

środa, 26 lipca 2017 | opracowanie cykliczne

## Prognozy wyników kwartalnych: 2Q 2017

### Rynek akcji

#### Finanse

Oczekujemy, że polski sektor bankowy w 2Q'17 będzie wsparty przez rosnące detaliczne kredyty, które jednocześnie spowodują lekki wzrost marży oraz normalizację po stronie kosztu ryzyka. Banki regionalne oraz czeskie powinny w dalszym ciągu raportować niski koszt ryzyka oraz poprawiające się wolumeny kredytowe. Uważamy, że najatrakcyjniej na tle konkurencji zaprezentują się w 2Q'17 OTP Bank i PKO BP (możliwy wzrost konsensusu na cały rok) oraz Skarbiec Holding znowu ze znaczącym *success fee* w kwartale.

#### Chemia

Wysokie zaawansowanie całorocznych prognoz naszym zdaniem może mieć miejsce w przypadku Ciech i Grupy Azoty. Wyraźnego spadku q/q wyniku oczekujemy w Synthos.

#### Paliwa

Kolejne mocne wyniki w rafineriach implikują konieczność podniesienia tegorocznych prognoz, aczkolwiek pozostajemy sceptyczni co do otoczenia makro w kolejnych okresach. Wyniki PGNiG powinny potwierdzić przekroczenie poziomu 7 mld PLN na EBITDA w całym roku.

#### Energetyka

Wykonanie rocznych prognoz wyniku EBITDA w energetyce sięgnie 53%. Największym motorem poprawy r/r w polskich spółkach będzie obszar obrotu z uwagi na niższe koszty OZE. W CEZ dynamika zysków pozostaje ujemna z uwagi na niższe ceny energii.

#### Telekomunikacja, media, IT

Według naszych szacunków łączna EBITDA analizowanych spółek sektora TMT spadnie o blisko 5% r/r. Słabą dynamikę zanotuje zwłaszcza Assec Poland (w przeciwieństwie do ASEE i ABS). Z kolei dobrych wyników spodziewamy się w Agorze i Orange Polska.

#### Przemysł i metale

Oczekujemy, że w 2Q'17 36% obserwowanych spółek przemysłowych poprawi zeszlatoroczne rezultaty, natomiast 17% spółek je pogorszy. Naszym zdaniem stosunkowo dużo spółek (aż 47%) zanotuje zbliżone r/r wyniki. Pozytywnej dynamiki oczekujemy w spółkach: Apator, Boryszew, Grupa Kęty, Grupa KGHM, Kernel, Kruszwica i Pfeleiderer Group. Negatywnej w Alumetal, Stelmet i Vistal. KGHM przy okazji wyników 2Q'17 przedstawi prawdopodobnie poprawiające się wyniki produkcyjne Sierra Gorda w zakresie molibdenu.

#### Budownictwo

Po 2Q'17 wykonanie rocznych prognoz w budowlance może wyglądać nominalnie słabo i zarazem poniżej sezonowych wzorców. Spółki z obszaru budownictwa kolejowego zaliczą kolejny słaby kwartał i 1H'17 mogą zakończyć ze stratą. Backlogi w branży są jednak bardzo wysokie, co zobaczymy w wynikach drugiej połowy roku.

#### Deweloperzy

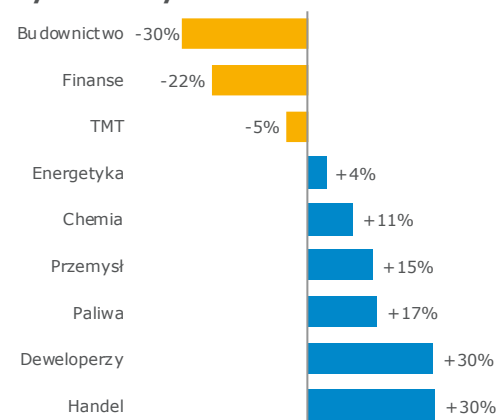
Z uwagi na niską liczbę przekazania lokali (-13% r/r) wyniki deweloperów mieszkaniowych będą przeciętne (pozytywnymi wyjątkami są Dom Development i Atal). Znacznie większy potencjał branża przygotowała na drugą połowę roku, a w szczególności 4Q. Wśród deweloperów komercyjnych spodziewamy się dobrych wyników i wysokiego wykonania rocznych prognoz w GTC i Echo.

#### Handel

Oczekujemy, że w 2Q'17 rezultaty powinny poprawić CCC, LPP (bardzo dobry sezon sprzedażowy w obu spółkach), AmRest (dalszy wzrost lfl) oraz Eurocash (odwrócenie trendu po pięciu kwartałach spadków). Zmniejszenie sprzedaży TXM przy rosnącej bazie kosztowej r/r, negatywnie wpłynie na rezultaty spółki w 2Q'17.

WIG ..... 61 975  
 Średnie P/E 2017 ..... 13,1  
 Średnie P/E 2018 ..... 12,1  
 Średni dzienny obrót (3M)..... 891 mln PLN

#### Dynamika wyników sektorów\*



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

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
<b>A mica</b>	<b>Agora</b>
<b>Assec Poland</b>	<b>Atal</b>
<b>Bank Pekao</b>	<b>CCC</b>
<b>Erbud</b>	<b>Ciech</b>
<b>Synthos</b>	<b>Eurocash</b>
	<b>Grupa Azoty</b>
	<b>Kernel</b>
	<b>LPP</b>
	<b>Orange Polska</b>
	<b>OTP Bank</b>
	<b>PKO BP</b>
	<b>Skarbiec Holding</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.klisczcz@mbank.pl](mailto:kamil.klisczcz@mbank.pl)

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

Piotr Zybała  
 +48 22 438 24 04  
[piotr.zybal@mbank.pl](mailto/piotr.zybal@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. Getin Noble Bank	3
1.3. Handlowy	3
1.4. PKO BP	3
1.5. Erste Bank	3
1.6. Komerční Banka	3
1.7. OTP Bank	3
<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. Chemia, Paliwa</b>	<b>5</b>
3.1. Ciech	5
3.2. Grupa Azoty	5
3.3. Polwax	5
3.4. Synthos	5
3.5. Lotos	5
3.6. MOL	5
3.7. PGNiG	5
<b>4. Energetyka, surowce</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
<b>5. Telekomunikacja, media, IT</b>	<b>7</b>
5.1. Netia	7
5.2. Orange Polska	7
5.3. Agora	7
5.4. Cyfrowy Polsat	7
5.5. Wirtualna Polska	7
5.6. Asseco Poland	7
5.7. Comarch	7
5.8. 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. Kernel	9
6.11. Kęty	9
6.12. Kruszwica	9
6.13. Mangata	9
6.14. Pfeiderer Group	9
6.15. Stelmet	9
6.16. Tarczyński	9
6.17. Vistal	10
<b>7. Budownictwo</b>	<b>10</b>
7.1. Elektrobudowa	10
7.2. Erbud	10
7.3. Unibep	10
<b>8. Deweloperzy</b>	<b>11</b>
8.1. Atal	11
8.2. Capital Park	11
8.3. Dom Development	11
8.4. Echo Investment	11
8.5. GTC	11
8.6. Robyg	11
<b>9. Handel, inne</b>	<b>12</b>
9.1. AmRest	12
9.2. CCC	12
9.3. Eurocash	12
9.4. LPP	12
9.5. TXM	12
9.6. PBKM	12
<b>10. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku</b>	<b>13</b>
<b>11. Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku</b>	<b>14</b>
<b>12. Statystyki rekomendacji i pozycjonowań</b>	<b>15</b>

## Banki

## Silny wynik PKO BP w Polsce...

- Wyniki PKO BP wsparte w 2Q'17 przez wzrost wolumenów kredytowych. Wyniki powinny przełożyć się na podwyżkę konsensusu na 2017 rok.

Alior Bank Michał Konarski	kupuj 90,00 PLN		wyniki: 2017-08-10		
(mln PLN)	2Q'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	663,6	640,4	4%	49%	46%
Wynik prowizyjny	141,4	137,3	3%	86%	64%
WNDB	908,0	883,3	3%	46%	48%
Koszty operacyjne	-495,2	-489,3	1%	72%	52%
Saldo rezerw	-220,1	-211,6	4%	27%	42%
Zysk netto	93,4	82,4	13%	14%	43%

Getin Noble Bank Michał Konarski	trzymaj 2,14 PLN		wyniki: 2017-08-31		
(mln PLN)	2Q'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	329,6	328,8	0%	1%	48%
Wynik prowizyjny	41,8	39,0	7%	71%	50%
WNDB	444,0	355,8	25%	19%	51%
Koszty operacyjne	-216,4	-253,8	-15%	1%	55%
Saldo rezerw	-201,6	-203,6	-1%	53%	84%
Zysk netto	21,5	-96,5	n.m.	n.m.	-39%

Handlowy Michał Konarski	akumuluj 85,00 PLN		wyniki: 2017-08-23		
(mln PLN)	2Q'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	260,0	254,3	2%	3%	50%
Wynik prowizyjny	139,7	134,3	4%	0%	47%
WNDB	519,8	467,1	11%	-16%	48%
Koszty operacyjne	-291,5	-343,0	-15%	-3%	52%
Saldo rezerw	-18,8	-29,4	-36%	-13%	82%
Zysk netto	147,3	42,7	245%	-34%	34%

PKO BP Michał Konarski	redukuje 31,20 PLN		wyniki: 2017-08-28		
(mln PLN)	2Q'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2177,9	2046,0	6%	14%	52%
Wynik prowizyjny	731,3	710,0	3%	10%	52%
WNDB	3197,9	3010,0	6%	-3%	51%
Koszty operacyjne	-1414,9	-1563,0	-9%	1%	52%
Saldo rezerw	-406,6	-391,0	4%	2%	43%
Zysk netto	834,1	525,0	59%	-5%	51%

Erste Bank Michał Konarski	akumuluj 35,98 EUR		wyniki: 2017-08-04		
(mln EUR)	2Q'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1094,1	1051,3	4%	-1%	48%
Wynik prowizyjny	453,1	457,7	-1%	3%	51%
WNDB	1611,5	1567,5	3%	-2%	48%
Koszty operacyjne	-998,0	-1018,3	-2%	3%	50%
Saldo rezerw	-78,9	-65,8	20%	n.m.	30%
Zysk netto	377,1	262,2	44%	-33%	52%

Komercni Banka Michał Konarski	akumuluj 1 011,37 CZK		wyniki: 2017-08-02		
(mln CZK)	2Q'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	5332,3	5165,0	3%	2%	47%
Wynik prowizyjny	1595,3	1564,0	2%	-7%	46%
WNDB	7691,1	7821,0	-2%	-10%	49%
Koszty operacyjne	-3220,5	-3160,0	2%	-3%	46%
Saldo rezerw	-320,0	84,0	-	-43%	12%
Zysk netto	3344,8	4081,0	-18%	-12%	58%

OTP BANK Michał Konarski	akumuluj 9 031 HUF		wyniki: 2017-08-11		
(mld HUF)	2Q'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	137,5	132,2	4%	7%	50%
Wynik prowizyjny	50,5	44,5	13%	16%	53%
WNDB	198,1	188,7	5%	8%	51%
Koszty operacyjne	-108,0	-100,0	8%	7%	51%
Saldo rezerw	-14,1	-12,5	13%	17%	27%
Zysk netto	69,4	52,8	31%	-3%	58%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

## ... i OTP Bank w regionie

- Wzrost wyniku odsetkowego oraz nadal niskie saldo rezerw w kwartale. Dodatkowo OTP Bank może rozpoznać zysk z badwill'u, który nie jest ujęty w naszych prognozach.

