

wtorek, 24 października 2017 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 3Q 2017

Rynek akcji

Finanse

Oczekujemy dobrych wyników kwartalnych w polskich bankach w: PKO BP, Alior Banku i Banku Millennium oraz w zagranicznych w OTP Banku i Erste Banku. Wyniki w Polsce wspierane będą przez wolumeny kredytowe, zaś w regionie przez bardzo niski koszt ryzyka. Z analizowanych przez nas pozostałych spółek finansowych najatrakcyjniej będzie wyglądać PZU, gdzie wynik inwestycyjny w znacznej części pokryje wyższe odszkodowania.

Chemia

W 3Q'17 największą dynamikę wzrostu wyników w ujęciu rocznym spośród spółek z sektora chemicznego powinna zanotować Grupa Azoty. Niska baza rezultatów sprzyjać będzie Synthos, natomiast zmniejszać się powinna dynamika spadku wyniku EBITDA Ciech.

Paliwa

W rafineriach oczekujemy rekordowych wyników z uwagi na bardzo mocne makro, aczkolwiek mocny 3Q uwzględnił już przy ostatniej aktualizacji prognoz. W przypadku PGNiG kwartał bez większych implikacji dla przyszłości, gdyż liberalizacja rynku istotnie zmienia otoczenie dla obrotu.

Energetyka

Wykonanie rocznej prognozy EBITDA na poziomie 76% (najlepiej wygląda to w ENA i ENG, a najslabiej w PGE). Oczekujemy widocznej już presji na wysokie marże w segmencie obrotu po bardzo dobrym pierwszym półroczu.

Telekomunikacja, media, IT

CPS raportuje słabe wyniki (-10% r/r) przez wzrost kosztów utrzymania klienta i wprowadzenie RLAH. Na jego tle lepiej wypadną OPL oraz NET (obie spółki po -5% r/r). Słabe wyniki zanotuje ACP (-20% r/r na zysku netto), zaś oczyszczone wyniki CMR będą wyższe r/r. Słaby kwartał w kinach przełoży się na tylko stabilny wynik EBITDA AGO w 3Q'17.

Przemysł i metale

W 3Q'17 spółki przemysłowe nadal będą odczuwać rosnące koszty pracy oraz wyższe ceny surowców. Pozytywnie na tle wyników ma szansę wypaść KGHM, natomiast niskie zaawansowanie całorocznych prognoz mogą rozczarować w przypadku Apatora i Boryszewa.

Budownictwo

Ze względu na presję kosztową, rosnące przychody nie pociągną za sobą oczekiwanej poprawy wyników sektora. W 3Q'17 najgorzej wypadną spółki budownictwa kolejowego, dla których znacząco obniżyliśmy całoroczne oczekiwania. Ryzyko niezrealizowania tegorocznego konsensusu występuje w większości spółek budowlanych.

Deweloperzy

Wolumeny sprzedaży mieszkań w 3Q'17 okazały się pozytywnym zaskoczeniem i zapewne doprowadzą do rewizji prognoz wyników deweloperów na 2018 r. Dobra koniunktura sprzyja podnoszeniu cen mieszkań, stąd widzimy szansę na pozytywne zaskoczenia na marżach zarówno w 3Q'17, jak i w całym 2017 r. Nominalnie najwyższych wyników w kwartale spodziewamy się w LC Corp i Atalu, a wśród deweloperów komercyjnych w GTC.

Handel

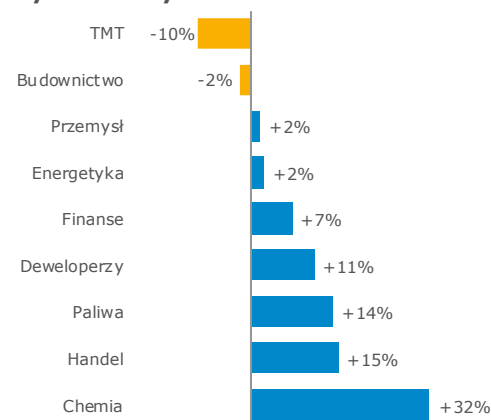
Poprawa sytuacji konsumenta pozytywnie przekładała się na dynamikę sprzedaży spółek handlowych w 3Q'17. Jednocześnie wyniki spółek będą pod presją utrzymującej się wysokiej konkurencji oraz rosnących kosztów wynagrodzeń. Naszym zdaniem pozytywnie powinny się wyróżnić wyniki EAT, CCC, LPP, VST oraz MON.

Inne

Spodziewamy się rekordowych wyników w PBKM – dynamika EBIT 30% r/r.

WIG 63 715
 Średnie P/E 2017 13,5x
 Średnie P/E 2018 12,2x
 Średni dzienny obrót (3M)..... 865 mln PLN

Dynamika wyników sektorów*



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

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
Apator	Alior Bank
Boryszew	Atal
BZ WBK	KGHM
PCM	LC Corp
	Lotos
	MOL
	OTP Bank
	PKO BP

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. BZ WBK	3
1.3. Getin Noble Bank	3
1.4. Handlowy	3
1.5. ING BSK	3
1.6. Millennium	3
1.7. Pekao	3
1.8. PKO BP	4
1.9. Erste Bank	4
1.10. Komercyjna Banka	4
1.11. OTP Bank	4
2. Usługi finansowe	5
2.1. PZU	5
2.2. Kruk	5
2.3. Prime Car Management	5
2.4. Skarbiec Holding	5
3. Chemia, paliwa	6
3.1. Ciech	6
3.2. Grupa Azoty	6
3.3. Polwax	6
3.4. Synthos	6
3.5. Lotos	6
3.6. MOL	6
3.7. PGNiG	6
4. Energetyka, surowce	7
4.1. CEZ	7
4.2. Enea	7
4.3. Energa	7
4.4. PGE	7
4.5. Tauron	7
4.6. KGHM	7
5. Telekomunikacja, media, IT	8
5.1. Netia	8
5.2. Orange Polska	8
5.3. Agora	8
5.4. Cyfrowy Polsat	8
5.5. Wirtualna Polska	8
5.6. Asseco Poland	8
5.7. Comarch	8
5.8. CD Projekt	8
6. Przemysł	9
6.1. Alumetal	9
6.2. Amica	9
6.3. Apator	9
6.4. Boryszew	9
6.5. Elemental	9
6.6. Ergis	9
6.7. Famur	9
6.8. Forte	9
6.9. Impexmetal	10
6.10. Kernel	10
6.11. Kruszwica	10
6.12. Mangata	10
6.13. Pfeleiderer Group	10
6.14. Stelmet	10
6.15. Tarczyński	10
7. Budownictwo	11
7.1. Budimex	11
7.2. Elektrobudowa	11
7.3. Erbud	11
7.4. Unibep	11
8. Deweloperzy	11
8.1. Atal	11
8.2. Capital Park	12
8.3. Dom Development	12
8.4. Echo Investment	12
8.5. GTC	12
8.6. LC Corp	12
8.7. Robyng	12
9. Handel, inne	13
9.1. AmRest	13
9.2. Bytom	13
9.3. CCC	13
9.4. Eurocash	13
9.5. Gino Rossi	13
9.6. Jeronimo Martins	14
9.7. LPP	14
9.8. Monnari	14
9.9. TXM	14
9.10. Vistula	14
9.11. PBKM	14
10. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	15
11. Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku	16
12. Statystyki rekomendacji i pozycjonowań	17

Banki

Na plus zaskoczy OTP Bank...

- Oczekujemy, że OTP Bank jeszcze raz zaskoczy niskim saldem rezerw, które może przełożyć się na kolejną podwyżkę konsensusu.

Alior Bank		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski	90,00 PLN		09-11-2017		
(mln PLN)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	724,9	719,4	1%	48%	75%
Wynik prowizyjny	118,9	118,3	0%	56%	82%
WNDB	975,0	965,1	1%	47%	76%
Koszty operacyjne	-495,2	-502,8	-2%	67%	79%
Saldo rezerw	-207,4	-256,1	-19%	4%	66%
Zysk netto	150,7	100,0	51%	73%	82%

BZ WBK		akumuluj		wyniki:	
Michał Konarski	400,10 PLN		26-10-2017		
(mln PLN)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1337,8	1302,5	3%	10%	73%
Wynik prowizyjny	495,3	495,6	0%	2%	75%
WNDB	1926,6	1952,9	-1%	7%	74%
Koszty operacyjne	-763,2	-811,9	-6%	-6%	76%
Saldo rezerw	-230,8	-100,4	130%	-9%	78%
Zysk netto	556,1	651,1	-15%	31%	67%

Getin Noble Bank		trzymaj		wyniki:	
Michał Konarski	1,27 PLN		15-11-2017		
(mln PLN)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	324,7	327,5	-1%	-1%	49%
Wynik prowizyjny	40,9	40,8	0%	41%	47%
WNDB	356,9	457,7	-22%	-2%	53%
Koszty operacyjne	-209,9	-211,9	-1%	1%	47%
Saldo rezerw	-247,1	-329,4	-25%	31%	76%
Zysk netto	-82,1	-67,7	21%	-	-

Handlowy		akumuluj		wyniki:	
Michał Konarski	85,00 PLN		14-11-2017		
(mln PLN)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	271,0	264,1	3%	10%	76%
Wynik prowizyjny	146,1	155,4	-6%	1%	75%
WNDB	515,7	524,4	-2%	1%	73%
Koszty operacyjne	-281,3	-290,0	-3%	-2%	75%
Saldo rezerw	-16,2	-13,3	22%	-10%	-
Zysk netto	155,0	158,0	-2%	7%	64%

ING BSK		redukuje		wyniki:	
Michał Konarski	152,39 PLN		02-11-2017		
(mln PLN)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	877,8	849,3	3%	12%	75%
Wynik prowizyjny	292,2	291,3	0%	8%	79%
WNDB	1211,0	1190,4	2%	13%	76%
Koszty operacyjne	-525,6	-510,3	3%	2%	75%
Saldo rezerw	-105,1	-123,6	-15%	111%	1,1x
Zysk netto	380,7	360,4	6%	15%	71%

Millennium		sprzedaj		wyniki:	
Michał Konarski	5,81 PLN		30-10-2017		
(mln PLN)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	432,3	420,8	3%	13%	78%
Wynik prowizyjny	163,3	162,5	0%	9%	83%
WNDB	659,8	648,0	2%	12%	80%
Koszty operacyjne	-293,6	-290,7	1%	6%	77%
Saldo rezerw	-63,6	-63,0	1%	19%	76%
Zysk netto	178,4	173,6	3%	29%	78%

Pekao		akumuluj		wyniki:	
Michał Konarski	145,42 PLN		08-11-2017		
(mln PLN)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1163,4	1136,2	2%	4%	74%
Wynik prowizyjny	570,6	582,3	-2%	-4%	73%
WNDB	1759,6	1748,7	1%	1%	70%
Koszty operacyjne	-838,1	-823,3	2%	-3%	76%
Saldo rezerw	-128,6	-114,8	12%	-4%	69%
Zysk netto	519,8	535,1	-3%	0%	60%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

...a na minus znowu Getin Noble Bank

- Trwająca restrukturyzacja spowoduje, że GNB odniesie kolejną stratę w kwartale. Jednocześnie bank zarejestruje podwyższenie kapitału w wysokości 50 mln PLN.

- Spadek marży odsetkowej o 10 p.b. q/q oraz wzrost wolumenów kredytowych o +1,3 mld PLN.
- Sprzedaż kredytów niepracujących wesprze saldo rezerw o około 50 mln PLN.
- Stabilny wynik prowizyjny (+0,5% q/q).
- Lekki spadek kosztów operacyjnych na poziomie 1,5% q/q.

- Spadek zysku netto o 14,6% q/q w części ze względu na brak dywidendy zaksięgowanej w 2Q'17.
- Wzrost kosztu ryzyka z 37 p.b. (65 p.b. bez sprzedaży NPL) w 2Q'17 do 83 p.b.
- Spadek kosztów operacyjnych o 6,0% q/q ze względu na niższe obciążenie BFG.
- Wzrost przychodów z działalności podstawowej na poziomie 1,9% q/q oraz 7,5% r/r.

