4	-10%	19875	71%
skor. EBITDA LIFO	589,2	609,1	-3%	1850,4	91%
efekt LIFO	7,8	-318,0	-	103,6	-
EBITDA	617,4	82,8	-	2004,0	91%
EBIT	357,3	-93,6	-	1037,4	101%
Dział. finansowa	14,0	-171,4	-	-229,5	39%
Zysk netto	300,7	-249,2	-	553,2	-

MOL	trzymaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	16 593 HUF			04-11-2016	
(mld HUF)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	996,5	1122,4	-11%	3436,5	76%
skor. EBITDA LIFO	163,4	204,5	-20%	557,9	84%
efekt LIFO	0,7	30,5	-	19,5	-16%
EBITDA	162,9	159,9	2%	577,3	82%
EBIT	92,0	79,1	16%	227,6	112%
Dział. finansowa	-1,0	-8,5	-	-48,9	11%
Zysk netto	74,7	91,3	-18%	116,2	-

PGNiG	akumuluj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	6,06 PLN			09-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	5456,0	6305,0	-13%	32667	70%
skor. EBITDA	1192,8	1332,0	-10%	6174,8	78%
EBITDA	1192,8	1313,0	-9%	5669,8	76%
EBIT	519,8	627,0	-17%	3039,1	76%
Dział. finansowa	30,7	-147,0	-	-98,8	-
Zysk netto	372,3	291,0	28%	2157,0	76%

Polwax	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	23,24 PLN			14-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	81,7	77,9	5%	282,0	70%
EBITDA	11,1	12,5	-11%	34,9	66%
EBIT	9,9	11,3	-13%	30,6	64%
Dział. finansowa	-0,2	-0,3	-30%	-0,4	71%
Zysk netto	7,9	8,9	-12%	24,5	64%

Synthos	trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek	3,39 PLN			09-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	1109,5	1014,5	9%	4199,0	77%
EBITDA	179,5	159,3	13%	591,0	83%
marża EBITDA	16,2%	15,7%		14,1%	
EBIT	130,8	119,2	10%	405,1	85%
Zysk brutto	79,6	144,1	-45%	351,5	63%
Zysk netto	71,6	131,4	-45%	302,3	59%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W obszarze wydobywczym powinien to być już ostatni spadkowy kwartał w ujęciu r/r.
- Oczekujemy mieszanych wyników w Chemii (słabe w ATT, porównywalne r/r w CIE, oraz mieszane w SNS).

- W 3Q'16 oczekujemy nieznacznej poprawy wyników w segmencie sody oraz brak znacznych negatywnych zdarzeń jednorazowych jak miało to miejsce w analogicznym okresie roku ubiegłego.

- Oczekujemy wysokiej dynamiki poprawy rezultatu na poziomie brutto, ze względu na niższe koszty finansowe po restrukturyzacji zadłużenia.

- W 3Q'16 oczekujemy jednocyfrowej dynamiki spadku r/r wolumenów sprzedaży nawozów saletranych oraz blisko dwucyfrowej dynamiki spadku w nawozach wieloskładnikowych.

- Oczekujemy zmniejszenia o około 50% wielkości realizowanej marży na produkcji w segmencie nawozów.

- Naszym zdaniem oczekiwania analityków na całoroczną EBITDA obniżą się po wynikach do poniżej 1,1 mld PLN.

- W segmencie wydobywczym oczekujemy wzrostu EBITDA r/r (+65 mln PLN) z uwagi na konsolidację Heimdal, ale q/q wynik powinien być gorszy (-40 mln PLN) z uwagi na spadek cen gazu i sezonowo niższe wolumeny.

- W rafinerii EBITDA LIFO spadnie r/r o 90 mln PLN głównie na niższych marżach, które będą skompensowane w znacznej części przez korzystniejszą strukturę sprzedaży (mniejszy udział eksportu i wyższe uzyski paliw).

- Saldo finansowe będzie wsparte zyskami na fx i hedgingu.

- 20% spadek skorygowanego zysku EBITDA r/r to przede wszystkim pochodna niższych marż modelowych w rafinerii i petrochemii oraz przestoju remontowego na węgierskich instalacjach (EBITDA segm. downstream -36 mld HUF r/r).

- Poprawy r/r (+4 mld HUF) spodziewamy się w obszarze wydobywania, co przy niższych cenach ropy będzie głównie funkcją znacznych oszczędności kosztowych.

- W tym kwart. wpływ efektu LIFO powinien być pomijalny.

- Saldo na dział. finansowej wesprą dodatnie różnice fx.

- Skor. EBITDA -10% r/r z uwagi na spadek na wydobyciu (-100 mln) związany z cenami i wolumenami (w ujęciu q/q spadek wolumenów w E&P będzie kompensowany sezonowo niższymi kosztami wynagrodzeń).

- W obrocie sezonowy spadek rent. (EBITDA -90 mln PLN) z uwagi na mniejszy udział detalu, co skompensuje wynik dystrybucji (+70 mln PLN r/r dzięki wolumenom).

- Zysk netto obniży strata z PGG (-65 mln PLN).

- Wykonanie roczne EBITDA YTD nieco niższe r/r, ale jeszcze nie przesądzamy korekty prognoz.

- Problemem jest nadpodaż gazu parafinowego, która wywiera presję na ceny produktów i nie pozwala na odbudowanie marży.

- Spadek cen powinien być na przychodach zneutralizowany przez szybszą realizację dostaw w kontrakcie z Biedronką.

- W 3Q'16 oczekujemy poprawy wyników finansowych w segmencie kauczków syntetycznych (w 3Q'15 negatywny wpływ na wolumeny miał przestój w dostawach surowców z Litwinowa).

- Nieznacznie słabsze r/r wyniki może zaraportować segment produktów styrenowych.

- Negatywnie na wynik wpłynąć będzie wycena kredytu, ze względu na dalsze osłabienie SEK do EUR.

## Energetyka, Górnictwo, Metale

### Pewne wykonanie rocznych prognoz w energetyce

- Wykonanie rocznych prognoz po trzech kwartałach powinno wynosić średnio 75%, a najlepiej ten wskaźnik powinien prezentować się w Enerdze.

<b>CEZ</b>	akumuluj			wyniki:	
<b>Kamil Kliszcz</b>	496,80 CZK			08-11-2016	
(mln CZK)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	45250	47713	-5%	198220	73%
skor. EBITDA	11190	12847	-13%	58297	76%
EBITDA	11190	12847	-13%	58297	76%
EBIT	4098	3323	23%	29147	76%
Dział. finansowa	-1743	-1218	-	-4939	54%
Zysk netto	1820	1287	41%	18838	82%

<b>Enea</b>	trzymaj			wyniki:	
<b>Kamil Kliszcz</b>	8,81 PLN			10-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	2711,2	2538,1	7%	10251	81%
skor. EBITDA	531,1	418,1	27%	2225,8	79%
EBITDA	531,1	711,1	-25%	2225,8	78%
EBIT	254,1	522,8	-51%	1094,4	79%
Dział. finansowa	-25,0	0,6	-	-67,7	71%
Zysk netto	174,6	420,2	-58%	781,4	79%

<b>Energa</b>	kupuj			wyniki:	
<b>Kamil Kliszcz</b>	9,20 PLN			14-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	2477,9	2531,8	-2%	10521	70%
skor. EBITDA	439,1	499,4	-12%	1932,1	79%
EBITDA	439,1	499,4	-12%	1932,1	79%
EBIT	319,7	272,0	18%	447,0	87%
Dział. finansowa	-66,4	-59,2	12%	-256,0	74%
Zysk netto	154,9	166,2	-7%	12,1	-