- Poprawa marży odsetkowej o 8 p.b. q/q.
- Lekki wzrost kosztów operacyjnych na poziomie +1,2% q/q ze względu na fundusz wsparcia kredytobiorców oraz koszty restrukturyzacyjne.
- Dalszy wzrost wyniku prowizyjnego o 3,0% q/q.
- Oczekujemy wzrostu salda rezerw o 4% q/q, ale utrzymanie kosztu ryzyka na poziomie 168 p.b.

- GNB zanotuje zysk jednorazowy ~100 mln PLN związany z połączeniem TFI.
- Płaski wynik odsetkowy jest rezultatem niskiej sprzedaży kredytów.
- Pozostała strata operacyjna wzrosła w kwartale o 52%.
- Stabilne saldo rezerw na poziomie 202 mln PLN.
- Słaby wynik handlowy na poziomie 11 mln PLN (bez zdarzeń jednorazowych).

- Dobry wzrost wolumenów (+4,0% q/q) oraz marży odsetkowej (+4 p.b. q/q) w 2Q'17.
- Normalizacja wyniku handlowego wspartego przez zysk z dywidend (+50%).
- Spadek kosztów operacyjnych do 291,5 mln PLN.
- Spadek salda rezerw do poziomu 18,8 mln PLN dzięki segmentowi korporacyjnemu.

- Silny wzrost wyniku odsetkowego (+6,4% q/q) oraz prowizyjnego (+3,0% q/q).
- Dobra sprzedaż kredytów detalicznych.
- Wzrost kosztów operacyjnych (+4,5% q/q, bez BFG).
- Rosnące saldo rezerw (+4,0% q/q) oraz koszt ryzyka (+3 p.b.).
- Wyniki mogą przyczynić się do pozytywnej rewizji konsensusu.

- Wynik netto na poziomie 377,1 mln EUR.
- Wzrost wyniku odsetkowego spowodowany głównie wzrostem wolumenów kredytowych.
- Sezonowy spadek kosztów operacyjnych na poziomie 2% q/q.
- Wzrost salda rezerw na poziomie 20% do 78,9 mln EUR.
- Spadek podatku bankowego o 50% r/r.
- Wyniki zgodne z całorocznymi założeniami Zarządu.

- Wzrost wyniku odsetkowego o +3,2% q/q oraz prowizyjnego +2,0% q/q.
- Oczekujemy spadku marży odsetkowej o 5 p.b. q/q do poziomu 2,06%.
- Zawiązanie rezerw w wysokości 320 mln CZK, co przełoży się na koszt ryzyka w wysokości 21 p.b.
- Wzrost kosztów operacyjnych o 2% q/q (koszty w 1Q'17 wsparte zyskiem ze sprzedaży kwatery głównej).

- Wzrost wyniku odsetkowego (+4,0% q/q) oraz prowizyjnego (+13,3%).
- Pierwszy kwartał konsolidacji Splitska Banka w Chorwacji.
- Dywidenda z MOL w wysokości 3 mld HUF.
- Normalizacja salda rezerw do 14 mld HUF czyli +13% q/q.
- Prawdopodobne rozpoznanie badwillu z przejęcia Splitska nie ujęte w naszych prognozach (<10 mld HUF).

## Usługi finansowe

### Mocne wyniki Skarbiec Holding...

- Oczekujemy, że SKH zanotuje znaczącą poprawę przychodów dzięki zaksięgowaniu opłaty zmiennej (9 mln PLN), która wesprze dywidendę w 2018 roku.

PZU Michał Konarski	kupuj			wyniki:	
	2Q'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	20'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
Skł. przyp. brutto	5854,7	5768,0	2%	16%	55%
Ubezpiec. majątkowe	3650,0	2799,1	2%	21%	48%
Ubezpiec. na życie	2122,0	2000,1	1%	8%	51%
Odszkodowania	-3561,5	-3711,0	-4%	15%	55%
Koszty	-1126,7	-1088,0	6%	21%	46%
Wynik bankowy	292,3	118,0	148%	n.m.	20%
Wynik techniczny	499,1	273,0	4%	47%	47%
Wynik inwestycyjny	245,8	983,0	-75%	-	56%
Zysk brutto	937,1	1259,0	-26%	160%	44%
Zysk netto	450,4	940,0	-52%	138%	51%

Kruk Michał Konarski	sprzedaj			wyniki:	
	2Q'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	2Q'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	265,1	254,2	4%	47%	55%
Zakupy wierzyt.	243,7	232,7	5%	46%	53%
Inkaso	16,0	15,8	1%	109%	102%
Koszty pośr. i bezp. marża pośrednia	112,4	97,5	15%	26%	50%
Zysk operacyjny	152,6	156,8	-3%	67%	58%
Zysk brutto	117,8	121,3	-3%	92%	64%
Zysk netto	97,1	81,6	19%	89%	59%
Zysk netto	95,4	80,1	19%	89%	63%

Prime Car Man. Michał Konarski	kupuj			wyniki:	
	2Q'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	2Q'17P	1Q'17	q/q	r/r	YTD*
Przych. z leasingu	36,2	35,9	1%	-1%	46%
Prowizje i opłaty	65,9	65,1	1%	11%	52%
Przych. odsetkowe	12,9	12,4	4%	18%	50%
Przych. ogółem	150,1	148,4	1%	4%	50%
Naprawy i serwis	54,8	54,2	1%	7%	52%
Koszty ogółem	137,0	132,9	3%	3%	49%
Remarketing	3,2	3,5	-1%	-3%	42%
Zysk netto	10,6	12,2	-13%	14%	55%

Skarbiec Holding Michał Konarski	kupuj			wyniki:	
	4Q'16/17P	3Q'16	q/q	r/r	YTD*
(mln PLN)	4Q'16/17P	3Q'16	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	31,0	31,1	-1%	71%	126%
Wynagr. stałe	19,5	17,5	12%	26%	103%
Wynagr. zmienne	9,1	11,4	-20%	553%	223%
Koszty ogółem	-19,7	-20,1	-2%	38%	122%
Koszty dystrybucji	-10,1	-9,0	12%	40%	116%
Koszty pracown.	-5,0	-5,6	-10%	63%	129%
Zysk brutto	11,3	10,7	6%	168%	133%
Zysk netto	9,0	8,5	7%	170%	131%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

### ... i spadek wyników PZU

- Spadek wyników q/q spowodowany będzie gorszym wynikiem lokacyjnym. Pozostałe linie prezentować się będą atrakcyjnie w kwartale, a w szczególności składka zarobiona.
- Wzrost składki przypisanej brutto (SPB) o 1,5% q/q oraz 15,7% r/r.
- Wzrost SPB powinien być najbardziej widoczny w segmencie majątkowym (+21,2% r/r i +2,0% q/q).
- Wzrost składki zarobionej netto na poziomie +2,3% q/q oraz +11,1% r/r.
- Spadek odszkodowań o 4,0% q/q (głównie segment życie).
- Znaczący spadek wyniku inwestycyjnego do poziomu 245,8 mln PLN (bez banków).
- Wzrost kosztów operacyjnych (bez banków) o +3,6% q/q
- Dwa miesiące konsolidacji Banku Pekao.
- Spłaty w 2Q'17 wyniosły 337,7 mln PLN, nakłady 292 mln PLN na portfele o wartości nominalnej 3,5 mld PLN (średnia cena 8,3%).
- Lekki spadek marży pośredniej (-2,6% q/q) ze względu na rosnące koszty związane z sądami.
- Normalizacja kosztów finansowych do -21 mln PLN z -40 mln PLN w 1Q'17 ze względu na ruchy walut.
- Oczekujemy efektywnej stawki podatkowej na poziomie -1,7%.
- Niski wzrost floty w 2Q'17 na poziomie +327 q/q samochodów (+375 q/q w 1Q'17).
- Niski wzrost wolumenu samochodów przełoży się na poprawę marży w leasingu finansowym i operacyjnym.
- Oczekujemy stabilizacji zysku z remarketingu w 2Q'17 do 3,25 mln PLN (3,55 mln PLN w 1Q'17).
- Wzrost amortyzacji do 27,8 mln PLN (+10% q/q), poniżej długoterminowej średniej na poziomie 29 mln PLN.
- Oczekujemy, że PCM spełni warunki do uruchomienia programu motywacyjnego w 2017 roku.
- Wzrost aktywów w klasie wysokomarżowych o 8,1% q/q.
- Oczekujemy wzrostu opłaty stałej o 11,8% q/q.
- Oczekujemy opłaty zmiennej na poziomie 9,1 mln PLN w 4Q roku obrotowego 2016/17.
- Spadek kosztów ogółem o 1,6% q/q ze względu na niższe koszty regulacyjne.
- Zysk netto na poziomie 9,0 mln PLN oznacza wzrost o 6,8% q/q i 170% r/r.

## Chemia, paliwa

### Wciąż mocne wyniki w rafineriach

- Modelowe marże rafineryjne i petrochemiczne wspierają wyniki rafinerii, ale w LTS obciążeniem będą koszty remontu. W PGN poprawa r/r to kwestia cen ropy i gazu oraz wyższych wolumenów w dystrybucji.