- Spadek wolumenów kredytowych spowoduje pogorszenie wyniku odsetkowego o 0,9% q/q.
- Płaski wynik prowizyjny w kwartale efektem niskiej sprzedaży.
- Saldo rezerw na poziomie 247 mln PLN, +31% r/r.
- Strata netto na poziomie 82 mln PLN oznaczać może dalszą korektę konsensusu.

- Wzrost wyniku odsetkowego o 2,6% q/q oraz 9,6% r/r dzięki wzrostowi marży o 5 p.b. q/q.
- Wynik handlowy stabilny q/q.
- Spadek wyniku prowizyjnego o 6,0% ze względu na niższy wynik z rynków kapitałowych.
- Wzrost salda rezerw o 22% a kosztu ryzyka do 35 p.b. z 29 p.b. w 2Q'17.

- Oczekujemy dalszego wzrostu wyniku odsetkowego na poziomie +3,4% q/q oraz +11,8% r/r.
- Lekki wzrost marży odsetkowej o 2 p.b. q/q.
- Wyniki wsparte przez sprzedaż NPL (14,7 mln PLN brutto z czego 11,0 mln PLN w saldzie rezerw).
- Wzrost kosztów operacyjnych o 3,0% q/q oraz 2,0% r/r.

- Wzrost wyniku odsetkowego (+2,7% q/q) dzięki wyższej marży odsetkowej (+4 p.b. q/q).
- Stabilny koszt ryzyka na poziomie 53 p.b.
- Wzrost kosztów operacyjnych o 5,7% r/r ze względu na presję płac.
- Wraz z wynikami Millennium ogłosi aktualizację strategii.

- Płaska marża oraz wzrost wolumenów przełoży się na wzrost wyniku odsetkowego (+2,4% q/q oraz 4,1% r/r).
- Wzrost kosztów operacyjnych (+1,8% q/q) spowodowany zmianami kadrowymi.
- Wzrost salda rezerw o 12,0% q/q przy nadal umiarkowanym koszcie ryzyka na poziomie 39 p.b.
- Niższy wynik handlowy ze względu na dywidendę zaksięgowaną w 2Q'17.

PKO BP	redukuje				wyniki:
Michał Konarski	31,20 PLN				13-11-2017
(mln PLN)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2165,4	2114,0	2%	10%	74%
Wynik prowizyjny	740,3	733,0	1%	8%	78%
WNDB	3218,0	3228,0	0%	3%	75%
Koszty operacyjne	-1361,3	-1375,0	-1%	-1%	76%
Saldo rezerw	-399,8	-392,0	2%	-5%	62%
Zysk netto	874,0	857,0	2%	14%	77%

Erste Bank	trzymaj				wyniki:
Michał Konarski	35,98 EUR				03-11-2017
(mln EUR)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1086,2	1091,7	-1%	1%	73%
Wynik prowizyjny	453,7	453,2	0%	4%	76%
WNDB	1597,4	1627,0	-2%	0%	73%
Koszty operacyjne	-1000,0	-985,2	1%	2%	74%
Saldo rezerw	-19,3	-38,6	-50%	-48%	25%
Zysk netto	363,1	362,5	0%	8%	80%

Komercni Banka	akumuluj				wyniki:
Michał Konarski	1 111,00 CZK				03-11-2017
(mln CZK)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	5110,6	5148,0	-1%	-4%	73%
Wynik prowizyjny	1594,6	1661,0	-4%	-5%	73%
WNDB	7411,1	7809,0	-5%	-4%	74%
Koszty operacyjne	-3318,0	-3353,0	-1%	0%	74%
Saldo rezerw	-200,0	19,0	-	-54%	35%
Zysk netto	3140,8	3616,0	-13%	-20%	76%

OTP Bank	akumuluj				wyniki:
Michał Konarski	10 901 HUF				10-11-2017
(mld HUF)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	139,8	136,9	2%	7%	75%
Wynik prowizyjny	53,2	53,8	-1%	17%	72%
WNDB	205,6	207,4	-1%	12%	75%
Koszty operacyjne	-109,4	-107,3	2%	11%	74%
Saldo rezerw	-9,7	-9,8	-2%	-24%	53%
Zysk netto	74,9	80,6	-7%	7%	83%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Dalszy wzrost wyniku odsetkowego (+2,4% q/q) oraz prowizyjnego (+1,0% q/q).
- Normalizacja salda pozostałych przychodów o -37% q/q ze względu na niższą sprzedaż Qualia.
- Lekki spadek kosztów operacyjnych (-1,0% q/q).
- Stabilny koszt ryzyka na poziomie 75 p.b.
- Wyniki mogą przyczynić się do pozytywnej rewizji konsensusu.
- Wynik netto na poziomie 363,1 mln EUR, płaski q/q.
- Stabilny wynik na działalności podstawowej.
- Spadek salda rezerw do 19 mln EUR w 3Q'17.
- Spadek dochodów całkowitych ze względu na jednorazową dywidendę w 2Q'17.
- Wyniki powinny doprowadzić do podwyższenia prognozy całorocznej zarządu.
- Dalszy spadek wyniku odsetkowego o 0,7% q/q oraz prowizyjnego o 4,0% q/q.
- Oczekujemy spadku marży odsetkowej o 5 p.b. q/q do poziomu 1,93%.
- Zawiązanie rezerw w wysokości 200 mln CZK, co przełoży się na koszt ryzyka w wysokości 13 p.b.
- Stabilne koszty operacyjne r/r.
- W 3Q'17 negatywny efekt HUF/RUB oraz wynik wsparty o konsolidację Splitska Banka (w 2Q tylko 2 miesiące).
- Wzrost wyniku odsetkowego o 2,1% q/q oraz spadek prowizyjnego o 1% q/q.
- Bardzo niskie saldo rezerw na poziomie 9,69 mld HUF.
- Wynik netto na poziomie 75 mld HUF powinien przełożyć się na wzrost konsensusu na OTP Bank.

Usługi finansowe

Poprawa wyników PZU

- Wysze odszkodowania w kwartale spowodowane zdarzeniami pogodowymi zostaną w dużej części zrównoważone przez wynik inwestycyjny.

PZU	akumuluj		wyniki:		
Michał Konarski	51,83 PLN		15-11-2017		
(mln PLN)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Skł. przyp. brutto	5392,2	5838,0	-8%	11%	80%
Ubezpiec. majątkowe	3737,0	3574,7	5%	-	82%
Ubezpiec. na życie	2099,0	2021,1	4%	-	78%
Odszkodowania	-3964,6	-3503,0	13%	10%	84%
Koszty	-1065,9	-1122,0	-5%	3%	68%
Wynik bankowy	700,0	367,0	91%	495%	58%
Wynik techniczny	458,7	650,0	-29%	183%	83%
Wynik inwestycyjny	584,0	146,0	300%	-16%	78%
Zysk brutto	1596,8	939,0	70%	76%	76%
Zysk netto	689,6	506,0	36%	6%	79%

Kruk	kupuj		wyniki:		
Michał Konarski	340,17 PLN		29-10-2017		
(mln PLN)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	273,9	283,3	-3%	36%	74%
Zakupy wierzyt.	252,6	262,4	-4%	34%	74%
Inkaso	15,4	14,7	4%	103%	75%
Koszty pośr. i bezp.	123,5	112,3	10%	61%	71%
marża pośrednia	150,5	171,0	-12%	21%	77%
Zysk operacyjny	105,2	129,1	-18%	16%	80%
Zysk brutto	79,1	105,5	-25%	8%	80%
Zysk netto	75,1	101,5	-26%	1%	83%

Prime Car Man.	kupuj		wyniki:		
Michał Konarski	46,43 PLN		23-11-2017		
(mln PLN)	3Q'17P	2Q'17	q/q	r/r	YTD*
Przych. z leasingu	35,6	35,3	1%	-5%	68%
Prowizje i opłaty	63,2	62,8	1%	1%	76%
Przych. odsetkowe	13,1	12,8	2%	18%	78%
Przych. ogółem	152,6	151,3	1%	0%	77%
Naprawy i serwis	53,9	53,1	2%	0%	78%
Koszty ogółem	141,0	138,9	2%	1%	77%
Remarketing	4,1	4,1	0%	31%	76%
Zysk netto	8,9	9,6	-7%	-4%	70%

Skarbiec Holding	kupuj		wyniki:		
Michał Konarski	46,28 PLN		15-11-2017		
(mln PLN)	1Q'17/18P	4Q'16/17	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	23,9	31,2	-23%	-12%	25%
Wynagr. stałe	19,1	19,4	-2%	21%	26%
Wynagr. zmienne	2,8	9,8	-71%	-71%	19%
Koszty ogółem	-19,3	-17,8	8%	28%	29%
Koszty dystrybucji	-10,3	-10,0	3%	42%	30%
Koszty pracown.	-5,0	-4,2	18%	29%	37%
Zysk brutto	4,7	13,5	-65%	-60%	16%
Zysk netto	3,8	11,1	-65%	-60%	16%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

PCM może nie uruchomić programu motywacyjnego

- Oczekujemy, że wynik netto wyniesie 8,9 mln PLN co oznacza, że w ostatnim kwartale PCM musiałyby poprawić wynik o 10%, aby móc uruchomić program motywacyjny

- Oczekujemy sezonowego spadku składki przypisanej brutto o 7,6% q/q.
- Odszkodowania +13,2% q/q oraz +9,9% r/r ze względu na warunki pogodowe (bez banków).
- Wzrost składki zarobionej netto na poziomie +4,1% q/q.
- Wynik na działalności lokacyjnej na poziomie 584 mln PLN (bez banków).
- Spadek kosztów operacyjnych (bez banków) o 5,0% q/q ze względu na brak rezerwy restrukturyzacyjnej.
- Pełny kwartał konsolidacji Pekao.

- Spłaty w 3Q'17 wyniosły 347 mln PLN, a nakłady na portfele o wartości nominalnej 2,6 mld PLN wyniosły 261 mln PLN (średnia cena 10%).
- Spadek marży pośredniej (-12,0% q/q) ze względu na rosnące koszty związane z sądami i niższe rewaluacje.
- Wzrost kosztów finansowych do 26 mln PLN ze względu na uruchomienie linii kredytowej.
- Oczekujemy efektywnej stawki podatkowej na poziomie 5%.

- Oczekujemy, że przychody na leasingu operacyjnym i finansowym wzrosną o 1% q/q.
- Stabilny wynik na remarketingu w kwartale (4 mln PLN).
- Wzrost amortyzacji do 28,4 mln PLN (+2,0% q/q).
- Kwartalny koszt serwisu i napraw poziomie 53,9%, czyli +1,5% q/q.
- Oczekujemy, że po wynikach za 9M'17 PCM może mieć problem z uruchomieniem programu motywacyjnego już w 2017 roku.

- Spadek opłaty za zarządzanie (-1,5% q/q) ze względu na odpływ funduszy.
- Oczekujemy opłaty zmiennej na poziomie 2,8 mln PLN w 3Q'17 (1Q'17/18).
- Dobra sprzedaż funduszy spowoduje wzrost opłaty dystrybucyjnej o 3,0% q/q oraz 42% r/r.
- Zysk netto na poziomie 3,8 mln PLN stanowi 16% naszej prognozy rocznej.

Chemia, paliwa

Rekordowy kwartał w rafineriach

- Rekordowe wyniki w rafineriach w związku z otoczeniem makro, ale bez większych implikacji dla naszych prognoz rocznych, podobnie jak w PGNiG.

