

wtorek, 14 lutego 2017 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 4Q 2016

Rynek akcji

Banki i usługi finansowe

Oczekujemy, że sektor bankowy w 4Q'16 zanotuje z jednej strony dalszą poprawę marży, zaś z drugiej sezonowo wyższe koszty czy saldo rezerw. W Erste Banku oczekujemy dodatkowo kosztów jednorazowych związanych ze zmniejszeniem podatku finansowego w Austrii. Oczekujemy, że pozytywnie zaskoczą wyniki PCM chociaż wzrost zysku netto nadal nie pozwoli na uruchomieniem programu menadżerskiego. Ponadto sądzimy, że PZU pokaże wskaźnik mieszany w segmencie komunikacyjnym poniżej 100%, co powinno wzmocnić pozytywny sentyment do spółki.

Paliwa, chemia

Pod presją nadal znajdować się będą wyniki Grupy Azoty, z kolei Synthos powinien korzystać z lepszego otoczenia w kauczukach. Ciech naszym zdaniem zaskoczy pozytywnie wynikami na tle rosnących kosztów surowców. Wyższe ceny ropy i gazu dzięki wykonanej optymalizacji kosztów w okresie dekonjunkury powinny zaowocować pozytywnymi zaskoczeniami w obszarze wydobycia w PGN i MOL.

Energetyka

Roczne konsensusy w sektorze energetycznym zostaną wykonane z nawiązką, co może skutkować podwyższaniem prognoz na rok 2017, szczególnie w przypadku Enei, Energi i PGE. Kluczowe powinny być komentarze zarządów dotyczące cen energii i węgla na rok 2018.

Telekomunikacja, media, IT

Według naszych szacunków łączna EBITDA analizowanych spółek sektora TMT spadła o nieco ponad 1% r/r. Słabe wyniki zanotuje Asseco Poland, m.in. ze względu na spadek obrotów w spółce matce. Zysk EBITDA Asseco South Eastern Europe będzie wyższy o ponad 18% R/R.

Przemysł i metale

W 4Q'16 oczekujemy, że 59% spółek przemysłowych poprawi r/r rezultaty, 24% pogorszy, a 17% będzie miało zbliżone r/r wyniki. Proporcja spółek poprawiających rezultaty w ujęciu r/r będzie zbliżona do trzech poprzednich kwartałów. Dobrych wyników oczekujemy w Apatorze, Forte, Elementalu oraz Uniwheels. Słabych rezultatów oczekujemy w Alumetalu, Mangacie i Vistalu. Na wyniki KGHM wpływ głównie będą miały potencjalne odpisy w KGHM International oraz na projekcie Sierra Gorda.

Budownictwo

Oczekujemy dobrych wyników 4Q w dużych spółkach z mocnym backlogiem (Budimex, Elektrobudowa, Unibep, Erbud). W sektorze kolejowym wzrost wyników w Torpolu, spadek w ZUE i zbliżony r/r wynik w Trakcji. Słabo mogą wypaść Elektrotim i Herkules, gdzie baza 2015 r. jest wysoka.

Deweloperzy

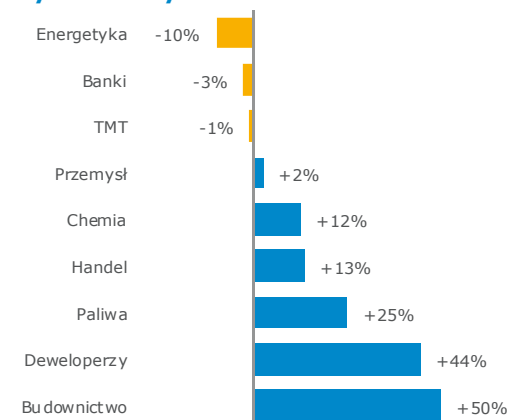
W 4Q'16 spodziewamy się wysokiej dynamiki wyników deweloperów mieszkaniowych dzięki większej liczbie przekazania mieszkań. Oczyszczony zysk netto najsilniej wzrośnie w Robygu (+160% r/r) oraz Archicomie (+108%). Dwucyfrowe wzrosty wystąpią ponadto w Dom (+29%) oraz LC Corp (+28% r/r). Liczymy na dodatnią rewaluację portfeli w GTC i Capital Park. Dobre wyniki w Echo, choć wysoka baza z 2015 r. jest poza zasięgiem.

Handel

Poprawiająca się sytuacja materialna konsumentów miała przełożenie na bardzo dobre odczyty sprzedaży detalicznej w 4Q'16 (w XI-XII odnotowano najwyższą dynamikę wskaźnika w 2016 roku na poziomie odpowiednio 6,6% oraz 6,4%). W 4Q'16 oczekujemy kontynuacji bardzo dobrych wyników w AmRest oraz Jeronimo Martins. Bardzo udany sezon sprzedażowy kolekcji jesień-zima 2017 w CCC powinien pozytywnie wpłynąć na rezultaty spółki w 4Q'16. Relatywnie słabe wyniki w 4Q'16 powinny pokazać LPP oraz Eurocash.

WIG 57 858
 Średnie P/E 2017 13,6
 Średnie P/E 2018 12,4
 Średni dzienny obrót (3 m-ce) ... 980 mln PLN

Dynamika wyników sektorów*



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

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
Asseco Poland	AmRest
Eurocash	CCC
Kruk	Ciech
Vistal Gdynia	Echo Investment
	PZU
	Robygu
	Uniwheels

Departament Analiz:

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

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

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

Piotr Zybala
 +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl

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

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

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



Spis treści

1. Banki	3
1.1. Alior Bank	3
1.2. Getin Noble Bank	3
1.3. Handlowy	3
1.4. Millennium	3
1.5. PKO BP	3
1.6. Erste Bank	3
1.7. OTP Bank	3
2. Usługi finansowe	4
2.1. PZU	4
2.2. Kruk	4
2.3. Prime Car Management	4
2.4. Skarbiec Holding	4
3. Paliwa, chemia	5
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
4. Energetyka, surowce	6
4.1. CEZ	6
4.2. Enea	6
4.3. Energa	6
4.4. PGE	6
4.5. Tauron	6
4.6. KGHM	6
5. Telekomunikacja, media, IT	7
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
6. Przemysł	8
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. Forte	8
6.8. Impexmetal	8
6.9. Kernel	9
6.10. Kęty	9
6.11. Kruszwica	9
6.12. Mangata	9
6.13. Pfeleiderer Group	9
6.14. Tarczyński	9
6.15. Uniwheels	9
6.16. Vistal	9
7. Budownictwo	10
7.1. Budimex	10
7.2. Elektrobudowa	10
7.3. Erbud	10
7.4. Unibep	10
8. Deweloperzy	11
8.1. Capital Park	11
8.2. Dom Development	11
8.3. Echo Investment	11
8.4. GTC	11
8.5. Robyng	11
9. Handel, inne	12
9.1. AmRest	12
9.2. CCC	12
9.3. Eurocash	12
9.4. Jeronimo Martins	12
9.5. LPP	12
9.6. PBKM	12
10. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	13
11. Statystyki rekomendacji	14

Banki

Dalszy wzrost marży odsetkowej

- W Polsce oczekujemy dalszego wzrostu NIM oraz sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych i salda rezerw.
- Jednoraz. koszty związane z bankrutwem BS Nadarzyn.

Alior Bank Michał Konarski	kupuj 71,50 PLN		wyniki: 09-03-2017		
(mln PLN)	4Q'16P	3Q'16	q/q	r/r	16P r/r
Wynik odsetkowy	501,2	490,5	2%	27%	24%
Wynik prowizyjny	75,4	76,2	-1%	-5%	-5%
WNDB	874,8	661,4	32%	53%	25%
Koszty operacyjne	-508,4	-297,1	71%	56%	24%
Saldo rezerw	-203,8	-199,0	2%	5%	12%
Zysk netto	87,0	86,9	0%	120%	8%

Getin Noble Michał Konarski	kupuj 2,14 PLN		wyniki: 24-03-2017		
(mln PLN)	4Q'16P	3Q'16	q/q	r/r	16P r/r
Wynik odsetkowy	327,4	328,9	0%	-3%	9%
Wynik prowizyjny	38,1	28,9	32%	-37%	-61%
WNDB	417,8	363,8	15%	7%	-6%
Koszty operacyjne	-213,7	-207,9	3%	-56%	-28%
Saldo rezerw	-163,8	-188,3	-13%	53%	49%
Zysk netto	48,5	-26,5	n.m.	n.m.	-90%

Handlowy Michał Konarski	akumuluj 85,00 PLN		wyniki: 14-02-2017		
(mln PLN)	4Q'16P	3Q'16	q/q	r/r	16P r/r
Wynik odsetkowy	244,5	247,3	-1%	1%	2%
Wynik prowizyjny	139,3	144,5	-4%	-9%	-10%
WNDB	478,1	511,6	-7%	-5%	0%
Koszty operacyjne	-293,7	-287,9	2%	-17%	-6%
Saldo rezerw	-17,1	-18,1	-5%	n.m.	n.m.
Zysk netto	114,6	144,9	-21%	-3%	-6%

Millennium Michał Konarski	trzymaj 5,81 PLN		wyniki: 06-03-2017		
(mln PLN)	4Q'16P	3Q'16	q/q	r/r	16P r/r
Wynik odsetkowy	385,7	383,0	1%	10%	10%
Wynik prowizyjny	144,3	150,2	-4%	3%	-5%
WNDB	593,2	590,0	1%	8%	-2%
Koszty operacyjne	-278,1	-277,8	0%	1%	6%
Saldo rezerw	-68,2	-53,5	28%	51%	63%
Zysk netto	123,3	138,8	-11%	132%	27%

PKO BP Michał Konarski	trzymaj 31,20 PLN		wyniki: 06-03-2017		
(mln PLN)	4Q'16P	3Q'16	q/q	r/r	16P r/r
Wynik odsetkowy	2045,0	1971,5	4%	10%	11%
Wynik prowizyjny	714,7	686,3	4%	3%	-5%
WNDB	3080,9	3135,3	-2%	7%	12%
Koszty operacyjne	-1486,2	-1377,9	8%	-23%	-7%
Saldo rezerw	-444,3	-419,2	6%	22%	12%
Zysk netto	643,6	768,5	-16%	45%	12%

Erste Bank Michał Konarski	kupuj 35,98 EUR		wyniki: 28-02-2017		
(mln EUR)	4Q'16P	3Q'16	q/q	r/r	16P r/r
Wynik odsetkowy	1079,1	1073,4	1%	-4%	-2%
Wynik prowizyjny	437,5	434,9	1%	-11%	-6%
WNDB	1605,8	1597,3	1%	-2%	-2%
Koszty operacyjne	-1011,3	-982,7	3%	-1%	3%
Saldo rezerw	-116,3	-37,4	n.m.	-45%	-75%
Zysk netto	114,2	337,4	-66%	-44%	34%

OTP Bank Michał Konarski	trzymaj 9 031 HUF		wyniki: 03-03-2017		
(mld HUF)	4Q'16P	3Q'16	q/q	r/r	16P r/r
Wynik odsetkowy	129,5	130,7	-1%	-3%	-6%
Wynik prowizyjny	45,6	45,4	0%	5%	4%
WNDB	187,8	183,9	2%	2%	-4%
Koszty operacyjne	-106,7	-98,2	9%	0%	2%
Saldo rezerw	-31,6	-12,8	147%	-40%	-65%
Zysk netto	46,0	69,7	-34%	72%	249%

Spadki za granicą

- W Erste Banku oczekujemy kosztów jednorazowych w wysokości około 200 mln EUR związanych ze zmniejszeniem podatku finansowego w 2017 roku.