Ciech		kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		82,00 PLN		24-08-2017	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	885,5	867,1	2%	3658,0	49%
EBITDA	191,4	250,2	-24%	763,3	50%
marża EBITDA	21,6%	28,9%		20,9%	
EBIT	132,4	194	-32%	504,0	51%
Zysk brutto	122,5	202,2	-39%	504,0	49%
Zysk netto	96,6	161,9	-40%	357,1	54%

Grupa Azoty		kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		74,30 PLN		2017-08-24	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	2316,4	2158,2	7%	9693,7	52%
EBITDA	277,1	177,9	56%	1203,7	60%
marża EBITDA	12,0%	8,2%		12,4%	
EBIT	148,5	48,7	205%	684,1	68%
Zysk brutto	143,7	62,6	130%	643,6	72%
Zysk netto	109,9	44,4	148%	494,7	68%

Polwax		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		25,95 PLN		2017-09-06	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	68,5	62,9	9%	310,8	41%
EBITDA	6,1	6,4	-5%	35,7	33%
EBIT	4,9	5,2	-6%	31,0	31%
Dział. finansowa	0,0	0,1	-	-0,8	53%
Zysk netto	4,0	4,3	-7%	24,5	30%

Synthos		sprzedaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		3,72 PLN		2017-08-29	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	1508,1	1105	36%	6797,3	50%
EBITDA	218,4	191	14%	930,9	67%
marża EBITDA	14,5%	17,3%		13,7%	
EBIT	149,9	142,00	6%	656,6	76%
Zysk brutto	113,0	84,0	34%	571,5	99%
Zysk netto	96	58,0	66%	480,5	96%

Lotos		sprzedaj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		36,27 PLN		2017-08-17	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	5246,9	4969,0	6%	25999	41%
skor. EBITDA LIFO	648,2	546,4	19%	1897,4	70%
efekt LIFO	-114,2	12,0	-	146,3	-
EBITDA	448,9	810,2	-45%	1893,7	66%
EBIT	199,2	550,6	-64%	890,9	87%
Dział. finansowa	98,9	-150,6	-	-218,8	-
Zysk netto	232,5	225,8	3%	589,9	109%

MOL		redukuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		18 970 HUF		2017-08-04	
(mld HUF)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	968,8	915,1	6%	4375,6	44%
skor. EBITDA LIFO	178,8	158,5	13%	549,7	65%
efekt LIFO	-12,0	21,4	-	29,5	4%
EBITDA	166,7	179,9	-7%	579,2	62%
EBIT	95,6	101,1	-5%	275,3	78%
Dział. finansowa	-0,3	0,0	-	-22,7	44%
Zysk netto	71,9	79,1	-9%	171,4	97%

PGNiG		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		7,25 PLN		2017-08-18	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	7843,9	6369,0	23%	35906	54%
skor. EBITDA	1639,6	1410,0	16%	7131,8	62%
EBITDA	1609,6	738,0	118%	7131,8	61%
EBIT	951,7	73,0	-	4477,8	68%
Dział. finansowa	27,7	-109,0	-	-183,4	-
Zysk netto	756,4	-115,0	-	3080,7	76%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

### Pozytywnie CIE i ATT, negatywnie SNS

- Wysokie zaawansowanie całorocznych prognoz naszym zdaniem może mieć miejsce w przypadku Ciech i Grupy Azoty. Oczekuje wyraźnego spadku q/q wyniku w Synthos.

- W 2Q'17 oczekujemy nieznacznego spadku kosztów surowcowych q/q w segmencie sody. Negatywnie na wolumeny wpływa czasowy przestój w Janikowie, który mógł zmniejszyć sprzedaż sody o około 10 tys. ton.

- Według nas oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA Grupy będzie o około 14% r/r niższa. Oczekujemy, że nasza całoroczna prognoza EBITDA będzie po 1H'17 wykonana w około 50% na każdym poziomie wyników.

- W 2Q'17 oczekujemy mocnego wyniku EBITDA w segmencie tworzyw sztucznych (89,7 mln PLN vs. -12,7 mln PLN rok wcześniej), porównywalnego wyniku w segmencie tworzyw chemicznych oraz niższego w segmencie nawozów (-31,3% r/r).

- Drugi kwartał będzie pierwszym od pięciu ostatnich, w którym wyniki przełamują spadkową dynamikę.

- Przy wynikach Zarząd może odnieść się w kwestii ostatnio obserwowanych wzrostów cen pszenicy i ich wpływie na perspektywy 2018 roku.

- Przecenie ropy towarzyszy presja na ceny gaczy, których podaź rośnie wraz z crackami na HSFO – generuje to presję na parafiny i pogarsza rentowność brutto na segm. zniczowym – stąd zakładamy spadek marży r/r i q/q.

- Częściowo powinien to kompensować segment przemysł.

- Wykonanie EBITDA YTD (33% vs. 39% po 1H'16) sugeruje konieczność rewizji naszych rocznych prognoz.

- W 2Q'17 oczekujemy znacznego pogorszenia się wyników względem 1Q'17 (EBITDA -46% q/q), głównie za sprawą pogarszającego się otoczenia makro w segmencie kauczuków syntetycznych i spadających marży w segmencie produktów styrenowych. Naszym zdaniem rynek może po wynikach zacząć spekulować, że długoterminowo Synthos jest w stanie generować średnio kwartalną EBITDA na poziomie około 200 mln PLN.

- W ujęciu q/q spodziewamy się 22% pogorszenia EBITDA na wydobyciu z uwagi na spadek cen (206 mln PLN).

- W rafinerii oczyszczona EBITDA LIFO powinna być porównywalna q/q na poziomie 418 mln PLN (spadek marż, wyższe wolumeny), ale raportowane wyniki będą obciążone efektem przeszacowania zapasów (-114 mln PLN) oraz wyższymi kosztami remontu (130 mln PLN).

- Na działalności finansowej zakładamy istotny dodatni wpływ różnic kursowych i zabezpieczeń na +140 mln PLN.

- Na wydobyciu oczekujemy lekkiego spadku q/q (61 mld HUF vs. 63,5 mld HUF) – spadek cen ropy częściowo skompensowany podwyżką regulowanych cen gazu.

- W rafinerii zakładamy, że efekt sezonowy zostanie zneutralizowany przez majowy przestój na Słowacji i CCS EBITDA będzie zbliżona q/q (niecałe 58 mld HUF), w detalu oczekujemy 15% dynamiki r/r, w petrochemii wyższe marże pozwolą na wzrost EBITDA q/q (39 mld HUF).

- Kwartalną stratę na zapasach szacujemy na -12 mld HUF.

- EBITDA w wydobyciu gorsza q/q z uwagi na sezonowość, wolumeny i spadek cen ropy i gazu (0,79 mld PLN vs. 1,4 mld PLN), ale r/r wyższa o 80 mln PLN – efekt cen).

- W obrocie wynik skor. wzrośnie r/r na dodatkowej marży z wyższych wolumenów (3 mln PLN vs. -42 mln PLN).

- W dystrybucji wzrost wolumenów pozwoli na wzrost EBITDA r/r (0,7 mld PLN).

- Saldo finansowe poprawią dodatnie różnice kursowe.

## Energetyka, surowce

### Wykonanie rocznych prognoz w energetyce na 53%

- Wykonanie naszej prognozy EBITDA w sektorze energetycznym po 2Q wyniesie 53%. Dynamika w polskim sektorze sięgnie 12% r/r, głównie dzięki marży w obrocie.

CEZ	akumuluj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	453,01 CZK			2017-08-08	
(mln CZK)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	47194	47020	0%	205143	49%
skor. EBITDA	12189	13094	-7%	56448	54%
EBITDA	12189	13094	-7%	56448	56%
EBIT	4692	5031	-7%	26587	61%
Dział. finansowa	3229	-125	-	-1795	-
Zysk netto	6416	3753	71%	18415	81%

Enea	trzymaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	12,60 PLN			2017-09-07	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	2757,2	2662,7	4%	11444	48%
skor. EBITDA	644,1	559,2	15%	2611,5	52%
EBITDA	644,1	538,2	20%	2611,5	50%
EBIT	345,6	221,9	56%	1416,0	51%
Dział. finansowa	-31,0	-1,1	-	-113,4	9%
Zysk netto	242,1	169,8	43%	934,0	58%

Energa	akumuluj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	13,20 PLN			2017-08-09	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	2467,2	2316,0	7%	10569	49%
skor. EBITDA	488,0	448,0	9%	2019,1	53%
EBITDA	535,0	445,4	20%	2019,1	56%
EBIT	290,0	-35,0	-	1040,1	62%
Dział. finansowa	-54,0	-103,0	-	-137,6	20%
Zysk netto	191,1	-127,0	-	725,0	69%

PGE	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	14,46 PLN			2017-08-08	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	5398,6	6533,0	-17%	22391	50%
skor. EBITDA	1439,1	1318,0	9%	6824,0	49%
EBITDA	1439,1	1321,0	9%	6824,0	50%
EBIT	692,1	-171,0	-	4135,6	46%
Dział. finansowa	-55,0	-107,0	-	-277,5	43%
Zysk netto	523,3	-324,0	-	3119,9	48%

Tauron	trzymaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	3,67 PLN			2017-08-17	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	4147,7	4295,8	-3%	17533	50%
skor. EBITDA	898,8	774,9	16%	3745,8	51%
EBITDA	898,8	780,5	15%	3745,8	56%
EBIT	488,6	-322,3	-	2087,0	60%
Dział. finansowa	-28,9	-56,6	-	-176,5	-
Zysk netto	372,4	-319,8	-	1528,4	66%

KGHM	kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek	132,22 PLN			2017-08-17	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	4842,1	4544,0	7%	21558	45%
EBITDA	1168,6	1075,0	9%	6398,7	43%
marża EBITDA	24,1%	23,7%	-	29,7%	-
EBIT	738,6	662,0	12%	4632,3	42%
Zysk netto	-18,2	135,0	-	3340,3	11%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

### KGHM z pozytywną dynamiką

- Liczmy na pozytywny wynik EBITDA Sierra Gorda i poprawiające się wydobyte molibdenu. Cała Grupa powinna zanotować jednocyfrową poprawę r/r wyniku EBITDA.
- Segment wytwórczy zanotuje spadek EBITDA r/r o ok. 1 mld do 3,8 mld CZK z uwagi na niższą efektywną cenę.
- W obszarze OZE oczekujemy wzrostu o 0,2 mld CZK do 1,1 mld CZK w związku z poprawą w Rumunii i przejęciami.
- W dystrybucji prognozujemy podobne wyniki r/r (4,7 mld CZK), natomiast w obrocie tak jak w 1Q'17 spodziewamy się presji na marżę i spadku r/r do 1,1 mld CZK z 1,3 mld.
- Saldo fin. Zostanie wsparte zyskiem na akcjach MOL-a.
- W wytwarzaniu uwzględniamy konsolidację Engie Polska (60 mln PLN) i poprawę w obszarze ciepła, stąd prognoza strumienia EBITDA na 200 mln PLN (+70 mln PLN r/r).
- W dystrybucji oczekujemy porównywalnych wyników r/r (260 mln PLN), podobnie jak na wydobyciu (133 mln PLN).
- W obrocie zakładamy znaczącą poprawę w związku z tańszymi zielonymi certyfikatami i wypowiedzeniem umów długoterminowych (58 mln PLN vs. 33 mln PLN rok temu).
- Spółka podała już wstępne dane EBITDA za 2Q i będą one wsparte jednorazowym zyskiem na PXM na 47 mln PLN.
- W dystrybucji EBITDA spadnie r/r z uwagi na zaniżoną bazę kosztową 2016 i przesunięcie remontów z 1Q'17.
- W obrocie Spółka powinna odzyskać rentowność po słabym 1Q, ale nadal EBITDA relatywnie gorsza od konkurencji z uwagi na koszty OZE (20 mln PLN).
- Wytwarzanie podwoi EBITDA r/r z uwagi na brak remontu.
- Skor. EBITDA w wytwarzaniu powinna wzrosnąć do 618 mln PLN (+55 mln PLN r/r) przez wyższy wolumen produkcji z w. brunatnego, częściowo zneutralizowany niższymi cenami i niższą aktywacją kosztów w kopalniach.
- W obrocie oczekujemy znacznej poprawy na wzór 1Q'17 (161 mln PLN EBITDA vs. 69 mln PLN w 2Q'16) z uwagi na niższe koszty zielonych certyfikatów.
- W dystrybucji lekki wzrost r/r (+20 mln PLN) na bazie WRA.
- Po słabym 1Q oczekujemy powrotu wolumenów i rentowności w segm. wydobywczym (EBITDA 30 mln PLN).
- W wytwarzaniu sezonowy spadek EBITDA wzmocniony zaniżoną bazą kosztów CO<sub>2</sub> w 1Q'17 (EBITDA 112 mln PLN).
- W dystrybucji zakładamy nieznaczny spadek r/r (602 mln PLN EBITDA) z uwagi na przesunięcie OPEX z 1Q'17.
- W obrocie wyraźny wzrost r/r tak jak w 1Q'17 (EBITDA 146 mln PLN vs. 113 mln PLN przed rokiem na kosztach OZE).
- W 2Q'17 pozytywnie na wyniki będzie wpływać wzrost r/r cen miedzi w PLN oraz molibdenu w USD. Według nas produkcja molibdenu w Sierra Gorda wzrośnie w 2Q'17 o 145% r/r.
- W naszych prognozach podajemy wartość EBITDA skorygowaną o wpływ jednorazowych różnic kursowych oraz uwzględniamy na tym poziomie działalność Sierra Gorda.
- Negatywnie na wynik netto wpływać będą oczekiwane ujemne różnice kursowe z tytułu przeszacowania portfela kredytów (umocnienie USD do PLN) – w sumie efekt -553 mln PLN.