Ciech		kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		79,54 PLN		14-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	846	853,90	-1%	3569,7	74%
EBITDA	176,4	208,4	-15%	754,2	73%
marża EBITDA	20,8%	24,4%		21,1%	
EBIT	116,9	153,8	-24%	494,9	76%
Zysk brutto	107	134,2	-20%	494,9	66%
Zysk netto	84,3	155,5	-46%	349,8	73%

Grupa Azoty		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		80,77 PLN		09-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	2453,7	1999,5	23%	9868,9	74%
EBITDA	300,22	131,49	128%	1179,8	86%
marża EBITDA	12,2%	6,6%		12,0%	
EBIT	168,5	1,1	-	660,1	92%
Zysk brutto	163,0	4,8	-	619,4	98%
Zysk netto	110,9	-1,9	-	472,7	93%

Polwax		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		20,53 PLN		16-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	86,8	90,8	-4%	297,0	66%
EBITDA	11,3	12,0	-6%	30,0	74%
EBIT	10,1	10,8	-6%	25,2	74%
Dział. finansowa	-0,4	-0,4	-	-0,1	-
Zysk netto	7,9	8,4	-7%	20,3	71%

Synthos		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		4,62 PLN		29-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	1402,5	1196	17%	6653	77%
EBITDA	166,1	145	15%	890,0	75%
marża EBITDA	11,8%	12,1%		13,4%	
EBIT	103,4	93,00	11%	635,9	76%
Zysk brutto	75,6	96,0	-21%	633,2	78%
Zysk netto	64,3	81,0	-21%	530,5	74%

Lotos		redukuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		51,61 PLN		26-10-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	6236,8	5660,0	10%	22485	76%
skor. EBITDA LIFO	953,3	646,7	47%	2898,8	80%
efekt LIFO	-13,1	17,2	-	5,4	-
EBITDA	940,8	669,7	40%	2719,3	78%
EBIT	729,3	431,7	69%	1700,6	87%
Dział. finansowa	-25,0	63,4	-	11,5	-
Zysk netto	464,8	379,9	22%	1219,1	85%

MOL		trzymaj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		3 077 HUF		03-11-2017	
(mld HUF)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	1023,3	969,1	6%	4068,5	74%
skor. EBITDA LIFO	181,2	163,9	11%	704,1	78%
efekt LIFO	-9,3	2,8	-	14,8	-
EBITDA	171,8	166,7	3%	719,0	75%
EBIT	100,1	92,4	8%	434,5	75%
Dział. finansowa	-2,2	-6,3	-	-10,0	2%
Zysk netto	73,0	67,3	8%	318,3	80%

PGNiG		akumuluj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		7,73 PLN		08-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	6427,2	5701,0	13%	34293	74%
skor. EBITDA	1084,1	1126,0	-4%	7416,0	72%
EBITDA	1084,1	1138,0	-5%	7416,0	71%
EBIT	475,6	519,0	-8%	4763,7	70%
Dział. finansowa	-35,3	-12,0	-	0,8	-
Zysk netto	367,8	358,0	3%	3567,3	69%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W III kwartale największą dynamikę wzrostu wyników w ujęciu rocznym spośród spółek z sektora chemicznego powinna zanotować Grupa Azoty.

- W 3Q'17 wyniki nadal znajdować się będą pod presją słabszych r/r wyników w segmencie sodowym (EBITDA skor. -21% r/r) oraz organiki (EBITDA skor. -31,4% r/r).
- W 3Q'17 mimo wzrostu cen gazu ziemnego oczyszczona EBITDA Grupy powinna znajdować się na porównywalnym poziomie q/q.
- Zakładamy, że dług netto na koniec 3Q'17 spadnie poniżej 1 mld PLN (1,3x EBITDA'12M).

- W 3Q'17 Grupa Azoty korzystać będzie z bardzo dobrego otoczenia dla tworzyw sztucznych oraz melaminy.
- Dodatkowo większość przestojów modernizacyjnych miała miejsce w 2Q'17, co implikować będzie większym wolumenem sprzedaży w 3Q'17 (w 2016 roku większym przestojów w 3Q).

- Odbicie ropy i mniejszy przerób w rafineriach rosyjskich zatrzymały spadkowy trend na gączach, co powinno wspierać marżę, ale dynamika EBITDA jeszcze ujemna r/r.
- Dodatkowo liczymy na lepszą rentowność na kontrakcie znicowym z uwagi na niższe koszty surowca.
- Wykonanie rocznej prognozy EBITDA niższe niż rok temu (74% vs. 77%), ale zakładamy że 4Q będzie mocniejszy w porównaniu r/r.

- W 3Q'17 Synthos znacząco pogorszy wyniki w segmencie kauczuków względem 2Q'17, jednak w ujęciu r/r pomogą być przywrócenie dostaw surowców strategicznych (dostawy wznowiono w końcówce 3Q'16).
- Zakładamy, że wpływ różnic kursowych z tytułu przeszacowania wartości kredytów notowanych w walutach obcych będzie marginalny i wyniesie -1,8 mln PLN.

- W segmencie rafin. skor. EBITDA powinna być wyraźnie wyższa r/r (0,69 mld PLN vs. 0,47 mld PLN) z uwagi na wyższe marże modelowe (31 PLN/Bbl vs. 23 PLN).
- EBITDA w obszarze wydobycia szacujemy na 208 mln PLN vs. 117 mln PLN rok temu - efekt wyższych wolumenów (brak przestoju) oraz wyższych notowań gazu i ropy.
- Saldo na działalności finansowej powinno być lekko ujemne z pozytywnym wpływem różnic kursowych.

- Na wydobyciu oczekujemy spadku q/q (skor. EBITDA 54,6 mld HUF vs. 64,3 mld HUF) – niższe wolumeny i brak pozytywnego wpływu należności w Egipcie (5,6 mld HUF).
- W rafinerii poprawa r/r na marżach modelowych przy presji na hurcie (55,8 mld HUF vs. 48,5 mld HUF), kontynuacja wzrostowych tendencji w detalu (36 mld vs. 31 mld HUF).
- Spadek marż modelowych w petrochemii r/r tylko częściowo zniwelowany przez wolumeny (33 mld HUF vs. 35 mld HUF).

- EBITDA w wydobyciu wyższa r/r (778 mln PLN vs. 654 mln PLN) mimo niższych wolumenów sprzedaży ropy dzięki wyższemu cenom gazu (+20%).
- W obrocie podobna strata EBITDA jak w 2Q'17 (-275 mln PLN) z uwagi na rabatowanie klientów przy aneksowaniu umów przed liberalizacją rynku.
- W dystrybucji lepiej r/r dzięki wolumenom (584 mln PLN), w ciepłe skor. wynik również lepszy r/r (+15 mln PLN).

Energetyka, surowce

Wykonanie rocznych prognoz w energetyce na 76%

- Wykonanie naszej prognozy w sektorze na skor. EBITDA na poziomie 76%, najlepiej w Enei i Enerdze, a najslabiej w PGE. Widoczne już spadki marż w segmencie obrotu, co

CEZ	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	512,33 CZK			07-11-2017	
(mln CZK)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	47335	46205	2%	205112	72%
skor. EBITDA	11328	11099	2%	55585	75%
EBITDA	10228	10684	-4%	55585	77%
EBIT	2471	3600	-31%	25724	77%
Dział. finansowa	-1209	-2436	-	-1816	-
Zysk netto	1022	813	26%	17758	98%

Enea	trzymaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	14,59 PLN			23-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	2746,5	2704,5	2%	11470	72%
skor. EBITDA	628,4	609,5	3%	2674,7	77%
EBITDA	628,4	622,1	1%	2686,7	74%
EBIT	338,9	338,6	0%	1518,8	74%
Dział. finansowa	-20,0	-28,8	-	-92,3	-
Zysk netto	248,9	233,1	7%	1033,3	80%

Energa	akumuluj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	14,49 PLN			08-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	2488,0	2436,0	2%	10575	73%
skor. EBITDA	500,0	448,0	12%	1990,7	80%
EBITDA	500,0	439,0	14%	2037,7	81%
EBIT	258,0	313,0	-18%	1058,8	86%
Dział. finansowa	-66,0	-70,0	-	-137,3	-
Zysk netto	155,5	190,0	-18%	740,4	86%

PGE	trzymaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	13,61 PLN			07-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	5667,8	6897,0	-18%	22975	71%
skor. EBITDA	1524,3	1492,0	2%	6750,3	72%
EBITDA	2747,3	1643,0	67%	8030,3	77%
EBIT	1981,3	895,0	121%	5341,9	73%
Dział. finansowa	-64,0	-66,0	-	-250,4	-
Zysk netto	1553,0	656,0	137%	4116,1	74%

Tauron	trzymaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	3,64 PLN			08-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	4295,9	4180,9	3%	17553	74%
skor. EBITDA	768,5	791,9	-3%	3673,2	74%
EBITDA	768,5	804,6	-4%	3673,2	78%
EBIT	353,9	389,3	-9%	2014,4	79%
Dział. finansowa	-49,8	-52,4	-	-177,4	-
Zysk netto	246,4	270,8	-9%	1469,6	85%

KGHM	trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek	124,12 PLN			11-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	5035,1	4685,0	8%	19926	74%
EBITDA	1290,1	1089,0	19%	5383,2	77%
marża EBITDA	25,6%	23,2%		30,9%	
EBIT	859,1	658,0	31%	3685,0	80%
Zysk netto	645,1	329,0	96%	1681,9	68%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

będzie efektem drożących świadectw pochodzenia.

- W segmencie dystrybucji zakładamy kontynuację korzystnych tendencji z pierwszego półrocza.
- Segment wytwórczy powinien zanotować wzrost EBITDA r/r o około 0,6 mld CZK do 3,8 mld CZK z uwagi na wyższe wolumeny w elektrowniach jądrowych i zaniżoną bazę odniesienia z 3Q'16 (odpis na farmy wiatrowe).
- W dystrybucji zakładamy zbliżone wyniki r/r, podobnie jak w wydobywaniu, natomiast w obrocie oczekujemy straty EBITDA -0,15 mld CZK w związku z zawiązaniem rezerwy na spór z SZDC na 1,1 mld CZK.
- Wytwarzanie: pogorszenie q/q przez planowy remont bloku 500 MW (EBITDA 190 mln PLN vs. 225 mln PLN)
- Dystrybucja: zbliżone zyski r/r (290 mln PLN) – słabsze dynamiki w 1H'17 to efekt zdarzeń jednorazowych.
- Obrót: spadek EBITDA r/r (40 mln PLN vs. 67 mln PLN) z uwagi na zawyżoną bazę odniesienia i rezerwy na umowy z farmami.
- LWB: spadek EBITDA o -18% q/q – efekt wolumenów.
- Spółka podała już wstępne dane EBITDA za 3Q i nie informowała o żadnych zdarzeniach jednorazowych.
- EBITDA segmentu wytwarzania ma sięgnąć 90 mln PLN, a poprawa q/q i r/r to efekt wyższych wolumenów.
- W dystrybucji wynik EBITDA ma sięgnąć 412 mln PLN (+6%), co wpisuje się w trendy widoczne YTD.
- Słaby wynik w obrocie (13 mln PLN) będzie pochodną strat na zielonych certyfikatach (efekt ustawy dopiero w 4Q).
- EBITDA w wytwarzaniu będzie wzmocniona przez rozpoznane rekompensaty KDT na 1,2 mld PLN – skorygowane wyniki nieco niższe r/r (0,7 mld PLN vs. 0,75 mld PLN) z uwagi na remont w Bełchatowie (-1 TWh na węglu brunatnym).
- W dystrybucji EBITDA szacujemy na 587 mln PLN (+3% r/r – podobnie jak YTD), w obrocie EBITDA 142 mln PLN (+27% r/r na tańszych zielonych certyfikatach).
- Komentowane przez Zarząd problemy z wydobywaniem zaważą na wynikach kopalni (strata EBITDA -23 mln PLN).
- W wytwarzaniu zakładamy spadek EBITDA r/r (74 mln PLN vs. 93 mln PLN) z uwagi na awarię bloku w Łagiszy i wyższe koszty CO₂.
- W dystrybucji, tak jak w 1H'17, zakładamy wzrost EBITDA r/r o 3% r/r, w obrocie dodatnia dynamika powinna się utrzymać (+10%), ale baza jest już wyższa niż w 1H.
- W 3Q'17 oczekujemy wyraźnej dynamiki wzrostu wyników wraz z wyższymi r/r cenami miedzi, srebra i złota w PLN.
- Dodatkowo pozytywny wpływ na wynik powinna mieć wyższa sprzedaż molibdenu w Sierra Gorda, co jeszcze nie miało miejsca w 2Q'17.
- Na poziomie finansowym oczekujemy negatywnego wpływu różnic kursowych w kwocie -37 mln PLN, ze względu na umocnienie USD na przestrzeni kwartału.