- Oczekujemy płaskiego wyniku netto w 4Q'16.
- Oczekujemy, że zysk z tytułu okazynego nabycia aktywów Banku BPH w wysokości 200 mln PLN zostanie w pełni zrównoważony przez koszty integracyjne.
- Oczekujemy presji na wynik prowizyjny (-1,0% Q/Q) oraz lekkiego wzrostu wyniku odsetkowego (+2,2% Q/Q).
- Od listopada 2016 roku Alior Bank konsoliduje wyniki banku BPH.

- Oczekujemy znaczącego wzrostu wyniku prowizyjnego w 4Q'16 do poziomu 38,1 mln PLN.
- Poprawa marży odsetkowej (+2 p.b.), dzięki spadającym kosztom finansowania.
- Normalizacja wyniku handlowego do poziomu 20,5 mln PLN
- Spadek salda rezerw o 13% Q/Q.
- Oczekujemy zwrotu zapłaconego podatku bankowego w wysokości 38 mln PLN.

- Oczekujemy spadku wyniku handlowego o 22,2% Q/Q w 4Q'16.
- Po znaczącym wzroście marży odsetkowej w 3Q'16 zakładamy jej nieznaczny spadek o 2 p.b. w 4Q'16.
- Sezonowy wzrost kosztów operacyjnych o 2,0% Q/Q.
- Koszt ryzyka na poziomie 39 p.b., który przełoży się na spadek salda rezerw o 5,3% Q/Q.

- Wzrost wyniku odsetkowego (+1,0% Q/Q) przy jednoczesnej presji na prowizję (-4,0% Q/Q).
- Płaska marża odsetkowa na poziomie 2,3% (do średnich aktywów).
- Płaskie koszty operacyjne w ujęciu kwartalnym.
- Normalizacja kosztów ryzyka do poziomu 58 p.b. z 44 p.b. w 3Q'16, co przełoży się na wzrost salda rezerw.

- Niższe koszty odsetkowe oraz dalszy kwartalny wzrost wyniku prowizyjnego powinny przełożyć się na wzrost wyniku podstawowego o 3,8% Q/Q.
- Oczekujemy wzrostu marży odsetkowej o 3 p.b. Q/Q.
- Jednorazowe koszty oraz sezonowość spowodują wzrost kosztów ogółem o 7,2% Q/Q.
- Oczekujemy sezonowego wzrostu salda rezerw o 6,0% Q/Q.

- Wynik netto na poziomie 114,2 mln EUR.
- Oczekujemy sezonowego wzrostu salda rezerw do poziomu 116 mln EUR.
- Erste Bank zanotował koszt jednorazowy z tytułu zmniejszenia podatku finansowego w Austrii w wysokości około 200 mln EUR.
- Oczekujemy nieznacznego wzrostu kosztów operacyjnych na poziomie +2,9% Q/Q.

- Lekki spadek wyniku odsetkowego (-0,9% Q/Q) przy jednoczesnej stabilizacji wyniku prowizyjnego.
- Sezonowy wzrost kosztów operacyjnych (+8,6% Q/Q).
- Oczekujemy normalizacji salda rezerw do poziomu 31,6 mld HUF w 4Q'16 z bardzo niskiego poziomu w 3Q'16.
- Brak znaczących zdarzeń jednorazowych.

Usługi finansowe

Pozytywne informacje z PZU

- Oczekujemy, że PZU pokaże wskaźnik mieszany poniżej 100% w segmencie komunikacyjnym, co zostanie pozytywnie odebrane przez rynek.

PZU Michał Konarski	kupuj		wyniki:		
	4Q'16P	3Q'16	q/q	r/r	16P r/r
(mln PLN)	44,63 PLN				15-03-2017
Skł. przyp. brutto	5267,0	4844,3	9%	8%	9%
Ubezp. majątkowe	3409,7	3073,0	11%	n.m.	22%
Ubezp. na życie	2059,9	1992,4	3%	n.m.	3%
Odszkodowania	-3330,4	-3606,9	-8%	20%	10%
Koszty	-1125,7	-1030,1	9%	2%	3%
Wynik bankowy	110,0	117,6	-6%	n.m.	n.m.
Wynik techniczny	348,4	161,9	115%	-10%	20%
Wynik inwestycyjny	287,3	695,9	-59%	23%	-16%
Zysk brutto	596,0	909,0	-34%	-10%	-13%
Zysk netto	460,9	649,0	-29%	-10%	-24%

Kruk Michał Konarski	redukuje		wyniki:		
	4Q'16P	3Q'16	q/q	r/r	16P r/r
(mln PLN)	219,64 PLN				27-02-2017
Przychody ogółem	228,2	201,2	13%	41%	26%
Zakupy wierzyt.	216,7	188,1	15%	45%	28%
Inkaso	7,7	7,6	2%	0%	4%
Koszty pośr. i bezp.	99,1	76,6	29%	39%	30%
marża pośrednia	129,1	124,5	4%	42%	23%
Zysk operacyjny	86,1	90,8	-5%	44%	23%
Zysk brutto	62,1	72,9	-15%	24%	18%
Zysk netto	51,0	74,4	-31%	16%	16%

PCM Michał Konarski	kupuj		wyniki:		
	4Q'16P	3Q'16	q/q	r/r	16P r/r
(mln PLN)	34,91 PLN				28-03-2017
Przych. z leasingu	38,8	37,4	4%	9%	4%
Prowizje i opłaty	61,2	62,9	-3%	14%	16%
Przych. odsetkowe	11,3	11,2	2%	16%	20%
Przych. ogółem	151,7	152,0	0%	22%	10%
Naprawy i serwis	51,4	53,8	-4%	16%	18%
Koszty ogółem	139,3	140,2	-1%	22%	11%
Remarketing	3,8	3,2	19%	32%	-1%
Zysk netto	9,8	9,3	5%	15%	-3%

Skarbiec Michał Konarski	kupuj		wyniki:		
	4Q'16P	3Q'16	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	46,28 PLN				15-02-2017
Przychody ogółem	18,9	27,0	-30%	-1%	53%
Wynagr. stałe	16,6	15,8	5%	-5%	48%
Wynagr. zmienne	1,0	9,6	-90%	241%	77%
Koszty ogółem	-14,1	-15,1	-6%	-6%	50%
Koszty dystrybucji	-7,2	-7,2	0%	-11%	48%
Koszty pracown.	-3,1	-3,8	-20%	25%	52%
Zysk brutto	5,0	12,0	-58%	21%	59%
Zysk netto	4,1	9,6	-58%	23%	59%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Wzrost wyników w PCM

- Chociaż PCM powinien poprawić swoje wyniki w finalnym kwartale 2016 roku to poprawa nie pozwoli na uruchomienie programu motywacyjnego.

- Oczekujemy wzrostu składki przypisanej brutto w 4Q'16 na poziomie 8,7% Q/Q oraz mocnego wzrostu R/R (+7,5%).
- Wzrost składki przypisanej brutto powinien być najbardziej widoczny w segmencie majątkowym (+11,5% R/R).
- Spadek wskaźnika mieszane (COR) poniżej 100% w segmencie komunikacyjnym.
- Oczekujemy spadku odszkodowań o 8% Q/Q.
- Wynik lokacyjny (bez Alior Banku) prognozujemy w wysokości 287,3 mln PLN.
- Oczekujemy wzrostu kosztów administracyjnych (+12,3% Q/Q) oraz kosztów akwizycji (+7,6% Q/Q).

- Spłaty w 4Q'16 wyniosły 290 mln PLN, +32% R/R. Kruk w 4Q'16 wydał 347 mln PLN na portfele o wartości nominalnej 8 mld PLN (średnia cena 4,34%).
- Oczekujemy, że marża pośrednia pozostanie płaska w ujęciu kwartalnym w 4Q'16.
- Ze względu na ekspansję terytorialną oczekujemy, że koszty administracyjne wzrosną w 4Q'16 o 43,5% Q/Q.
- Oczekujemy wzrostu kosztów finansowych o 34,1% Q/Q.
- Oczekujemy efektywnej stawki podatkowej na poziomie 13,9%.

- Oczekujemy wzrostu zysku netto o 4,9% Q/Q.
- Wzrost zysku netto będzie wspierany przez dalszy wzrost floty (+2,3% Q/Q) oraz stabilizację marży.
- Oczekujemy, że wynik z tytułu leasingu oraz opłat dodatkowych wzrośnie o 3,6% Q/Q, zaś przychody odsetkowe zanotują dalszy wzrost o 1,5% Q/Q.
- Oczekujemy wzrostu zysku z remarketingu w 4Q'16 do 3,8 mln PLN (3,2 mln PLN w 3Q'16).
- Wynik netto w 2016 roku na poziomie 37,7 mln PLN nie pozwoli na uruchomienie programu motywacyjnego.

- Wzrost aktywów w klasie wysokomarżowych o 3,6% Q/Q.
- Oczekujemy wzrostu opłaty stałej o 5% Q/Q.
- Oczekujemy opłaty zmiennej na poziomie 1,0 mln PLN w 2Q'16/17.
- Spadek kosztów ogółem o 6,3%.
- Zysk netto na poziomie 4,1 mln PLN oznacza wzrost o 23% R/R.

Paliwa, chemia

Dodatknie dynamiki na E&P

- W 4Q'16 pod presją nadal znajdować się będą wyniki Grupy Azoty. Z lepszego otoczenia w kauczukach korzystać powinien Synthos.