<b>PGE</b>	trzymaj			wyniki:	
<b>Kamil Kliszcz</b>	10,63 PLN			08-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	7633,1	6914,0	10%	28905	74%
skor. EBITDA	1300,9	1783,0	-27%	5658,1	74%
EBITDA	1425,9	1925,0	-26%	6167,1	74%
EBIT	743,9	1312,0	-43%	2657,9	64%
Dział. finansowa	-75,0	-49,0	-	-286,6	80%
Zysk netto	490,8	1029,0	-52%	1783,0	58%

<b>Tauron</b>	kupuj			wyniki:	
<b>Kamil Kliszcz</b>	3,03 PLN			09-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	4251,4	4377,6	-3%	17542	75%
skor. EBITDA	790,0	886,0	-11%	3234,2	75%
EBITDA	790,0	932,2	-15%	3249,5	75%
EBIT	396,3	488,0	-19%	895,2	59%
Dział. finansowa	-67,4	-28,5	-	-298,2	77%
Zysk netto	265,8	358,1	-26%	537,8	50%

<b>KGHM</b>	redukuje			wyniki:	
<b>Michał Marczak</b>	61,50 PLN			09-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	4502,0	4800,0	-6%	17622	74%
EBITDA	1014,0	1124,0	-10%	3899,5	79%
EBIT	396,0	512,0	-23%	2192,4	75%
Dział. finansowa	-70,0	-53,0	32%	-333,2	68%
Zysk netto	136,8	34,0	302%	688,8	63%

<b>LW Bogdanka</b>	sprzedaj			wyniki:	
<b>Michał Marczak</b>	33,00 PLN			10-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	432,8	483,4	-10%	1966,4	65%
EBITDA	170,2	166,6	2%	680,0	65%
EBIT	83,8	73,2	15%	312,3	58%
Dział. finansowa	-6,0	-2,3	167%	-27,0	39%
Zysk netto	61,6	56,6	9%	221,3	62%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Istotnym aspektem może być realizacja przez Tauron zapowiedzi braku strat EBITDA na wydobywczym.
- Ważniejsze od wyników będą jednak deklaracje Zarządów w kwestii cen węgla na rok 2017.
- Pogorszenie wyników w ujęciu r/r to obok niższych cen energii przede wszystkim pochodząca z niskiej wykorzystania elektrowni atomowych (przebiegi) – EBITDA w obszarze wytwarzania 3,8 mld CZK vs. 5,5 mld CZK w 3Q'15.
- W sprzedaży i dystrybucji zakładamy wyniki zbliżone do 2Q'16 (łącznie 6 mld CZK).
- Na poziomie zysku netto dodatkowym obciążeniem będą straty ze spółek tureckich w związku z osłabieniem liry.
- Spadek raportowanych wyników r/r to efekt zaksięgowanych w 3Q'15 293 mln PLN rekompensat KDT.
- Oczyszczona EBITDA powinna wzrosnąć z uwagi na konsolidację Bogdanki oraz lepsze wyniki w obrocie (kontynuacja pozytywnych trendów na marży z 2Q'16).
- W wytwarzaniu oczekujemy spadku EBITDA q/q w związku z kolejną falą przeceny zielonych certyfikatów.
- Nie widzimy zagrożeń dla naszych rocznych prognoz.
- Znane są już wstępne szacunki EBITDA na poziomie 439 mln PLN, z czego dystrybucja to 390 mln PLN, czyli nieco mniej niż w poprzednich kwartałach 2016, ale to efekt niższych wolumenów i przesunięć w bilansowaniu). W obrocie marża została ustabilizowana mimo konieczności dokupowania energii na spot.
- wynik netto będzie wsparty odwróceniem odpisu na Ostrołękę, ale pojawi się strata z PGG rządu 60 mln PLN.
- Na wytwarzaniu wciąż oczekujemy ujemnej dynamiki r/r, ale ubytek EBITDA powinien być mniejszy niż w 1H z uwagi na znacznie wyższy wolumen produkcji w elektrowniach na węgiel brunatny (EBITDA 680 mln PLN).
- W dystrybucji EBITDA powinna być zbliżona q/q, a spadek r/r to efekt WACC. W detalu zakładamy niewielką poprawę q/q, ale r/r z uwagi na walkę o klienta marża będzie niższa.
- Zysk netto będzie obciążony ok. 60 mln PLN straty z PGG.
- EBITDA na wydobyciu zgodnie z wcześniejszymi założeniami wzrostu produkcji powinna zbliżyć się do zera.
- W wytwarzaniu wzrost kosztów CO<sub>2</sub>, spadek cen zielonych certyfikatów i brak zysków na tradingu powinien być w dużym stopniu skompensowany ORM, IRZ oraz spadkiem kosztów węgla i biomasy (EBITDA niższa r/r o 9 mln PLN).
- W dystrybucji ubytek 20 mln PLN z tytułu niższego WACC.
- Saldo fin. niższe r/r z uwagi na wycenę CIRS w 3Q'15.
- Średnia cena miedzi wyrażona w PLN spadła o 6,2% r/r, spółce będzie pomógł wzrost cen srebra +35% r/r (w PLN) oraz w przypadku Sierra Gorda – złota i molibdenu.
- W 3Q realizowany był postój związany ze zmianą technologii w HM Głogów, co będzie miało negatywne przełożenie na przychody i rentowność polskich operacji.
- Zakładamy, że przy produkcji węgla handlowego na poziomie 2,25 mln ton, spółka zrealizuje sprzedaż w wysokości 2,2 mln ton, co za trzy kwartały daje blisko 6,6 mln ton.
- Średni przychód na tonę sprzedanego węgla wyniesie 188 PLN, w stosunku do 189 PLN w poprzednim kwartale. Koszty operacyjne per tona wyniosą 165 PLN.

## Telekomunikacja, Media, IT

- Spadek łącznego wyniku EBITDA sektora o 6% r/r.
- Słaba dynamika wyników w Agorze.
- Kolejny kwartał dobrych wyników w Wirtualnej Polsce.

Netia Paweł Szpigiel	akumuluj 5,30 PLN		wyniki: 27-10-2016		
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	378,0	400,4	-6%	1529,6	76%
EBITDA	108,8	122,9	-12%	430,6	78%
marża EBITDA	28,8%	30,7%		28,1%	
EBIT	5,2	20,2	-74%	11,5	157%
Zysk brutto	3,2	16,3	-81%	-3,6	-
Zysk netto	2,6	8,3	-69%	-11,8	-

Agora Paweł Szpigiel	kupuj 12,60 PLN		wyniki: 10-11-2016		
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	270,8	259,9	4%	1203,9	71%
EBITDA	12,1	19,2	-37%	100,2	61%
marża EBITDA	4,5%	7,4%		8,3%	
EBIT	-12,2	-4,4	-	4,0	-
Zysk brutto	-13,3	-5,7	-	-5,7	-
Zysk netto	-13,5	-6,6	-	-15,0	-

Cyfrowy Polsat Paweł Szpigiel	redukuje 21,80 PLN		wyniki: 09-11-2016		
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	2393,2	2414,9	-1%	9685,8	74%
EBITDA	925,3	930,4	-1%	3550,7	76%
marża EBITDA	38,7%	38,5%		36,7%	
EBIT	484,1	529,2	-9%	1717,1	77%
Zysk brutto	357,0	613,3	-42%	1091,1	75%
Zysk netto	298,1	502,5	-41%	911,1	78%

Wirtualna Polska Paweł Szpigiel	akumuluj 50,00 PLN		wyniki: 10-11-2016		
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15PF	r/r	2016P	YTD*
Przychody	102,2	92,5	10%	420,9	69%
EBITDA	33,8	24,3	39%	129,8	70%
marża EBITDA	33,0%	26,3%		30,8%	
EBIT	23,2	15,5	50%	93,2	64%
Zysk brutto	19,6	0,2	-	84,4	56%
Zysk netto	15,9	-2,8	-	82,0	45%