Telekomunikacja, media, IT

Netia		trzymaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		4,00 PLN			26-10-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	355,0	372,9	-5%	1433,0	75%	
EBITDA	97,7	102,9	-5%	383,8	76%	
marża EBITDA	27,5%	27,6%		26,8%		
EBIT	19,1	5,3	258%	79,2	69%	
Zysk brutto	17,1	2,8	500%	67,5	73%	
Zysk netto	13,9	16,8	-18%	56,0	73%	

Orange Polska		kupuj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		7,10 PLN			25-10-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	2803,8	2851,0	-2%	11370	74%	
EBITDA	790,7	831,0	-5%	2955,3	79%	
marża EBITDA	28,2%	29,1%		26,0%		
EBIT	140,7	137,0	3%	368,9	113%	
Zysk brutto	72,2	58,0	24%	94,7	219%	
Zysk netto	58,5	37,0	58%	76,8	219%	

Agora		akumuluj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		18,80 PLN			10-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	257,3	273,3	-6%	1216,8	69%	
EBITDA	14,0	14,3	-2%	119,3	61%	
marża EBITDA	5,5%	5,2%		9,8%		
EBIT	-9,4	-9,5	-1%	21,8	4%	
Zysk brutto	0,5	-10,5	-	15,6	38%	
Zysk netto	0,2	-14,4	-	1,5	-	

Cyfrowy Polsat		redukuje			wyniki:	
Paweł Szpigiel		24,40 PLN			09-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	2392,0	2387,8	0%	9766,3	74%	
EBITDA	865,3	957,0	-10%	3629,0	76%	
marża EBITDA	36,2%	40,1%		0,0%		
EBIT	418,6	449,1	-7%	1816,6	77%	
Zysk brutto	288,6	334,9	-14%	1302,4	75%	
Zysk netto	243,2	278,2	-13%	1055,0	77%	

Wirtualna Polska		akumuluj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		53,00 PLN			14-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	111,4	103,0	8%	468,3	70%	
EBITDA	34,3	28,0	22%	134,3	67%	
marża EBITDA	30,8%	27,2%		28,7%		
EBIT	21,7	17,2	26%	86,4	61%	
Zysk brutto	17,4	12,8	36%	71,5	55%	
Zysk netto	13,4	9,7	38%	55,0	55%	

Asseco Poland		trzymaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		44,00 PLN			20-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	1666,8	1902,3	-12%	3617,3	-	
EBITDA	190,1	261,9	-27%	554,1	-	
marża EBITDA	11,4%	13,8%		15,3%		
EBIT	136,5	204,0	-33%	382,5	-	
Zysk brutto	128,5	185,2	-31%	382,5	-	
Zysk netto	65,0	81,7	-20%	248,5	-	

Comarch		akumuluj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		195,00 PLN			17-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	253,0	222,7	14%	1205,1	62%	
EBITDA	15,6	24,1	-35%	160,5	27%	
marża EBITDA	6,2%	10,8%		13,3%		
EBIT	1,2	9,2	-87%	99,7	-3%	
Zysk brutto	3,3	16,5	-80%	118,1	19%	
Zysk netto	-0,4	7,0	-	77,1	13%	

CD Projekt		sprzedaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		74,34 PLN			23-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	94,4	100,8	-6%	447,7	78%	
EBITDA	40,1	46,1	-13%	241,7	77%	
marża EBITDA	42,5%	45,7%		54,0%		
EBIT	38,8	44,9	-14%	237,7	77%	
Zysk brutto	39,6	46,0	-14%	241,7	77%	
Zysk netto	32,3	36,6	-12%	195,5	77%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Wzrost obrotów na usługach hurtowych oraz pozostałych usługach (dwie grupy to blisko 24% całych przychodów).
- Dalszy spadek kosztów bez amortyzacji (259 mln PLN vs. 277 mln PLN rok wcześniej), głównie przez oszczędności na kosztach utrzymania sieci.
- Wynagrodzenia wyższe r/r o prawie 11% przez insourcing.
- Wynik EBITDA tylko 5% niższy r/r.

- Na wyniki wpływ miał w ok. 50 mln PLN kwartalnie na wprowadzenie regulacji RLAH (zwłaszcza na liniach przychody komórkowe oraz koszty rozliczeń z operatorami).
- Dalsza stabilizacja obrotów z usług stacjonarnych.
- Spadek r/r kosztów sprzedaży (nastawienie na monetyzację klienta), ale osłabienie się KPIs.
- EBITDA bez wpływu roamingu stabilna r/r +1% r/r.

- Spadek obrotów głównie w segmencie Prasa i Druk.
- Wynik EBITDA stabilny r/r.
- Poprawa wyniku EBITDA w Prasie (spadek kosztów reklamy oraz materiałów i energii) oraz w Radiu (wyższe obroty reklamowe).
- Słaby kwartał dla kin: EBITDA 9,7 mln PLN vs. 12,9 mln PLN rok wcześniej (ilość biletów per ekran -5% r/r).

- Słabych wyników ze względu na negatywny wpływ roamingu (ok. 50 mln PLN) oraz wyższą aktywność komercyjną (wyższe koszty dystrybucji, marketingu i obsługi klienta).
- Wynik EBITDA -9,6% niższy r/r, co oznacza wyraźne pogorszenie się trendów r/r (vs. +3,1% w 2Q'17, +9,8% w 1Q'17).

- Wzrost przychodów gotówkowych ze sprzedaży o 10% r/r (104 mln PLN vs. 95 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 36,7 mln PLN, tj. wyższa r/r o 7%.

- Zakładamy dekonsolidację wyników Formula Systems przez 1 miesiąc.
- Przychody pro forma (pełna konsolidacja) = 2,1 mld PLN (+9%), wynik EBIT 168 mln PLN (-18% r/r).
- Powrót wzrostów w grupie FS, słabe wyniki spółki matki (EBIT 34,0 mln PLN, tj. 33% niżej r/r).
- Spadek zysku netto głównie przez jednostkę dominującą.

- Wzrost obrotów r/r o blisko 14%, wzrost w sektorach finanse i bankowość, handel i usługi oraz przemysł i utilities.
- Marża brutto ze sprzedaży wyższa r/r o 15%.
- Po korekcie o 12,8 mln PLN pozytywnych zdarzeń jednorazowych z 3Q'16 (sprzedaż Kapustki + odwołanie odpisów) wynik EBIT wzrasta o blisko 5 mln PLN.

- Oczekujemy nieznacznie niższych przychodów r/r ze względu na brak wysokiej aktywności promocyjnej oraz efekt bazy (spółka wydała W3 edycję GOTY w 3Q'16).
- Pomimo szacowanego spadku wyniku EBIT r/r wynikającego z niższej sprzedaży gry Wiedźmin 3, oczekujemy wsparcia rezultatów przez coraz lepszą sprzedaż generowaną przez grę Gwint.

Przemysł

Alumetal		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					29-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	356,5	299,0	19%	1486,2	74%	
EBITDA	21,1	24,1	-12%	91,4	73%	
marża EBITDA	5,9%	8,1%		6,2%		
EBIT	12,2	18,3	-33%	61,7	72%	
Zysk netto	10,3	18,6	-45%	56,4	74%	

Amica		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					29-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	692,7	649,9	7%	2605,8	72%	
EBITDA	57,2	57,6	-1%	209,5	75%	
marża EBITDA	8,3%	8,9%		8,0%		
EBIT	44,7	45,6	-2%	160,2	76%	
Zysk netto	33,9	34,7	-2%	159,9	82%	

Aparator		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					16-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	222,4	207,8	7%	946,8	72%	
EBITDA	29,5	20,4	44%	141,2	63%	
marża EBITDA	13,3%	9,8%		14,9%		
EBIT	20,7	11,7	77%	105,7	59%	
Zysk netto	15,3	7,1	116%	78,2	63%	

Boryszew		niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					14-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	1380,8	1319,4	5%	6478,9	67%	
EBITDA	115,7	119,6	-3%	488,1	74%	
marża EBITDA	8,4%	9,1%		7,5%		
EBIT	84,2	88,9	-5%	354,0	74%	
Zysk netto	44,9	59,1	-24%	193,7	79%	

Elemental		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					24-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	326,4	261,2	25%	1431,9	70%	
EBITDA	14,7	17,3	-15%	72,1	69%	
marża EBITDA	4,5%	6,6%		7,5%		
EBIT	12,5	15,1	-17%	59,7	72%	
Zysk netto	8,9	11,1	-20%	42,0	59%	

Ergis		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					09-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	201,2	180,4	12%	741,8	77%	
EBITDA	15,1	15,5	-3%	62,1	79%	
marża EBITDA	7,5%	8,6%		8,4%		
EBIT	9,1	9,4	-3%	37,8	83%	
Zysk netto	4,7	7,0	-34%	25,4	80%	

Famur		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		6,84 PLN			10-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	428,8	225,8	90%	1458,9	66%	
EBITDA	78,1	47,8	63%	317,4	64%	
marża EBITDA	18,2%	21,2%		27,0%		
EBIT	22,9	17,6	30%	137,0	64%	
Zysk netto	18,1	17,7	3%	121,2	57%	

Forte		niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					29-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	269,5	245,0	10%	1141,5	71%	
EBITDA	28,6	38,3	1%	150,4	66%	
marża EBITDA	14,3%	15,6%		13,2%		
EBIT	22,7	32,6	0%	126,2	64%	
Zysk netto	12,3	28,3	-21%	89,3	73%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W 3Q'17 naszym zdaniem Alumetal nadal będzie odczuwał presję na marże stopowe, co prowadzić będzie do spadku wyników w ujęciu r/r. Zakładamy w 3Q'17 około 15% r/r wzrost wolumenu sprzedaży oraz ponad 20% r/r spadek realizowanej EBITDA na tonę.
- Zakładamy jednak, że realizowane marże będą na wyższym poziomie niż w 2Q'17.
- W 3Q'17 spodziewamy się dynamicznie rosnących obrotów na rynkach Europy Zachodniej (akwizycja Sideme) oraz na Wschodzie (odbicie sprzedaży w Rosji). Na wyniki podobnie jak w poprzednich kwartałach negatywny wpływ będą miały rosnące koszty pracy oraz surowców (m. in. stal).
- W 3Q'17 Amica nie będzie jeszcze beneficjentem oszczędności z tytułu otwarcia nowego magazynu.
- W 3Q'17 Aparator powinien nadal korzystać z ubiegłorocznej niskiej bazy wyników (ta niestety kończy się w minionym kwartale). Oczekujemy, że po 3Q'17 nasza całoroczna prognoza wyników wykonana będzie raczej na stosunkowo niskim poziomie, co może powodować presję na wykonanie całorocznej prognozy Zarządu.
- W 3Q'17 oczekujemy zbliżonych r/r wyników, z zastrzeżeniem, że wynik 3Q'16 był pod wpływem pozytywnego przeszacowania sprzedawanych aktywów na Łuckiej w Warszawie (+18,5 mln PLN do wyników 3Q'16).
- Po 1-3Q'17 całoroczna prognoza wyniku EBITDA wykonana była w 67% (stosunkowo niskie wykonanie).
- W 3Q'17 oczekujemy, że nadal utrzymywać się będzie presja na marże w segmentach hurtowego obrotu metalami.
- Oczekujemy, że odbudowa marżowości w segmentach PCB i CAC będzie następować w powolnym tempie.
- Wynikiem 3Q'17 nie sprzyja wysoka baza roku ubiegłego.
- W 3Q'17 pozytywnie na sprzedaż wpływać powinny wzrosty cen produktów oraz wyższy wolumen sprzedaży napędzany przez konsumpcję. Z drugiej strony wyniki znajdują się pod presją rosnących cen surowców ropopochodnych oraz kosztów pracy. Negatywnie na wyniki wpłynie 0,5 mln PLN rezerwy na poziomie EBITDA oraz 1 mln PLN na poziomie netto z tytułu rozwiązanej aktywa na podatek.
- W 3Q'17 wyniki Grupy Famur wzrosną o wpływ przyłączenia aktywów Kopex. Oczekujemy jednak, że w związku z trwającym procesem konsolidacji Famur nadal ponosić będzie wyższe koszty zarządu oraz prawdopodobnie zawiąże około 17 mln PLN rezerwy związane z integracją. Szacujemy, że oczyszczona EBITDA Grupy w 3Q'17 wyniesie około 90-95 mln PLN.
- W 3Q'17 zgodnie z oczekiwaniami Zarządu sprzedaż ma szanse na odbicie względem dynamik osiągniętych w IH'17. Niestety wyższe koszty pracy oraz surowców naszym zdaniem będzie się negatywnie przekładać na rentowność generowaną przez Grupę Forte. Naszym zdaniem dług netto do EBITDA za ostatnie 12 miesięcy wzrośnie na koniec 3Q'17 do poziomu 3,2x.