## Telekomunikacja, media, IT

Netia		akumuluj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		4,90 PLN			2017-08-02	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	362,3	386,9	-6%	1444,7	50%	
EBITDA	96,5	114,8	-16%	390,4	49%	
marża EBITDA	26,6%	29,7%		27,0%		
EBIT	18,3	12,7	44%	12,3	272%	
Zysk brutto	14,6	11,7	25%	1,9	-	
Zysk netto	11,8	23,7	-50%	1,5	-	

Orange Polska		kupuj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		7,10 PLN			2017-07-26	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	2841,4	2903,0	-2%	11370	50%	
EBITDA	807,1	824,0	-2%	2955,3		
marża EBITDA	28,4%	28,4%		26,0%	-	
EBIT	168,1	142,0	18%	368,9	75%	
Zysk brutto	97,5	46,0	112%	94,7	143%	
Zysk netto	80,0	17,0	370%	76,8	144%	

Agora		kupuj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		18,80 PLN			2017-08-11	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	283,1	296,2	-4%	1216,8	48%	
EBITDA	24,9	22,9	9%	119,3	44%	
marża EBITDA	8,8%	7,7%		9,8%		
EBIT	0,6	-1,3	-	21,8	19%	
Zysk brutto	-0,7	-1,3	-	15,6	2%	
Zysk netto	0,0	-5,5	-	1,5	-	

Cyfrowy Polsat		redukuje			wyniki:	
Paweł Szpigiel		22,30 PLN			2017-08-24	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	2454,4	2442,9	0%	9649,7	50%	
EBITDA	947,5	935,0	1%	3484,8	54%	
marża EBITDA	38,6%	38,3%		36,1%		
EBIT	475,2	407,5	17%	1634,9	57%	
Zysk brutto	353,2	252,1	40%	1153,8	57%	
Zysk netto	308,2	237,7	30%	934,6	63%	

Wirtualna Polska		akumuluj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		61,00 PLN			2017-08-29	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	111,8	100,8	11%	471,4	46%	
EBITDA	34,5	32,4	6%	148,8	37%	
marża EBITDA	30,8%	32,1%		31,6%		
EBIT	22,4	22,3	0%	102,2	30%	
Zysk brutto	17,9	16,9	6%	96,0	23%	
Zysk netto	12,9	13,4	-4%	77,7	18%	

Asseco Poland		redukuje			wyniki:	
Paweł Szpigiel		44,80 PLN			2017-08-23	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	1963,0	1926,2	2%	8576,9	47%	
EBITDA	226,5	239,9	-6%	1041,0	45%	
marża EBITDA	11,5%	12,5%		12,1%		
EBIT	145,4	176,4	-18%	741,4	42%	
Zysk brutto	125,4	174,9	-28%	741,4	34%	
Zysk netto	51,2	77,3	-34%	272,6	41%	

Comarch		trzymaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		205,00 PLN			2017-08-31	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	263,3	273,3	-4%	1257,3	40%	
EBITDA	30,6	39,5	-23%	181,3	19%	
marża EBITDA	11,6%	14,5%		14,4%		
EBIT	13,8	15,9	-13%	117,1	19%	
Zysk brutto	13,8	15,9	-13%	118,5	19%	
Zysk netto	11,8	5,6	112%	80,6	21%	

CD Projekt		sprzedaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		43,40 PLN			2017-09-06	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	103,5	232,0	-55%	377,5	54%	
EBITDA	50,4	125,4	-60%	176,8	60%	
marża EBITDA	48,7%	54,0%		46,8%		
EBIT	48,8	124,5	-61%	169,5	61%	
Zysk brutto	49,1	127,3	-61%	177,7	60%	
Zysk netto	40,1	102,1	-61%	144,8	59%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Spadek obrotów na bezpośrednich usługach głosowych o 13% r/r, głównie w wyniku erozji klientów na liniach regulowanych (prognozujemy 464 tys. na koniec 2Q'17 vs. 554 tys. rok wcześniej).
  - Marża brutto na sprzedaży na poziomie 34,7%.
  - Koszty SG&A na stabilnym poziomie r/r.
  - EBITDA niższa r/r o blisko 16%.
- Przychody nieco niższe r/r przez, głównie przez spadki przychodów z usług stacjonarnych.
  - Modyfikacja strategii w zakresie pozyskania klientów (odejście od agresywnego subsydiowania telefonów) przyniesie niższe r/r koszty sprzedaży, gorszy q/q zestaw KPIs w ramach usług mobilnych, ale lepsze trendy na EBITDA, tj. tylko -2,1% r/r (vs. -13,8% w 1Q'17).
- W ujęciu nominalnym największy wzrost wygeneruje segment Film i Książka (+2,1 mln PLN r/r), dzięki >30% wzrostowi ilości sprzedanych biletów do kin.
  - Segment Prasy powinien wykazać 3,5 mln PLN zysku EBITDA (+1,0 mln PLN r/r), pomimo 20% r/r spadku średniego rozpowszechniania GW.
- Stabilne r/r przychody, dzięki istotnie wyższemu obrotom sprzętem (244 mln PLN vs. 191 mln PLN w 2Q'16).
  - Baza kosztowa bez amortyzacji utrzymana na stabilnym poziomie (1 507 mln PLN w 2Q'17 vs. 1 515 mln PLN rok wcześniej), pomimo wzrostu kosztów rozliczeń r/r.
  - Pozytywny wpływ przeksięgowania wynagrodzeń pracowników punktów sprzedaży do kosztów dystrybucji (efekt jak w 1Q'17).
- Wzrost przychodów gotówkowych ze sprzedaży o 13% r/r (104 mln PLN vs. 92 mln PLN w 2Q'16).
  - Wzrost przychodów zwłaszcza w wykazującym niższą rentowność e-commerce (Domodi + Allani).
  - Zakładamy 3,0 mln PLN kosztów projektu TV.
  - EBITDA skorygowana (w tym o koszty projektu TV) na poziomie 37,7 mln PLN, tj. wyższa r/r o zaledwie 6%.
- Spółka matka ciągle w bardzo słabej kondycji: spadek zysku EBIT z 47 mln PLN do 22 mln PLN (tj. o 50% r/r).
  - Brak nowych dużych przetargów z dofinansowaniem UE, a dodatkowo istotny spadek zamówień od ZUS w ramach kontaktu na rozwój KSI.
  - Dobre wyniki w Asseco SEE i Asseco Business Solutions.
  - Ciągłe słabe (po 1Q'17) wyniki Sapiensa z grupy Formula.
- Spadek obrotów r/r o blisko 4% w wyniku zastoju w polskim segmencie publicznym oraz wysokiej bazy z rynku telekomunikacyjnego z 2Q'16.
  - Spadek marży brutto ze sprzedaży do poziomu 24% w wyniku wzrostu kosztów wynagrodzeń r/r.
  - Stabilne r/r koszty SG&A oraz pozytywny wpływ rozliczenia sprzedaży Bartosza Kapustki (+9 mln PLN).
- Wysoki spadek wyników r/r jest efektem wysokiej bazy związanej z premierą drugiego dodatku do gry *Wiedźmin 3: Dziki Gon (W3)* w 2Q'16.
  - Zakładamy utrzymanie się relatywnie wysokiej sprzedaży w 2Q'17, co napędzane powinno być przez utrzymującą się wysoką sprzedaż W3 w wersji GOTY.

## Przemysł

Alumetal		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					2017-08-21	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	425,5	318,1	34%	1608,0	50%	
EBITDA	20,5	30,8	-34%	96,0	48%	
marża EBITDA	4,8%	9,7%		6,0%		
EBIT	12,2	25,7	-52%	64,9	48%	
Zysk netto	13,8	26,6	-48%	61,1	50%	

Amica		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					2017-09-29	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	608,9	581,5	5%	2598,3	46%	
EBITDA	41,2	41,1	0%	206,0	45%	
marża EBITDA	6,8%	7,1%		7,9%		
EBIT	28,9	30,1	-4%	156,0	43%	
Zysk netto	21,4	21,3	1%	113,8	41%	

Aparator		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					2017-08-31	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	244,8	222,5	10%	946,8	49%	
EBITDA	36,7	29,1	26%	143,7	49%	
marża EBITDA	15,0%	13,1%		15,2%		
EBIT	28,1	20,5	37%	108,2	48%	
Zysk netto	21,0	13,8	52%	80,2	47%	

Boryszew		niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					2017-08-30	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	1648,9	1388,1	19%	6478,9	50%	
EBITDA	141,3	115,6	22%	488,1	55%	
marża EBITDA	8,6%	8,3%		7,5%		
EBIT	106,8	88,6	21%	354,0	57%	
Zysk netto	62,1	31,4	98%	193,7	66%	

Elemental		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					2017-09-29	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	292,0	255,4	14%	1431,9	45%	
EBITDA	17,8	21,1	-16%	89,6	44%	
marża EBITDA	6,1%	8,3%		7,5%		
EBIT	15,5	19,0	-19%	77,3	45%	
Zysk netto	11,2	18,2	-39%	56,0	41%	