Ciech		akumuluj			wyniki:	
Jakub Szkopek		72,50 PLN			20-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	855,8	814,2	5%	3403,3	5%	
skor. EBITDA	214,3	165	30%	876,5	3%	
EBITDA	25,0%	20,3%		25,8%		
EBIT	158,6	109,4	45%	656,8	4%	
Zysk brutto	175,2	-13,5	-	643,7	42%	
Zysk netto	141,7	87,7	62%	561,2	42%	

Grupa Azoty		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		73,90 PLN			16-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	2463,5	2503,8	-2%	9096,8	-2%	
EBITDA	182,4	313,8	-42%	1008,4	-16%	
marża EBITDA	10,0%	12,5%		11,1%		
EBIT	56,0	190,9	-71%	495,0	-30%	
Zysk brutto	51,2	199,0	-74%	499,0	-28%	
Zysk netto	39,2	131,3	-70%	354,0	-30%	

Lotos		redukuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz		36,27 PLN			07-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	6335,6	5225,8	21%	20901	-8%	
skor. EBITDA LIFO	872,3	486,8	79%	2606,4	21%	
efekt LIFO	92,4	-6,2	-	-70,4	-	
EBITDA	902,7	-145,6	-	2782,9	145%	
EBIT	660,7	-319,4	-	1780,7	-	
Dział. finansowa	-226,7	-97,1	-	-266,7	-	
Zysk netto	351,5	-391,3	-	1063,3	-	

MOL		redukuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz		18 970 HUF			28-03-2017	
(mln HUF)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	1012,5	998,2	1%	3587,9	-14%	
skor. EBITDA LIFO	157,6	147,3	7%	626,5	36%	
efekt LIFO	0,7	-21,2	-	12,3	-	
EBITDA	162,6	147,9	10%	640,1	35%	
EBIT	93,2	-475,6	-	348,7	37%	
Dział. finansowa	-8,3	-32,2	-	-18,7	46%	
Zysk netto	68,7	-437,7	-	298,3	30%	

PGNiG		kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz		6,52 PLN			03-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	8819,5	9769,0	-10%	31870	-13%	
skor. EBITDA	1572,7	1446,0	9%	6336,7	-10%	
EBITDA	1572,7	771,0	104%	5841,7	-4%	
EBIT	894,7	54,0	-	3207,7	-3%	
Dział. finansowa	-14,0	-71,0	-	-87,0	-	
Zysk netto	620,1	-21,0	-	2249,1	5%	

Polwax		kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz		25,95 PLN			28-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	86,9	101,1	-14%	294,6	5%	
EBITDA	7,1	10,4	-32%	31,0	-9%	
EBIT	5,9	9,3	-36%	26,3	-12%	
Dział. finansowa	0,2	0,3	-30%	-0,3	-37%	
Zysk netto	4,8	7,7	-38%	20,9	-12%	

Synthos		sprzedaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		3,72 PLN			15-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	1530,9	922,2	66%	4849,9	20%	
EBITDA	283,0	123,3	130%	739,0	20%	
marża EBITDA	20,0%	13,4%				
EBIT	213,5	74,3	188%	519,5	15%	
Zysk brutto	206,0	57,0	261%	443,0	-5%	
Zysk netto	175,1	44,4	294%	364,1	-15%	

- Rosnące ceny gazu i ropy powinny wspierać wyniki segmentów wydobywczych (możliwe pozytywne zaskoczenia w PGN i MOL-u).
- Zaprezentowane już bardzo dobre wyniki polskich rafinerii niekoniecznie przełożą się 1:1 na zyski MOL-a.
- W 4Q'16 oczekujemy, że rosnące ceny surowców energetycznych nadal będą miały marginalny wpływ na wyniki segmentu sodowego, co przełoży się na około 16% R/R poprawę wyniku EBITDA segmentu.
- Oczekujemy porównywalnych R/R wyników segmentu organicznego, co wynika z przeprowadzonej przedsprzedaży w 4Q'16.
- W 4Q'16 zakładamy 2,4% R/R wzrost wolumenu sprzedaży nawozów saletrzanych i około 0,6% R/R wzrost wolumenów nawozów wieloskładnikowych.
- Na wyniki negatywny wpływ będzie miała rosnąca o 11,5% Q/Q cena gazu ziemnego przy nadal spadających na rynku krajowym cenach nawozów azotowych.
- W wynikach zakładamy ujemne saldo odpisów i rezerw na kwotę 40,9 mln PLN.
- Lotos podał już wstępne dane za 4Q i skorygowana EBITDA LIFO ma wynieść 0,87 mld PLN.
- Oczekujemy, że około 0,2 mld PLN wygeneruje segment wydobywczy (poprawa Q/Q na cenach).
- Pozostałe 0,65 mld PLN pojawi się prawdopodobnie w rafinerii, gdzie Spółce sprzyjały wysokie marże modelowe na dieslu i wzrost sprzedaży w kraju kosztem niższej marżowego eksportu (efekt pakietu paliwowego).
- Na dz. finansowej pojawią się straty na hedgingu i fx.
- W segmencie wydobywczym zakładamy poprawę Q/Q (52,8 mld HUF EBITDA vs. 48,3 mld HUF), z uwagi na wyższe ceny gazu i ropy oraz wzrost wolumenów.
- W rafinerii wyniki powinny być zbliżone R/R (EBITDA 56 mld HUF), spodziewamy się poprawy w detalu (17,2 mld HUF vs. 12,3 mld HUF w 4Q'15) i pogorszenia w petrochemii (20 mld HUF vs. 38 mld HUF), co będzie pochodną spadku marż i przestojów remontowych.
- W segmencie gazowym EBITDA powinna być zbliżona R/R.
- W segmencie wydobywczym oczekujemy poprawy Q/Q na EBITDA o około 90 mln PLN, zarówno z uwagi na wolumeny, jak i wzrost cen gazu i ropy.
- W obrocie zakładamy około 110 mln PLN EBITDA, czemu powinny sprzyjać korzystne cenowo zakupy w kontrakcie jamalskim przy drożącym gazie spot.
- Mocne wolumeny implikują poprawę EBITDA w segmencie dystrybucyjnym o 50 mln PLN R/R.
- Spółka podała już wstępne dane za 4Q i nominalnie okazały się one słabsze od naszych wcześniejszych oczekiwań na poziomie EBITDA o ponad 3 mln PLN. Częściowo wynika to z niższych przychodów, ale prawdopodobnie główną przyczyną była presja na ceny gazy parafinowych, co generuje straty na zapasach i osłabia pozycję konkurencyjną Polwaxu (dostawy z LTS).
- W 4Q'16 oczekujemy wzrostu wolumenu sprzedaży kauczuków o 9,0% R/R (lepsze otoczenie do sprzedaży na rynkach azjatyckich) oraz produktów styrenowych o 96,9% R/R (efekt konsolidacji aktywów nabytych od INEOS).
- W 4Q'16 Synthos powinien odczuwać lepsze relacje butadienu do nafty oraz wyższe ceny kauczuków.
- Oczekujemy nieznacznego pozytywnego wpływu umocnienia SEK do EUR na przestrzeni kwartału na wycenę zadłużenia w walutach obcych (+9,5 mln PLN do wyniku).

Energetyka, surowce

Konsensusy roczne zrealizowane

- Według naszych szacunków roczne prognozy konsensusu w sektorze energetycznym zostaną w pełni wykonane, a w przypadku Enei, PGE i Energi rynek powinien nawet zrewidować szacunki w górę.

CEZ Kamil Kliszcz	kupuj			wyniki:	
	496,80 CZK			21-03-2017	
(mln CZK)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r
Przychody	55615	59559	-7%	200723	-4%
skor. EBITDA	14331	16615	-14%	58535	-10%
EBITDA	14331	16615	-14%	58135	-11%
EBIT	7232	4338	67%	28830	0%
Dział. finansowa	-1743	1668	-	-5080	146%
Zysk netto	4358	4077	7%	18800	-9%

Enea Kamil Kliszcz	redukuj			wyniki:	
	8,81 PLN			30-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r
Przychody	2831,9	2698,1	5%	11136	13%
skor. EBITDA	604,8	624,3	-3%	2442,1	24%
EBITDA	604,8	524,6	15%	2433,4	14%
EBIT	327,8	-1209,1	-	1277,0	-
Dział. finansowa	-24,4	-246,1	-	-76,1	-
Zysk netto	229,4	-1271,3	-	905,3	-

Energa Kamil Kliszcz	trzymaj			wyniki:	
	9,20 PLN			31-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r
Przychody	2864,0	2847,0	1%	10237	-5%
skor. EBITDA	502,0	514,0	-2%	2042,6	-8%
EBITDA	502,0	481,0	4%	2031,0	-8%
EBIT	136,2	243,0	-44%	520,2	-59%
Dział. finansowa	-65,0	-61,0	7%	-300,0	32%
Zysk netto	57,7	136,0	-58%	128,7	-85%

PGE Kamil Kliszcz	trzymaj			wyniki:	
	10,63 PLN			07-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r
Przychody	7315,8	7383,0	-1%	27879	-2%
skor. EBITDA	1759,5	1940,0	-9%	6133,5	-18%
EBITDA	2598,5	1997,0	30%	7386,5	-10%
EBIT	1850,5	1273,0	45%	3697,5	-
Dział. finansowa	-90,0	-57,0	-	-353,0	-
Zysk netto	1426,0	994,0	43%	2628,0	-

Tauron Kamil Kliszcz	akumuluj			wyniki:	
	3,03 PLN			15-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r
Przychody	4797,5	4813,3	0%	17921	-2%
skor. EBITDA	771,4	864,0	-11%	3201,4	-14%
EBITDA	771,4	682,2	13%	3229,4	-8%
EBIT	356,2	-3433,4	-	879,1	-
Dział. finansowa	-63,3	-68,0	-	-216,7	-
Zysk netto	236,6	-2884,0	-	510,8	-

KGHM Jakub Szkopek	akumuluj			wyniki:	
	128,64 PLN			16-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r
Przychody	5093	5148	-1%	18234	-9%
EBITDA	-512,5	-3743	-	2272	27%
marża EBITDA	-	-	-	12,5%	-
EBIT	-784,4	-2212	-	758,6	-
Zysk netto	-940,8	-6237	-	-315,8	-

- Kluczowe mogą być komentarze Zarządów dotyczące cen energii i węgla w 2018 roku.

- Pogorszenie wyników w ujęciu R/R w segmencie wytwarzania (EBITDA 5 mld CZK vs. 7,3 mld CZK) to efekt spadku cen, w tym kwartale oczekujemy wyższych wolumenów z elektrowni atomowych w ujęciu Q/Q.