Przemysł

Impexmetal					wyniki:	
Jakub Szkopek					11-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	825,8	706,4	17%	3233,9	77%	
EBITDA	65,8	76,3	-14%	233,9	80%	
marża EBITDA	8,0%	10,8%		7,2%		
EBIT	51,0	63,0	-19%	178,3	80%	
Zysk netto	40,0	45,1	-11%	130,7	83%	

Kernel					wyniki:	
Jakub Szkopek					30-01-2018	
(mln USD)	10'18P	10'17	r/r	2017P	r/r	
Przychody	620,0	384,1	61%	3218,5	19%	
EBITDA	68,1	72,4	-6%	364,8	19%	
marża EBITDA	11,0%	18,9%		15,0%		
EBIT	53,9	58,5	-8%	287,2	19%	
Zysk netto	39,7	62,9	-37%	230,1	17%	

Kruszwica					wyniki:	
Jakub Szkopek					14-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	628,1	580,2	8%	2570,2	71%	
EBITDA	32,4	30,8	5%	104,1	45%	
marża EBITDA	5,2%	5,3%		4,0%		
EBIT	25,4	23,8	7%	74,9	33%	
Zysk netto	20,5	22,3	-8%	60,0	32%	

Mangata					wyniki:	
Jakub Szkopek					11-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	140,6	138,1	2%	623,5	73%	
EBITDA	20,2	19,4	4%	89,4	76%	
marża EBITDA	14,4%	14,1%		14,3%		
EBIT	13,6	13,4	1%	63,3	76%	
Zysk netto	10,9	9,7	12%	48,4	75%	

Pfleiderer Group					wyniki:	
Jakub Szkopek					07-11-2017	
(mln EUR)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	250,4	237,3	5%	973,7	78%	
EBITDA	32,8	25,3	29%	155,4	66%	
marża EBITDA	13,1%	10,7%		16,0%		
EBIT	14,4	7,1	102%	84,5	56%	
Zysk netto	6,3	9,4	-33%	47,2	55%	

Stelmet					wyniki:	
Jakub Szkopek					10-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	113,1	111,1	2%	539,8	-5%	
EBITDA	12,6	4,1	208%	60,8	-26%	
marża EBITDA	11,1%	3,7%		11,0%		
EBIT	3,6	-1,4	-	21,4	-65%	
Zysk netto	-0,9	21,0	-	25,7	-62%	

Tarczyński					wyniki:	
Jakub Szkopek					10-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	185,8	166,5	12%	738,1	74%	
EBITDA	13,2	12,7	4%	47,3	78%	
marża EBITDA	7,1%	7,6%		6,4%		
EBIT	6,1	6,2	-2%	18,9	82%	
Zysk netto	3,5	3,3	6%	9,5	86%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W 3Q'17 wolumen sprzedaży oraz realizowanym marżom sprzyjało dobre otoczenie w europejskim przemyśle. Warto zauważyć, że wynik 3Q'16 był pod wpływem pozytywnego przeszacowania sprzedawanych aktywów na Łuckiej w Warszawie (+18,5 mln PLN do wyników 3Q'16). Bez zdarzeń jednorazowych wyniki w 3Q'17 odnotowałyby wzrost r/r.
- Według Zarządu wolumen sprzedaży oleju słon. luzem w 1Q'18 (3Q'17) wzrośnie do 392,8 tys. ton (+2,3x) – efekt wysokich zapasów słonecznika na koniec sezonu 2016/17.
- Sprzedaż zbóż ma wynieść 804,7 tys. ton (-31,9% r/r), a słabszy wolumen wynika z mniejszej sprzedaży zboża w porcie Taman, którego zarządzanie zostało powierzone zewnętrznemu operatorowi na kontrakcie *take or pay*.
- W 3Q'17 pozytywnie na wyniki Kruszwicy wpływać powinny wysokie zbiory rzepaku w Polsce, co będzie przekładać się na wyższy wolumen sprzedaży.
- Mniejsza konkurencja o ziarno powinna natomiast przekładać się na wyższe marże przerobowe. W efekcie oczekujemy wzrostu wyników na poziomie EBITDA.
- W 3Q'17 rosnące koszty surowców i koszty pracy będą miały jeszcze większy negatywny wpływ na wyniki.
- Naszym zdaniem oczyszczony o zdarzenia jednorazowe wynik EBITDA spadnie w 3Q'17 o 9% r/r, a zysk netto o 13% r/r.
- W 3Q'17 w przychodach ze sprzedaży powinny być już widoczne przeprowadzane od 2Q'17 podwyżki cen produktów.
- Baza wyników 3Q'16 znajduje się na niskim poziomie, za sprawą zawiązywanych rezerw na postępowania antymonopolowe (7,3 mln EUR) oraz redukcje pracowników w Niemczech (3,8 mln EUR).
- W 4Q'17 Stelmet wchodzi w niską bazę rezultatów, co wynika z zaksięgowanych 9 mln PLN odpisów na poziomie działalności operacyjnej. Według naszych prognoz Stelmet na koniec roku obrotowego spełni kowenanty bankowe.
- Zarząd przy okazji wyników może odnieść się do potencjalnego popytu na architekturę ogrodową w Wielkiej Brytanii po huraganach z jesieni 2017 roku.
- W 3Q'17 oczekujemy 10% r/r wzrostu wolumenu sprzedaży oraz 2,5% r/r wzrostu średnich cen.
- Wyższe koszty pracy i surowca wieprzowego powinny implikować zbliżone r/r wyniki na poziomie EBITDA i zysku netto.
- Zakładamy, że dług netto na koniec 3Q'17 wzrośnie do poziomu 162 mln PLN (3,7x EBITDA).

Budownictwo

Mało przekonywujące wychodzenie z dołka

- W 3Q w 5 na 10 analizowanych przez nas spółek budowlanych spodziewamy się poprawy wyników r/r. Zagregowana dynamika EBITDA pozostanie jednak ujemna: -17% (nie licząc Budimeksu). Powyższa statystyka wygląda lepiej niż w 1H'17, niemniej w wielu spółkach nie zapowiada atrakcyjnych wyników w całym '17.

Budimex		kupuj			wyniki:	
Piotr Zybala		267,00 PLN			25-10-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	1982,0	1689,3	17%	6402,3	73%	
Zysk brutto ze sprz.	233,6	195,1	20%	806,3	73%	
EBITDA	183,4	137,0	34%	603,0	75%	
EBIT	175,0	130,8	34%	569,0	75%	
marża	8,8%	7,7%		8,9%		
Zysk brutto	175,4	130,6	34%	561,1	75%	
Zysk netto	142,0	105,0	35%	452,8	74%	

Elektrobudowa		kupuj			wyniki:	
Piotr Zybala		134,00 PLN			15-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	279,8	251,7	11%	881,7	72%	
Zysk brutto ze sprz.	26,9	25,5	6%	88,6	74%	
EBITDA	23,7	22,9	4%	74,6	69%	
EBIT	20,2	19,5	4%	60,7	67%	
marża	7,2%	7,7%		6,9%		
Zysk brutto	22,1	21,6	2%	63,6	69%	
Zysk netto	17,3	17,2	0%	49,4	70%	

Erbud		kupuj			wyniki:	
Piotr Zybala		31,30 PLN			14-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	505,3	425,4	19%	1890,2	68%	
Zysk brutto ze sprz.	33,2	29,8	11%	134,2	70%	
EBITDA	14,2	11,2	27%	57,8	59%	
EBIT	11,7	8,8	32%	48,2	55%	
marża	2,3%	2,1%		2,6%		
Zysk brutto	10,1	8,4	20%	41,4	47%	
Zysk netto	7,8	7,1	11%	32,3	46%	

Unibep		kupuj			wyniki:	
Piotr Zybala		15,40 PLN			15-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	370,9	316,7	17%	1622,2	64%	
Zysk brutto ze sprz.	19,7	21,5	-8%	109,3	53%	
EBITDA	11,1	16,0	-30%	62,5	47%	
EBIT	8,8	13,8	-36%	53,0	42%	
marża	2,4%	4,4%		3,3%		
Zysk brutto	10,2	10,6	-4%	58,3	51%	
Zysk netto	7,9	8,1	-2%	43,1	53%	

Deweloperzy

Przywoity kwartał przed mocnym końcem roku

- W 3Q deweloperzy mieszkaniowi rozliczyli w wynikach łącznie 17% więcej mieszkań r/r. W większości spółek wyniki będą kształtować się poniżej potencjału określonego przez bieżącą sprzedaż (wyjątkami LC Corp i BDX Nieruch.)
- Kumulacja przekazania i wyników spółek z sektora nastąpi w 4Q, w którym przekazania lokali powinny przekroczyć

Atal		akumuluj			wyniki:	
Piotr Zybala		45,00 PLN			21-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	216,4	195,8	10%	911,7	70%	
Zysk brutto ze sprz.	63,3	55,4	14%	265,2	72%	
marża	29,2%	28,3%		29,1%		
EBIT	55,8	51,1	9%	236,3	73%	
Zysk brutto	53,6	52,6	2%	227,2	73%	
Zysk netto	42,8	42,7	0%	181,7	73%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Bardzo słabych wyników 3Q spodziewamy się w Trakcji (ZN: 0-5 mln PLN) oraz w Torpolu (-2-0 mln PLN).
- Niższych wyników r/r oczekujemy w Elektrotimie (0 mln PLN) oraz zbliżonych r/r w Herkulesie (+3 mln PLN).
- Adekwatnie do niskich oczekiwań 3Q, obniżyliśmy w poniższych spółkach całoroczne prognozy (B&D, 24.10.17).
- Oczekiwana poprawa w Ulmie (+7 mln PLN).

- Wstępna informację o ZN Budimex podał w pierwszej połowie października (142 mln PLN, +35% r/r), wskazując, że przyczyną wyższego zysku jest poprawa rentowności w segmencie budowlanym (pozytywne zaskoczenie) oraz wzrost liczby przekazania mieszkań.
- Po 9M'17 wykonanie wynosi 75% na EBITDA i 74% na EBIT. W 4Q'17 spodziewamy się wzrostu przychodów przy jednoczesnym spadku marży, a nasza całoroczna prognoza prezentuje scenariusz optymistyczny, choć wykonalny.