Ergis		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					2017-09-07	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	190,0	177,8	7%	736,8	51%	
EBITDA	16,9	16,9	0%	62,8	54%	
marża EBITDA	8,9%	9,5%		8,5%		
EBIT	11,2	10,5	7%	38,7	58%	
Zysk netto	8,0	8,5	-5%	26,7	62%	

Famur		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		6,95 PLN			2017-08-31	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	256,5	285,5	-10%	1458,9	33%	
EBITDA	63,6	63,4	0%	317,4	43%	
marża EBITDA	24,8%	22,2%		27,0%		
EBIT	33,6	31,4	7%	137,0	55%	
Zysk netto	24,5	22,3	10%	121,2	51%	

Forte		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					2017-09-14	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	262,0	240,3	9%	1160,4	48%	
EBITDA	37,4	33,3	12%	172,0	49%	
marża EBITDA	14,3%	13,9%		14,8%		
EBIT	31,5	27,7	14%	148,1	49%	
Zysk netto	22,3	19,8	13%	107,4	50%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W 2Q'17 zakładamy 26% r/r wzrost wolumenu sprzedaży do 50,6 tys. ton. Negatywnie na wyniki wpłynąć będzie 47% r/r spadek średniej wartości EBITDA realizowanej na każdej tonie sprzedanych stopów z aluminium.
- Przy wynikach rynek będzie obserwował stanowisko Zarządu wobec narastającej konkurencji między największymi graczami na rynku.
- W 2Q'17 zakładamy, niską 5% r/r dynamikę wzrostu przychodów ze sprzedaży. Najwyższej dynamiki oczekujemy na rynku rosyjskim (+10% r/r), natomiast spadkowych obrotów na rynku Wielkiej Brytanii (efekt osłabienia waluty).
- Rynek w 2Q'17 naszym zdaniem będzie zwracać uwagę na presję ze strony kosztów surowców oraz funduszu płac.
- Oczekujemy udanego 2Q'17 w Grupie Aparator, co wynika z rozliczenia kontraktu eksportowego do Etiopii oraz brak dalszych strat w Aparator Rector. Naszym zdaniem istnieje małe prawdopodobieństwo podniesienia całorocznej prognozy netto (80 mln PLN). Zarząd przy okazji wyników może poinformować o konieczności przeprowadzenia testów na utratę wartości w Aparator Rector i Elkomtech.
- W 2Q'17 oczekujemy wyraźnego wzrostu sprzedaży w efekcie wyższych cen metali kolorowych oraz około 10% r/r wzrostu w segmencie Automotive.
- Naszym zdaniem rynek w 2Q'17 będzie zwracał uwagę na rentowność segmentu Automotive oraz wykonanie całorocznej prognozy Zarządu (EBITDA 540 mln PLN).
- W 2Q'17 oczekujemy dynamicznie rosnących wolumenów sprzedaży w segmencie metali (+30% r/r), katalizatorów (+35% r/r) oraz WEEE (+17% r/r). Oczekujemy jednocyfrowej dynamiki w segmencie katalizatorów oraz płytek PCB.
- Naszym zdaniem wyniki operacyjne będą wyższe niż w 1Q'17, ale ze względu na wysoką bazę 2Q'16 niższe w ujęciu r/r.
- Zarząd Grupy Ergis przedstawił już szacunki wyników na 1H'17, nasze prognozy nie odbiegają znacząco od przedstawionych szacunków.
- Po 1H'17 nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w ponad 50% na każdym poziomie wyników.
- W 2Q'17 oczekujemy wyższych obrotów niż miało to miejsce w 1Q'17 (+13% q/q). Warto zwrócić uwagę, że duża część realizacji bieżącego portfela zamówień przypada na 3 i 4 kwartał roku.
- Naszym zdaniem Famur w 2Q'17 zaksięguje zbliżone r/r wyniki na poziomie EBITDA. Oczekujemy wyższej rentowności ze względu na spadek konkurencji.
- W 2Q'17 oczekujemy, że Spółka częściowo zrekompensuje spadek obrotów zanotowany w 1Q'17.
- W 2Q'17 warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na zwiększające się zadłużenie w związku z realizacją projektu budowy własnego zakładu produkcji płyty drewnopochodnej.



## Przemysł

Impexmetal				wyniki:	
Jakub Szkopek				2017-08-25	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	845,3	734,2	15%	3 233,9	52%
EBITDA	63,0	61,1	3%	233,9	50%
marża EBITDA	7,5%	8,3%		7,2%	
EBIT	48,8	47,9	2%	178,3	50%
Zysk netto	38,1	36,0	6%	130,7	51%

Kernel				wyniki:	
Jakub Szkopek				2017-10-23	
(mln USD)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	541,4	382,3	42%	2 199,7	-4%
EBITDA	65,1	48,1	35%	348,1	-2%
marża EBITDA	12,0%	12,6%			
EBIT	51,2	33,3	54%	293,2	0%
Zysk netto	43,2	-7,5	-	235,7	10%

Kęty				wyniki:	
Jakub Szkopek				2017-08-03	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	675,0	564,2	20%	2 462,2	52%
EBITDA	112,0	101,1	11%	410,5	52%
marża EBITDA	16,6%	17,9%		17,0%	
EBIT	82,0	75,4	9%	290,1	52%
Zysk netto	66,0	89,4	-26%	250,5	48%

Kruszwica				wyniki:	
Jakub Szkopek				2017-09-15	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	535,0	530,8	1%	2 539,4	46%
EBITDA	23,2	5,6	313%	127,2	34%
marża EBITDA	4,3%	1,1%		5,0%	
EBIT	15,7	-1,9	-	97,0	28%
Zysk netto	12,6	-2,3	-	77,9	27%

Mangata				wyniki:	
Jakub Szkopek				2017-10-02	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	156,2	150,9	4%	643,2	49%
EBITDA	23,2	21,5	8%	97,9	48%
marża EBITDA	14,9%	14,2%		15,2%	
EBIT	17,0	16,0	6%	72,9	47%
Zysk netto	13,1	13,0	0%	55,2	45%

Pfleiderer Group				wyniki:	
Jakub Szkopek				2017-08-23	
(mln EUR)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	252,7	242,9	4%	973,7	52%
EBITDA	38,7	31,5	23%	155,4	45%
marża EBITDA	15,3%	13,0%		16,0%	
EBIT	20,6	13,5	53%	84,5	39%
Zysk netto	9,3	2,8	230%	47,2	42%

Stelmet				wyniki:	
Jakub Szkopek				2017-08-28	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	1 508,1	1 105,0	36%	6 797,3	50%
EBITDA	218,4	191,0	14%	930,9	67%
marża EBITDA	14,5%	17,3%		13,7%	
EBIT	149,9	142,0	6%	656,6	76%
Zysk netto	96,0	58,0	66%	480,5	96%

Tarczyński				wyniki:	
Jakub Szkopek				2017-08-11	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	179,5	153,9	17%	733,4	48%
EBITDA	12,1	11,5	6%	49,6	48%
marża EBITDA	6,8%	7,4%		6,8%	
EBIT	5,5	5,0	11%	22,8	45%
Zysk netto	3,0	2,9	3%	12,7	42%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W 2Q'17 zakładamy, że wolumen sprzedaży w Grupie wzrośnie o 1% r/r, a wysoka dynamika sprzedaży wynikać będzie z wyższych r/r cen metali kolorowych.
- Oczekujemy wzrostu wyniku EBITDA w segmentach aluminium oraz w Baterpolu. Nie liczymy na wysoką poprawę wyników przez wysoką bazę rezultatów z ubiegłego roku.
- Przy prognozie zakładamy, że segment rolny w 4Q'17 (2Q'17) zrealizuje rewaluację aktywów biologicznych związanych z nowymi zbiorami (EBITDA segmentu 25 mln USD w kwartale). Zakładamy również, że w efekcie umocnienia UAH do USD Kernel zrealizuje pozytywne różnice kursowe w kwocie 4,3 mln USD.
- Nasze prognozy nie odbiegają znacząco od wcześniej przedstawionych szacunków Zarządu na 2Q'17.
- Rynek po wynikach za 1H'17 może zacząć oczekiwać, że po 3Q'17 całoroczna prognoza Zarządu może zostać podniesiona.
- W 2Q'17 oczekujemy 5% r/r spadku wolumenu sprzedaży w efekcie spadku dostępności rzepaku w 1H'17.
- Warto zauważyć, że w 2Q'16 miała miejsce niska baza rezultatów. Rynek w wynikach za 2Q'17 może zwrócić uwagę na komentarz Zarządu odnośnie perspektyw tegorocznych zbiorów oraz ich wpływie na wyniki.
- W 2Q'17 oczekujemy około 2% r/r wzrostu obrotów w segmencie armatury oraz elementów złącznych. Naszym zdaniem dynamika przychodów segmentu motoryzacyjnego w 2Q'17 wyniesie około 5% r/r.
- Wynikom 2Q'17 nie sprzyja wysoki poziom bazy porównawczej z analogicznego okresu roku ubiegłego.
- W 2Q'17 oczekujemy nadal wzrostów wolumenów sprzedaży wynikających z eliminacji wąskich gardeł.
- Szacujemy, że wyniki nie będą obciążone analogicznymi, jak w 2016 roku kosztami IPO i restrukturyzacji (odpowiednio 4,4 i 2,8 mln EUR).
- Naszym zdaniem rynek przy okazji wyników będzie zwracał uwagę, czy Spółce udaje się podwyższyć ceny płyty drewnopochodnej.
- W 2Q'17 oczekujemy, że wolumen sprzedaży DAO wzrośnie o 3% r/r, głównie za sprawą wyższych obrotów we Francji oraz w Niemczech. Według naszych szacunków umocnienie PLN do GBP przełożyło się negatywnie na wynik w kwocie 6,8 mln PLN. Naszym zdaniem umocnienie PLN do GBP przełoży się na pozytywne różnice kursowe w kwocie 2,3 mln PLN.
- W 2Q'17 oczekujemy kontynuacji wysokiej dynamiki wzrostu wolumenów sprzedaży (+15% r/r).
- Negatywnie na wyniki wpływać będą rosnące ceny mięsa, z drugiej strony korzystanie na dynamikę r/r wpływa efekt niższej bazy.
- Zakładamy, że na koniec 1H'17 dług netto wyniesie około 170 mln PLN (3,7x EBITDA'12M).

## Przemysł

<b>Vistal</b>	równoważ			wyniki:	
<b>Jakub Szkopek</b>	146,00 PLN			2017-09-15	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	124,5	122,1	2%	487,4	51%
Zysk brutto ze sprz.	8,6	14,2	-39%	40,0	43%
marża EBITDA	6,9%	11,6%		8,2%	
EBIT	4,5	10,4	-57%	24,2	37%
Zysk netto	2,9	7,7	-63%	11,9	48%

- W 2Q'17 Vistal korzystała będzie z wyższego o 26% r/r podpisanego portfela zamówień. Na niekorzyść natomiast przemawia zmiana struktury w kierunku mniej marżowych segmentów infrastruktury oraz bud. kubaturowego.
- Naszym zdaniem rynek będzie zwracał uwagę na poziom długu netto na koniec 1H'17. Jeżeli nie nastąpi spadek na przestrzeni kwartału, to reakcja może być negatywna.