- W dystrybucji i obrocie, mimo zmiany księgowania usług serwisowych spodziewamy się nieznacznego pogorszenia wyników (EBITDA -6% R/R), głównie z uwagi na zawyżoną bazę odniesienia (niezafakturowana sprzedaż w 4Q'15).

- W wytwarzaniu oczekujemy pogorszenia R/R (176 mln PLN vs. 187 mln PLN) z uwagi na nieco niższe wolumeny w El. Kozienice oraz spadek cen zielonych certyfikatów (ubytek na cenie energii skompensowany przez ceny węgla).

- Spadek EBITDA w dystrybucji (255 mln PLN vs. 306 mln PLN) to obok efektu bazy pochodna spadku WACC.
- W obrocie zakładamy kolejny kwartał z rzędu poprawy marży R/R (50 mln PLN EBITDA), wynik LWB płaski Q/Q.

- Spółka opublikowała już wstępne dane za 4Q.
- Skonsolidowana EBITDA ma wynieść 502 mln PLN.
- Większość zysku wygenerował segment dystrybucji (412 mln PLN, co jest zbliżone do średniej z 1-3Q'16).
- Pozytywnym zaskoczeniem jest wynik wytwarzania (122 mln PLN), ale kluczowa będzie jakość tych rezultatów.
- W obrocie Spółka zapowiedziała stratę -19 mln PLN z uwagi na odpisy na -44 mln PLN.

- Spółka podała już szacunkowe dane za 4Q.
- EBITDA będzie wzmocniona zdarzeniami jednorazowymi na 0,7 mld PLN (rezerwa aktuarialna i rekultywacyjna).
- Oczyszczony wynik EBITDA w wytwarzaniu spadnie z 1,1 mld PLN do 0,9 mld PLN (aktywowane koszty i ceny).
- W dystrybucji EBITDA ma wynieść 545 mln PLN (spadek R/R o 68 mln PLN z uwagi na WACC), a w obrocie 180 mln PLN (znaczna poprawa Q/Q).

- Wzrost wolumenów w wydobywaniu pozwoli na utrzymanie EBITDA Q/Q (35 mln PLN), mimo sezonowego wzrostu kosztów pracowniczych.
- W wytwarzaniu zakładamy spadek EBITDA do 120 mln PLN ze 190 mln PLN, z uwagi na niższe ceny i awarię bloku w Łągiszy (wzrost kosztów wytwarzania i spadek na ORM).
- W dystrybucji tak jak w całym roku oczekujemy spadku EBITDA R/R rzędu 6%, w obrocie wyniki będą płaskie Q/Q.

- W 4Q'16 zakładamy, że sprzedaż miedzi wyniesie 178,6 tys. ton (-0,4% R/r; Sierra Gorda 13,1 tys. ton; KGHM International 22,2 tys. ton).

- Pozytywnie na wyniki wpływać będą wyższe o 11% R/R ceny miedzi, o 20% ceny srebra, oraz o 13% ceny złota.

- Oczekujemy, że negatywnie na wyniki wpływać będą odpisy w Sierra Gorda i KGHM Int. (1,7 mld PLN).

Telekomunikacja, media, IT

Spadki w Asseco Poland

- Spadek łącznego wyniku EBITDA sektora o 1% R/R.
- Kolejny kwartał dobrych wyników w Wirtualnej Polsce.

Netia Paweł Szpigiel	akumuluj 4,90 PLN		wyniki: 16-02-2017		
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r
Przychody	372,0	402,7	-8%	1522,3	-3%
EBITDA	99,7	101,9	-2%	424,6	-5%
marża EBITDA	26,8%	25,3%			
EBIT	2,4	-8,5	-	20,6	-26%
Zysk brutto	0,3	-11,0	-	12,4	-40%
Zysk netto	0,3	-13,9	-	30,5	-

Agora Paweł Szpigiel	akumuluj 13,90 PLN		wyniki: 17-02-2017		
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r
Przychody	339,0	353,8	-4%	1197,1	-1%
EBITDA	43,8	40,9	7%	107,0	5%
marża EBITDA	12,9%	11,5%		8,9%	
EBIT	19,2	17,1	12%	11,3	67%
Zysk brutto	18,8	16,6	13%	4,3	296%
Zysk netto	14,0	15,8	-11%	-12,7	-

Cyfrowy Polsat Paweł Szpigiel	redukuje 22,30 PLN		wyniki: 16-03-2017		
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r
Przychody	2513,1	2609,9	-4%	9707,8	-1%
EBITDA	869,9	881,1	-1%	3608,4	-2%
marża EBITDA	34,6%	33,8%		37,2%	
EBIT	362,0	444,4	-19%	1641,4	-17%
Zysk brutto	237,2	172,0	38%	1029,9	-23%
Zysk netto	195,7	186,0	5%	860,0	-26%

Wirtualna Polska Paweł Szpigiel	akumuluj 61,00 PLN		wyniki: 14-03-2017		
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15PF	r/r	2016P	r/r
Przychody	120,9	108,2	12%	413,0	12%
EBITDA	43,8	30,8	42%	128,6	29%
marża EBITDA	36,2%	28,4%		31,1%	
EBIT	32,6	21,5	52%	86,6	38%
Zysk brutto	30,4	0,9	-	70,6	-
Zysk netto	25,8	-1,9	-	56,2	-

Asseco Poland Paweł Szpigiel	trzymaj 57,00 PLN		wyniki: 16-03-2017		
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r
Przychody	2098,5	2196,0	-4%	7771,9	-7%
EBITDA	261,0	274,0	-5%	1045,7	-4%
marża EBITDA	12,4%	12,5%		13,5%	
EBIT	203,0	211,5	-4%	769,4	-3%
Zysk brutto	184,2	238,2	-23%	752,6	-1%
Zysk netto	79,6	125,9	-37%	304,2	20%

Comarch Paweł Szpigiel	kupuj 205,00 PLN		wyniki: 01-03-2017		
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r
Przychody	388,1	402,7	-4%	1151,0	-2%
EBITDA	74,2	78,0	-5%	167,4	-1%
marża EBITDA	19,1%	19,4%		14,5%	
EBIT	59,3	64,2	-8%	105,0	8%
Zysk brutto	58,2	61,2	-5%	102,5	5%
Zysk netto	41,6	43,8	-5%	62,9	28%

CD Projekt Piotr Bogusz	sprzedaj 43,40 PLN		wyniki: 30-03-2017		
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r
Przychody	145,5	172,1	-15%	293,5	-63%
EBITDA	79,9	86,1	-7%	140,3	-67%
marża EBITDA	54,9%	50,0%		47,8%	
EBIT	78,3	84,5	-7%	133,7	-68%
Zysk brutto	80,1	85,4	-6%	139,8	-67%
Zysk netto	64,9	65,8	-1%	114,6	-67%

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

- Spadek obrotów na bezpośrednich usługach głosowych o 16%, głównie w wyniku erozji klientów na liniach regulowanych (prognozujemy 513 tys. na koniec 4Q'16 vs. 600 tys. rok wcześniej).
- Marża brutto na sprzedaży na poziomie 28,5%.
- Spadek kosztów SG&A o 9,3% R/R do poziomu 105,6 mln PLN.
- Spadek wyniku EBITDA raportowanego o 2% R/R.

- Dalsze spadki rozpowszechniania płatnego (-14% R/R) oraz ilości reklamy per sztuka Gazety Wyborczej o 11% R/R; przy założeniu 7,4 mln PLN efektów restrukturyzacji zatrudnienia, EBITDA segmentu Prasa wyniesie -3,9 mln PLN.
- Pozytywny wpływ kolejnych dwóch zdarzeń jednorazowych: transakcji z Discovery (+10,6 mln PLN) oraz sprzedaży nieruchomości w Łodzi (+6 mln PLN).

- Spadek przychodów od klientów indywidualnych o ponad 4% R/R i hurtowych o blisko 12% R/R, przy 18% wzroście przychodów ze sprzedaży sprzętu.
- W segmencie klientów indywidualnych: ARPU na klienta kontraktowego na stabilnym poziomie R/R, tj. 88,5 PLN, a liczba RGU w 4Q'16 będzie wyższa o 3,7%.
- Istotny spadek na kosztach technicznych, jednak zauważalny wzrost kosztów marketingu i sprzedaży.

- Wzrost przychodów gotówkowych ze sprzedaży o 12% R/R vs. wynik pro forma w 4Q'15 (106,7 mln PLN vs. 95,3 mln PLN).
- Wzrost kosztów wynagrodzeń o 7% R/R (vs. proforma) i gotówkowych usług obcych (bez barteru) o 14% R/R (vs. proforma).
- Koszty jednorazowe: 0,2 mln PLN (opcje pracownicze).

- Spółka matka jest w słabej kondycji: spadek zysku EBIT z 48,2 mln PLN (10,2 mln PLN raportowany wynik w 4Q'15 + zdarzenia jednorazowe na 38 mln PLN) do 39,2 mln PLN (tj. o 19% R/R).
- Słabe wyniki rynku zachodnioeuropejskiego (Exictos, pomimo spadku zamówień i utraty kontaktu w Angoli, wypłacił bonusy dla kadry zarządzającej).
- Strata na rynku rosyjskim.

- Wzrost obrotów na rynkach zagranicznych (poza DACH) zniweluje spadek obrotów z sektora publicznego w Polsce.
- Wysoka marża brutto ze sprzedaży (35% vs. 34% rok wcześniej).
- Koszty SG&A na poziomie 76,5 mln PLN vs. 71,6 mln PLN rok wcześniej i 49,9 mln PLN w 3Q'16.
- Spadek na linii EBITDA R/R o 5%, ale wyższa R/R amortyzacja, stąd wynik EBIT niższy R/R o 7,6%.

- Szacujemy, że kontynuacja bardzo dobrej sprzedaży W3 będzie napędzała przychody Spółki w 4Q'16 odpowiadając w większości za 145,5 mln PLN sprzedaży (-15% R/R).
- Szacujemy, że segment produkcji gier wygeneruje 77,8 mln PLN EBIT w 4Q'16 (vs. 89,4 mln PLN w 4Q'15).
- W GOG.com szacujemy EBIT na poziomie 0,4 mln PLN w 4Q'16 (vs. 2,1 mln PLN w 4Q'15). Spadek być związany z kosztami związanymi z grą *Gwint*.