- W 3Q'17 spodziewamy się w Elektrobudowie zbliżonych wyników r/r, co oznaczałoby wykonanie rocznej prognozy ZN na poziomie 70%.
- Podobnie jak w Budimeksie, wyniki Elektrobudowy wspierają istotne rezerwy związane w minionych okresach, pozwalające spółce na osiągnięcie atrakcyjnych wyników pomimo presji kosztowej.
- Czynnikiem ryzyka pozostaje kurczący się backlog. W 3Q spółka nie informowała o znaczących kontraktach.

- W 3Q'17 spodziewamy się poprawy wyników Erbudu w ujęciu r/r w związku z istotnym wzrostem przychodów i stabilnej marży.
- Liczymy na dodatnie wyniki w każdym segmencie działalności.
- Widzimy ryzyko częściowego przesunięcia backlogu z 4Q'17 na 1Q'18, co sprawia, że nasza całoroczna prognoza jest zagrożona.

- Wyniki netto prognozujemy na zbliżonym poziomie r/r, przy zmienionej strukturze wyniku.
- Wyższe przychody są następstwem silnego portfela w segmencie kubaturowym oraz produkcji modułów.
- Prognozowany spadek marży jest pochodną problemów w segmencie drogowym. Ponadto, część marży na kontraktach wyrażonych w walutach obcych znajdzie się w działalności finansowej (zysk na kontraktach forward).
- Problemy drogówki stanowią ryzyko dla prognoz ZN'17.

- bieżącą sprzedaż o około 40%. Jednocześnie dynamika przekazania w 4Q wyniesie mocne +60% r/r.
- Nominalnie najlepszych wyników 3Q i wysokiego wykonania rocznych prognoz spodziewamy się w LC Corp i Atalu.
- Wśród deweloperów komercyjnych pozytywnie wyróżnią się wyniki GTC.

- Atal sprzedał w 3Q'17 677 lokali (+16% r/r), lecz w wynikach finansowych rozliczono 586 mieszkań (+15% r/r), które zostały przekazane nabywcom.
- Szacowany hipotetyczny ZN w oparciu o mieszkania sprzedane w 3Q wyniósłby około 50 mln PLN, co wskazuje że wyniki 3Q'17 nie odzwierciedlają bieżącego potencjału.
- Po 9M'17 spółka będzie miała wysokie wykonanie naszej rocznej prognozy ZN (73%) i przy braku opóźnień w przekazaniu mieszkań ma szansę ją przekroczyć.

Capital Park		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		8,09 PLN		13-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	32,5	28,7	13%	128,6	72%
Zysk brutto ze sprz. marża	24,0	20,5	17%	97,7	70%
	73,8%	71,3%		76,0%	
EBIT bez rew. i SOP	20,4	18,0	13%	83,6	67%
Rewaluacja	37,5	-44,0	-	-68,6	-
EBIT	56,4	-27,8	-	15,0	-
Zysk brutto	21,6	-8,9	-	25,1	-
Zysk netto	24,0	-7,4	-	15,1	0%

Dom Dev.		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		101,10 PLN		27-10-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	238,1	218,2	9%	1398,1	48%
Zysk brutto ze sprz. marża	59,6	49,4	21%	368,1	48%
	25,0%	22,6%		26,3%	
EBIT	27,5	21,0	31%	236,8	36%
Zysk brutto	27,6	20,9	32%	237,5	36%
Zysk netto	22,3	16,8	33%	193,3	36%

Echo Inv.		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		6,42 PLN		27-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	126,0	131,8	-4%	570,4	52%
Zysk brutto ze sprz. marża	42,3	40,7	4%	154,7	47%
	33,5%	30,8%		27,1%	
EBIT bez rew.	12,3	33,1	-63%	26,4	-
Rewaluacja	25,0	49,8	-50%	230,7	83%
EBIT	37,3	83,0	-55%	257,1	66%
Zysk brutto	47,5	46,5	2%	352,2	72%
Zysk netto	38,5	52,4	-27%	305,8	74%

GTC		trzymaj		wyniki:	
Piotr Zybala		9,59 PLN		14-11-2017	
(mln EUR)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	36,2	67,8	14%	141,9	67%
Zysk brutto ze sprz. marża	24,5	22,9	7%	103,3	65%
	67,8%	72,5%		72,8%	
EBIT bez rew. i SOP	19,2	18,8	2%	85,3	65%
Rewaluacja	40,0	14,4	179%	87,5	102%
EBIT	59,2	33,2	79%	172,9	83%
Zysk brutto	52,4	24,5	114%	140,7	86%
Zysk netto	45,9	71,4	-36%	122,9	86%

LC Corp		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		3,54 PLN		15-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	239,2	67,8	253%	723,2	82%
Zysk brutto ze sprz. marża	77,1	34,0	127%	264,9	82%
	32,2%	50,2%		36,6%	
EBIT bez rew.	63,4	24,4	160%	221,3	83%
Rewaluacja	30,4	-44,8	-	-72,3	74%
EBIT	93,8	-20,4	-	148,9	87%
Zysk brutto	74,6	-9,9	-	148,3	86%
Zysk netto	58,9	-8,9	-	120,3	85%

Robyg		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		4,25 PLN		16-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	124,2	104,2	19%	793,4	43%
Zysk brutto ze sprz. marża	32,6	26,6	22%	221,3	37%
	26,2%	25,5%		27,9%	
Zysk z JV	0,4	9,5	-96%	6,7	96%
EBIT	17,5	23,2	-25%	186,5	36%
Zysk brutto	15,5	21,4	-28%	178,0	34%
Zysk netto	9,6	19,9	-52%	102,1	37%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W 3Q'17 spodziewamy się kontynuacji trendu wzrostowego na NOI i oczyszczonym EBIT.
 - Największa różnica względem minionego roku dotyczy rewaluacji (+37 mln PLN vs. -44 mln PLN w 3Q'16), co wynika z różnic kursowych.
 - Zakładamy około 5 mln PLN jednorazowych kosztów, związanych z refinansowaniem Royal Wilanów.
 - Realizacja całorocznych prognoz '17 może być wyzwaniem w kontekście naszych szacunków na 3Q.
- Dom Development rozliczył w wynikach 3Q 553 lokale (+11% r/r) przy niemal 2x wyższej liczbie mieszkań sprzedanych w analogicznym okresie (1081 szt.).
 - Wyższe przychody przy oczekiwanej poprawie marż przełożą się na wzrost ZN o szacowane 33% r/r.
 - Szacowany hipotetyczny ZN w oparciu o mieszkania sprzedane w 3Q wyniósłby około 70 mln PLN, co wskazuje że wyniki 3Q'17 nie odzwierciedlają bieżącego potencjału.
- W Echo spodziewamy się niższych wyników finansowych niż w dwóch pierwszych kwartałach roku, co nie stanowi jednak ryzyka dla naszej całorocznej prognozy.
 - Przyczyną niższego EBIT jest oczekiwana niższa rewaluacja oraz brak jednorazowych przychodów w pozostałej działalności, które wsparły ubiegłoroczny wynik.
 - W działalności finansowej oczekujemy zysku z udziałów w EPP oraz wynagrodzenia za prowadzenie rozbudowy szczyńskich projektów na zlecenie EPP.
- W GTC 3Q powinien być najlepszym kwartałem pod względem wyników w tym roku.
 - Spółka wyceni do wartości godziwej Galerię Północną, która została oddana do użytku w 3Q. Nie zakładamy rewaluacji innych projektów spółki.
 - W 4Q istotnie wzrośnie NOI (G. Północna), niemniej nasza prognoza oczyszczonego EBIT wygląda optymistycznie. Dzięki wyższej od oczekiwań rewaluacji, nie spodziewamy się problemów z realizacją prognozy ZN'17.
- Nominalnie i relatywnie r/r wyniki LC Corp za 3Q'17 będą bardzo dobre, a wykonanie naszej całorocznej prognozy będzie najwyższe wśród spółek z sektora.
 - Poprawa jest następstwem wzrostu liczby przekazanych mieszkań do 668 szt. vs. 99 szt. w 3Q'16.
 - Oczyszczony zysk netto szacujemy na 46 mln PLN w 3Q'17 (+63% r/r) oraz 134 mln PLN po 9M'17 (+45% r/r).
 - Wpływ różnic kursowych na zysk netto szacujemy na około +13 mln PLN w 3Q'17.
- Przy około 400 mieszkaniach rozliczonych w 3Q'17, wyniki Robyga za 3Q'17 będą nominalnie niskie i nie odzwierciedlają bieżącego potencjału, którego miarą jest kwartalna sprzedaż na poziomie około 1000 szt.
 - Wykonanie rocznej prognozy ZN po 9M'17 szacujemy (podobnie jak w Dom Development) na poziomie 37%, przy czym w Robygu dostrzegamy większe ryzyko przesunięć przekazania na 2018 r.

Handel, inne

Kontynuacja poprawy sprzedaży porównywalnej

- Poprawiająca się kondycja konsumenta pozytywnie wpłynęła na dynamikę sprzedaży r/r w większości spółek handlowych.

AmRest		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		422,00 PLN			21-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	1355,7	1157,6	17%	5408,4	44%	
Zysk brutto na sprz.	230,2	201,6	14%	914,5	39%	
marża	17,0%	17,4%		16,9%		
EBITDA	185,5	160,7	15%	722,5	36%	
marża EBITDA	13,7%	13,9%		13,4%		
EBIT	100,1	90,9	10%	355,9	29%	
Zysk brutto	86,7	78,6	10%	306,3	24%	
Zysk netto	62,2	62,5	0%	246,9	22%	

Bytom		równoważ			wyniki:	
Piotr Bogusz		06-11-2017			06-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	40,0	35,9	11%	186,5	68%	
Zysk brutto na sprz.	20,1	18,5	8%	91,6	68%	
marża	50,2%	51,7%		49,1%		
EBITDA	3,5	3,7	-6%	18,4	61%	
marża EBITDA	8,7%	10,3%		9,9%		
EBIT	2,6	2,6	-3%	13,7	58%	
Zysk brutto	2,3	3,0	-22%	13,7	59%	
Zysk netto	2,1	4,3	-52%	11,4	56%	

CCC		akumuluj			wyniki:	
Piotr Bogusz		308,00 PLN			14-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	983,6	664,7	48%	4124,9	69%	
Zysk brutto na sprz.	485,9	339,3	43%	2114,6	67%	
marża	49,4%	51,0%		51,3%		
EBITDA	92,5	46,7	98%	590,8	50%	
marża EBITDA	9,4%	7,0%		14,3%		
EBIT	71,7	25,2	184%	506,6	47%	
Zysk brutto	52,0	9,5	448%	361,9	51%	
Zysk netto	38,0	8,2	363%	338,3	40%	

Eurocash		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		44,30 PLN			10-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	6673,3	5761,2	16%	24289	46%	
Zysk brutto na sprz.	692,4	570,0	21%	2648,1	46%	
marża	10,4%	9,9%		10,9%		
EBITDA	130,9	123,2	6%	368,2	12%	
marża EBITDA	2,0%	2,1%		1,5%		
EBIT	86,1	81,1	6%	180,8	-26%	
Zysk brutto	77,2	75,9	2%	133,7	-48%	
Zysk netto	60,2	58,7	3%	119,1	-65%	