## Budownictwo

### Przeciętny kwartał przed spodziewaną poprawą w 2H

- Wyniki sektora budowlanego w 2Q'17 będą relatywnie słabe zarówno nominalnie, jak i względem minionego roku.
- Poprawiające się portfele zamówień w sektorze pozytywnie wpłyną na wyniki branży dopiero w drugiej połowie roku.
- Wyniki spółek wyspecjalizowanych w budownictwie kolejowym (Trakcja, Torpol, ZUE) wciąż mogą oscylować wokół zera w samym 2Q'17. W całym 1H'17 wciąż będzie utrzymywać się strata.

<b>Elektrobudowa</b>	kupuj			wyniki:	
<b>Piotr Zybala</b>	146,00 PLN			2017-08-31	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	280,7	313,4	-10%	970,7	44%
Zysk brutto ze sprz.	24,3	36,5	-33%	85,9	39%
EBITDA	21,3	24,2	-12%	73,7	34%
EBIT	17,8	20,9	-15%	59,1	31%
marża	6,3%	6,7%		6,1%	
Zysk brutto	18,8	26,2	-28%	62,7	29%
Zysk netto	14,6	21,3	-31%	48,9	27%

- W parze Unibep/Erbud zdecydowanie lepszych wyników spodziewamy się w Unibepie. Obie spółki dopiero w drugiej połowie roku zaprezentują zdecydowany wzrost dynamiki zysków.
- W Elektrobudowie oraz Herkulesie spodziewamy się nominalnie dobrych wyników, lecz niższych r/r ze względu na wyjątkowo wysoką bazę.

<b>Erbud</b>	akumuluj			wyniki:	
<b>Piotr Zybala</b>	33,50 PLN			2017-09-05	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	460,9	446,3	3%	1902,7	42%
Zysk brutto ze sprz.	30,4	28,4	7%	128,6	43%
EBITDA	10,4	26,6	-61%	60,6	27%
EBIT	7,9	23,4	-66%	48,5	24%
marża	1,7%	5,2%		2,6%	
Zysk brutto	6,9	-11,6	-	43,5	17%
Zysk netto	5,4	-18,2	-	31,8	18%

- Po falstarcie w 1Q'17 spodziewamy się nominalnie dobrych wyników Elektrobudowy w 2Q'17. Przypominamy, że słaby 1Q miał wynikać z przesunięcia części prac na 2Q.
- W ujęciu r/r spodziewamy się spadku wyników o 12% na EBITDA oraz 31% na ZN.
- Motorem wyników powinien być Segment Realizacji Projektów, odpowiadający za 80% zysku operacyjnego.
- Podtrzymujemy roczną prognozę ZN=49 mln PLN, pomimo spodziewanego niskiego wykonania po 6M.

<b>Unibep</b>	akumuluj			wyniki:	
<b>Piotr Zybala</b>	12,80 PLN			2017-08-28	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	383,0	280,1	37%	1496,8	43%
Zysk brutto ze sprz.	19,5	18,1	8%	101,2	37%
EBITDA	10,9	9,7	12%	63,2	29%
EBIT	8,5	7,6	13%	54,6	25%
marża	2,2%	2,7%		3,7%	
Zysk brutto	11,5	10,7	8%	54,6	30%
Zysk netto	9,1	8,8	4%	41,7	35%

- Spodziewamy się przeciętnych wyników Erbudu w 2Q'17 i relatywnie niskiego wykonania naszej rocznej prognozy po pierwszych 6M. Ze względu na wysoki backlog, który jest skoncentrowany na 2H'17, nasza roczna prognoza wciąż jest w zasięgu Spółki.
- Spodziewamy się zbliżonych wyników r/r na poziomie zysku ze sprzedaży. Na poziomie EBIT i ZN wyniki nie są porównywalne z powodu ubiegłorocznych one-offów.

- Spodziewamy się umiarkowanego wzrostu wyników r/r (+4%), głównie za sprawą poprawy przychodów w segmencie kubaturowym oraz segmencie modułów.
- W segmencie drogowym znaczne prace przesunęły się na drugą połowę roku, co negatywnie wpłynęło na 2Q'17.
- Wynik segmentu deweloperskiego powinien być zbliżony r/r. Zdecydowana większość zysku segmentu przypadnie na 4Q'17.

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

## Deweloperzy

### Dobre wyniki sektorowych liderów

- W 2Q'17 deweloperzy rozliczą w wynikach o 13% mniej mieszkań r/r, co będzie przyczyną relatywnie słabych wyników sektora. Znacznie większy potencjał branża przygotowała na drugą połowę roku.

Atal		akumuluj		wyniki:	
Piotr Zybala		44,10 PLN		2017-09-05	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	220,0	136,7	61%	913,3	46%
Zysk brutto ze sprz. marża	61,6	36,0	71%	257,5	46%
	28,0%	26,4%		28,2%	
EBIT	53,8	27,8	94%	229,9	46%
Zysk brutto	51,3	26,2	96%	220,8	46%
Zysk netto	41,1	21,9	87%	180,1	45%

Capital Park		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		8,09 PLN		2017-09-15	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	32,0	29,2	9%	128,6	48%
Zysk brutto ze sprz. marża	23,6	23,7	0%	97,7	46%
	73,7%	81,0%		76,0%	
EBIT bez rew. i SOP	18,5	20,9	-12%	83,6	43%
rewaluacja	-0,8	43,0	-	-68,6	147%
EBIT	17,2	59,9	-71%	15,0	-451%
Zysk brutto	5,6	2,4	132%	25,1	-157%
Zysk netto	3,4	0,9	271%	15,1	-281%

Dom Dev.		akumuluj		wyniki:	
Piotr Zybala		81,70 PLN		2017-08-24	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	308,7	228,7	35%	1312,4	32%
Zysk brutto ze sprz. marża	77,8	48,1	62%	338,5	31%
	25,2%	21,1%		25,8%	
EBIT	50,1	23,2	116%	221,9	22%
Zysk brutto	49,8	23,2	115%	222,8	22%
Zysk netto	40,4	18,4	119%	180,2	22%

Echo Inv.		akumuluj		wyniki:	
Piotr Zybala		6,64 PLN		2017-09-27	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	48,8	137,3	-64%	411,1	28%
Zysk brutto ze sprz. marża	14,1	70,5	-80%	117,8	20%
	29,0%	51,4%		28,7%	
EBIT bez rew.	20,2	-34,2	-	6,6	139%
rewaluacja	50,0	271,1	-82%	270,7	55%
EBIT	70,2	236,9	-70%	277,3	57%
Zysk brutto	63,0	-8,3	-	273,3	51%
Zysk netto	51,1	111,3	-54%	224,5	50%

GTC		akumuluj		wyniki:	
Piotr Zybala		9,59 PLN		2017-08-21	
(mln EUR)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	29,2	28,0	4%	141,9	42%
Zysk brutto ze sprz. marża	21,6	21,2	2%	103,3	42%
	74,0%	75,7%		72,8%	
EBIT bez rew. i SOP	18,0	17,5	3%	85,3	43%
rewaluacja	20,0	16,8	19%	87,5	51%
EBIT	38,0	34,3	11%	172,9	47%
Zysk brutto	31,1	27,4	13%	140,7	46%
Zysk netto	27,1	18,8	44%	122,9	48%

Robyg		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		4,35 PLN		2017-08-24	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	141,8	74,9	89%	818,7	26%
Zysk brutto ze sprz. marża	34,7	14,8	135%	226,7	21%
	24,5%	19,7%		27,7%	
Zysk z JV	0,4	21,3	-98%	6,2	81%
EBIT	20,1	22,3	-10%	167,4	14%
Zysk brutto	18,1	19,0	-5%	160,1	13%
Zysk netto	7,0	22,1	-68%	90,3	11%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Wyższa liczba przekazania była udziałem Dom Development oraz Atalu, które powinny zaprezentować najlepsze wyniki wśród deweloperów mieszkaniowych, zarówno nominalnie, jak i r/r.
- Spodziewamy się dobrych wyników deweloperów komercyjnych (GTC, Echo). Wykonanie rocznych prognoz w tych spółkach powinno osiągnąć ok. 50%.
- Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku 2Q wzrosła o 48% q/q do rekordowych 579 szt.
- Ze względu na korzystną strukturę przekazania i wzrost cen spodziewamy się poprawy marży o 1,6 p.p. do 28,0%.
- Po 1H'17 Atal powinien mieć najwyższe wykonanie prognoz 2017P w sektorze.
- Atal sprzedał w 2Q'17 688 lokali, o 19% więcej niż rozliczył w wyniku, co zapowiada wzrost zysków w przyszłości.
- Szacowana stabilizacja NOI r/r wynika z zawyżonej bazy. W ujęciu q/q spodziewamy się wzrostu NOI o 8% w następstwie poprawy wskaźników wynajmu portfela nieruchomości.
- Różnice kursowe będą miały niewielki wpływ na rewaluację.
- W 2H'17 spodziewamy się dalszej poprawy NOI i realizacji naszej całorocznej prognozy oczyszczonego EBIT'17. Realizacja prognozy ZN'17 będzie wyzwaniem, bez umocnienia EUR/PLN w 2H'17.
- Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku 2Q wzrosła o 13% q/q do 635 szt.
- Spodziewamy się wyraźnego wzrostu marży deweloperskiej o 4,1% do 25,2%.
- Sprzedaż mieszkań w 2Q'17 (850 szt.) była o 34% wyższa od przekazania, wskazując, że potencjał wynikowy Spółki jest znacznie wyższy niż zobaczymy w 2Q'17.
- Kluczowy wpływ na wyniki Echo w 2Q'17 miała rewaluacja, szacowana przez nas na +50 mln PLN (przeszacowanie projektów biurowych w budowie).
- Spodziewamy się ponadto ok. 30 mln PLN zysku ze sprzedaży udziałów w EPP (potencjalnie zysk może być dwa razy wyższy, jeżeli Spółka przeliczy pozostałe udziały w EPP do wartości rynkowej).
- Niskie wykonanie całorocznej prognozy zysku brutto ze sprzedaży wynika z niewielkiej liczby mieszkań rozliczonych w wyniku. Spółka nadrobi to w 2H'17.
- Zaledwie 2% dynamika zysku brutto ze sprzedaży (NOI) wynika ze zbycia nieruchomości pracujących w Bułgarii. Skokowy wzrost NOI nastąpi w 4Q'17 po oddaniu do użytku Galerii Północnej.
- Sprzedaż bułgarskich aktywów i brak zakupów nieruchomości pracujących w 1H'17 stawia pod znakiem zapytania prognozę NOI'17. Spadek kosztów finansowych wspiera jednak naszą prognozę FFO'17=48 mln EUR.
- Rewaluacją szacowana na 20 mln EUR głównie wynika z przeszacowania Galerii Północnej.
- Spodziewamy się istotnego spadku wyników Robyga r/r w związku z niższą liczbą przekazania (400 szt., -29% r/r).
- Robyg będzie posiadał niskie wykonanie rocznej prognozy po 1H'17, a z racji napiętego harmonogramu budów ryzyko dla realizacji całorocznej prognozy ZN'17 jest wyższe niż w Dom Development i Atalu.
- Marża deweloperska, zgodnie z trendem obserwowanym w innych spółkach z branży, powinna wzrosnąć.

## Handel, inne

- Wysoką poprawę wyników w 2Q'17 powinny zaraportować CCC oraz LPP (bardzo dobry sezon sprzedażowy).
- Koszty restrukturyzacji sieci kawiarni Starbucks w Niemczech wpłyną na ograniczenie tempa wzrostu EBITDA w 2Q'17 (szacowane 16% r/r, poniżej celu Zarządu).

<b>AmRest</b>		akumuluj		wyniki:	
<b>Piotr Bogusz</b>		367,00 PLN		2017-09-14	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	1243,1	977,1	27%	5408,4	44%
Zysk brutto na sprz.	194,2	170,1	14%	914,5	38%
marża	15,6%	17,4%		16,9%	
EBITDA	138,9	119,7	16%	722,5	35%
marża EBITDA	11,2%	12,2%		13,4%	
EBIT	61,3	54,8	12%	355,9	28%
Zysk brutto	48,4	44,0	10%	306,3	25%
Zysk netto	35,8	36,3	-1%	246,9	23%

<b>CCC</b>		trzymaj		wyniki:	
<b>Piotr Bogusz</b>		219,00 PLN		2017-08-31	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	1127,0	860,0	31%	4045,2	46%
Zysk brutto na sprz.	589,4	464,4	27%	2173,4	43%
marża	52,3%	54,0%			
EBITDA	192,8	148,6	30%	599,2	33%
marża EBITDA	17,1%	17,3%			
EBIT	172,7	135,6	27%	525,1	30%
Zysk brutto	154,4	140,0	10%	483,3	25%
Zysk netto	122,3	131,6	-7%	388,6	18%

<b>Eurocash</b>		kupuj		wyniki:	
<b>Piotr Bogusz</b>		45,47 PLN		2017-08-25	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	5862,7	5340,8	10%	23093	48%
Zysk brutto na sprz.	618,8	558,3	11%	2452,9	48%
marża	10,6%	10,5%			
EBITDA	115,2	110,3	4%	528,3	29%
marża EBITDA	2,0%	2,1%			
EBIT	72,9	70,0	4%	357,1	18%
Zysk brutto	67,6	63,1	7%	321,0	16%
Zysk netto	56,2	52,5	7%	253,5	16%

<b>LPP</b>		akumuluj		wyniki:	
<b>Piotr Bogusz</b>		7 400 PLN		2017-08-30	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	1707,0	1502,4	14%	7061,6	43%
Zysk brutto na sprz.	963,2	749,7	28%	3720,9	43%
marża	56,4%	49,9%		52,7%	
EBITDA	255,4	152,7	67%	878,3	25%
marża EBITDA	15,0%	10,2%		12,4%	
EBIT	192,1	86,5	122%	601,4	14%
Zysk brutto	189,3	88,9	113%	572,2	14%
Zysk netto	159,0	89,8	77%	463,5	9%

<b>TXM</b>		kupuj		wyniki:	
<b>Piotr Bogusz</b>		6,25 PLN		2017-08-29	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	94,6	97,1	-3%	429,2	39%
Zysk brutto na sprz.	41,0	42,1	-3%	186,3	23%
marża	43,4%	43,4%		43,4%	
EBITDA	0,5	8,6	-94%	11,7	-
marża EBITDA	-	-	-	2,7%	-
EBIT	-1,7	7,3	-	5,0	-
Zysk brutto	-2,1	7,2	-	3,8	-
Zysk netto	-1,8	5,8	-	3,1	-

<b>PBKM</b>		akumuluj		wyniki:	
<b>Paweł Szpigel</b>		70,00 PLN		2017-08-31	
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	36,0	34,6	4%	140,1	50%
EBITDA	11,9	8,8	36%	42,2	51%
marża EBITDA	33,0%	25,3%		30,1%	
EBIT	10,8	7,6	41%	36,1	53%
Zysk brutto	10,5	7,5	40%	35,8	52%
Zysk netto	7,7	5,8	32%	29,0	47%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Eurocash powinien zaraportować poprawę wyników r/r w 2Q'17 (pozytywny efekt restrukturyzacji C&C oraz wzrost inflacji) po pięciu kwartałach spadku wyników.

- Wysoki wzrost sprzedaży wynika z konsolidacji przejętych biznesów oraz wypracowania dodatniej sprzedaży porównywalnej na podstawowych rynkach.
- Spadek rentowności EBITDA o 1p.p. r/r wynika przede wszystkim z szacowanych dodatkowych nakładów na restrukturyzację kawiarni Starbucks w Niemczech oraz z rosnącej presji na wynagrodzenia (głównie Polska).
- Oczekujemy wzrostu EBITDA o 16% r/r w 2Q'17 (poniżej celu Zarządu na poziomie 20% r/r) vs. 0% r/r w 1Q'17. Dynamika wyniku powinna przyspieszyć w 2H'17.

- Wysoki wzrost sprzedaży (pomimo efektu bazy) potwierdza odpowiednie przygotowanie Spółki do sezonu oraz sprzyjające warunki rynkowe.
- Oczekujemy zmniejszenia się marży brutto na sprzedaży o 1,7p.p. r/r do 52,3% w 2Q'17 ze względu na aktywną politykę promocyjną (wzrost lfl w 2Q'17) oraz coraz większy udział Eobuwie.pl w wyniku (trzykrotny wzrost sprzedaży w 2Q'17).
- Zmniejszenie zysku netto r/r wynika z zastosowania 18% efektywnej stopy podatkowej w 2Q'17 vs. 6% w 2Q'16.

- Wzrost sprzedaży powinien wynikać z konsolidacji przejętych biznesów, zwiększania skali projektu Fresh, zahamowania spadków sprzedaży w segmencie C&C, dodatnich lfl w sieci Delikatesy Centrum oraz poprawy w Segmencie Tradis.
- Niższe tempo wzrostu EBITDA vs. sprzedaż powinno wynikać z rozliczania dodatkowych kosztów związanych z rozwijaniem nowych projektów (zwłaszcza projekt fresh).
- W efekcie Spółka powinna poprawić wynik na poziomie EBIT/EBITDA o około 4% r/r w 2Q'17.

- Dobre przyjęcie kolekcji wiosna-lato'17 pozytywnie wpłynęło na wyniki sprzedażowe Spółki (wzrost sprzedaży/mkw. o 4,4% r/r) oraz poprawę marży brutto na sprzedaży o 6,5p.p. r/r do 56,4% w 2Q'17.
- Oczekujemy wzrostu wskaźnika SG&A/mkw. o 7,5% r/r do 273 PLN w 2Q'17 (niższe tempo wzrostu wskaźnika r/r vs. 1Q'17 ze względu na znormalizowanie bazy).
- Poprawa lfl wraz z istotną poprawą rentowności sprzedaży r/r powinny przełożyć się na imponujący wzrost 67%/122% r/r na poziomie EBIT/EBITDA w 2Q'17.

- Nieodpowiednie zatowarowanie sklepów wynikające z problemów Spółki z wprowadzeniem systemu ERP przełożyły się na kolejny kwartał bardzo słabych wyników sprzedażowych (-3% r/r w 2Q'17).
- Oczekujemy utrzymania stałego poziomu marży brutto na sprzedaży r/r w 2Q'17 (negatywny efekt wyprzedaży powinien przesłonić pozytywny efekt wzrostu importu bezpośredniego).
- Słaby wynik Spółki w 2Q'17 może wpłynąć na wzrost wskaźnika DN/EBITDA w okolice 3x na koniec 2Q'17.

- Wzrost r/r liczby pozyskanych próbek w 2Q'17 o 11% (5 159 vs. 4 648 w 2Q'16).
- Wydłużenie horyzontu o 1 rok korzystnie przełoży się na przychody i poziom rentowności.
- EBIT rzedu 8,8 mln PLN, dodatkowo skorygowany o 2 mln PLN zwrotu podatku VAT zapłaconego przez spółkę zależną na Węgrzech.
- Skorygowany EBIT wyższy r/r o 15%.

## Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2017	2018	2017	2018
<b>Finanse</b>										
ALIOR BANK	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	61,16	+2,7%	14,7	12,9		
BZ WBK	trzymaj	2017-05-08	351,25	332,34	359,90	-7,7%	16,1	13,3		
GETIN NOBLE BANK	trzymaj	2017-03-01	2,02	2,14	1,39	+54,0%	7,4	3,8		
HANDLOWY	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	69,95	+21,5%	16,5	13,0		
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	190,00	-19,8%	16,9	15,0		
MILLENNIUM	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	7,70	-24,5%	14,7	12,9		
PEKAO	akumuluj	2017-07-18	131,25	145,42	127,30	+14,2%	16,6	13,6		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	36,10	-13,6%	15,4	13,6		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2017-01-27	892,60	1 011,37 CZK	969,00	+4,4%	14,3	13,0		
ERSTE BANK	akumuluj	2017-06-02	32,67	35,98 EUR	35,13	+2,4%	12,2	10,9		
OTP BANK	akumuluj	2017-03-01	8 450	9 031,25 HUF	9 320	-3,1%	11,7	10,7		
PZU	kupuj	2017-07-18	44,19	51,83	44,43	+16,7%	14,4	11,7		
KRUK	sprzedaj	2017-05-08	293,85	219,64	332,40	-33,9%	21,9	19,3		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	32,56	+42,6%	9,4	8,5		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	29,90	+54,8%	7,5	6,5		
<b>Chemia</b>										
CIECH	kupuj	2017-06-02	69,69	82,00	60,11	+36,4%	8,9	11,4	5,5	6,2
GRUPA AZOTY	kupuj	2017-07-03	63,30	74,30	68,74	+8,1%	13,8	14,8	6,8	6,7
POLWAX	kupuj	2017-01-13	16,60	25,95	13,85	+87,4%	5,8	5,9	5,1	6,1
SYNTHOS	sprzedaj	2017-01-17	5,30	3,72	4,76	-21,8%	13,1	17,2	9,2	11,0
<b>Paliwa</b>										
LOTOS	sprzedaj	2017-03-01	48,63	36,27	49,02	-26,0%	15,4	12,0	7,8	5,8
MOL	redukuj	2016-12-20	20 620	18 970 HUF	21 430	-11,5%	12,8	10,9	5,4	4,9
PGNIG	kupuj	2017-02-27	6,12	7,25	6,47	+12,1%	12,1	9,9	5,1	4,3
PKN ORLEN	sprzedaj	2016-12-20	87,17	66,13	106,05	-37,6%	13,1	16,7	7,9	8,7
<b>Energetyka</b>										
CEZ	akumuluj	2017-06-27	399,00	453,01 CZK	399,00	+13,5%	11,7	13,3	6,7	6,6
ENEA	trzymaj	2017-06-27	13,14	12,60	14,95	-15,7%	7,1	6,6	5,3	4,6
ENERGA	akumuluj	2017-07-21	11,65	13,20	12,22	+8,0%	8,0	8,0	5,1	4,9
PGE	kupuj	2017-06-27	12,29	14,46	12,80	+13,0%	7,7	6,4	5,3	4,4
TAURON	trzymaj	2017-06-27	3,65	3,67	3,77	-2,7%	4,3	4,9	4,4	4,9
<b>Telekomunikacja, Media, IT</b>										
NETIA	akumuluj	2017-01-27	4,58	4,90	3,89	+26,0%	-	-	4,1	4,4
ORANGE POLSKA	kupuj	2017-06-30	5,15	7,10	5,14	+38,1%	87,8	40,2	4,5	4,5
AGORA	kupuj	2017-07-25	15,28	18,80	15,24	+23,4%	-	-	6,9	6,9
CYFROWY POLSAT	redukuj	2017-01-27	24,65	22,30	25,41	-12,2%	17,4	14,5	7,5	7,1
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2017-01-27	56,60	61,00	52,88	+15,4%	20,3	16,5	11,5	9,7
ASSECO POLAND	redukuj	2017-07-20	47,23	44,80	45,70	-2,0%	13,9	13,4	7,0	6,4
CD PROJEKT	sprzedaj	2017-01-26	59,63	43,40	87,20	-50,2%	57,3	56,9	42,8	42,3
COMARCH	trzymaj	2017-06-02	223,00	205,00	208,00	-1,4%	21,0	17,8	8,9	8,1
<b>Przemysł, Metale</b>										
FAMUR	kupuj	2017-07-20	5,84	6,95	5,82	+19,4%	26,9	18,0	10,9	7,1
KERNEL	akumuluj	2017-06-02	68,33	73,90	62,35	+18,5%	5,2	5,6	4,0	3,8
KĘTY	trzymaj	2017-01-27	416,80	387,90	419,50	-7,5%	15,8	16,1	10,9	10,2
KGHM	kupuj	2017-07-03	110,65	132,22	121,95	+8,4%	7,3	8,0	4,7	4,8
STELMET	kupuj	2017-07-17	22,51	30,50	24,44	+24,8%	18,5	13,9	11,1	8,5
<b>Budownictwo</b>										
BUDIMEX	kupuj	2017-07-24	229,50	267,00	232,00	+15,1%	14,8	16,6	7,4	8,8
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2017-05-08	120,55	146,00	112,40	+29,9%	10,9	11,6	5,6	5,7
ERBUD	akumuluj	2017-06-02	31,50	33,50	29,00	+15,5%	11,7	11,4	4,8	4,6
UNIBEP	akumuluj	2017-03-01	12,59	12,80	13,85	-7,6%	11,7	12,1	7,9	8,0
<b>Deweloperzy</b>										
ATAL	akumuluj	2017-06-02	40,00	44,10	38,55	+14,4%	8,3	8,2	7,4	7,3
CAPITAL PARK	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	6,10	+32,6%	43,5	8,0	120,0	13,9
DOM DEVELOPMENT	akumuluj	2017-06-02	76,10	81,70	74,50	+9,7%	10,3	8,9	8,3	7,1
ECHO	akumuluj	2017-07-03	6,26	6,64	5,63	+17,9%	10,4	8,3	12,2	10,4
GTC	akumuluj	2017-01-25	8,65	9,59	9,46	+1,4%	8,3	12,1	10,6	14,9
ROBYG	kupuj	2017-05-12	3,21	4,35	3,30	+31,8%	9,6	5,9	7,4	4,9
<b>Handel</b>										
AMREST	akumuluj	2017-01-27	347,00	367,00	374,00	-1,9%	32,1	23,8	12,5	9,9
CCC	trzymaj	2017-03-01	225,50	219,00	230,00	-4,8%	23,2	18,8	16,3	13,4
EUROCASH	kupuj	2017-01-27	39,90	45,47	33,14	+37,2%	18,2	13,8	8,6	6,8
JERONIMO MARTINS	trzymaj	2017-05-08	17,09	16,90 EUR	17,34	-2,5%	23,7	21,4	12,0	11,1
LPP	akumuluj	2017-06-20	6 700	7 400	6 950	+6,5%	30,6	20,3	14,9	11,2
TXM	kupuj	2017-06-08	4,00	6,25	3,50	+78,6%	38,1	7,4	10,0	4,2
<b>Inne</b>										
PBKM	akumuluj	2017-04-05	60,50	70,00	55,98	+25,0%	9,6	8,0	6,5	5,5
WORK SERVICE	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	8,35	-	-	-	-	-

**Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku**

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2017	2018	2017	2018
<b>Spółki przemysłowe</b>						<b>12,4</b>	<b>11,0</b>	<b>8,3</b>	<b>7,0</b>
ALUMETAL	przeważaj	2017-04-28	64,00	46,63	-27,1%	11,6	8,6	8,4	6,4
AMICA	równoważ	2016-06-16	186,00	167,85	-9,8%	11,5	10,0	7,0	6,3
APATOR	przeważaj	2017-04-28	35,05	32,00	-8,7%	14,0	12,6	8,9	8,2
BORYSZEW	niedoważaj	2017-01-27	11,20	10,64	-5,0%	13,2	12,6	8,7	8,2
ELEMENTAL	przeważaj	2017-01-27	3,81	3,19	-16,3%	9,7	8,6	8,0	6,8
ERGIS	przeważaj	2016-09-28	5,75	6,10	+6,1%	8,8	8,8	5,9	5,5
FORTE	równoważ	2016-07-20	64,97	77,50	+19,3%	17,1	15,5	13,1	11,9
KRUSZWICA	równoważ	2017-03-29	63,50	66,85	+5,3%	19,7	14,6	10,5	8,2
MANGATA	równoważ	2016-10-26	112,55	116,00	+3,1%	14,0	11,9	8,2	7,2
PFLEIDERER GROUP	przeważaj	2016-02-03	23,00	45,00	+95,7%	61,7	49,4	20,1	19,0
TARCZYŃSKI	równoważ	2017-05-31	11,20	10,65	-4,9%	9,5	9,1	5,3	5,1
VISTAL	równoważ	2017-01-27	9,00	6,22	-30,9%	7,4	4,9	7,7	6,4
<b>Budownictwo</b>						<b>16,1</b>	<b>10,4</b>	<b>7,6</b>	<b>5,3</b>
ELEKTROTIM	niedoważaj	2017-03-06	15,07	13,19	-12,5%	13,9	17,1	8,2	9,8
HERKULES	przeważaj	2017-06-02	4,17	4,04	-3,1%	11,8	10,2	6,3	5,8
TORPOL	przeważaj	2016-09-12	10,68	12,34	+15,5%	30,7	10,5	8,7	5,0
TRAKCJA	przeważaj	2016-09-12	11,80	13,91	+17,9%	12,2	8,4	6,9	5,2
ULMA	równoważ	2016-12-12	63,50	74,00	+16,5%	18,3	12,4	4,2	3,5
ZUE	przeważaj	2017-04-12	12,35	9,43	-23,6%	67,8	10,3	14,1	5,4
<b>Deweloperzy</b>						<b>8,7</b>	<b>6,8</b>	<b>11,5</b>	<b>7,3</b>
ARCHICOM	przeważaj	2017-01-10	15,24	15,74	+3,3%	8,9	6,8	8,0	6,4
BBI DEVELOPMENT	równoważ	2017-06-02	0,73	0,80	+9,6%	-	9,3	74,4	7,3
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,77	+6,0%	6,9	5,7	7,0	5,7
LC CORP	przeważaj	2014-03-06	1,67	1,92	+15,0%	6,6	3,9	12,4	6,3
LOKUM DEWELOPER	przeważaj	2016-10-28	13,32	16,89	+26,8%	7,6	6,2	7,1	5,5
PA NOVA	równoważ	2016-09-12	25,89	24,84	-4,1%	8,7	9,7	11,3	12,2
POLNORD	niedoważaj	2017-05-16	10,00	10,60	+6,0%	15,9	14,7	48,2	27,2
RONSON	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,78	-1,1%	19,1	18,6	20,1	18,8
VANTAGE DEVELOPMENT	równoważ	2017-01-10	3,30	3,69	+11,8%	8,7	6,7	11,5	9,3

## Rekomendacje i pozycjonowania wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Aktualne	Poprzednie	Cena docelowa	Data wydania
Agora	kupuj	akumuluj	18,80	2017-07-25
Asseco Poland	redukuje	redukuje	44,80	2017-07-20
Budimex	kupuj	trzymaj	267,00	2017-07-24
CEZ	akumuluj	akumuluj	453,01 CZK	2017-06-27
Echo	akumuluj	kupuj	6,64	2017-07-03
Enea	trzymaj	sprzedaj	12,60	2017-06-27
Energia	akumuluj	trzymaj	13,20	2017-07-21
Famur	kupuj	zawieszona	6,95	2017-07-20
Grupa Azoty	kupuj	akumuluj	74,30	2017-07-03
KGHM	kupuj	akumuluj	132,22	2017-07-03
Orange Polska	kupuj	kupuj	7,10	2017-06-30
Pekao	akumuluj	akumuluj	145,42	2017-07-18
PGE	kupuj	trzymaj	14,46	2017-06-27
PZU	kupuj	kupuj	51,83	2017-07-18
Stelmet	kupuj	akumuluj	30,50	2017-07-17
Tauron	trzymaj	trzymaj	3,67	2017-06-27

## Statystyka rekomendacji i pozycjonowań

Rodzaj	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	6	7,1%	3	7,7%
redukuje	5	5,9%	3	7,7%
niedoważaj	4	4,7%	2	5,1%
trzymaj	8	9,4%	3	7,7%
równoważ	11	12,9%	3	7,7%
akumuluj	19	22,4%	10	25,6%
kupuj	20	23,5%	12	30,8%
przeważaj	12	14,1%	3	7,7%

#### 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 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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, MLP Group, Neuca, 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, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, MLP Group, Neuca, Opono, PBKM, PGE, Peka, 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, Atal, Bakalland, Best, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Immobile, 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, Peka, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiac 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: 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 Peka oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci 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 zastosowanych w rekomendacji:

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

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

**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 wyceny 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  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

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

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

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

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

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

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

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

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

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 49 61  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

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

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

**Biuro Aktywnej Sprzedaży**

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

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