Przemysł

Alumetal		niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					23-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	354,1	338,1	5%	1309,0	-9%	
EBITDA	26,6	24,9	7%	117,3	10%	
marża EBITDA	7,5%	7,4%		9,0%		
EBIT	18,3	19,7	-7%	92,7	16%	
Zysk netto	16,9	18,6	-9%	90,8	17%	

Amica		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					28-02-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	756,2	625,2	21%	2561,1	23%	
EBITDA	55,5	52,0	7%	205,4	12%	
marża EBITDA	7,3%	8,3%		8,0%		
EBIT	44,1	42,4	4%	160,1	9%	
Zysk netto	32,9	24,4	35%	117,6	23%	

Apator		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					28-02-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	222,9	213,3	4%	851,0	11%	
EBITDA	39,0	27,0	45%	116,0	5%	
marża EBITDA	17,5%	12,7%		13,6%		
EBIT	30,3	19,1	59%	81,2	2%	
Zysk netto	25,0	12,9	93%	59,6	-1%	

Boryszew		niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					29-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	1812,0	1328,4	36%	5983,1	5%	
EBITDA	88,5	64,1	38%	422,1	63%	
marża EBITDA	4,9%	4,8%		5,4%		
EBIT	52,0	30,9	69%	295,9	114%	
Zysk netto	23,4	5,8	302%	149,9	274%	

Elemental		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					31-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	267,4	231,0	16%	976,2	5%	
EBITDA	18,5	14,4	28%	73,3	21%	
marża EBITDA	6,9%	6,2%		7,5%		
EBIT	16,3	11,4	43%	64,5	22%	
Zysk netto	12,7	8,1	56%	54,5	20%	

Ergis		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					25-04-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	162,8	163,6	-1%	693,6	3%	
EBITDA	11,0	8,4	32%	59,9	9%	
marża EBITDA	6,8%	5,1%		8,6%		
EBIT	4,9	2,0	143%	35,1	15%	
Zysk netto	2,0	-15,3	-	24,4	276%	

Forte		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					03-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	304,7	283,4	8%	1090,2	14%	
EBITDA	49,3	35,7	38%	169,7	44%	
marża EBITDA	16,2%	12,6%		15,6%		
EBIT	43,7	30,2	45%	147,3	50%	
Zysk netto	33,8	23,9	41%	116,1	38%	

Impexmetal		zawieszona			wyniki:	
Jakub Szkopek					23-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	716,0	662,4	8%	2882,5	-9%	
EBITDA	42,5	97,2	-56%	226,9	2%	
marża EBITDA	5,9%	14,7%		5,4%		
EBIT	29,3	84,3	-65%	174,3	2%	
Zysk netto	27,8	76,2	-64%	134,4	-5%	

- W 4Q'16 zakładamy, że wolumen sprzedaży wyniesie 45,4 tys. ton i będzie o 19% R/R wyższy w związku z uruchomieniem nowego zakładu na Węgrzech.
- Oczekujemy, że w związku ze spadkiem marży benchmarkowych, oraz koniecznością obłożenia nowych mocy produkcyjnych wartość EBITDA generowana na każdej tonie produktu spadnie o 5,7% r/r.
- W 4Q'16 oczekujemy spadku dynamiki sprzedaży w Niemczech oraz wysokiej dwucyfrowej dynamiki sprzedaży w Rosji. Pozytywnie na poziom przychodów wpłynąć będzie konsolidacja przejętego na początku 2016 roku CDA.
- W 4Q'16 po raz pierwszy wyniki odzwierciedlać będą wyższe ceny stali. Presja po stronie kosztów pracowniczych powinna być widoczna od 1Q'17.
- W 4Q'16 na wynikach Grupy Apator nie będą ciążyć już odpisy i rezerwy Spółki zależnej Apator Rector, które spółka zawiązała w 3Q'16. W efekcie oczekujemy odbicia rentowności w 4Q'16. Wyniki całoroczny powinien naszym zdaniem zamknąć się w okolicach całorocznej prognozy wyników Zarządu, która obniżona została w 3Q'16.
- 4Q'16 będzie ostatnim kwartałem niskiej bazy rezultatów, jako że Boryszew na początku 2016 roku uzyskał od głównego klienta (VW) okazjonalne podwyżki cenników na kwotę około 12 mln EUR w skali roku.
- Oczekujemy, że cały rok Spółka zamknie wynikiem 422 mln PLN na poziomie EBITDA.
- W 4Q'16 oczekujemy utrzymania dwucyfrowej dynamiki wzrostu w najbardziej marżowych segmentach Spółki (WEEE, PCB i CAC). W rezultacie Spółka utrzyma dwucyfrową dynamikę wzrostu rezultatów, podobnie jak miało to miejsce we wcześniejszych kwartałach.
- Zarząd Ergis w komunikacie bieżącym już przedstawił swoje szacunki rezultatów za 2016 rok. Nasze oczekiwania nie odbiegają znacząco od estymacji Spółki.
- Zarząd Forte w komunikacie bieżącym już przedstawił swoje szacunki rezultatów za 2016 rok. Nasze oczekiwania nie odbiegają znacząco od estymacji Spółki.
- W 4Q'16 oczekujemy rosnących wolumenów sprzedaży we wszystkich segmentach za wyjątkiem Baterpolu, który ograniczył w 2H'16 współpracę z jednym klientem.
- Według naszych prognoz wyniki operacyjne, bez uwzględnienia zdarzeń jednorazowych, (przeszacowanie działki na Łuckiej) powinny rosnąć na wszystkich liniach.

Przemysł

Kernel		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		73.90 PLN			28-02-2017	
(mln USD)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	578.1	621.0	-7%	2404.4	40%	
EBITDA	141.9	145.1	-2%	373.9	57%	
marża EBITDA	20.0%	23.4%		15.5%		
EBIT	127.9	129.9	-2%	308.1	60%	
Zysk netto	105.4	116.5	-10%	260.3	65%	

Kęty		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		387.90 PLN			16-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	534.9	525.2	2%	2252.0	11%	
EBITDA	85.6	73.9	16%	396.0	18%	
marża EBITDA	16.0%	14.1%		18.0%		
EBIT	57.9	49.5	17%	290.0	19%	
Zysk netto	47.0	51.7	-9%	277.0	32%	

Kruszwica		niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		20-03-2017				
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	607.5	626.8	-3%	2269.4	-3%	
EBITDA	68.6	44.9	53%	123.2	-18%	
marża EBITDA	11.3%	7.2%		5.4%		
EBIT	62.4	38.7	61%	95.2	-18%	
Zysk netto	49.5	31.8	56%	78.2	-18%	

Mangata		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		21-03-2017				
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	135.6	119.6	13%	572.0	52%	
EBITDA	12.5	15.4	-19%	79.3	51%	
marża EBITDA	9.2%	12.9%		16.1%		
EBIT	6.4	9.7	-34%	55.7	45%	
Zysk netto	5.0	9.3	-46%	44.8	34%	

Pfleiderer Group		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		26-04-2017				
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	304.9	398.4	-24%	1000.7	2%	
EBITDA	44.2	48.1	-8%	120.4	1%	
marża EBITDA	14.5%	12.1%		12.0%		
EBIT	27.3	31.2	-13%	50.6	-33%	
Zysk netto	13.7	7.8	75%	30.2	26%	

Tarczyński		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		10-03-2017				
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	160.2	143.1	12%	625.0	15%	
EBITDA	10.7	12.3	-13%	46.5	-15%	
marża EBITDA	6.7%	8.6%		7.0%		
EBIT	4.2	6.3	-33%	20.8	-36%	
Zysk netto	1.9	3.9	-51%	11.3	-44%	

Uniwheels		akumuluj			wyniki:	
Jakub Szkopek		24-03-2017				
(mln EUR)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	125.0	116.3	8%	459.9	5%	
EBITDA	18.8	17.1	10%	70.3	20%	
marża EBITDA	20.0%	14.7%		15.3%		
EBIT	14.5	13.3	9%	53.8	23%	
Zysk netto	12.6	12.8	-2%	55.4	36%	

Vistal		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		03-04-2017				
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	120.8	110.2	10%	446.9	9%	
EBITDA	6.1	6.9	-11%	39.9	-5%	
marża EBITDA	5.1%	6.3%		11.0%		
EBIT	2.1	4.0	-46%	23.5	-16%	
Zysk netto	-2.4	1.0	-	12.0	-16%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Na bazie przedstawionych wcześniej danych wolumenowych oczekujemy, że Przychody Grupy w 2Q'17 wyniosą 578 mln USD, EBITDA 141,9 mln USD, a zysk netto 105,4 mln USD.
- Wyniki pierwszego półrocza powinny wskazywać wysokie wykonanie naszych całorocznych prognoz.
- W 4Q'16 oczekujemy około 30% dynamiki w segmencie wyrobów wyciskanych oraz około 12% dynamiki w systemach aluminiowych.
- Spółka przedstawiła już szacunki prognoz na 2016 rok, nasze oczekiwania nie odbiegają od zaprezentowanych przez Zarząd wartości.
- Na rezultaty 4Q'16 pozytywny wpływ będzie miało przeszacowanie nieruchomości inwestycyjnej (43 mln PLN) w efekcie jej sprzedaży. Gdyby nie ten efekt, to ze względu na spadek marży na tłoczeniu rzepaku, naszym zdaniem wynik EBITDA spadałby o 43% R/R, a netto o 55% R/R.
- Zarząd Grupy Mangata w końcu 2016 roku przedstawił aktualizację prognozy całorocznych wyników na 2016 rok. Nasze oczekiwania nie odbiegają znacząco od estymacji Spółki.
- W 4Q'16 oczekujemy spadku presji ze strony taniego importu z rynków wschodnich w Polsce.
- Zarząd przy okazji rezultatów za 4Q'16 prawdopodobnie odniesie się do oczekiwań względem wyników na 2017 rok.
- Oczekujemy, że w 4Q'16 wolumen sprzedaży wyniesie 8,1 tys. ton i będzie o 11% R/R wyższy, z uwagi na rozpoczęcie współpracy z siecią Biedronka.
- Oczekujemy natomiast spadku R/R marży EBITDA, z uwagi na mniej dynamiczne R/R spadki surowca mięsnego.
- Spółka prawdopodobnie poinformuje o wypłacie dywidendy, według nas (0,50 PLN/akcja).
- Oczekujemy, że wolumen sprzedaży felg w 4Q'16 wyniesie 2,4 mln sztuk i będzie o 12,6% R/R wyższy.
- Na każdej feldze Uniwheels według naszych prognoz zarabiać będzie 7,89 EUR/felga.
- Rynek przy wynikach 4Q'16 będzie prawdopodobnie zwracał uwagę na outlook Zarządu na cały 2017 rok oraz indykacje odnośnie dywidendy.
- W 4Q'16 oczekujemy wzrostu obrotów w segmentach infrastruktury oraz budownictwa kubaturowego oraz spadku w segmencie Marine&Offshore. W efekcie w strukturze przychodów zwiększy się udział mniej marżowych segmentów (Marine&Offshore bardziej marżowy).
- Vistal w 4Q'16 prawdopodobnie przekroczy poziom kowenantów na umowie kredytowej z bankiem ING.