Gino Rossi		przeważaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		17-11-2017			17-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*	
Przychody	70,2	63,7	10%	277,2	79%	
Zysk brutto na sprz.	26,6	27,5	-3%	135,5	68%	
marża	37,9%	43,1%		48,9%		
EBITDA	-0,9	0,3	-	23,8	33%	
marża EBITDA	-1,2%	0,5%		8,6%		
EBIT	-3,1	-1,9	-	14,2	4%	
Zysk brutto	-4,0	-3,4	-	10,6	-27%	
Zysk netto	-4,1	-3,4	-	8,4	-22%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Rentowność sprzedaży spółek była w 3Q'17 pod wpływem dwóch przeciwstawnych czynników (utrzymującej się konkurencji, korzystnych kosztów zakupu towaru w USD).
- Oczekujemy dobrych wyników w EAT, CCC, LPP, BTM, MON i VST.
- Zgodnie z opublikowanymi przez spółkę szacunkami, sprzedaż zwiększyła się o 17,1% r/r do 1355,7 mln PLN w 3Q'17.
- Oczekujemy poprawy wyniku w podstawowych dywizjach (CEE, Hiszpania, Rosja), istotnej poprawy EBITDA na rynku niemieckim oraz poprawy rezultatów na rynku chińskim.
- Na rezultat EBITDA spółki powinna pozytywnie wpłynąć konsolidacja przejętych biznesów.
- Pomimo efektu wysokiej bazy (+30% r/r EBITDA w 3Q'16) oczekujemy wzrostu EBITDA o 15,5% r/r w 3Q'17.
- Zgodnie z zaraportowanymi danymi miesięcznymi oczekujemy wzrostu przychodów o 11% r/r w 3Q'17 (-7% r/r sprzedaż/mkw.) oraz zmniejszenia marży brutto na sprzedaży o 1,5 p.p. r/r do 50,2% w 3Q'17.
- Oczekujemy zmniejszenia kosztów SG&A/mkw. o 9,1% r/r do 442 PLN w 3Q'17 ze względu na negocjacje czynszowe oraz utrzymanie dyscypliny kosztów wynagrodzeń.
- Wzrost sprzedaży/mkw. o 21,1% r/r w 3Q'17, powinna przełożyć się na zwiększenie marży EBITDA o 2,4p.p. r/r do 9,4% w 3Q'17.
- Wysoka aktywność promocyjna oraz wzrost udziału eobuwie.pl w sprzedaży powinno wpłynąć na zmniejszenie rentowności sprzedaży o 1,6p.p. r/r do 49,4% w 3Q'17.
- Szacujemy wzrost wskaźnika kosztów SG&A/mkw. o 8,7% r/r do 266 PLN w sieci stacjonarnej (zmiana systemu premiowania pracowników oraz wyższe koszty marketingu).
- Przychody spółki powinny być napędzane przede wszystkim przez konsolidację Eko Holding oraz oczekujemy utrzymania się pozytywnej tendencji w sprzedaży porównywalnej.
- Dynamika wzrostu wyników r/r powinna być niższa niż w 2Q'17 (na znormalizowanych danych) ze względu na brak efektu kalendarzowego oraz oczekiwane zaksięgowanie najwyższych kosztów związanych z projektem fresh (zakładamy -18 mln PLN EBITDA w segmencie nowe projekty).
- Wysoka dynamika sprzedaży w segmencie obuwniczym przełożyła się na wzrost sprzedaży/mkw. o 11,7% r/r do 1561 PLN.
- Wysoka aktywność promocyjna oraz zwiększający się udział kanału hurtowego powinny wpłynąć na zmniejszenie się marży brutto na sprzedaży o 6,7p.p. r/r do 42,7% w 3Q'17.
- Szacujemy, że spółka obniżyła koszty SG&A/mkw. o 1% r/r do 632 PLN w 3Q'17.

Jerónimo Martins		trzymaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		17,10 PLN		25-10-2017	
(mln EUR)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	4163,7	3779,0	10%	16388	66%
Zysk brutto na sprz.	885,3	806,0	10%	3442,8	66%
marża	21,3%	21,3%		21,0%	
EBITDA	253,3	239,0	6%	913,6	69%
marża EBITDA	6,1%	6,3%		5,6%	
EBIT	165,7	147,0	13%	565,9	69%
Zysk brutto	161,7	143,0	13%	561,8	93%
Zysk netto	111,1	102,0	9%	409,0	122%

LPP		trzymaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		8 400 PLN		21-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	1819,0	1488,4	22%	6869,0	71%
Zysk brutto na sprz.	875,0	700,6	25%	3650,5	67%
marża	48,1%	47,1%		53,1%	
EBITDA	149,9	72,9	106%	835,3	47%
marża EBITDA	8,2%	4,9%		12,2%	
EBIT	87,0	4,8	17,1x	561,9	33%
Zysk brutto	98,1	-3,2	-	556,6	35%
Zysk netto	79,5	-6,5	-	446,2	30%

Monnari		przeważaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		16-11-2017		16-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	52,9	46,5	14%	257,5	65%
Zysk brutto na sprz.	28,1	22,4	26%	142,2	63%
marża	53,1%	48,1%		55,2%	
EBITDA	1,0	-1,5	-	27,2	32%
marża EBITDA	1,9%	-3,3%		10,6%	
EBIT	0,2	-2,5	-	23,1	23%
Zysk brutto	-0,4	-1,1	-	22,7	19%
Zysk netto	-0,4	-0,6	-	18,7	19%

TXM		kupuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		6,10 PLN		16-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	100,0	91,8	9%	396,9	68%
Zysk brutto na sprz.	35,8	37,0	-3%	170,3	57%
marża	35,8%	40,3%		42,9%	
EBITDA	-6,8	1,8	-	0,0	-
marża EBITDA	-	-		0,0%	
EBIT	-8,9	1,2	-	-6,2	-
Zysk brutto	-8,6	0,8	-	-7,4	-
Zysk netto	-7,1	0,2	-	-6,0	-

Vistula		przeważaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		15-11-2017		15-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	156,1	136,6	14%	683,6	68%
Zysk brutto na sprz.	80,3	69,1	16%	311,8	77%
marża	51,4%	50,6%		16,9%	
EBITDA	13,2	10,1	31%	76,1	56%
marża EBITDA	8,4%	7,4%		13,4%	
EBIT	9,3	6,5	43%	60,4	51%
Zysk brutto	7,1	5,2	38%	51,6	47%
Zysk netto	5,8	4,0	43%	41,3	46%

PBKM		akumuluj		wyniki:	
Paweł Szpigel		66,30 PLN		20-11-2017	
(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	r/r	2017P	YTD*
Przychody	39,8	31,4	27%	143,1	78%
EBITDA	11,6	7,7	52%	41,6	79%
marża EBITDA	29,3%	24,4%		29,1%	
EBIT	10,3	7,7	35%	35,5	81%
Zysk brutto	9,5	7,4	29%	34,6	78%
Zysk netto	7,4	6,0	23%	26,3	77%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Wynikiem Biedronki powinno pomagać utrzymujące się sprzyjające otoczenie makroekonomiczne, postępująca inflacja oraz nieznaczne osłabienie się EURPLN r/r. Wzrost sprzedaży porównywalnej powinien pozwolić sieci na utrzymanie marży EBITDA r/r (pomimo rosnących kosztów wynagrodzeń).

- Wysoka konkurencja, niski wzrost inflacji oraz presja na koszty pracy wpłyną negatywnie na wyniki w Portugalii.
- Oczekujemy utrzymania się wysokich kosztów związanych z rozwojem sieci Ara i Hebe.

- Zgodnie z miesięcznymi raportami sprzedażowymi spółki prognozujemy wzrost przychodów o 22% r/r w 3Q'17 (+14,4% r/r sprzedaż/mkw.) oraz wzrost rentowności sprzedaży o 1p.p. r/r do 48,1% w 3Q'17.

- Szacujemy, że wskaźnik kosztów SG&A zwiększy się o 10,3% r/r do 279 PLN ze względu na zwiększone wydatki na zatrudnienie w centrali oraz dodatkowe koszty sprzedaży związane z wysoką poprawą lfl.

- Oczekujemy, że spółka rozpozna dodatnie różnice kursowe na poziomie 13 mln PLN w 3Q'17.

- Po raz pierwszy od 6 kwartałów spółka poprawiła sprzedaż/mkw. w 3Q'17 (+0,5% r/r w 3Q'17).

- Kontynuacja działań mających na celu obronę marży brutto na sprzedaży oraz korzystny kurs zakupu kolekcji jesień-zima'17 powinny pozwolić spółce zwiększyć rentowność sprzedaży o 5p.p. r/r do 53,1% w 3Q'17.

- Oczekujemy obniżenia SG&A/mkw. o 3% r/r do 288 PLN ze względu na utrzymanie dyscypliny kosztowej oraz dalsze zwiększanie średniej powierzchni salonu.

- Zgodnie z raportami miesięcznymi spółka zmniejszyła sprzedaż/mkw. o 8,5% r/r do 323 PLN w 2017.

- Szacujemy, że głębokie wyprzedaże przeprowadzane przez spółkę w 3Q'17 przełożą się na zmniejszenie marży brutto na sprzedaży o 4,5 p.p. r/r do 35,8%.

- Wysoka aktywność promocyjna oraz rosnące koszty sieci sprzedażowej powinny wpłynąć na wzrost SG&A/mkw. o 5,5% r/r do 144 PLN.

- Oczekujemy pogorszenia się wskaźnika DN/EBITDA w 3Q'17 vs. 2Q'17 (wartość 5x)

- Zgodnie z zaraportowanymi danymi miesięcznymi spółka poprawiła sprzedaż/mkw. o 3,9% r/r w 3Q'17 oraz marżę brutto na sprzedaży o 0,9 p.p. r/r do 51,4% w 3Q'17 (pierwsza poprawa od 4 kwartałów).

- Szacujemy, że koszty SG&A/mkw. zwiększą się o 3,1% r/r do 749 PLN, na co wpływ powinny mieć przede wszystkim koszty wynagrodzeń (premie sprzedażowe) oraz wzrost kosztów sklepów.

- Wzrost r/r liczby pozyskanych próbek w 3Q'17 o >16% (5 487 vs. 4 704 w 3Q'16).

- Wydłużenie horyzontu o 1 rok korzystnie przełoży się na przychody i poziom rentowności.

- Jednostkowe koszty przechowywania na stałym poziomie, SG&A stabilnie q/q (wyżej 29% r/r).

- EBIT rzędu 10,3 mln PLN, przy 0 mln PLN na pozostałej działalności operacyjnej (+35% r/r).