Asseco Poland Paweł Szpigiel	trzymaj 60,60 PLN		wyniki: 17-11-2016		
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	1910,6	1755,1	9%	7978,8	71%
EBITDA	260,7	270,0	-3%	1069,0	68%
marża EBITDA	13,6%	15,4%		13,4%	
EBIT	191,8	200,1	-4%	785,4	71%
Zysk brutto	195,7	197,0	-1%	783,6	68%
Zysk netto	75,7	100,8	-25%	313,7	70%

Comarch Paweł Szpigiel	kupuj 200,00 PLN		wyniki: 14-11-2016		
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	241,6	223,4	8%	1165,8	65%
EBITDA	20,9	19,1	9%	157,9	56%
marża EBITDA	13,6%	15,4%		15,4%	
EBIT	4,3	4,5	-4%	93,9	42%
Zysk brutto	3,4	2,9	16%	88,2	34%
Zysk netto	2,5	0,2	-	65,2	24%

CD Projekt Piotr Bogusz	sprzedaj 26,50 PLN		wyniki: 09-11-2016		
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	90,2	113,3	-20%	293,5	139%
EBITDA	39,8	53,3	-25%	140,3	147%
marża EBITDA	44,2%	47,1%		47,8%	
EBIT	38,1	51,2	-25%	133,7	151%
Zysk brutto	38,5	52,2	-26%	139,8	147%
Zysk netto	31,0	40,4	-23%	114,6	145%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Przez słabą kondycję spółki matki, Asseco Poland wykaże istotny spadek zysku netto.

- Spadek obrotów na bezpośrednich usługach głosowych o 15%, głównie w wyniku erozji klientów na liniach regulowanych (543 tys. na koniec 3Q'16 vs. 631 tys. rok wcześniej).
- Spadek marży brutto na sprzedaży do 29,3% z poziomu 31,1% rok wcześniej.
- Płaskie r/r koszty SG&A.
- Spadek wyniku EBITDA raportowanego o 12% r/r.

- Spadek obrotów na sprzedaży wydawnictw Gazety Wyborczej w połączeniu ze słabą koniunkturą na rynku reklamy prasowej przełoży się na wynik EBITDA w segmencie Prasa bliski 0 PLN.
- Spadki EBITDA także w segmencie Radio (-2,4 mln PLN).
- Wzrost w segmentach Film i Książka (+2,2 mln PLN r/r) i Reklama Zewnętrzna (+2,7 mln PLN r/r), zbyt małe by zniwelować dwa powyższe efekty.

- Spadek przychodów od klientów indywidualnych o ponad 3% r/r i hurtowych o blisko 10% r/r, przy 73% wzroście przychodów ze sprzedaży sprzętu.
- Nieznaczny spadek bazy kosztowej przez mniejsze koszty techniczne i rozliczeń międzyoperatorskich (459 mln PLN vs. 551 mln PLN – wynik przejęcia Midasa).
- Korzystny efekt sprzedaży praw do EURO'16 dla TVP (założyliśmy 15 mln PLN zysku).

- Wzrost przychodów gotówkowych ze sprzedaży o 11% r/r vs. wynik pro forma w 3Q'15 (102,2 mln PLN vs. 92,5 mln PLN) – spółka wskazuje na pogorszenie się kondycji rynku reklamy głównie przez niższe nakłady od sektora finansowego.
- Stabilna r/r baza kosztowa bez amortyzacji vs. proforma (na poziomie 68,4 mln PLN).
- Koszty jednorazowe: 0,5 mln PLN (opcje pracownicze).

- Dynamiczny wzrost obrotów, głównie przez rynek izraelski (1011 vs. 898 mln PLN).
- Spadek EBIT na rynku polskim do 68 mln PLN (vs. 84 mln PLN) w wyniku słabych wyników spółki matki (EBIT jednostki dominującej jedynie 44,3 mln PLN vs. 63,7 mln PLN rok wcześniej).
- Negatywna zmiana r/r na rynku wschodnioeur. (EBIT w 3Q'16 = 0,3 mln PLN vs. 15,3 mln PLN rok wcześniej).

- Wzrost obrotów na rynkach zagranicznych (poza DACH) zniweluje spadek obrotów z sektora publicznego w Polsce.
- Marża brutto ze sprzedaży niższa r/r (24% vs. 26%) w wyniku wzrostu zatrudnienia.
- Koszty SG&A na poziomie 53,0 mln PLN vs. 54,2 mln PLN rok wcześniej i 56,8 mln PLN w 2Q'16.
- Poprawa linii EBITDA r/r o 9%, ale wyższa r/r amortyzacja stąd wynik EBIT nieco r/r.

- Spadek rezultatów spółki na każdej linii rachunku wyników jest pochodną wysokiej bazy (3Q'16 był drugim kwartałem sprzedaży gry *Wiedźmin 3: Dziki Gon*).
- Oczekujemy, że narzut kosztów SG&A wzrośnie o 7,8% r/r do 35% w 3Q'16, co powinno być pochodną zwiększonych wydatków na promocję gry *Gwint: Gra Karciana*.
- Biorąc pod uwagę szacowane wyniki 9M'16 dokonana zostanie rewizja naszych prognoz całorocznych.

## Przemysł

<b>Alumetal</b>					<b>wyniki:</b>	
<b>Jakub Szkopek</b>					<b>03-11-2016</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>3Q'16P</b>	<b>3Q'15</b>	<b>r/r</b>	<b>2016P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	334,4	351,3	-5%	1361,4	73%	
EBITDA	30,3	34,3	-12%	124,0	78%	
marża EBITDA	9,0%	9,8%		9,1%		
EBIT	22,1	29,2	-24%	97,1	81%	
Zysk netto	20,6	27,7	-26%	93,2	81%	

<b>Amica</b>					<b>wyniki:</b>	
<b>Jakub Szkopek</b>					<b>15-11-2016</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>3Q'16P</b>	<b>3Q'15</b>	<b>r/r</b>	<b>2016P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	616,3	532,4	16%	2503,6	71%	
EBITDA	52,9	49,7	6%	209,8	70%	
marża EBITDA	8,6%	9,3%		8,4%		
EBIT	46,9	43,9	7%	172	68%	
Zysk netto	35,1	31,7	11%	126,5	67%	

<b>Apator</b>					<b>wyniki:</b>	
<b>Jakub Szkopek</b>					<b>10-11-2016</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>3Q'16P</b>	<b>3Q'15</b>	<b>r/r</b>	<b>2016P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	197,3	191,6	3%	838,4	74%	
EBITDA	36,3	32,2	13%	131,2	70%	
marża EBITDA	18,4%	16,8%		15,6%		
EBIT	27,7	24,3	14%	96,6	69%	
Zysk netto	21,1	18,8	12%	71,3	68%	

<b>Boryszew</b>					<b>wyniki:</b>	
<b>Jakub Szkopek</b>					<b>11-11-2016</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>3Q'16P</b>	<b>3Q'15</b>	<b>r/r</b>	<b>2016P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	1461	1293,2	13%	6533,1	66%	
EBITDA	73,1	67,9	8%	358,7	80%	
marża EBITDA	5,0%	5,3%		5,0%		
EBIT	43,1	37,9	14%	232,4	85%	
Zysk netto	15,4	1,2	12x	112,4	74%	

<b>Elemental</b>					<b>wyniki:</b>	
<b>Jakub Szkopek</b>					<b>10-11-2016</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>3Q'16P</b>	<b>3Q'15</b>	<b>r/r</b>	<b>2016P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	246	207,9	18%	928,2	75%	
EBITDA	17,7	16,1	10%	70,2	79%	
marża EBITDA	7,2%	7,7%		7,0%		
EBIT	15,5	13,3	17%	61,8	79%	
Zysk netto	13,0	14,8	-12%	48,7	90%	

<b>Ergis</b>					<b>wyniki:</b>	
<b>Jakub Szkopek</b>					<b>14-11-2016</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>3Q'16P</b>	<b>3Q'15</b>	<b>r/r</b>	<b>2016P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	171,0	166,0	3%	689,9	76%	
EBITDA	14,9	10,6	41%	60,1	81%	
marża EBITDA	8,7%	6,4%		8,7%		
EBIT	8,5	4,2	104%	34,7	85%	
Zysk netto	5,4	2,1	160%	23,7	95%	

<b>Famur</b>					<b>wyniki:</b>	
<b>Jakub Szkopek</b>					<b>14-11-2016</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>3Q'16P</b>	<b>3Q'15</b>	<b>r/r</b>	<b>2016P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	184,9	178,7	3%	755,0	91%	
EBITDA	62,1	50,7	22%	205,3	93%	
marża EBITDA	33,6%	28,4%		27,0%		
EBIT	27,9	11,7	139%	62,6	147%	
Zysk netto	18,6	11,3	65%	49,8	138%	

<b>Forte</b>					<b>wyniki:</b>	
<b>Jakub Szkopek</b>					<b>14-11-2016</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>3Q'16P</b>	<b>3Q'15</b>	<b>r/r</b>	<b>2016P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	245,0	224,2	9%	1097,3	72%	
EBITDA	38,3	26,8	43%	167,3	72%	
marża EBITDA	15,6%	11,9%		15,2%		
EBIT	32,6	21,9	49%	144,7	72%	
Zysk netto	25,3	23,4	8%	111,5	71%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W 3Q'16 oczekujemy, że wysoka baza rezultatów nie pozwoli na poprawę zeszlórocznego rezultatu. Oczekujemy, że ujemna dynamika utrzyma się również w 4Q'16.
- W 3Q'16 negatywny wpływ na marżę będzie miał naszym zdaniem spadek marż benchmarkowych na przerobie aluminium z recyklingu oraz koszty rozruchu nowego zakładu na Węgrzech.
- W 3Q'16 oczekujemy pozytywnej dynamiki wyników finansowych przez konsolidację przejętego na początku roku brytyjskiego podmiotu CDA.
- Zakładamy natomiast dynamiki niższej niż w 2Q'16 z uwagi na negatywny wpływ osłabienia GBP do innych walut.
- W 3Q'16 oczekujemy rosnących r/r wyników w segmencie opomiarowania gazu oraz wody. Oczekujemy również, że dynamika sprzedaży eksportowej będzie wyższa niż krajowej.
- Słabe rezultaty mogą utrzymywać się w Apator Rector.
- Wyniki 3Q'16 rozstrzygną zasadność całorocznej prognozy zarządu.
- W 3Q'16 oczekujemy dalszej poprawy wyników w segmencie Automotive dzięki czasowym podwyżkom uzyskanym od koncernu VW.
- Poprawie rezultatów w 3Q'16 sprzyja niska baza roku ubiegłego.
- W 3Q'16 oczekujemy utrzymującej się dobrej koniunktury w segmencie katalizatorów oraz płytek PCB.
- Spodziewamy się stabilnych wolumenów sprzedaży i marż w segmencie metali kolorowych.
- Wyniki powinny uwiarygodnić całoroczną EBITDA na poziomie 75 mln PLN.
- Ergis w 3Q'16 korzystać będzie z niskiej bazy porównawczej, która według naszych szacunków potrwa do końca 2016 rok.
- Spółce sprzyjać będzie mniejsza zmienność cen surowców w porównaniu do 3Q'15.
- W 3Q'16 Famur w dalszym ciągu korzystał na problemach w jakie wpadła Grupa Kopper.
- Oczekujemy wyraźnie lepszych r/r wyników, również dzięki efektowi niskiej bazy.
- Po wynikach rynek może spekulować, że całoroczna EBITDA sięgnie nawet 250 mln PLN.
- Według raportu bieżącego szacunkowa wysokość EBIT Forte w 3Q'16 wyniosła 32,6 mln PLN, a przychodów w 245 mln PLN.



## Przemysł

Impexmetal				wyniki:	
Jakub Szkopek				10-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	798,1	734,6	9%	3426,1	66%
EBITDA	49,6	45,0	10%	181,6	87%
marża EBITDA	6,2%	6,1%		5,0%	
EBIT	33,4	32,2	4%	125,0	92%
Zysk netto	24,1	21,2	14%	99,4	86%

Kruszwica				wyniki:	
Jakub Szkopek				14-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	504,1	572,5	-12%	2167,1	73%
EBITDA	19,0	41,2	-54%	70,5	61%
marża EBITDA	3,8%	7,2%		3,3%	
EBIT	8,8	31,0	-72%	39,2	46%
Zysk netto	7,4	24,3	-69%	31,5	44%

Mangata (daw. Zetkama)				wyniki:	
Jakub Szkopek				10-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	129,8	90,7	43%	600,7	71%
EBITDA	23,4	13,8	69%	96,5	73%
marża EBITDA	18,0%	15,2%		16,1%	
EBIT	17,9	11,2	60%	73,9	73%
Zysk netto	14,7	9,8	49%	61,2	73%

Pfleiderer Group				wyniki:	
Jakub Szkopek				09-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	246,8	244,4	1%	1000,4	71%
EBITDA	26,0	26,7	-3%	134,2	57%
marża EBITDA	10,5%	10,9%		13,0%	
EBIT	9,5	15,1	-37%	66,8	38%
Zysk netto	-0,3	1,1	-	23,2	29%

Tarczyński				wyniki:	
Jakub Szkopek				10-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	161,1	144,9	11%	619,7	74%
EBITDA	17,0	16,3	4%	53,7	75%
marża EBITDA	10,6%	11,3%		9,0%	
EBIT	10,6	10,5	1%	28,2	75%
Zysk netto	7,1	6,9	3%	17,4	75%

UNIWHEELS				wyniki:	
Jakub Szkopek				09-11-2016	
(mln EUR)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	105,3	103,1	2%	451,8	73%
EBITDA	14,3	13,7	4%	67,6	75%
marża EBITDA	13,5%	13,3%		15,0%	
EBIT	10,3	10,0	2%	48,2	80%
Zysk netto	10,1	8,5	19%	46,5	84%

Vistal Gdynia				wyniki:	
Jakub Szkopek				14-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	111,8	101,4	10%	456,8	69%
EBITDA	9,5	9,2	4%	49,8	70%
marża EBITDA	8,5%	9,1%		11,0%	
EBIT	5,9	5,5	8%	34,2	69%
Zysk netto	4,6	1,3	245%	18,7	92%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Oczekujemy dalszej poprawy wyników w aluminium w 3Q'16.
- Wyniki 3Q'16 powinny potwierdzić wysokie zaawansowanie całorocznej prognozy.

- Spodziewamy się spadających wyników finansowych w 3Q'16 z uwagi na słabe zbiory rzepaku i spadającą marżę na przerobie ziarna na rynku lokalnym.
- W związku z wyższymi cenami ziarna prawdopodobnie wzrośnie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

- W 3Q'16 Zetkama utrzyma pozytywną dynamikę z 1H'16.
- Wyniki będą wspierane przez przejęcie aktywów Kuźni Polskiej na początku 2016 roku.
- Wyniki 3Q'16 uwiarygodnią całoroczną prognozę Zarządu.

- W 3Q'16 na wyniki negatywny wpływ będzie miała rezerwa na świadczenia emerytalne w kwocie 7,3 mln EUR.
- Bez wpływu czynników jednorazowy po 3Q całoroczna nasza prognoza byłaby wykonana w 75% na poziomie EBITDA.

- W 3Q'16 oczekujemy 13% r/r wzrostu wolumenu sprzedaży, co częściowo zneutralizuje negatywny efekt drożającego surowca mięsnego.
- Zakładamy wydatki reklamowe na poziomie ok. 1 mln PLN.
- W 3Q'16 nie będzie jeszcze widoczna znacząca sprzedaż do sieci Biedronka.

- Oczekujemy wzrostu wolumenu sprzedaży w 3Q'16 o 10,4% r/r. Przychody 3Q'16 znajdować się będą pod presją niższych r/r średnich cen aluminium.
- Oczekujemy wysokiej, dwucyfrowej dynamiki wzrostu wyniku netto i brutto z uwagi na pozytywne różnice kursowe wynikające z umocnienia PLN do EUR.

- W 3Q'16 pozytywny wpływ na wynik będzie miała realizacja kontraktu offshore za 75 mln PLN.
- Pozytywnie na wynik (+2,5 mln PLN) wpłynie wycena kredytu w EUR.

## Budownictwo

### Mieszane wyniki sektora

- Spośród 10 analizowanych przez nas spółek budowlanych liczymy na wyraźny wzrost wyników w czterech: Budimex, Unibep, Trakcja, Ulma. W pozostałych sześciu (Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, ZUE) spodziewamy się zauważalnego spadku zysku.
- W 3Q'16 szacujemy łącznie około 14% spadek EBITDA sektora (pomijając Budimex, który osiągnie ok. 80% wzrost) vs. wzrost o 2% w 2Q'16.
- W spółkach wyspecjalizowanych w budownictwie kolejowym liczymy na nominalnie dobre wyniki Trakcji, pomimo zawiązanej rezerwy na odprawy pracownicze. Wysoka baza oraz słaby backlog raczej nie pozwolą na uzyskanie dobrych wyników w Torpolu i ZUE.

Budimex Piotr Zybala	akumuluj			wyniki:	
	225,60 PLN			26-10-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	1659,0	1474,8	12%	5625,1	73%
Zysk brutto ze sprz.	179,5	144,8	24%	629,1	76%
EBITDA	136,5	75,6	80%	415,0	79%
EBIT	129,9	70,2	85%	391,4	79%
marża	7,8%	4,8%		7,0%	
Zysk brutto	131,4	68,7	91%	401,1	78%
Zysk netto	105,0	54,6	92%	320,3	78%

Elektrobudowa Piotr Zybala	kupuj			wyniki:	
	166,50 PLN			14-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	301,9	339,5	-11%	1052,3	79%
Zysk brutto ze sprz.	26,2	27,3	-4%	98,6	76%
EBITDA	23,2	22,5	3%	86,4	62%
EBIT	19,7	18,9	4%	72,8	59%
marża	6,5%	5,6%		6,9%	
Zysk brutto	19,2	19,5	-2%	70,7	67%
Zysk netto	15,0	16,5	-9%	55,1	69%

Erbud Piotr Zybala	kupuj			wyniki:	
	36,00 PLN			14-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	424,4	495,7	-14%	1620,5	76%
Zysk brutto ze sprz.	32,3	43,5	-26%	123,5	72%
EBITDA	13,7	19,5	-30%	66,3	83%
EBIT	11,3	17,1	-34%	55,3	85%
marża	2,7%	3,5%		3,4%	
Zysk brutto	9,8	15,6	-37%	49,4	19%
Zysk netto	7,0	10,8	-35%	35,6	-11%

Unibep Piotr Zybala	trzymaj			wyniki:	
	12,10 PLN			10-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*
Przychody	398,6	308,7	29%	1398,3	64%
Zysk brutto ze sprz.	20,6	12,7	62%	81,1	66%
EBITDA	14,7	8,1	81%	51,6	67%
EBIT	12,5	6,0	108%	43,6	64%
marża	3,1%	2,0%		3,1%	
Zysk brutto	11,4	8,9	29%	43,5	68%
Zysk netto	8,8	5,9	50%	33,3	68%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W budownictwie kubaturowym kolejny kwartał wysokiej dynamiki wyników w Unibepie, który korzysta na koniunkturze w mieszkaniówce. W Erbudzie spodziewamy się przeciętnych zysków.
- Spółki budownictwa elektroenergetycznego mają wyraźnie niższe portfele zamówień r/r i wysoką bazę do pobicia. Pomimo spodziewanego spadku zysku r/r liczymy na nominalnie dobre wyniki w Elektrobudowie i relatywnie słabe w Elektrotimie.
- Ze spółek świadczących usługi dla budownictwa, lepiej pod względem wyceny prezentuje się Herkules. To jednak Ulma ma większą szansę na pobicie niskiej bazy wyników z 3Q'15. Powtórzenie bardzo dobrych ubiegłorocznych wyników może być poza zasięgiem Herkulesa.
- Kwotę wypracowanego w 3Q'16 zysku netto (105 mln PLN) Budimex już podał, stąd ewentualne zaskoczenia podczas publikacji wyników mogą dotyczyć ich struktury.
- Szacujemy dobrą ok. 10-11% marżę brutto ze sprzedaży segmentu budowlanego oraz 21% marży w deweloperce.
- Otoczenie w sektorze sprzyja rentowności spółki, stąd widzimy szansę na utrzymanie obecnych marż w ostatnim kwartale roku. W powyższym scenariuszu ZN Budimeksu może o 5-10% przekroczyć naszą prognozę na 2016 r.
- Szacujemy kontynuację ujemnej dynamiki na przychodach, w podobnym tempie jak w 1H'16.
- Po wyjątkowo mocnym 2Q'16 szacujemy powrót marż w okolice ubiegłorocznej średniej.
- Czynniki ryzyka (i szanse) związane z (1) kontraktami z PSE, (2) finalnym rozliczeniem Tychów, (3) sporem z NCS, (4) sporem z ZUE, mogą przejść na 2017 r.
- Zakładając brak zdarzeń jednorazowych w 3Q i 4Q prognoza ZN'16 jest ambitna ale realna.
- Ubiegłoroczna baza wyników jest wysoka. 3Q był najlepszym kwartałem 2015 r., bardzo trudnym do powtórzenia w tym roku.
- Duże kontrakty pozyskane w ostatnich tygodniach przez spółkę istotnie wpłyną na wyniki dopiero w 2017 r. W 2H'16 spodziewamy się spadku przychodów Erbudu.
- Nie widzimy ryzyka dla naszych prognoz wyników 2016 r. (oczyszczonych o sprzedaż Budleksu, która obniżyła wynik netto Erbudu o 36,2 mln PLN w 2Q'16).
- Oczekujemy kolejnego kwartału znacznej poprawy wyników finansowych Unibepu, będącej pochodną wzrostu przychodów.
- Za poprawę będzie głównie odpowiadać segment kubaturowy przy zbliżonym wyniku w drogach i modułach.
- W prognozach zakładamy ok. 2 mln PLN rezerw związanych z działalnością na rynku niemieckim.
- Spodziewamy się dalszej poprawy wyników w sezonowo mocnym 4Q i realizacji naszej całorocznej prognozy ZN.

## Deweloperzy

### Silna mieszkaniówka, słabiej w komercji

- Wyniki większości deweloperów mieszkaniowych silnie wzrosną kolejny kwartał z rzędu. Słabiej wyglądają perspektywy deweloperów komercyjnych w związku z osłabieniem kursu EUR/PLN w 3Q'16.
- Szacujemy, że 8 na 11 analizowanych spółek rozliczyło w wynikach finansowych 3Q'16 więcej lokali niż w wynikach 3Q'15 (Atal +80%, Budimex +340%, Dom Development +5%, JWC +581%, LC Corp +38%, Lokum +102%, Marvipol +867%, Ronson +32%). Spadek r/r przekazania miał miejsce w Polnordzie -29%, Robygu -35%, Vantage -24%.
- Zagregowana liczba przekazania wzrosła o 38% r/r.

Capital Park Piotr Zybala		trzymaj 6,50 PLN			wyniki: 15-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	30,1	19,5	54%	124,5	68%	
Zysk brutto ze sprz. marża	24,4	14,5	68%	93,4	71%	
	81,0%	74,5%		75,0%		
EBIT bez rew. i SOP	21,3	10,8	97%	80,6	67%	
rewaluacja	-57,2	14,6	-	-20,8	-	
EBIT	-35,6	26,3	-	59,8	73%	
Zysk brutto	-23,8	3,1	-	28,0	-54%	
Zysk netto	-19,3	4,1	-	14,1	-95%	

Dom Dev. Piotr Zybala		kupuj 69,50 PLN			wyniki: 25-10-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	218,5	193,9	13%	1116,4	53%	
Zysk brutto ze sprz. marża	48,8	37,4	31%	257,8	50%	
	22,3%	19,3%		23,1%		
EBIT	23,3	13,2	76%	155,5	35%	
Zysk brutto	22,6	12,4	83%	155,5	34%	
Zysk netto	18,3	9,5	92%	125,9	33%	

Echo Inv. Piotr Zybala		trzymaj 2,73 PLN			wyniki: 29-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	88,2	135,8	-35%	778,7	47%	
Zysk brutto ze sprz. marża	22,6	80,5	-72%	383,2	44%	
	25,7%	59,3%		49,2%		
EBIT bez rew.	-9,4	58,9	-	302,7	3%	
rewaluacja	-17,5	54,0	-	58,2	632%	
EBIT	-26,8	112,9	-	360,9	105%	
Zysk brutto	-16,1	60,5	-	247,5	39%	
Zysk netto	-13,1	50,3	-	222,8	128%	

GTC Piotr Zybala		trzymaj 8,20 PLN			wyniki: 28-11-2016	
(mln EUR)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	29,9	28,0	7%	121,4	73%	
Zysk brutto ze sprz. marża	22,5	19,5	16%	86,5	75%	
	75,3%	69,6%		71,3%		
EBIT bez rew. i SOP	19,3	16,1	20%	72,8	75%	
rewaluacja	11,2	-0,6	-	43,3	82%	
EBIT	30,4	15,4	97%	116,1	77%	
Zysk brutto	22,8	10,8	111%	85,7	80%	
Zysk netto	66,7	10,4	538%	77,6	131%	

Robyg Piotr Zybala		kupuj 3,40 PLN			wyniki: 17-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	87,5	194,3	-55%	541,9	53%	
Zysk brutto ze sprz. marża	20,4	29,9	-32%	107,2	54%	
	23,4%	15,4%		19,8%		
Zysk z JV	7,9	3,3	138%	46,9	78%	
EBIT	14,9	21,0	-29%	106,6	53%	
Zysk brutto	11,9	18,8	-37%	98,2	49%	
Zysk netto	11,6	43,1	-73%	84,0	58%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Szacujemy, że 36% wszystkich tegorocznych przekazania lokali będzie miało miejsce w 4Q, który będzie wynikowo zdecydowanie najmocniejszym kwartałem roku i dla większości spółek również lepszym r/r.
- Nominalnie najwyższych wyników finansowych wśród deweloperów mieszkaniowych oczekujemy w JWC (ok. 25 mln PLN), Atalu (ok. 20 mln PLN) oraz Dom Development (18 mln PLN). Wynik LC Corp prawdopodobnie będzie ujemny w związku z niską liczbą przekazania i ujemną wyceną nieruchomości komercyjnych. Nasza całoroczna prognoza nie jest jednak zagrożona.
- Wśród deweloperów komercyjnych dobrych wyników finansowych spodziewamy się jedynie w GTC. Wyniki Echo Investment, Capital Park oraz BBI Development będą obciążone różnicami kursowymi.
- Prognozujemy około 68% wzrost NOI r/r. W ujęciu q/q przyrost będzie już umiarkowany, gdyż w 3Q żadne nowe nieruchomości nie były oddawane do użytku.
- Negatywny wpływ osłabienia kursu EUR/PLN o 2,6% w 3Q'16 szacujemy na ok. 25 mln PLN.
- Szacujemy, że nasza całoroczna prognoza NOI oraz EBIT będzie zrealizowana po 9M'16 w 71-73% i pozostaje aktualna. Mamy natomiast obawę o realizację naszej prognozy zysku netto w związku z niedoszacowaniem kosztów finansowych spółki.
- Mimo niewielkiego wzrostu liczby przekazanych mieszkań (500 szt., +5% r/r) wynik 3Q'16 powinien być około 2x wyższy względem 2Q'15, co wynika z wyższej wartości jednostkowej rozliczanych mieszkań (437 tys. PLN) oraz wyższych marż deweloperskich (22,3%).
- Nie zakładamy problemów z realizacją przez Dom naszej prognozy rocznej. Niemal połowa rozliczonych w tym roku mieszkań przejdzie przez wynik w ostatnim kwartale.
- Na poziomie przychodów i zysku brutto ze sprzedaży zobaczymy brak przychodów z wynajmu pow. komercyjnej.
- Prawie całość przychodów Echo pochodzi od 3Q'16 z segmentu mieszkaniowego.
- Koszty SG&A pozostaną na wysokim poziomie w związku z obsługą ostatnich transakcji na portfelu aktywów.
- Negatywny wpływ osłabienia kursu EUR/PLN o 2,6% w 3Q'16 szacujemy na poziomie ok. 25-30 mln PLN.
- Zakładamy dodatnią rewaluację nieruchomości w budowie na poziomie ok. 20 mln PLN.
- Po uwzględnieniu w wynikach tegorocznych akwizycji, szacujemy wzrost NOI o około 6% q/q i 17% r/r.
- Zakładamy 12 mln EUR dodatniej rewaluacji – głównie efekt wzrostu zaawansowania budowy Galerii Północnej.
- Silny wpływ na wyniki 3Q miało zapowiadane przez zarząd rozwiązanie rezerwy na podatek odroczonej w kwocie 48 mln EUR (nie uwzględnione w rocznej prognozie).
- Nasza prognoza na 2016 r. jest zrealizowana w 75% na oczyszczonym EBIT oraz 80% na zysku brutto i ma szansę być przekroczona w związku z oczekiwanym mocnym 4Q.
- Prognozowany spadek wyników r/r jest efektem niższej liczby przekazania (-35% r/r). Ponadto wyniki 3Q'15 podwyższył one-off na podatku dochodowym.
- Szacujemy wyraźną poprawę marż w projektach realizowanych samodzielnie.
- Dzięki lepszej rentowności widzimy szansę na przekroczenie naszej prognozy ZN'16. W ostatnim kwartale spółka powinna przekazać rekordowe ok. 1200 lokali.

## Handel, Inne

- Oczekujemy kontynuacji trendów w Eurocash (trudna sytuacja na rynku C&C, problemy z siecią Delikatesy Centrum), Jeronimo Martins (kontynuacja poprawy lfl) oraz AmRest (dalszy wzrost efektywności sprzedaży).

<b>AmRest</b>		redukuj			wyniki:	
<b>Piotr Bogusz</b>		236,00 PLN			07-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	1157,6	861,2	34%	4196,3	71%	
Zysk brutto na sprz.	208,1	156,8	33%	734,1	71%	
marża	18,0%	18,2%		17,5%		
EBITDA	152,7	123,5	24%	526,6	74%	
marża EBITDA	13,2%	14,3%		12,5%		
EBIT	81,3	67,9	20%	254,6	75%	
Zysk brutto	69,0	56,2	23%	209,4	76%	
Zysk netto	54,7	65,2	-16%	174,8	75%	

<b>CCC</b>		trzymaj			wyniki:	
<b>Piotr Bogusz</b>		181,00 PLN			10-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	737,9	512,4	44%	3214,9	66%	
Zysk brutto na sprz.	389,4	270,7	44%	1714,2	66%	
marża	52,8%	52,8%		53,3%		
EBITDA	69,2	37,2	86%	461,2	50%	
marża EBITDA	9,4%	7,3%		14,3%		
EBIT	52,2	24,3	115%	387,5	48%	
Zysk brutto	44,6	18,8	137%	347,5	50%	
Zysk netto	34,3	22,6	52%	265,4	55%	

<b>Eurocash</b>		trzymaj			wyniki:	
<b>Piotr Bogusz</b>		42,70 PLN			10-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	5620,2	5486,6	2%	21369	74%	
Zysk brutto na sprz.	577,5	530,8	9%	2129,4	75%	
marża	10,3%	9,7%		10,0%		
EBITDA	137,9	135,1	2%	522,4	57%	
marża EBITDA	2,5%	2,5%		2,4%		
EBIT	101,4	97,7	4%	371,5	48%	
Zysk brutto	94,1	88,1	7%	321,1	50%	
Zysk netto	76,5	70,1	9%	254,9	51%	

<b>Jeronimo Martins</b>		redukuj			wyniki:	
<b>Piotr Bogusz</b>		14,90 EUR			21-10-2016	
(mln EUR)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	3726,7	3531,0	6%	14484	74%	
Zysk brutto na sprz.	797,1	758,0	5%	3111,7	73%	
marża	21,4%	21,5%		21,5%		
EBITDA	239,7	225,0	7%	875,1	72%	
marża EBITDA	6,4%	6,4%		6,0%		
EBIT	162,0	149,0	9%	548,1	74%	
Zysk brutto	159,3	149,0	7%	545,4	56%	
Zysk netto	112,2	103,0	9%	384,4	74%	

<b>LPP</b>		kupuj			wyniki:	
<b>Piotr Bogusz</b>		5 500 PLN			14-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	1487,0	1261,5	18%	6006,8	69%	
Zysk brutto na sprz.	695,7	663,2	5%	2991,6	66%	
marża	46,8%	52,6%		49,8%		
EBITDA	44,2	162,6	-73%	589,0	33%	
marża EBITDA	3,0%	12,9%		9,8%		
EBIT	-17,1	106,8	-116%	339,8	2%	
Zysk brutto	-21,8	92,5	-124%	315,7	-1%	
Zysk netto	-21,8	79,7	-127%	260,0	1%	

<b>Work Service</b>		akumuluj			wyniki:	
<b>Paweł Szpigiel</b>		13,70 PLN			14-11-2016	
(mln PLN)	3Q'16P	3Q'15	r/r	2016P	YTD*	
Przychody	637,9	548,8	16%	2381,6	77%	
EBITDA	26,6	28,3	-6%	120,5	55%	
marża EBITDA	4,2%	5,2%		5,1%		
EBIT	22,2	25,3	-12%	106,6	51%	
Zysk brutto	15,0	18,7	-20%	86,6	38%	
Zysk netto	4,9	8,1	-40%	47,4	17%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Negatywnie na wyniki wpłynęły wzmocniona konkurencja (w LPP intensywne wyprzedaże w VII-VIII'16) oraz niesprzyjające warunki pogodowe IX'16 (słaba sprzedaż CCC w pierwszych cenach).

- Opublikowane wstępne wyniki sprzedażowe spółki potwierdzają kontynuację pozytywnego trendu w sprzedaży porównywalnej.
- Szacujemy, że marża EBITDA zmniejszy się o 1,1 p.p. r/r do 13,2% (efekt presji na marżę w Polsce, Hiszpanii oraz negatywny wpływ konsolidacji kawiarni Starbucks w Niemczech; zakładamy wzrost rentowności innych krajach CEE).
- Zysk netto 3Q'15 zaburzony został przez pozytywny efekt podatkowy (rozliczenie straty biznesu z USA).

- Umiarkowana skala wyprzedaży oraz relatywnie słaba sprzedaż w IX'16 przełożą się na brak wzrostu marży brutto na sprzedaży r/r.
- Oczekujemy, że koszty SG&A/mkw. wzrosną o 2,2% r/r do 322 PLN/mkw. Łączne koszty SG&A szacujemy na 341 mln PLN.
- Szacujemy, że Eobuwie.pl wygenerowało około 13 mln PLN zysku operacyjnego w 3Q'16.

- Oczekujemy utrzymania się presji na wyniki sprzedażowe w segmencie C&C (zmniejszające się lfl, szacowane przychody +3,4% r/r) oraz w sieci Delikatesy Centrum (zakładany brak otwarć oraz spadek sprzedaży/sklep o 1%).
- Spółka powinna poprawić marżę brutto na sprzedaży o 0,6 p.p. r/r do 10,3% w 3Q'16.
- Oczekujemy wzrostu narzutu kosztów SG&A o 0,6 p.p. do 8,12%.
- Wydatki na nowe projekty szacujemy na 20 mln PLN.

- W 3Q'16 spółka zaksięguje 230 mln EUR z tytułu zysku ze sprzedaży 100% udziałów w Monterroio (zysk nie podlega opodatkowaniu).
- Zaprezentowana oczyszczona liczby.
- Oczekujemy kontynuacji pozytywnego trendu w poprawie sprzedaży/mkw. (jednak w niższym tempie niż w 2Q'16: +5,5% w 3Q'16 vs. +9,3% w 2Q'16).
- Wzrost efektywności sprzedaży powinien zniwelować efekt spadku rentowności sprzedaży oraz wzrostu kosztów wynagrodzeń.

- Zgodnie z danymi miesięcznymi oczekujemy wzrostu przychodów o 18% r/r w 3Q'16 oraz zmniejszenia marży brutto na sprzedaży o 5,8p.p. do 46,8% w 3Q'16.
- Wzrost kosztów wynagrodzeń oraz dodatkowe inwestycje powinny wpłynąć na zwiększenie się wskaźnika SG&A/mkw. o 10,3% r/r do 256 PLN.
- Uwzględniamy 26 mln PLN rezerwy na zamknięcie sklepów marki Tallinder.
- Nie uwzględniamy efektu różnic kursowych.
- Ze względu na stratę nie naliczamy podatku.

- Dynamiczny wzrost obrotów na rynku polskim o 15% r/r.
- Wyniki rynku niemieckiego ciągle w spadkowych trendzie r/r, rentowność zysku ze sprzedaży nieco niższa r/r (10,9% vs. 11,3%).
- Duże koszty SG&A na poziomie 47,4 mln PLN. Wysokie koszty finansowe (8,5 mln PLN netto).
- Efektywna stopa podatkowa na poziomie 35%.
- Wysoki udział akcjonariuszy mniejszościowych w zysku netto (na poziomie 50%).

## 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	2016-05-24	55,40	75,93	47,25	+60,7%	14,3	134,2		
BZ WBK	trzymaj	2016-08-03	301,25	305,10	309,35	-1,4%	14,1	13,9		
GETIN NOBLE BANK	kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	1,33	-27,8%	33,9	18,5		
HANDLOWY	trzymaj	2016-10-05	78,08	75,32	74,50	+1,1%	15,7	16,2		
ING BSK	sprzedaj	2016-10-05	146,90	119,38	140,50	-15,0%	19,2	17,4		
MILLENNIUM	kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	5,81	+20,5%	12,9	10,3		
PEKAO	trzymaj	2016-08-03	124,75	127,42	120,50	+5,7%	15,4	15,0		
PKO BP	kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	25,55	+23,8%	11,1	10,3		
KOMERCNI BANKA	kupuj	2016-09-29	834,90	980 CZK	897,80	+9,2%	13,2	14,4		
ERSTE BANK	kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	28,58	+13,2%	10,7	9,6		
RBI	kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	14,71	+16,6%	15,9	5,3		
OTP BANK	redukuje	2016-10-05	7498	6487 HUF	7590	-14,5%	11,7	9,5		
<b>Ubezpieczyciele</b>										
PZU	kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	26,05	+62,9%	9,6	8,0		
<b>Usługi finansowe</b>										
KRUK	trzymaj	2016-08-03	219,10	211,44	227,35	-7,0%	16,7	14,2		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	36,48	+28,2%	10,1	10,2		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	33,60	+25,6%	8,8	7,7		
<b>Paliwa, Chemia</b>										
CIECH	trzymaj	2016-02-02	80,00	74,35	66,20	+12,3%	7,9	9,5	5,4	5,7
GRUPA AZOTY	trzymaj	2016-08-30	64,79	65,50	62,36	+5,0%	12,2	15,5	6,1	7,1
LOTOS	trzymaj	2016-04-19	28,09	26,50	29,95	-11,5%	10,0	9,2	5,7	5,7
MOL	trzymaj	2016-04-19	16420	16593 HUF	18285	-9,3%	16,5	11,7	5,1	4,3
PGNIG	akumuluj	2016-07-27	5,50	6,06	5,18	+17,0%	14,2	12,7	5,4	4,9
PKN ORLEN	redukuje	2016-04-19	71,18	59,00	70,15	-15,9%	7,9	9,1	5,0	5,6
POLWAX	kupuj	2016-02-02	15,70	23,24	17,40	+33,6%	7,3	7,3	5,9	5,6
SYNTHOS	trzymaj	2016-07-05	3,54	3,39	4,76	-28,8%	20,8	16,8	12,0	10,6
<b>Energetyka</b>										
CEZ	akumuluj	2016-10-04	436,0	496,8 CZK	468,1	+6,1%	13,4	15,7	6,7	7,1
ENEA	trzymaj	2016-10-04	8,45	8,81	9,72	-9,4%	5,5	6,2	4,4	4,5
ENERGA	kupuj	2016-10-04	7,40	9,20	8,13	+13,2%	278,6	6,6	4,3	4,2
PGE	trzymaj	2016-10-04	10,18	10,63	10,80	-1,6%	11,3	8,9	4,3	5,0
TAURON	kupuj	2016-10-04	2,55	3,03	2,65	+14,3%	8,6	4,7	4,2	4,5
<b>Telekomunikacja</b>										
NETIA	akumuluj	2016-06-08	5,05	5,30	4,85	+9,3%	-	-	4,5	5,1
ORANGE POLSKA	kupuj	2016-02-02	6,43	8,05	5,52	+45,8%	29,1	24,8	4,1	4,2
<b>Media</b>										
AGORA	kupuj	2016-10-05	10,65	12,60	10,58	+19,1%	-	-	6,7	6,4
CYFROWY POLSAT	redukuje	2016-09-13	24,25	21,80	23,55	-7,4%	16,5	14,5	7,4	7,1
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2016-06-02	46,00	50,00	55,60	-10,1%	20,2	17,7	13,8	12,3
<b>IT</b>										
ASSECO POLAND	trzymaj	2016-09-26	57,25	60,60	52,35	+15,8%	13,8	12,8	6,8	6,5
CD PROJEKT	sprzedaj	2016-08-03	34,00	26,50	39,77	-33,4%	33,6	52,3	23,8	37,7
COMARCH	kupuj	2016-08-16	166,00	200,00	183,85	+8,8%	22,9	17,2	9,1	8,0
SYGNITY	zawieszona	2013-02-05	16,80	-	5,80	-	-	-	-	-
<b>Górnictwo i Metale</b>										
KGHM	redukuje	2016-08-03	78,20	61,50	68,87	-10,7%	20,0	11,2	5,4	5,1
LW BOGDANKA	sprzedaj	2016-08-03	52,00	33,00	69,79	-52,7%	10,7	13,3	4,1	4,5
<b>Przemysł</b>										
ELEMENTAL	kupuj	2016-06-13	3,50	4,60	3,68	+25,0%	12,9	10,6	10,5	8,3
FAMUR	trzymaj	2016-04-06	2,57	2,20	4,34	-49,3%	43,0	24,9	9,9	8,7
KERNEL	trzymaj	2016-03-07	54,90	55,00	59,74	-7,9%	5,6	5,7	4,3	4,1
KĘTY	trzymaj	2016-07-01	318,90	291,10	383,50	-24,1%	14,4	17,5	10,7	10,2
UNIWHEELS	akumuluj	2016-10-19	205,00	224,20	204,20	+9,8%	12,7	9,9	9,3	7,5
VISTAL	kupuj	2016-02-02	8,00	15,40	9,59	+60,6%	7,3	6,3	7,2	6,8
<b>Budownictwo</b>										
BUDIMEX	akumuluj	2016-10-05	207,00	225,60	203,00	+11,1%	16,2	14,2	6,9	6,3
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2015-12-03	141,00	166,50	99,12	+68,0%	8,5	8,3	4,8	4,4
ERBUD	kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	29,21	+23,2%	10,5	9,5	5,1	4,8
UNIBEP	trzymaj	2016-09-06	11,79	12,10	10,63	+13,8%	11,2	9,0	7,0	5,8
<b>Developeperzy</b>										
CAPITAL PARK	trzymaj	2016-04-06	6,55	6,50	6,46	+0,6%	49,3	16,1	31,1	20,2
DOM DEVELOPMENT	kupuj	2016-05-30	54,40	69,50	60,00	+15,8%	11,8	9,9	9,6	8,0
ECHO	trzymaj	2016-04-06	6,52	2,73	5,03	-45,7%	9,3	8,6	15,3	12,8
GTC	trzymaj	2016-10-05	8,25	8,20	8,35	-1,8%	11,5	5,1	14,0	7,6
ROBYG	kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	2,96	+14,9%	9,3	9,9	8,5	9,2
<b>Handel</b>										
AMREST	redukuje	2016-09-16	252,00	236,00	237,50	-0,6%	28,8	24,6	11,7	9,6
CCC	trzymaj	2016-08-03	184,00	181,00	195,00	-7,2%	28,3	20,8	18,8	14,3
EUROCASH	trzymaj	2016-10-05	43,00	42,70	38,55	+10,8%	21,0	18,1	11,0	9,4
JERONIMO MARTINS	redukuje	2016-10-05	16,01	14,9 EUR	16,34	-8,8%	26,7	22,6	12,1	10,4
LPP	kupuj	2016-08-29	4549	5500	5606	-1,9%	39,6	20,8	18,9	11,9
<b>Inne</b>										
WORK SERVICE	akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	11,49	+19,2%	16,3	13,5	8,9	7,7

## Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	kupuj	akumuluj	12,60	2016-10-05
ASSECO POLAND	trzymaj	akumuluj	60,60	2016-09-26
BUDIMEX	akumuluj	kupuj	225,60	2016-10-05
CEZ	akumuluj	akumuluj	496,80 CZK	2016-10-04
ENEA	trzymaj	trzymaj	8,81	2016-10-04
ENERGA	kupuj	zawieszona	9,20	2016-10-04
EUROCASH	trzymaj	sprzedaj	42,70	2016-10-05
GTC	trzymaj	kupuj	8,20	2016-10-05
HANDLOWY	trzymaj	kupuj	75,32	2016-10-05
ING BSK	sprzedaj	redukuj	119,38	2016-10-05
JERONIMO MARTINS	redukuj	trzymaj	14,90 EUR	2016-10-05
KOMERCNI BANKA	kupuj	akumuluj	980,00 CZK	2016-09-29
OTP BANK	redukuj	trzymaj	6487,00 HUF	2016-10-05
PGE	trzymaj	kupuj	10,63	2016-10-04
TAURON	kupuj	kupuj	3,03	2016-10-04
UNIWHEELS	akumuluj	kupuj	224,20	2016-10-19

## Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	5,0%	1	5,0%
redukuj	6	10,0%	1	5,0%
trzymaj	21	35,0%	5	25,0%
akumuluj	7	11,7%	3	15,0%
kupuj	23	38,3%	10	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 księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. 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.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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

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

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 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, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeleiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robygy, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, PBKM, Stelmet. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku 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 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 stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

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

**Mateusz Choromański, CFA**  
tel. +48 22 697 47 44  
[mateusz.choromanski@mbank.pl](mailto:mateusz.choromanski@mbank.pl)

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

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

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

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

**Jędrzej Łukomski**  
tel. +48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
tel. +48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Wojciech Wysocki**  
tel. +48 22 697 48 46  
[wojciech.wysocki@mbank.pl](mailto:wojciech.wysocki@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

### Biuro Aktywnej Sprzedaży

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)