Budownictwo

Nieźle wyniki w dużych spółkach

- Szacujemy, że spośród 10 analizowanych przez nas spółek budowlanych spadek oczyszczonych wyników nastąpi w trzech o mniejszej kapitalizacji – Elektrotim, Herkules i ZUE – oraz w Trakcji, gdzie baza minionego roku jest wyjątkowo wysoka. W pozostałych 6 spółkach spodziewamy się poprawy wyników.
- W 4Q'16 szacujemy łącznie około 12% wzrost r/r EBITDA sektora z uwzględnieniem Budimeksu. Dynamika bez Budimeksu wynosi -8% vs. -20% w 3Q'16.
- Wśród spółek wyspecjalizowanych w budownictwie kolejowym na nominalnie zbliżony r/r ZN liczymy w Trakcji (13 mln PLN). Przypominamy, że ZN za 4Q'15 oczyszczony o one-offy wyniósł aż 45 mln PLN. W Torpolu uroda na

Budimex		akumuluj			wyniki:	
Piotr Zybala		238,40 PLN			24-02-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	1534,5	1391,0	10%	5653,5	10%	
Zysk brutto ze sprz.	196,1	133,8	47%	691,5	40%	
EBITDA	141,3	98,9	43%	469,2	49%	
EBIT	134,2	93,3	44%	443,2	52%	
marża	8,7%	6,7%		7,8%		
Zysk brutto	137,7	93,5	47%	451,2	52%	
Zysk netto	110,0	74,7	47%	361,1	53%	

Elektrobudowa		kupuj			wyniki:	
Piotr Zybala		146,00 PLN			21-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	259,2	310,4	-17%	1039,1	-16%	
Zysk brutto ze sprz.	21,5	28,4	-24%	95,5	-13%	
EBITDA	24,0	11,8	103%	77,0	-1%	
EBIT	20,6	8,2	150%	63,5	1%	
marża	7,9%	2,7%		6,1%		
Zysk brutto	20,1	8,5	136%	70,0	11%	
Zysk netto	15,7	6,4	146%	55,8	11%	

Erbud		akumuluj			wyniki:	
Piotr Zybala		33,50 PLN			21-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	522,8	428,5	22%	1762,5	0%	
Zysk brutto ze sprz.	33,8	16,6	103%	120,6	-1%	
EBITDA	14,5	12,0	21%	67,6	9%	
EBIT	11,3	8,8	28%	55,9	8%	
marża	2,2%	2,0%		3,2%		
Zysk brutto	9,8	6,6	48%	50,6	13%	
Zysk netto	7,0	1,7	315%	36,2	30%	

Unibep		kupuj			wyniki:	
Piotr Zybala		12,80 PLN			14-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	438,4	359,4	22%	1256,7	1%	
Zysk brutto ze sprz.	23,3	28,1	-17%	77,3	15%	
EBITDA	13,7	6,8	103%	49,3	57%	
EBIT	11,6	4,6	152%	40,9	74%	
marża	2,6%	1,3%		3,3%		
Zysk brutto	12,8	6,8	90%	41,5	41%	
Zysk netto	9,7	7,7	27%	31,7	35%	

Łodzi Fabrycznej pozwoli na rozwiązanie rezerwy w kwocie 25 mln PLN. Spodziewamy się, że aneksy o których spółka informowała pod koniec ubiegłego roku na kontraktach w Łodzi i E75 mogą wiązać się z rezerwami, w związku z czym prognozujemy jedynie 12 mln PLN zysku netto w 4Q'16 (niska baza implikuje wysoką dynamikę: +117% r/r). W ZUE, mimo rozwiązania rezerwy na 9 mln PLN, pobicie wysokiego ZN z 4Q'15 (10 mln PLN) może okazać się zbyt trudne przy niskim backlogu.

- Spodziewamy się dobrych wyników w spółkach wyspecjalizowanych w kubaturze (Erbud, Unibep).
- W spółkach budownictwa elektroenergetycznego wysoka baza w Elektrotimie i niska w Elektrobudowie. Ta druga powinna wypaść wyraźnie lepiej w sezonie wynikowym.
- Informację o wypracowanym zysku netto (110 mln PLN) Budimex podał już 11 stycznia, wskazując że przyczyną 47-procentowego wzrostu wyników R/R była poprawa rentowności w segmencie budowlanym.
- Szacujemy, że marża brutto ze sprzedaży segmentu budowlanego osiągnęła w 4Q'16 11,5-12,0% (+3 p.p. R/R) oraz niespełna 11,5% w całym 2016 r. (+3 p.p. względem 10-letniej średniej).
- Po wyjątkowo mocnym wyniku za 3Q'16, w 4Q'16 zakładamy powrót marż do długoterminowych średnich, przy jednoczesnym spadku przychodów o 17% R/R.
- Pozytywnie na wynik okresu wpłynie uroda na Stadionie Narodowym (+6 mln PLN).
- Względem niskiej bazy z ubiegłego roku ZN za 4Q'16 wzrośnie szacunkowo o 146%. Szacujemy, że całoroczny ZN przekroczy prognozę Zarządu o 10%.
- Szacowany podczas publikacji wyników za 3Q'16 portfel zamówień Erbudu na 4Q był wyższy o 40% R/R zapowiadając mocną końcówkę roku.
- Baza z 4Q'15 jest wyjątkowo niska i łatwa do pobicia (ZN: +315% R/R).
- Zakładamy, że wciąż rozczarowującym obszarem działalności będzie segment energetyczny, gdzie portfel zamówień spadł R/R, a koszty stałe wzrosły.
- Spodziewamy się przyzwoitej rentowności we wszystkich segmentach oraz wzrostu przychodów R/R we wszystkich segmentach oprócz deweloperki.
- Wysoka pierwsza marża w 4Q'15 wynikała ze znaczącego udziału segmentu deweloperskiego.
- W 4Q'16 nie zakładamy negatywnych one-offów, które w 4Q'15 były przyczyną pogorszenia wyników (pozostała działalność operacyjna).

Deweloperzy

Udany koniec roku

- W 4Q'16 spodziewamy się wysokiej dynamiki wyników deweloperów mieszkaniowych. Wprawdzie liczba mieszkań rozliczonych w wyniku wzrosła o umiarkowane 13% R/R, niemniej ze względu na one-offy w kilku spółkach, dynamika zysku netto będzie znacząca.
- Największej dynamiki oczyszczonego o one-offy ZN spodziewamy się w Robygu (49 mln PLN, +160% R/R) - znaczny wzrost przekazania i marż, Archicomie (26 mln PLN, +108% R/R) - bardzo wysoka dynamika przekazania z nawiązką zrekomensuje wyższe koszty i szacowaną przez nas ujemną rewaluację, Dom Development (85 mln PLN, +29% R/R) - wzrost przekazania i marż.
- W Ronsonie wystąpi jednorazowy zysk w kwocie 55 mln PLN brutto ze sprzedaży projektu przy

Capital Park Piotr Zybala		kupuj 8,09 PLN			wyniki: 17-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	30,3	19,2	58%	113,0	56%	
Zysk brutto ze sprz. marża	23,3	15,9	47%	86,0	55%	
	77,0%	82,6%		76,1%		
EBIT bez rew. i SOP	19,2	10,9	77%	65,1	43%	
rewaluacja	71,6	90,0	-21%	77,0	31%	
EBIT	90,8	105,9	-14%	142,1	36%	
Zysk brutto	51,9	88,0	-41%	51,6	-8%	
Zysk netto	47,7	82,2	-42%	46,2	5%	

Dom Dev. Piotr Zybala		akumuluj 72,50 PLN			wyniki: 28-02-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	525,4	480,0	9%	1111,3	23%	
Zysk brutto ze sprz. marża	131,8	110,1	20%	261,0	28%	
	25,1%	22,9%		23,5%		
EBIT	105,7	81,8	29%	157,3	54%	
Zysk brutto	105,0	81,8	28%	155,4	54%	
Zysk netto	85,1	66,0	29%	125,4	55%	

Echo Inv. Piotr Zybala		kupuj 6,64 PLN			wyniki: 25-04-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	36,3	176,5	-79%	448,7	-23%	
Zysk brutto ze sprz. marża	13,1	70,1	-81%	199,2	-30%	
	36,2%	39,7%		44,4%		
EBIT bez rew.	-16,9	29,0	-	35,0	-78%	
rewaluacja	70,0	737,9	-91%	505,1	-33%	
EBIT	53,1	766,9	-93%	540,1	-41%	
Zysk brutto	43,8	588,9	-93%	202,9	-70%	
Zysk netto	40,7	441,1	-91%	392,1	-24%	

GTC Piotr Zybala		akumuluj 9,59 PLN			wyniki: 20-03-2017	
(mln EUR)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	31,7	29,4	8%	122,1	4%	
Zysk brutto ze sprz. marża	23,4	20,4	15%	88,9	11%	
	73,9%	69,5%		72,8%		
EBIT bez rew. i SOP	18,7	15,9	17%	71,9	10%	
rewaluacja	50,3	27,9	80%	89,7	242%	
EBIT	68,9	43,8	57%	161,5	76%	
Zysk brutto	61,1	33,5	82%	131,7	137%	
Zysk netto	53,7	28,4	89%	160,4	255%	

Robyg Piotr Zybala		kupuj 3,95 PLN			wyniki: 16-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	227,2	145,5	56%	528,8	10%	
Zysk brutto ze sprz. marża	52,7	20,8	153%	117,3	52%	
	23,2%	14,3%		22,2%		
Zysk z JV	20,7	15,1	37%	58,9	93%	
EBIT	57,9	21,7	167%	123,3	109%	
Zysk brutto	54,9	19,5	182%	112,2	126%	
Zysk netto	48,9	18,8	159%	105,7	33%	

ul. Jaśminowej (rozliczonej akcjami jednego z głównych akcjonariuszy) (ZN: 57 mln PLN, +229% R/R).

- W segmencie deweloperów komercyjnych korzystnie na wyniki 4Q'16 wpłyną różnice kursowe w związku z umocnieniem kursu EUR względem PLN.
- Ponadto, spodziewamy się dodatniego przeszacowania portfeli nieruchomości pracujących w GTC i Capital Park. W Echo i GTC znacząca część rewaluacji powinna mieć związek z przeszacowaniem nieruchomości w budowie.
- Wśród deweloperów komercyjnych nominalnie dobrych wyników spodziewamy się we wszystkich spółkach oprócz BBI Development. Ze względu na wysoką bazę w Capital Park i Echo, na wysokie dynamiki R/R liczymy jedynie w GTC i P.A. Novej.