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	
Finanse							+4,5%	14,3	12,4		
Alior Bank	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	70,18	+28,2%	22,3	10,5			
BZ WBK	akumuluj	2017-09-01	369,60	400,10	356,00	+12,4%	15,2	13,1			
Getin Noble Bank	trzymaj	2017-09-01	1,28	1,27	1,53	-17,0%	-	21,1			
Handlowy	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	70,00	+21,4%	16,5	13,0			
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	191,20	-20,3%	17,0	15,1			
Millennium	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	7,55	-23,0%	14,4	12,7			
Pekao	akumuluj	2017-07-18	131,25	145,42	125,20	+16,2%	14,1	13,4			
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	36,67	-14,9%	15,6	13,8			
Komercni Banka	akumuluj	2017-09-01	966,50	1 111 CZK	950,50	+16,9%	12,5	12,2			
Erste Bank	trzymaj	2017-09-01	35,50	35,98 EUR	37,75	-4,7%	13,1	11,7			
OTP Bank	akumuluj	2017-10-02	9 895	10 901 HUF	10 660	+2,3%	11,4	11,7			
PZU	akumuluj	2017-09-01	48,50	51,83	46,92	+10,5%	15,0	12,4			
Kruk	kupuj	2017-10-02	293,45	340,17	261,50	+30,1%	14,0	12,1			
Prime Car Management	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	27,00	+72,0%	7,8	7,1			
Skarbiec Holding	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	30,85	+50,0%	7,7	6,8			
Chemia							+11,7%	10,5	11,3	6,4	6,3
Ciech	kupuj	2017-10-02	65,16	79,54	59,55	+33,6%	9,0	8,6	5,5	5,1	
Grupa Azoty	trzymaj	2017-10-02	79,80	80,77	72,43	+11,5%	15,2	14,0	7,3	6,6	
Polwax	kupuj	2017-09-01	13,54	20,53	12,10	+69,7%	6,1	5,9	4,6	6,1	
Synthos	trzymaj	2017-10-02	5,14	4,62	4,86	-4,9%	12,1	14,6	9,8	9,5	
Paliwa							-6,0%	8,7	12,6	5,0	5,9
Lotos	redukuj	2017-10-02	59,75	51,61	62,00	-16,8%	9,4	14,2	5,7	6,6	
MOL	trzymaj	2017-10-02	3 000	3 077 HUF	3 195	-3,7%	7,5	11,1	4,4	5,2	
PGNiG	akumuluj	2017-10-02	6,79	7,73	6,75	+14,5%	10,9	9,8	4,9	4,4	
PKN Orlen	sprzedaj	2017-10-02	121,70	86,55	123,70	-30,0%	8,0	17,0	5,1	8,6	
Energetyka							+8,8%	6,0	6,6	4,8	4,6
CEZ	kupuj	2017-10-02	441,30	512,33 CZK	457,90	+11,9%	13,9	14,5	7,4	7,1	
Enea	trzymaj	2017-10-02	14,80	14,59	13,79	+5,8%	5,9	6,1	4,9	4,4	
Energa	akumuluj	2017-10-02	11,65	14,49	12,71	+14,0%	7,1	6,6	4,8	4,5	
PGE	trzymaj	2017-10-02	13,30	13,61	13,15	+3,5%	6,0	7,2	4,4	4,6	
Tauron	trzymaj	2017-10-02	3,75	3,64	3,41	+6,7%	4,1	4,7	4,3	4,9	
Telekomunikacja, media, IT							+5,1%	23,9	18,1	7,4	7,0
Netia	trzymaj	2017-09-01	3,90	4,00	4,00	+0,0%	-	-	4,4	5,1	
Orange Polska	kupuj	2017-06-30	5,15	7,10	4,93	+44,0%	84,2	38,6	4,4	4,4	
Agora	akumuluj	2017-10-02	17,10	18,80	16,03	+17,3%	503,6	48,0	6,6	6,3	
Cyfrowy Polsat	redukuj	2017-08-29	27,80	24,40	24,39	+0,0%	14,8	12,6	7,4	7,0	
Wirtualna Polska	akumuluj	2017-09-01	47,89	53,00	44,12	+20,1%	23,9	18,1	11,1	9,1	
Asseco Poland	trzymaj	2017-08-30	44,54	44,00	46,50	-5,4%	15,5	15,5			
CD Projekt	sprzedaj	2017-10-02	116,25	74,34	113,30	-34,4%	55,2	114,2	43,6	89,0	
Comarch	akumuluj	2017-10-02	178,50	195,00	177,00	+10,2%	18,7	16,7	8,6	7,8	
Przemysł, metale							+11,4%	14,6	12,7	9,5	6,7
Famur	kupuj	2017-09-01	5,81	6,84	5,55	+23,2%	25,6	17,2	10,4	6,7	
Kemel	akumuluj	2017-09-01	60,70	71,74	49,60	+44,6%	4,8	4,8	4,2	3,8	
Kęty	trzymaj	2017-09-01	402,10	414,09	388,00	+6,7%	14,6	12,7	9,5	8,5	
KGHM	trzymaj	2017-10-02	117,40	124,12	122,00	+1,7%	14,5	8,9	5,8	5,4	
Stelmet	kupuj	2017-09-01	22,20	28,94	20,90	+38,5%	23,9	13,0	13,0	8,0	
Budownictwo							+33,8%	9,7	10,0	4,6	5,0
Budimex	kupuj	2017-07-24	229,50	267,00	201,10	+32,8%	11,3	11,7	4,5	5,1	
Elektrobudowa	kupuj	2017-09-01	109,50	134,00	94,00	+42,6%	9,0	9,5	4,8	5,0	
Erbud	kupuj	2017-09-01	26,00	31,30	26,20	+19,5%	10,4	10,4	4,4	4,9	
Unibep	kupuj	2017-09-01	12,20	15,40	10,51	+46,5%	8,6	7,7	6,0	5,1	
Deweloperzy							+21,9%	9,3	7,7	10,4	8,0
Atal	akumuluj	2017-09-01	40,40	45,00	43,47	+3,5%	9,3	8,9	8,0	8,0	
Capital Park	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	5,87	+37,8%	41,9	7,7	118,3	13,7	
Dom Development	kupuj	2017-09-01	82,25	101,10	79,70	+26,9%	10,3	8,5	8,2	6,8	
Echo	kupuj	2017-10-02	5,19	6,42	4,61	+39,3%	6,2	6,3	11,3	6,7	
GTC	trzymaj	2017-08-02	9,62	9,59	9,02	+6,3%	8,0	11,7	10,4	14,6	
LC Corp	kupuj	2017-09-26	2,69	3,54	2,68	+32,1%	10,0	6,4	13,7	8,8	
Robyg	kupuj	2017-09-01	3,40	4,25	3,22	+32,0%	9,1	6,5	6,9	5,6	
Handel							+12,1%	33,2	22,2	15,2	9,6
AmRest	kupuj	2017-09-01	357,00	422,00	340,00	+24,1%	38,6	24,3	13,2	9,7	
CCC	akumuluj	2017-10-02	276,00	308,00	271,60	+13,4%	33,0	22,8	19,5	14,6	
Eurocash	kupuj	2017-10-02	38,62	44,30	36,36	+21,8%	42,5	18,1	15,2	9,4	
Jeronimo Martins	trzymaj	2017-09-01	16,76	17,10 EUR	15,59	+9,7%	23,9	21,6	10,5	9,6	
LPP	trzymaj	2017-10-02	8 172	8 400	7 992	+5,1%	33,2	26,0	17,3	14,5	
TXM	kupuj	2017-09-01	2,97	6,10	2,31	+164,1%	-	7,2	-	4,0	
Inne							+13,7%	11,0	9,5	6,9	6,2
PBKM	akumuluj	2017-10-02	63,00	66,30	58,30	+13,7%	11,0	9,5	6,9	6,2	

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
Spółki przemysłowe						12,5	11,2	7,5	6,9
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	50,25	+6,9%	13,6	11,2	9,7	8,2
Amica	równoważ	2016-06-16	186,00	153,60	-17,4%	7,5	9,6	6,4	6,1
Aparator	równoważ	2017-07-31	31,29	29,00	-7,3%	13,0	11,4	8,3	7,5
Boryszew	niedoważaj	2017-01-27	11,20	9,97	-11,0%	12,4	11,8	8,3	7,8
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,07	-18,8%	8,4	6,8	7,5	6,0
Ergis	przeważaj	2016-09-28	5,75	5,17	-10,1%	7,8	6,9	5,3	4,8
Forte	niedoważaj	2017-08-31	74,02	68,38	-7,6%	18,2	14,8	13,7	11,5
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	70,97	+11,8%	27,2	21,3	13,8	11,5
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	90,87	-19,3%	12,5	11,0	7,1	6,4
Pfleiderer Group	przeważaj	2016-02-03	23,00	42,90	+86,5%	16,3	13,1	5,6	5,0
Tarczyński	równoważ	2017-05-31	11,20	9,70	-13,4%	11,6	10,7	5,7	5,5
Vistal	niedoważaj	2017-09-11	5,10	0,87	-82,9%	-	-	-	21,9
Budownictwo						18,1	13,7	7,6	6,7
Elektrotim	niedoważaj	2017-10-24	9,76	9,76	+0,0%	909,0	18,3	14,5	7,6
Herkules	równoważ	2017-10-24	3,60	3,60	+0,0%	14,6	12,4	6,8	6,2
Torpol	równoważ	2017-10-24	10,93	10,93	+0,0%	-	11,5	25,9	5,7
Trakcja	niedoważaj	2017-10-24	10,30	10,30	+0,0%	18,8	15,1	7,6	7,2
Ulma	równoważ	2016-12-12	63,50	70,00	+10,2%	17,3	11,7	4,0	3,3
ZUE	niedoważaj	2017-09-14	9,20	8,40	-8,7%	-	22,4	-	9,7
Deweloperzy						8,2	8,3	10,9	6,8
Archicom	przeważaj	2017-01-10	15,24	14,95	-1,9%	8,5	6,5	7,6	6,2
BBI Development	równoważ	2017-06-02	0,73	0,72	-1,4%	-	8,3	71,7	6,8
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,52	+0,4%	6,5	5,4	6,7	5,5
Lokum Deweloper	przeważaj	2017-09-14	16,30	16,25	-0,3%	7,1	5,2	6,6	4,8
PA Nova	równoważ	2016-09-12	25,89	22,70	-12,3%	7,9	8,8	10,9	11,7
Polnord	niedoważaj	2017-05-16	10,00	8,11	-18,9%	12,2	11,3	42,4	23,6
Ronson	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,57	-12,8%	16,8	16,4	18,7	17,5
Handel						14,3	11,3	8,5	6,9
Bytom	równoważ	2017-09-13	2,67	2,51	-6,0%	15,7	12,3	10,5	8,4
Gino Rossi	przeważaj	2017-08-25	1,78	1,39	-21,9%	8,3	5,5	5,5	4,3
Monnari	przeważaj	2017-09-13	8,93	8,75	-2,0%	14,3	10,2	7,5	5,4
Vistula	przeważaj	2017-08-25	3,26	3,40	+4,3%	14,3	13,0	9,5	8,5

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Agora	akumuluj	kupuj	18,80 PLN	2017-10-02
CCC	akumuluj	akumuluj	308,00 PLN	2017-10-02
CD Projekt	sprzedaj	sprzedaj	74,34 PLN	2017-10-02
CEZ	kupuj	akumuluj	512,33 CZK	2017-10-02
Ciech	kupuj	kupuj	79,54 PLN	2017-10-02
Comarch	akumuluj	trzymaj	195,00 PLN	2017-10-02
Echo	kupuj	kupuj	6,42 PLN	2017-10-02
Elektrotim	niedoważaj	równoważ	-	2017-10-24
Enea	trzymaj	trzymaj	14,59 PLN	2017-10-02
Energa	akumuluj	trzymaj	14,49 PLN	2017-10-02
Eurocash	kupuj	kupuj	44,30 PLN	2017-10-02
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	80,77 PLN	2017-10-02
Herkules	równoważ	przeważaj	-	2017-10-24
KGHM	trzymaj	trzymaj	124,12 PLN	2017-10-02
Kruk	kupuj	redukuj	340,17 PLN	2017-10-02
LC Corp	kupuj	przeważaj	3,54 PLN	2017-09-26
Lotos	redukuj	sprzedaj	51,61 PLN	2017-10-02
LPP	trzymaj	trzymaj	8400,00 PLN	2017-10-02
MOL	trzymaj	trzymaj	3077,00 HUF	2017-10-02
OTP Bank	akumuluj	trzymaj	10901,00 HUF	2017-10-02
PBKM	akumuluj	kupuj	66,30 PLN	2017-10-02
PGE	trzymaj	trzymaj	13,61 PLN	2017-10-02
PGNiG	akumuluj	akumuluj	7,73 PLN	2017-10-02
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	86,55 PLN	2017-10-02
Synthos	trzymaj	trzymaj	4,62 PLN	2017-10-02
Tauron	trzymaj	trzymaj	3,64 PLN	2017-10-02
Torpol	równoważ	przeważaj	-	2017-10-24
Trakcja	niedoważaj	równoważ	-	2017-10-24

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	3,4%	2	4,9%
redukuj	4	4,5%	2	4,9%
niedoważaj	8	9,1%	4	9,8%
trzymaj	15	17,0%	7	17,1%
równoważ	14	15,9%	3	7,3%
akumuluj	15	17,0%	9	22,0%
kupuj	22	25,0%	13	31,7%
przeważaj	7	8,0%	1	2,4%

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 dzieleny 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 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 świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Poland, Atal, BOŚ, Capital Park, Erbud, Kruk, PBKM, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Poland, Atal, Bank Pekao, Capital Park, Erbud, Ergis, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, PBKM, PGE, PKN Orlen, PKO BP, Polwax, PZU, Tarczyński, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczenie usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, Echo Investments, Element Holding, Enea, Erbud, Ergis, Erste Bank, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Netia, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGE, PGNiG, PKO BP, Polwax, PZU, RBI, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, TXM, Uniwheels, Vistal Gdynia, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: TXM.

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 rekomendacją.

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 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
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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