- W 4Q'16 szacujemy wzrost NOI o 47% R/R oraz oczyszczonego EBIT o 77% R/R.
- Prognozujemy znaczące, dodatnie przeszacowanie portfela nieruchomości komercyjnych w kwocie ok. 70 mln PLN. Za 60% powyższej kwoty odpowiadają dodatnie różnice kursowe, a 40% jest związana z wyceną do wartości godziwej portfela pracujących nieruchomości (wzrost wskaźników wynajęcia, kompresja yieldów).
- Zgodnie z charakterystyczną dla Dom Development sezonowością, 4Q wypracuje większość zysku rocznego.
- Spółka rozliczyła w wyniku finansowym 4Q 1162 lokale, o 14% więcej r/r.
- Szacujemy wzrost marży deweloperskiej do ponad 25%, co byłoby wynikiem wyższym o 2 p.p. r/r i zarazem wyższym o 3 p.p. od marży za 9M'16.
- Konsensus na 2016 r. jest zbliżonych do naszych prognoz.

- Po sprzedaży portfela nieruchomości pracujących, większość zysku Echo będzie oparta na zysku z rewaluacji nieruchomości w budowie. W 2016 r. Echo rozpoczęło budowę inwestycji komercyjnych o rekordowej skali 160 tys. m², których wyceny do wartości rynkowej nie rozpoczęto.
- Liczymy na umiarkowane przeszacowanie portfela nieruchomości w budowie (na większe kwoty liczymy w 2017), wsparte dodatnimi różnicami kursowymi.
- Spektakularna baza z 4Q'15 (związana z wyceną portfela przed sprzedażą) jest poza zasięgiem Spółki.
- Spodziewamy się utrzymania tendencji obserwowanych w wynikach 3Q (1) kilkunastoprocentowy wzrost R/R NOI i oczyszczonego EBIT, (2) znaczny wzrost rewaluacji.
- Prognozowana przez nas rewaluacja w kwocie 50 mln PLN w 40% wynika z wyceny Galerii Północnej, a w 60% z kompresji yieldów na portfelu pracujących aktywów.
- Wzrost NOI jest pochodną zakupów nieruchomości pracujących w trakcie 2016 r. Spodziewamy się utrzymania podobnego tempa wzrostu NOI w kolejnych kwartałach 2017 i 2018 r.

- W 4Q'16 Robyg rozliczył w wynikach rekordową liczbę 1196 mieszkań (+55% R/R), co przy wysokiej dźwigni operacyjnej oraz rosnących marżach przekłada się na szacunkowo wzrost ZN o 160% R/R.
- Konsensus na 2016 jest o 12% niższy od naszych prognoz. Uważamy, że konsensus niedostatecznie podniósł się po wynikach za 3Q i analitycy dokonają stosownych korekt przy okazji przygotowywania prognoz za 4Q. Ewentualnie może czekać nas pozytywna niespodzianka w wynikach.

Handel, inne

Otoczenie makro sprzyja wynikom

- Coraz lepsza sytuacja materialna konsumentów w regionie powinna przekładać się na wzrost sprzedaży porównywalnej w spółkach.

AmRest		akumuluj			wyniki:	
Piotr Bogusz		367,00 PLN			16-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	1194,2	917,9	30%	4187,0	25%	
Zysk brutto na sprz.	222,1	158,3	40%	738,5	27%	
marża	18,6%	17,2%		17,6%		
EBITDA	157,6	102,1	54%	554,5	32%	
marża EBITDA	13,2%	11,1%		13,2%		
EBIT	83,4	38,9	114%	284,2	45%	
Zysk brutto	71,0	35,5	100%	239,1	47%	
Zysk netto	60,1	41,9	44%	198,6	24%	

CCC		akumuluj			wyniki:	
Piotr Bogusz		219,00 PLN			28-02-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	1129,0	754,7	50%	3190,9	38%	
Zysk brutto na sprz.	597,8	430,0	39%	1670,8	32%	
marża	53,0%	57,0%		52,4%		
EBITDA	230,4	142,3	62%	437,0	38%	
marża EBITDA	20,4%	18,8%		13,7%		
EBIT	213,1	126,6	68%	369,0	44%	
Zysk brutto	203,6	121,4	68%	338,3	45%	
Zysk netto	189,2	133,5	42%	306,5	18%	

Eurocash		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		46,20 PLN			23-02-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	5306,8	5044,2	5%	21173	4%	
Zysk brutto na sprz.	613,7	553,1	11%	2204,4	9%	
marża	11,6%	11,0%		10,4%		
EBITDA	186,8	184,7	1%	467,6	-2%	
marża EBITDA	3,5%	3,7%		2,2%		
EBIT	147,4	145,3	1%	305,2	-6%	
Zysk brutto	123,3	117,4	5%	265,6	0%	
Zysk netto	97,3	97,0	0%	209,7	-1%	

Jeronimo Martins		akumuluj			wyniki:	
Piotr Bogusz		16,90 EUR			22-02-2017	
(mln EUR)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	3882,0	3553,0	9%	14620	6%	
Zysk brutto na sprz.	827,3	768,0	8%	3101,3	6%	
marża	21,3%	21,6%		21,2%		
EBITDA	236,5	212,0	12%	862,5	8%	
marża EBITDA	6,1%	6,0%		5,9%		
EBIT	146,7	125,0	17%	533,7	10%	
Zysk brutto	163,2	120,0	36%	768,2	115%	
Zysk netto	121,2	81,0	50%	621,2	87%	

LPP		trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		5 300 PLN			23-02-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	1855,0	1575,0	18%	6020,6	17%	
Zysk brutto na sprz.	943,0	862,8	9%	2935,1	7%	
marża	50,8%	54,8%				
EBITDA	262,9	297,6	-12%	487,5	-33%	
marża EBITDA	14,2%	18,9%				
EBIT	202,0	235,9	-14%	229,4	-54%	
Zysk brutto	180,0	193,9	-7%	196,7	-53%	
Zysk netto	158,0	173,0	-9%	175,7	-50%	

PBKM		kupuj			wyniki:	
Paweł Szpigel		70 PLN			31-03-2017	
(mln PLN)	4Q'16P	4Q'15	r/r	2016P	r/r	
Przychody	29,6	28,0	6%	125,7	20%	
EBITDA	8,4	-2,6	-	34,7	74%	
marża EBITDA	28,5%	-		27,7%	-	
EBIT	7,0	-3,5	-	29,9	94%	
Zysk brutto	7,1	-3,7	-	29,6	93%	
Zysk netto	7,3	-6,0	-	24,0	176%	

- Oczekujemy dobrych wyników w AmRest, CCC, Jeronimo Martins.
- Relatywnie słabe wyniki powinny zaraportować Eurocash oraz LPP.
- Wysoki wzrost przychodów powinien być napędzany przez poprawę efektywności sprzedaży oraz konsolidację kawiarni Starbucks w Niemczech.
- Zakładamy poprawę rentowności EBITDA o 2,1p.p. R/R do 13,2% w 4Q'16 wynikającą ze wzrostów lfl, niskiej bazy w Hiszpanii oraz Rosji.
- Oczekujemy, że wynik będzie obciążony przez aktualizację wartości restauracji w wysokości 14 mln PLN.
- W efekcie wzrostu rentowności oczekujemy 44% R/R wzrostu wyniku netto do 60,1 mln PLN w 4Q'16.
- Zgodnie z opublikowanymi wcześniej danymi sprzedażowymi, oczekujemy wzrostu sprzedaży o 50% R/R do 1 129 mln PLN w 4Q'16.
- Spadek marży brutto na sprzedaży o 4p.p. R/R do 53% w 4Q'16 wynika z uwzględnienia w 4Q'15 przeszacowanych danych.
- Szacujemy wzrost marży EBITDA o 1,6p.p. do 20,4% w 4Q'16 ze względu na bardzo dobrą sprzedaż towarów w wysokomarżowych miesiącach oraz wyższy udział bardziej rentownych kanałów w generowaniu sprzedaży R/R.
- Szacujemy, że Spółka zaraportuje -20 mln PLN salda na pozostałej działalności operacyjnej wynikającego z rozliczenia straty generowanej przez nowe biznesy.
- Szacujemy -23 mln PLN salda na działalności finansowej związanego z rozliczeniami z kontrahentami.
- Oczekujemy, że marża EBITDA zmniejszy się o 0,14p.p. R/R do 3,52% w 4Q'16.
- Zgodnie z opublikowanymi wstępnymi danymi za 4Q'16, oczekujemy 3 882 mln EUR sprzedaży w 4Q'16.
- Szacujemy, że marża brutto na sprzedaży zmniejszy się o 0,31p.p. R/R do 22,31% w 4Q'16, co powinno wynikać ze wzmożonej aktywności promocyjnej spółki.
- Oczekujemy, że w wyniku wysokiej poprawy efektywności sprzedaży, narzut SG&A na sprzedaż powinien zmniejszy się o 0,23p.p. do 17,53% w 4Q'16.
- Szacujemy wzrost marży EBITDA spółki o 0,12p.p. R/R do 6,09% w 4Q'16.
- Spółka opublikowała wstępne szacunki wyników za 4Q'16.
- Przychody były zgodne z danymi opublikowanymi w raportach miesięcznych.
- Marża brutto na sprzedaży zmniejszyła się o 4p.p. R/R do 50,8% (głównie efekt transakcji sprzedaży zapasów w XII'16).
- Koszty SG&A/mkw. zwiększyły się w tempie 4% R/R do 258 PLN (obniżenie dynamiki R/R vs. poprzednie kwartały).
- Wskaźnik zapasów/mkw. zmniejszył się o 18,9% R/R do 1 278 PLN.
- Liczba pozyskanych próbek krwi pępowinowej i tkanek była w ciągu 4Q'16 na poziomie 4,67 tys. vs. 4,43 tys. rok wcześniej (spowolnienie dynamiki do 5,4% vs. +6,8% R/R w ciągu 9M'16).
- Rentowność zysku EBITDA na poziomie 28,5%.
- Zwracamy uwagę na zdarzenia jednorazowe w 4Q'16 (wpływ rozliczenie programu motywacyjnego 5,4 mln PLN, koszty IPO 1,4 mln, spisanie części bazy próbek 0,5 mln PLN).

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2017	2018	2017	2018
Banki										
ALIOR BANK	kupuj	2017-01-27	61,95	71,50	67,40	+6,1%	53,6	13,8		
BZ WBK	redukuj	2017-01-27	355,00	332,34	350,00	-5,0%	15,7	13,0		
GETIN NOBLE BANK	kupuj	2017-01-27	1,68	2,14	2,07	+3,4%	11,0	5,7		
HANDLOWY	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	81,50	+4,3%	19,2	15,1		
ING BSK	redukuj	2017-01-27	167,55	152,39	174,90	-12,9%	15,6	13,8		
MILLENNIUM	trzymaj	2017-01-27	5,93	5,81	6,99	-16,9%	13,4	11,8		
PEKAO	akumuluj	2017-01-27	136,60	146,10	142,50	+2,5%	16,6	15,8		
PKO BP	trzymaj	2017-01-27	31,62	31,20	33,50	-6,9%	14,3	12,6		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2017-01-27	892,60	1 011,37 CZK	961,90	+5,1%	14,2	12,9		
ERSTE BANK	kupuj	2017-01-27	28,60	35,98 EUR	29,87	+20,5%	10,4	9,2		
OTP BANK	trzymaj	2017-01-27	8 950	9 031,25 HUF	9 100	-0,8%	11,4	10,5		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2017-01-27	35,50	44,63	37,00	+20,6%	13,6	9,6		
Usługi finansowe										
KRUK	redukuj	2017-01-27	249,15	219,64	246,65	-11,0%	16,3	14,3		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2017-01-27	34,91	34,91	33,00	+5,8%	9,6	8,6		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	32,45	+42,6%	8,1	7,1		
Paliwa, Chemia										
CIECH	akumuluj	2017-01-27	69,03	72,50	74,88	-3,2%	12,4	14,9	7,4	8,0
GRUPA AZOTY	trzymaj	2017-01-26	70,41	73,90	71,65	+3,1%	16,6	15,9	7,7	7,3
LOTOS	redukuj	2016-12-20	40,40	36,27	43,11	-15,9%	13,5	10,6	7,2	5,4
MOL	redukuj	2016-12-20	20 620	18 970 HUF	20 450	-7,2%	12,2	10,4	5,2	4,7
PGNIG	kupuj	2016-12-20	5,30	6,52	5,75	+13,4%	12,3	10,2	4,9	4,2
PKN ORLEN	sprzedaj	2016-12-20	87,17	66,13	86,88	-23,9%	10,7	13,7	6,7	7,5
POLWAX	kupuj	2017-01-13	16,60	25,95	17,50	+48,3%	7,4	7,5	6,1	7,1
SYNTHOS	sprzedaj	2017-01-17	5,30	3,72	6,00	-38,0%	16,5	21,7	10,2	12,2
Energetyka										
CEZ	kupuj	2016-12-06	407,00	496,80 CZK	434,40	+14,4%	14,6	14,1	6,7	6,6
ENEA	redukuj	2017-01-27	10,61	8,81	10,94	-19,5%	7,0	6,0	4,8	3,9
ENERGA	trzymaj	2017-01-27	10,20	9,20	10,57	-13,0%	8,6	8,0	4,7	4,7
PGE	trzymaj	2016-10-04	10,18	10,63	12,00	-11,4%	9,9	9,4	5,4	5,4
TAURON	akumuluj	2016-12-06	2,66	3,03	3,01	+0,7%	5,3	5,1	4,7	4,9
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2017-01-27	4,58	4,90	4,69	+4,5%	-	-	4,8	5,2
ORANGE POLSKA	kupuj	2017-01-27	5,46	7,10	5,64	+25,9%	195,7	37,7	4,7	4,5
Media										
AGORA	akumuluj	2017-01-27	12,90	13,90	14,80	-6,1%	-	-	6,7	6,8
CYFROWY POLSAT	redukuj	2017-01-27	24,65	22,30	23,94	-6,9%	16,4	13,7	7,2	6,9
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2017-01-27	56,60	61,00	55,99	+8,9%	21,4	17,5	12,1	10,2
IT										
ASSECO POLAND	trzymaj	2016-12-19	53,09	57,00	57,25	-0,4%	14,9	14,4	6,6	6,3
CD PROJEKT	sprzedaj	2017-01-26	59,63	43,40	69,44	-37,5%	45,7	45,3	33,2	32,7
COMARCH	kupuj	2016-12-19	172,40	205,00	205,70	-0,3%	20,8	17,6	8,8	8,0
Przemysł i metale										
FAMUR	zawieszona	2016-11-30	4,22	-	4,60	-	-	-	-	-
KERNEL	trzymaj	2017-01-27	76,75	73,90	77,30	-4,4%	5,8	6,3	4,4	4,2
KĘTY	trzymaj	2017-01-27	416,80	387,90	423,00	-8,3%	16,0	16,3	11,0	10,3
KGHM	akumuluj	2017-01-27	122,05	128,64	130,95	-1,8%	9,1	9,0	5,8	5,5
STELMET	akumuluj	2017-01-27	32,30	33,80	30,75	+9,9%	15,8	12,3	10,4	8,3
UNIWHEELS	akumuluj	2017-01-27	236,00	258,00	240,00	+7,5%	10,4	10,2	8,2	8,3
Budownictwo										
BUDIMEX	akumuluj	2017-01-27	217,00	238,40	238,00	+0,2%	15,2	17,0	7,7	9,2
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2016-12-22	98,50	146,00	118,50	+23,2%	11,5	12,2	6,0	6,1
ERBUD	akumuluj	2017-01-27	29,50	33,50	28,80	+16,3%	11,6	11,3	4,8	4,6
UNIBEP	kupuj	2017-01-27	10,79	12,80	11,79	+8,6%	9,9	10,3	6,7	6,9
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	6,58	+22,9%	46,9	8,6	123,3	14,2
DOM DEVELOPMENT	akumuluj	2017-01-27	64,94	72,50	61,00	+18,9%	9,2	9,0	7,0	6,9
ECHO	kupuj	2017-01-25	5,69	6,64	6,10	+8,9%	11,2	9,0	12,9	11,0
GTC	akumuluj	2017-01-25	8,65	9,59	8,58	+11,8%	7,5	10,9	10,0	14,1
ROBYG	kupuj	2017-01-27	3,00	3,95	3,00	+31,7%	9,8	6,0	10,9	6,2
Handel										
AMREST	akumuluj	2017-01-27	347,00	367,00	325,00	+12,9%	27,9	20,7	11,1	8,7
CCC	akumuluj	2017-01-27	207,00	219,00	213,10	+2,8%	21,5	17,4	15,2	12,5
EUROCASH	kupuj	2017-01-27	39,90	46,20	39,04	+18,3%	21,4	16,3	10,2	8,2
JERONIMO MARTINS	akumuluj	2017-01-27	15,66	16,90 EUR	16,16	+4,6%	22,1	20,0	11,2	10,4
LPP	trzymaj	2017-01-27	5 370	5 300	5 365	-1,2%	21,2	16,1	11,9	9,5
Inne										
PBKM	kupuj	2016-12-22	53,95	70,00	58,00	+20,7%	9,9	8,3	6,8	5,7
WORK SERVICE	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	9,90	-	-	-	-	-

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Agora	akumuluj	kupuj	13,90	2017-01-27
Alior Bank	kupuj	kupuj	71,50	2017-01-27
AmRest	akumuluj	kupuj	367,00	2017-01-27
Budimex	akumuluj	akumuluj	238,40	2017-01-27
BZ WBK	redukuj	trzymaj	332,34	2017-01-27
Capital Park	kupuj	trzymaj	8,09	2017-01-25
CCC	akumuluj	trzymaj	219,00	2017-01-27
CD Projekt	sprzedaj	sprzedaj	43,40	2017-01-26
Ciech	akumuluj	akumuluj	72,50	2017-01-27
Cyfrowy Polsat	redukuj	redukuj	22,30	2017-01-27
Dom Development	akumuluj	kupuj	72,50	2017-01-27
Echo	kupuj	trzymaj	6,64	2017-01-25
Elemental	zawieszona	kupuj	-	2017-01-27
Enea	redukuj	trzymaj	8,81	2017-01-27
Energa	trzymaj	akumuluj	9,20	2017-01-27
Erbud	akumuluj	kupuj	33,50	2017-01-27
Erste Bank	kupuj	kupuj	35,98 EUR	2017-01-27
Eurocash	kupuj	akumuluj	46,20	2017-01-27
Getin Noble Bank	kupuj	kupuj	2,14	2017-01-27
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	73,90	2017-01-26
GTC	akumuluj	trzymaj	9,59	2017-01-25
Handlowy	akumuluj	trzymaj	85,00	2017-01-27
ING BSK	redukuj	sprzedaj	152,39	2017-01-27
Jeronimo Martins	akumuluj	trzymaj	16,90 EUR	2017-01-27
Kernel	trzymaj	akumuluj	73,90	2017-01-27
Kęty	trzymaj	trzymaj	387,90	2017-01-27
KGHM	akumuluj	akumuluj	128,64	2017-01-27
Komercni Banka	akumuluj	akumuluj	1011,37 CZK	2017-01-27
Kruk	redukuj	trzymaj	219,64	2017-01-27
LPP	trzymaj	trzymaj	5300,00	2017-01-27
Millennium	trzymaj	kupuj	5,81	2017-01-27
Netia	akumuluj	akumuluj	4,90	2017-01-27
Orange Polska	kupuj	kupuj	7,10	2017-01-27
OTP Bank	trzymaj	redukuj	9031,25 HUF	2017-01-27
Pekao	akumuluj	trzymaj	146,10	2017-01-27
PKO BP	trzymaj	kupuj	31,20	2017-01-27
Prime Car Management	kupuj	kupuj	34,91	2017-01-27
PZU	kupuj	kupuj	44,63	2017-01-27
RBI	zawieszona	trzymaj	-	2017-01-27
Robyg	kupuj	kupuj	3,95	2017-01-27
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	46,28	2017-01-27
Stelmet	akumuluj	akumuluj	33,80	2017-01-27
Synthos	sprzedaj	sprzedaj	3,72	2017-01-17
Unibep	kupuj	kupuj	12,80	2017-01-27
Uniwheels	akumuluj	akumuluj	258,00	2017-01-27
Wirtualna Polska	akumuluj	akumuluj	61,00	2017-01-27

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	5,4%	1	3,3%
redukuj	7	12,5%	4	13,3%
trzymaj	10	17,9%	6	20,0%
akumuluj	18	32,1%	9	30,0%
kupuj	18	32,1%	10	33,3%



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

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

Rekomendacje 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:

KUPIJ – 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 posługującego 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 świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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, Opono, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., 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, Opono, 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, Getin Noble Bank, 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, Opono, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyng, 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: PBKM, Stelmet, TXM S.A.

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.

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.

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
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

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

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

Paweł Szpigieli
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigieli@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl