

piątek, 2 lutego 2018 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 4Q 2017

Rynek akcji

Finanse

Oczekujemy sezonowo słabszego wyniku w polskim sektorze bankowym ze względu na rosnące koszty operacyjne oraz saldo rezerw. Najlepsze wyniki zaprezentuje Bank Pekao, ale ze względu na zdarzenia jednorazowe (Pekao TFI oraz sprzedaż NPL). Z drugiej strony oczekujemy kolejnej straty w Getin Noble Bank. W bankach zagranicznych oczekujemy dobrych wyników OTP Banku wspartych przez zysk jednorazowy z rozpoznania tzw. bad-will. Ze spółek finansowych oczekujemy słabszego kwartału PZU ze względu na spadek wyniku lokacyjnego oraz kolejnego dobrego kwartału Skarbiec Holding wspartego przez success fee.

Chemia

Największym pozytywnym zaskoczeniem 4Q będzie Ciech, przed Grupą Azoty ostatni dynamicznie wzrostowy kwartał.

Paliwa

Wyniki w rafineriach już pod wpływem słabszego makro przy wsparciu przeszacowania zapasów. Relatywnie najlepiej powinien wypaść Lotos. Liczymy na pozytywne zaskoczenie w segmencie obrotu w PGNiG z uwagi na mocne wzrosty cen gazu (q/q i r/r) i efekt sezonowości.

Energetyka

Oczyszczone wyniki w 4Q będą korespondować z rocznym konsensusem, ale mogą pojawić się jednorazowe odpisy i rezerwy aktuarialne (efekt stóp procentowych i „korygowanie” bazy odniesienia na rok 2018. Ewentualnych pozytywnych zaskoczeń szukalibyśmy w PGE i CEZ.

Telekomunikacja, media, IT

Najwyższą dynamikę skorygowanego o zdarzenia jednorazowe EBITDA wśród telekomów odnotuje w 4Q'17 Orange Polska (+3% R/R), co powinno dalej wzmacniać sentyment do spółki. Relatywnie dobre wyniki zakładamy w Asseco Poland (płaskie R/R), a słabe w Comarch (-24% na linii EBITDA, -17% na linii netto). Wśród mniejszych spółek zwracamy uwagę na Atende (EBITDA 4Q'17 +84% R/R).

Przemysł, surowce

W 4Q'17 47% spółek poprawi zeszłoroczne rezultaty i równe 47% je pogorszy. Pozytywnych zaskoczeń upatrywalibyśmy w spółkach Alumetal, Elemental i Stelmet, negatywnych w Apator i Forte. W spółkach surowcowych słabszy kwartał zaliczy KGHM, dobry z kolei JSW.

Budownictwo

Poprawy wyników r/r spodziewamy się w Erbudzie, Trakcji, Elektrotimie i Ulmie. Liczymy również na dobre wyniki w Budimeksie i Elektrobudowie, choć ze względu na wysoką bazę mogą być one niższe r/r. Zagregowana dynamika EBITDA pozostanie ujemna: -22% (-4% nie licząc Budimeksu).

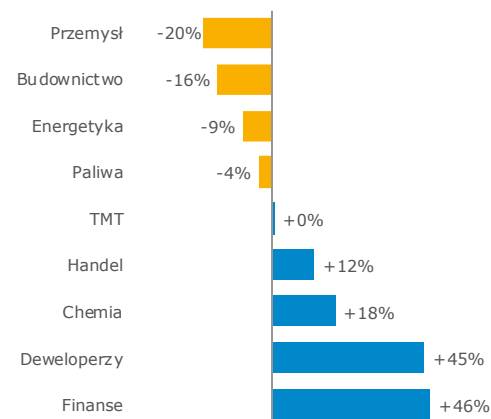
Deweloperzy

Deweloperzy mieszkaniowi zaprezentują w 4Q najlepszy kwartał roku, co jest jednak uwzględnione w konsensusach. Wyższe przekazania przełożą się na 40% wzrost zysku netto w 10 pokrywanych przez nas spółkach mieszkaniowych. Pozytywnie wyróżnią się Atal, Dom Development, Lokum Deweloper oraz i2 Development. W spółkach z portfelami nieruchomości komercyjnych (Capital Park, LC Corp) wystąpi ujemny wpływ różnic kursowych.

Handel

W 4Q'17 utrzymane zostały pozytywne trendy w konsumpcji z poprzednich kwartałów przy utrzymaniu wysokiej presji kosztowej związanej z presją na płace, nakładami na e-commerce i marketing. Naszym zdaniem negatywnie w wynikach mogą zaskoczyć CCC, Eurocash, Gino Rossi oraz LPP. Pozytywnego zaskoczenia szukalibyśmy w Dino oraz Vistuli.

Dynamika wyników sektorów*



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

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
Apator	Alumetal
CCC	Atende
Comarch	Budimex
Eurocash	Dino
Forte	Elemental
Getin Noble Bank	GTC
Gino Rossi	Pekao
KGHM	PGNiG
LPP	Skarbiec Holding
	Stelmet

Departament Analiz:

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

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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	6. Przemysł	9
1.1. Alior Bank	3	6.1. Alumetal	9
1.2. Getin Noble Bank	3	6.2. Amica	9
1.3. Handlowy	3	6.3. Apator	9
1.4. Pekao	3	6.4. Boryszew	9
1.5. PKO BP	3	6.5. Elemental	9
1.6. Erste Bank	3	6.6. Ergis	9
1.7. Komerčni Banka	3	6.7. Famur	9
1.8. OTP Bank	4	6.8. Forte	9
2. Usługi finansowe	4	6.9. Impexmetal	10
2.1. PZU	4	6.10. Kernel	10
2.2. GetBack	4	6.11. Kęty	10
2.3. Kruk	4	6.12. Kruszwica	10
2.4. Prime Car Management	4	6.13. Mangata	10
2.5. Skarbiec Holding	4	6.14. Pfeleiderer Group	10
3. Chemia, paliwa	5	6.15. Pozbud	10
3.1. Ciech	5	6.16. Stelmet	10
3.2. Grupa Azoty	5	6.17. Tarczyński	10
3.3. Polwax	5	7. Budownictwo	11
3.4. Synthos	5	7.1. Budimex	11
3.5. Lotos	5	7.2. Elektrobudowa	11
3.6. MOL	5	7.3. Erbud	11
3.7. PGNiG	5	7.4. Unibep	11
4. Energetyka, surowce	6	8. Deweloperzy	11
4.1. CEZ	6	8.1. Atal	11
4.2. Enea	6	8.2. Capital Park	12
4.3. Energa	6	8.3. Dom Development	12
4.4. PGE	6	8.4. Echo	12
4.5. Tauron	6	8.5. GTC	12
4.6. JSW	6	8.6. LC Corp	12
4.7. KGHM	6	8.7. Robyng	12
5. Telekomunikacja, media, IT	7	9. Handel, inne	13
5.1. Netia	7	9.1. AmRest	13
5.2. Orange Polska	7	9.3. Bytom	13
5.3. Play	7	9.4. CCC	13
5.3. Agora	7	9.5. Dino	13
5.4. Cyfrowy Polsat	7	9.6. Eurocash	13
5.5. Wirtualna Polska	7	9.7. Gino Rossi	14
5.6. Ailleron	7	9.8. Jeronimo Martins	14
5.7. Asseco Poland	8	9.9. LPP	14
5.8. Asseco Business Solutions	8	9.10. Monnari	14
5.9. Asseco South Eastern Europe	8	9.11. TXM	14
5.10. Atende	8	9.12. PBKM	14
5.11. Comarch	8	10. Aktualne rekomendacje i pozycjonowania	15
5.12. Wasko	8		
5.13. CD Projekt	8		

Banki

Pekao prawie podwoi wyniki...

- Bank Pekao zaksięguje zysk jednorazowy z tytułu przeszacowania udziału w Pekao TFI (około 400 mln netto) oraz ze sprzedaży portfela NPL (<100 mln PLN).

Alior Bank Michał Konarski	kupuj 109,00 PLN		wyniki: 2018-03-09		
(mln PLN)	4Q'17P	3Q'17	q/q	r/r	17P r/r
Wynik odsetkowy	740,7	723,8	2%	24%	46%
Wynik prowizyjny	109,2	103,2	6%	19%	35%
WNDB	976,3	952,7	2%	-29%	17%
Koszty operacyjne	-454,4	-404,1	12%	-36%	18%
Saldo rezerw	-251,8	-212,0	19%	0%	16%
Zysk netto	143,9	189,9	-24%	-61%	-17%

Getin Noble Bank Michał Konarski	sprzedaj 1,50 PLN		wyniki: 2018-03-15		
(mln PLN)	4Q'17P	3Q'17	q/q	r/r	17P r/r
Wynik odsetkowy	325,9	325,7	0%	-4%	-1%
Wynik prowizyjny	41,4	40,4	2%	13%	28%
WNDB	357,3	361,4	-1%	-10%	0%
Koszty operacyjne	-211,8	-207,0	2%	0%	3%
Saldo rezerw	-228,8	-243,0	-6%	26%	52%
Zysk netto	-62,0	-75,1	-17%	-	612%

Handlowy Michał Konarski	akumuluj 94,00 PLN		wyniki: 2018-02-14		
(mln PLN)	4Q'17P	3Q'17	q/q	r/r	17P r/r
Wynik odsetkowy	280,1	273,5	2%	9%	7%
Wynik prowizyjny	152,4	146,2	4%	13%	5%
WNDB	555,3	541,0	3%	11%	0%
Koszty operacyjne	-290,7	-278,8	4%	-3%	0%
Saldo rezerw	-16,8	-22,0	-24%	-13%	78%
Zysk netto	176,6	171,6	3%	36%	-9%

Pekao Michał Konarski	kupuj 157,00 PLN		wyniki: 2018-02-09		
(mln PLN)	4Q'17P	3Q'17	q/q	r/r	17P r/r
Wynik odsetkowy	1173,5	1152,1	2%	5%	4%
Wynik prowizyjny	577,0	580,1	-1%	-6%	18%
WNDB	2189,0	1798,5	22%	25%	2%
Koszty operacyjne	-879,4	-838,3	5%	0%	1%
Saldo rezerw	-107,9	-138,6	-22%	2%	-5%
Zysk netto	916,6	536,2	71%	85%	2%

PKO BP Michał Konarski	sprzedaj 38,00 PLN		wyniki: 2018-03-12		
(mln PLN)	4Q'17P	3Q'17	q/q	r/r	17P r/r
Wynik odsetkowy	2256,4	2197,0	3%	12%	11%
Wynik prowizyjny	781,5	766,0	2%	11%	11%
WNDB	3282,2	3226,0	2%	12%	5%
Koszty operacyjne	-1458,8	-1372,0	6%	0%	3%
Saldo rezerw	-402,1	-389,0	3%	-5%	-3%
Zysk netto	869,9	902,0	-4%	47%	10%

Erste Bank Michał Konarski	trzymaj 40,00 EUR		wyniki: 2018-02-28		
(mln EUR)	4Q'17P	3Q'17	q/q	r/r	17P r/r
Wynik odsetkowy	1105,1	1086,3	2%	0%	-1%
Wynik prowizyjny	471,9	451,0	5%	2%	3%
WNDB	1627,5	1595,8	2%	-2%	-1%
Koszty operacyjne	-1059,5	-1010,1	5%	-1%	1%
Saldo rezerw	-95,9	32,9	-	-28%	-14%
Zysk netto	229,4	363,0	-37%	168%	-4%

Komercni Banka Michał Konarski	kupuj 1 111,00 CZK		wyniki: 2018-02-08		
(mln CZK)	4Q'17P	3Q'17	q/q	r/r	17P r/r
Wynik odsetkowy	5577,7	5172,0	8%	5%	0%
Wynik prowizyjny	1777,3	1558,0	14%	11%	-2%
WNDB	7982,9	7496,0	6%	3%	-2%
Koszty operacyjne	-3457,7	-3328,0	4%	-1%	-5%
Saldo rezerw	-502,0	125,0	-	-15%	-85%
Zysk netto	3095,0	3528,0	-12%	2%	5%

...ale z niskim wpływem na dywidendę

- Przeszacowanie udziału w Pekao TFI odbywa się na poziomie skonsolidowanym a nie jednostkowym, co oznacza, że nie będzie wypłacone w formie dywidendy.

- Dalszy wzrost wyniku odsetkowego o +2% Q/Q oraz 24% R/R.
- Normalizacja efektywnej stawki podatkowej do 21% z 24% w 3Q'17.
- Wzrost wyniku prowizyjnego na poziomie +5,8% Q/Q.
- Sezonowy wzrost kosztów operacyjnych na poziomie +12,5% Q/Q.

- Płaski wynik odsetkowy przez spadek wolumenów kredytowych.
- Dalsza powolna odbudowa wyniku prowizyjnego o +2,5% Q/Q.
- Utrzymujący się koszt ryzyka na poziomie 2%.
- Oczekujemy, że strata wyniesie 62 mln PLN w 4Q'17, ale uważamy, że spółka w efekcie czyszczenia bilansu na koniec roku może zaraportować wyższy negatywny wynik.

- Wzrost wyniku odsetkowego o 2,4% Q/Q oraz 9,2% R/R.
- Wynik handlowy stabilny Q/Q.
- Sezonowy wzrost kosztów operacyjnych o 4,2% Q/Q.
- Spadek salda rezerw o 13% R/R a kosztu ryzyka do poziomu 36 p.b.

- Wyniki pod wpływem sprzedaży NPL (<100 mln PLN brutto) oraz przeszacowania udziału w Pioneer TFI (400 mln PLN netto).
- Oczekujemy nadal wysokich kosztów operacyjnych w 4Q'17 podbitych dodatkowo przez sezonowość.
- Oczekujemy wzrostu wyniku odsetkowego oraz presji na wynik prowizyjny w 4Q'17.

- Oczekujemy dalszego dynamicznego wzrostu wyniku odsetkowego (+3% Q/Q) oraz prowizyjnego (+2,0% Q/Q) w 4Q'17.
- Sezonowy wzrost kosztów operacyjnych (+6,3% Q/Q).
- Lekki wzrost salda rezerw o 3,4% Q/Q.
- Spadek zysku netto o 3,6%.

- Wynik netto na poziomie 229,4 mln EUR.
- Spadek wyniku spowodowany czynnikami sezonowymi takimi jak wyższe saldo rezerw oraz koszty operacyjne (+4,9% Q/Q).
- Lekki wzrost wyniku odsetkowego (+1,7% Q/Q) oraz prowizyjnego (+4,6% Q/Q).
- Wyniki zgodne z całorocznymi założeniami Zarządu.

- Oczekujemy spadku zysku netto w 4Q'17 o 12,3% Q/Q.
- Spadek zysku netto spowodowany jest wyższym saldem rezerw oraz sezonowo wyższymi kosztami operacyjnymi.
- Oczekujemy, że wraz z wynikami Komercni Banka ogłosi DPS w wysokości 42,0 CZK/akcje.
- Oczekujemy pierwszych pozytywnych efektów podwyżek stóp procentowych na marże odsetkową KB.

OTP Bank	akumuluj			wyniki:	
Michał Konarski	12 090 HUF			2018-03-02	
(mld HUF)	4Q'17P	3Q'17	q/q	r/r	17P r/r
Wynik odsetkowy	142,5	137,0	4%	7%	5%
Wynik prowizyjny	57,2	53,0	8%	19%	19%
WNDB	213,1	203,8	5%	10%	10%
Koszty operacyjne	-124,5	-110,7	12%	15%	11%
Saldo rezerw	-27,7	-4,3	552%	-42%	-42%
Zysk netto	47,6	79,3	-40%	80%	29%

Usługi finansowe

Mocne wyniki Skarbiec Holding

- Oczekujemy, że Skarbiec Holding zanotuje znowu dobry wynik netto dzięki zaksięgowaniu opłaty zmiennej.

PZU	akumuluj			wyniki:	
Michał Konarski	50,58 PLN			2018-03-15	
(mln PLN)	4Q'17P	3Q'17	q/q	r/r	17P r/r
Skl. przyp. brutto	5665,4	5327,0	6%	3%	12%
Ubezp. majątkowe	3589,6	3211,0	12%	0%	0%
Ubezp. na życie	2186,8	2120,0	3%	8%	0%
Odszkodowania	-3514,1	-4038,0	-13%	19%	16%
Koszty	-1218,2	-1106,0	23%	-3%	10%
Wynik bankowy	763,8	955,0	-20%	n.m.	219%
Wynik techniczny	477,1	358,0	5%	23%	40%
Wynik inwestycyjny	279,9	551,0	-49%	28%	51%
Zysk brutto	1320,8	1707,0	-23%	23%	72%
Zysk netto	535,5	700,0	-24%	-16%	37%

GetBack	kupuj			wyniki:	
Michał Konarski	33,38 PLN			2018-02-10	
(mln PLN)	4Q'17P	3Q'17	q/q	r/r	17P r/r
Przychody ogółem	229,0	200,0	15%	46%	85%
Fundusze własne	192,1	156,0	23%	33%	94%
Fundusze zewn.	12,4	44,4	-72%	-44%	-1%
Koszty ogółem	-96,4	-89,7	7%	44%	107%
EBITDA	132,7	110,3	20%	48%	69%
EBIT	125,3	102,9	22%	42%	64%
Zysk brutto	69,2	59,0	17%	-5%	14%
Zysk netto	79,9	69,6	15%	6%	31%

Kruk	kupuj			wyniki:	
Michał Konarski	300,94 PLN			2018-03-04	
(mln PLN)	4Q'17P	3Q'17	q/q	r/r	17P r/r
Przychody ogółem	237,2	259,5	-9%	-2%	33%
Zakupy wierzyt.	215,8	238,5	-10%	-3%	32%
Inkaso	14,6	14,4	2%	63%	85%
Koszty pośr. i bezp. marża pośrednia	114,9	109,6	5%	50%	42%
Zysk operacyjny	73,2	107,8	-32%	-42%	26%
Zysk brutto	51,8	77,8	-33%	-49%	23%
Zysk netto	15,0	74,3	-80%	-76%	23%

PCM	kupuj			wyniki:	
Michał Konarski	35,30 PLN			2018-03-27	
(mln PLN)	4Q'17P	3Q'17	q/q	r/r	17P r/r
Przych. z leasingu	36,0	35,8	0%	-2%	8%
Prowizje i opłaty	69,0	66,6	4%	14%	6%
Przych. odsetkowe	14,0	13,5	4%	19%	14%
Przych. ogółem	161,1	146,2	10%	7%	5%
Naprawy i serwis	59,2	56,8	4%	15%	5%
Koszty ogółem	151,0	135,5	11%	8%	4%
Remarketing	3,9	4,4	-9%	4%	2%
Zysk netto	8,2	8,3	-1%	-2%	13%

Skarbiec Holding	kupuj			wyniki:	
Michał Konarski	56,30 PLN			2018-02-15	
(mln PLN)	2Q'17/18P	1Q'17/18	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	24,1	23,1	4%	21%	47%
Wynagr. stałe	19,9	18,9	5%	18%	47%
Wynagr. zmienne	2,9	3,0	-3%	395%	46%
Koszty ogółem	-18,7	-17,3	8%	15%	50%
Koszty dystrybucji	-9,6	-9,3	4%	17%	48%
Koszty pracown.	-4,2	-4,2	1%	61%	55%
Zysk brutto	5,6	6,3	-12%	38%	41%
Zysk netto	4,5	5,1	-12%	37%	41%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Oczekujemy, że wyniki za 4Q'17 będą dotknięte przez czynniki sezonowe, takie jak wyższe koszty operacyjne (+12,5% Q/Q) czy saldo rezerw (5x).
- Grudzień jest pierwszym miesiącem konsolidacji zakupionego banku w Serbii.
- Oczekujemy wpływu bad-will'u na poziomie 10 mld HUF.
- Oczekujemy wzrostu wyniku prowizyjnego na poziomie +8% Q/Q, a odsetkowego na poziomie +4% Q/Q.

Słabsze wyniki PZU

- Spadek wyników Q/Q spowodowany będzie gorszym wynikiem lokacyjnym.

- Oczekujemy spadku wyniku netto o 24% Q/Q i 16% R/R
- Główną przyczyną słabszego wyniku w finalnym kwartale będzie wynik inwestycyjny, którego spadek szacujemy na 49% Q/Q (bez banków).
- Jednocześnie oczekujemy wzrostu składki przypisanej brutto w majątku oraz w życiu.
- Prognozujemy spadek odszkodowań o 13%, głównie po stronie majątku.
- Wyniki za 4Q powinny przełożyć się na dywidendę w wysokości 2,48 PLN/akcję (80% wypłaty).

- Wzrost wyniku netto o 15% Q/Q oraz 6% R/R.
- Wynik na funduszach własnych (+23% Q/Q) wsparty przez rewaluację (~30 mln PLN).
- Nadal słaby wynik na funduszach zewnętrznych szczególnie biorąc pod uwagę zakończenie działalności na dwóch funduszach.
- Sezonowo lekko wyższe koszty ogółem (+7% Q/Q).
- Nakłady na poziomie 2,3 mld PLN w całym 2017 roku.

- Wstępne wyniki roczne zostały podane i wynoszą około 300 mln PLN.
- W 4Q'17 grupa zaraportowała 210 mln PLN nakładów na nowe portfele (976 mln PLN w całym roku) oraz 375 mln PLN spłat (1 369 mln PLN w całym roku).
- Bardzo niski wynik netto w 4Q'17 spowodowany jest odpisami 3 portfeli we Włoszech (2 z 2016 roku jeden z przełomu 2016/17) oraz kosztami związanymi z restrukturyzacją podatkową.

- Wysoki wzrost floty w 4Q'17 na poziomie +1 475 Q/Q samochodów.
- Oczekujemy dalszego wzrostu przychodów prowizji (+4% Q/Q) oraz odsetkowych z leasingu finansowego (+4% Q/Q).
- Jednocześnie oczekujemy sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych (+11%) napędzanych przez koszty ogólnego zarządu (+9% Q/Q).
- Oczekujemy lekkiego spadku wyniku na remarketingu do poziomu 3,9 mln PLN.

- W 2Q obrotowym oczekujemy, że zysk Skarbcza wyniesie 4 mln PLN (-12% Q/Q).
- Wyniki wspierane będą przez success fee, które prognozujemy na poziomie 2,9 mln PLN.
- Opłata stała wzrośnie dzięki wzrostowi AUM w kwartale o 5%.
- Oczekujemy sezonowo wyższych kosztów (+8% Q/Q).

Chemia, paliwa

Wyróżniające się Ciech i Grupa Azoty

- W spółkach chemicznych w 4Q'17 pozytywnie będzie wyróżniał się Ciech i Grupa Azoty. W przypadku spółki nawozowej może to być ostatni tak dobry kwartał.

Ciech		kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		90,13 PLN		26-03-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	942,0	907,8	4%	3559,7	3%
EBITDA	230,3	221,7	4%	793,5	-10%
marża EBITDA	24,4%	24,4%		22,3%	
EBIT	170,3	162,1	5%	551,7	-16%
Zysk brutto	160,4	156,4	3%	493,0	-21%
Zysk netto	126,5	174,0	-27%	382,6	-36%

Grupa Azoty		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		73,42 PLN		2018-04-05	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	2754,8	2322,3	19%	9820,5	10%
EBITDA	324,2	179,8	80%	1239,3	23%
marża EBITDA	11,8%	7,7%		12,6%	
EBIT	179,7	47,0	282%	722,3	49%
Zysk brutto	135,4	43,3	213%	683,1	39%
Zysk netto	115,5	28,5	305%	518,1	51%

Polwax		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		18,80 PLN		05-04-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	78,3	86,9	-10%	283,5	-4%
EBITDA	4,3	7,1	-39%	27,0	-13%
EBIT	3,2	5,9	-47%	22,2	-16%
Dział. finansowa	0,0	0,0	-	-0,9	-
Zysk netto	2,6	4,8	-47%	17,2	-18%

Synthos		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		4,77 PLN		2018-03-22	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	1529,6	1436,0	7%	6920,6	46%
EBITDA	168,0	206,0	-18%	820,0	24%
marża EBITDA	11,0%	14,3%		11,8%	
EBIT	107,0	145,0	-26%	581	29%
Zysk brutto	71,3	98,0	-27%	504,3	51%
Zysk netto	76,5	89,0	-14%	415,5	50%

Lotos		redukuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		52,67 PLN		2018-03-07	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	6676,6	6366,1	5%	23841	14%
skor. EBITDA LIFO	760,3	858,8	-11%	3057,1	17%
efekt LIFO	213,2	85,9	-	186,6	-
EBITDA	979,5	1042,3	-6%	3124,8	7%
EBIT	777,3	734,6	6%	2283,2	23%
Dział. finansowa	110,1	-235,3	-	316,9	-
Zysk netto	594,5	303,5	96%	1781,6	75%

MOL		trzymaj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		3 152 HUF		2018-02-20	
(mld HUF)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	1028,2	990,3	4%	4058,9	13%
skor. EBITDA LIFO	144,3	139,6	3%	665,1	10%
efekt LIFO	24,4	16,1	-	13,9	-43%
EBITDA	168,7	149,1	13%	676,7	9%
EBIT	96,2	57,9	66%	388,8	26%
Dział. finansowa	1,1	-20,5	-	4,0	-
Zysk netto	74,1	43,5	71%	304,5	16%

PGNiG		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		7,65 PLN		14-03-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	1091,5	1014,6	8%	3580,7	8%
skor. EBITDA	2053,8	2098,0	-2%	7327,8	7%
EBITDA	1277,8	1705,0	-25%	6533,8	9%
EBIT	638,3	1047,0	-39%	3898,3	16%
Dział. finansowa	-48,9	-76,0	-	3,1	-
Zysk netto	442,1	722,0	-39%	2907,1	24%

Potencjał do zaskoczenia w PGNiG

- Wyniki w rafineriach pod wpływem słabszego makro (relatywnie najlepiej LTS), wspomagane efektem LIFO. Liczymy na pozytywne zaskoczenie w obrocie w PGNiG.

- W 4Q'17 Ciech korzystał na odbiciu cen sody w Azji oraz dobrym popycie na produkty ze strony klientów europejskich i azjatyckich.

- Spółka korzystała na dobrej przedsprzedaży w segmencie środków ochrony roślin oraz wyższych cenach w segmencie pianek.

- W efekcie oczekujemy, że Ciech w 4Q'17 zaraportuje drugi najwyższy w historii wynik EBITDA (230,3 mln PLN).

- W 4Q'17 Grupie Azoty sprzyjał wzrost cen nawozów saletrzanych, który miał miejsce w X i XI. Wyższe ceny na rynkach zagranicznych zmniejszyły konkurencję na rynku krajowym, co przełoży się na dobre wolumeny sprzedaży.

- 4Q'17 jest naszym zdaniem ostatnim kwartałem, kiedy baza wyników roku ubiegłego utrzymuje się na niskim poziomie. Naszym zdaniem od 1Q'18 spółce bardzo trudno będzie bić zeszłoroczne wyniki.

- Spółka podała już wstępne wyniki roczne i uwzględniają one -1,2 mln PLN odpisu na aktywa trwałe.

- Pogorszenie oczyszczonych rezultatów r/r to z jednej strony efekt słabszych przychodów (przy niższych cenach Polwax prawdopodobnie zdecydował się ograniczyć wolumeny), a z drugiej presji marżowej przy dużej podaży tańszych gaczy parafinowych z kierunku wschodniego.

- W wynikach za 4Q'17 powinno być widoczne wyraźne pogorszenie otoczenia w kauczukach syntetycznych oraz produktach styrenowych. Naszym zdaniem szczególnie dotkliwy wpływ na wyniki będzie miał spadek relacji butadienu do nafty.

- Liczymy na dwucyfrowy spadek wyników w ostatnim kwartale na każdym poziomie poza sprzedażą.

- W segmencie wydobywczym zakładamy 27% wzrost EBITDA q/q z uwagi na wyższe ceny ropy i gazu oraz wolumeny.

- W rafinerii pogorszenie warunków makro będzie odpowiedzialne za spadek EBITDA LIFO o 0,1 mld PLN r/r do 506 mln PLN.

- W detalu zakładamy lekki wzrost r/r na poziomie wyników skorygowanych (EBITDA 40 mln PLN).

- Saldo finansowe wsparte dodatnimi różnicami kursowymi.

- Na wydobyciu oczekujemy wzrostu q/q (skor. EBITDA 58,1 mld HUF vs. 49,1 mld HUF) - wyższe ceny ropy i gazu.

- W rafinerii spadek modelowych marż q/q powinien być skompensowany przez odwrócenie negatywnych zdarzeń jednorazowych rzędu 5 mld HUF i w efekcie EBITDA LIFO będzie porównywalna q/q (40,6 mld HUF).

- Kontynuacja pozytywnych tendencji w detalu (EBITDA +15% r/r) i słabsza petrochemia z uwagi na niższe marże modelowe (EBITDA 25 mld HUF).

- EBITDA będzie zainfekowana odpisami na -776 mln PLN netto, ale oczyszczone wyniki powinny być zbliżone r/r.

- W wydobyciu skor. EBITDA wyższa o 0,12 mld PLN głównie na wroście cen ropy i gazu.

- W obrocie skor. EBITDA 0,2 mld PLN (r/r słabszy wynik w detalu i brak oportunistycznych zysków na spocie), ale znacznie lepiej q/q (sezonowość, liberalizacja).

- W dystrybucji i ciepłe negatywny wpływ wolumenów.

Energetyka, surowce

Oczyszczone wyniki roczne bliskie konsensusu

- Odnosząc nasze prognozy na 4Q do rocznych oczekiwań konsensusu niewielkie odchylenia in plus dostrzegamy w przypadku CEZ i PGE.

CEZ Kamil Kliszcz	trzymaj 532,50 CZK			wyniki: 2018-03-20	
(mln CZK)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	57128	58636	-3%	203860	0%
skor. EBITDA	12542	14392	-13%	52628	-10%
EBITDA	12542	14392	-13%	54787	-6%
EBIT	4980	4516	10%	24410	-7%
Dział. finansowa	-1211	-3449	-	-1167	-83%
Zysk netto	3053	-161	-	19161	34%

Enea Kamil Kliszcz	akumuluj 12,98 PLN			wyniki: 2018-03-23	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	3052,5	2951,7	3%	11451	2%
skor. EBITDA	653,2	682,2	-4%	2695,3	7%
EBITDA	733,2	499,2	47%	2680,4	15%
EBIT	441,0	170,2	159%	1510,9	35%
Dział. finansowa	-20,8	1,0	-	-54,6	8%
Zysk netto	299,8	108,5	176%	1085,3	38%

Energa Kamil Kliszcz	kupuj 15,20 PLN			wyniki: 2018-03-15	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	2857,8	2808,0	2%	10575	4%
skor. EBITDA	515,1	499,0	3%	2099,1	3%
EBITDA	525,0	498,0	5%	2168,0	7%
EBIT	414,0	103,0	302%	1240,0	155%
Dział. finansowa	-72,0	-47,0	-	-204,0	-
Zysk netto	277,0	80,0	246%	829,0	-

PGE Kamil Kliszcz	akumuluj 13,30 PLN			wyniki: 2018-03-06	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	6799,5	7529,0	-10%	23493	-16%
skor. EBITDA	1708,1	1751,0	-2%	6595,1	8%
EBITDA	1608,1	2590,0	-38%	7714,1	5%
EBIT	21,1	1665,0	-	3836,1	9%
Dział. finansowa	-48,0	25,0	-	-239,0	0%
Zysk netto	-21,8	1366,0	-	2938,2	14%

Tauron Kamil Kliszcz	trzymaj 3,38 PLN			wyniki: 2018-03-13	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	4625,7	4522,7	2%	17497	-1%
skor. EBITDA	742,4	943,8	-21%	3471,6	3%
EBITDA	742,4	879,3	-16%	3619,6	8%
EBIT	303,9	278,6	9%	1883,7	-
Dział. finansowa	30,0	-139,3	-	-68,1	-
Zysk netto	270,5	93,2	-	1462,7	-

JSW Jakub Szkopek	kupuj 122,30 PLN			wyniki: 2018-03-22	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	2274,5	2167,7	5%	8959	33%
EBITDA skor.	733,6	551,8	33%	3642,4	245%
marża EBITDA	32,3%	25,5%	-	40,7%	-
EBIT skor.	523,8	355,3	47%	2817,2	-
Zysk netto skor.	460,9	94,3	389%	2165,3	-

KGHM Jakub Szkopek	akumuluj 128,62 PLN			wyniki: 15-03-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	5234,5	6015,0	-13%	19722	3%
EBITDA skor.	1370,8	1515,0	-10%	5648,9	21%
marża EBITDA	26,2%	25,2%	-	28,6%	-
EBIT skor.	938,8	1172,0	-20%	3979,8	56%
Zysk netto skor.	764,0	548,0	39%	3065,6	150%

- Spółki surowcowe w 4Q'17 korzystają z wyraźnie wyższych r/r cen metali i węgla. Negatywnie w przypadku KGHM wpływa Huty Głogów przez okres 1 miesiąca.

- Ujemna dynamika na skor. EBITDA będzie zbliżona do tej notowanej w poprzednich kwartałach 2017 roku.
- Słabiej r/r wypadnie segment wytwarzania konw. (3 mld CZK) z uwagi na niższe ceny, które częściowo skompensuje wyższa produkcja w elektrowniach atomowych.
- Oczekujemy utrzymania presji na marże w obrocie (EBITDA -28% r/r) i zbliżonych wyników w dystrybucji oraz segmencie OZE.

- EBITDA będzie wzmocniona przez rozwiązanie rezerw w Bogdanie na 110 mln PLN (skor. wynik kopalni -8% r/r).
- Skor. EBITDA powinna być nieznacznie niższa r/r, głównie z uwagi na przestoje remontowe w wytwarzaniu (wynik EBITDA 20 mln PLN niższy r/r mimo konsolidacji Engie).
- W dystrybucji nieznaczny wzrost (+4%) w związku z wolumenami, ale obrót słabszy o 9 mln PLN r/r (zakładamy rezerwy na spoty zbliżone do poprzednich okresów).

- Spółka podała już wstępne dane EBITDA za 4Q, a prognozy EBIT uwzględniają odwrócenie odpisów na 138 mln PLN.
- Mocny wynik w wytwarzaniu (+16%) z uwagi na wyższe wolumeny w OZE i wzrost cen certyfikatów.
- W dystrybucji oczyszczona EBITDA porównywalna r/r, raportowana wzmocniona rozwiązaniem 16 mln PLN rezerw.
- W obrocie skor. EBITDA zbliżona do poprzednich kwartałów.
- Odwrócenie zysku z kupna PXM zneutralizowane rezerwami.

- EBIT uwzględnia odpisy na 807 mln PLN, zakładamy też -100 mln PLN rezerwy rekultywacyjnej (efekt stopy proc.).
- Skor. EBITDA w wytwarzaniu porównywalna r/r (880 mln PLN), mimo konsolidacji EDF od listopada z uwagi na niższe wolumeny w węglu brunatnym, wyższe koszty paliwa.
- W OZE poprawa r/r na wolumenach (123 mln PLN), podobnie w dystrybucji (556 mln PLN), w obrocie nieznaczny spadek (167 mln PLN)- wyższe koszty kolorów.

- 4Q'16 obciążony przez szereg zdarzeń jednorazowych, skorygowana EBITDA będzie wyraźnie niższa r/r.
- Największe odchylenie w wydobywaniu (EBITDA bliska zera czyli ubytek 75 mln PLN z uwagi na wolumeny i koszty).
- W wytwarzaniu EBITDA 72 mln PLN vs 162 mln PLN rok wcześniej - spadek wynika z niższego CDS i ciepła.
- W dystrybucji i obrocie zakładamy nieznaczny spadek r/r
- Saldo finansowe wzmocnione przez 100 mln różnic fx.

- W 4Q'17 oczekujemy, że JSW zmniejszy dyskonto cen sprzedaży węgla koksowego w stosunku do cen światowych. W rezultacie ceny sprzedaży węgla koksowego w PLN wzrosną o 100% r/r, węgla energetycznego +19% r/r.
- Negatywnie na wyniki wpływać będzie 200 mln PLN nagrody rocznej przyznanej pracownikom za 2017 rok.

- W 4Q'17 zakładamy, że produkcja miedzi spadnie o 10% r/r (153 tys. ton). Negatywny wpływ na wyniki będzie miał miesięczny przestój Huty Głogów. Dodatkowo szacujemy, że zadłużenie wzrośnie q/q o 650 mln PLN do 7,5 mld PLN (1,6xEBITDA'12m). Wszystko w efekcie nagromadzonych zapasów rudy. W wynikach nie uwzględniamy potencjalnych odpisów wartości aktywów zagranicznych.

Telekomunikacja, media, IT

Netia Paweł Szpigiel	redukuje			wyniki:	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	356,1	371,6	-4%	1438,0	-6%
EBITDA	93,6	101,5	-8%	385,3	-10%
marża EBITDA	26,3%	27,3%	-	26,8%	-
EBIT	15,9	6,9	129%	72,9	190%
Zysk brutto	15,9	5,7	179%	68,3	283%
Zysk netto	12,9	2,3	467%	54,4	67%

Orange Polska Paweł Szpigiel	kupuje			wyniki:	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	2861,2	2981,0	-4%	11366	-1%
EBITDA	479,0	640,0	-25%	2877,0	-9%
marża EBITDA	16,7%	21,5%	-	25,3%	-
EBIT	-164,0	-1848,0	-	304,6	-
Zysk brutto	-232,3	-226,2	-	-7,9	-
Zysk netto	-188,2	-1898,0	-	-7,1	-

Play Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	1733,2	1620,2	7%	6663,5	9%
EBITDA	562,4	523,2	7%	1902,7	-1%
marża EBITDA	32,5%	32,3%	-	28,6%	-
EBIT	378,0	360,8	5%	1124,7	-13%
Zysk brutto	281,9	194,1	45%	645,8	-30%
Zysk netto	205,8	149,5	38%	450,2	-37%

Agora Paweł Szpigiel	kupuje			wyniki:	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	329,5	340,4	-3%	1164,6	-3%
EBITDA	-42,6	36,4	-	30,5	-73%
marża EBITDA	-12,9%	10,7%	-	2,6%	-
EBIT	-66,5	12,9	-	-65,3	-
Zysk brutto	-57,7	3,6	-	-52,9	-
Zysk netto	-49,1	-1,0	-	-57,8	-

Cyfrowy Polsat Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	2573,1	2535,1	1%	9822,5	1%
EBITDA	877,4	902,3	-3%	3621,7	-1%
marża EBITDA	34,1%	35,6%	-	36,9%	-
EBIT	877,4	902,3	-3%	1844,3	10%
Zysk brutto	338,2	240,7	41%	1318,8	28%
Zysk netto	281,9	349,9	-19%	1061,9	23%

Wirtualna Polska Paweł Szpigiel	akumuluje			wyniki:	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	134,3	123,0	9%	462,3	11%
EBITDA	38,6	38,1	1%	128,2	4%
marża EBITDA	28,7%	31,0%	-	27,7%	-
EBIT	26,0	26,8	-3%	78,3	-3%
Zysk brutto	13,9	-24,9	-	53,4	247%
Zysk netto	9,6	23,4	-59%	41,2	-24%

Ailleron Paweł Szpigiel	równoważ			wyniki:	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	38,9	34,7	12%	101,5	14%
EBITDA	7,2	5,6	29%	16,7	13%
marża EBITDA	18,6%	16,1%	-	16,4%	-
EBIT	5,4	3,9	39%	9,5	17%
Zysk brutto	5,3	4,0	32%	9,0	11%
Zysk netto	5,3	4,4	21%	8,9	17%

- Wzrost obrotów na usługach hurtowych oraz pozostałych usługach (dwie grupy to blisko 25% całych przychodów).
- Dalszy spadek kosztów bez amortyzacji (268 mln PLN vs. 276 mln PLN rok wcześniej), głównie przez oszczędności na kosztach utrzymania sieci.
- Wynagrodzenia wyższe r/r o prawie 15% przez insourcing.
- Wynik EBITDA tylko 5% niższy r/r.

- Słabe KPIs przez zmianę struktury ofert (likwidacja najtańszych taryf) oraz przeksięgowanie części użytkowników z postpaid do prepaid.
- Stabilizacja obrotów z usług stacjonarnych dzięki powodzeniu oferty konwergentnej *Orange Love*.
- Skorygowana EBITDA = 659 mln PLN, +2,9%, pomimo dalszego negatywnego wpływu roamingu.
- Wpływ umowy społecznej na lata 2018-19 na zysk netto.

- Spadek marży na sprzęcie do 20,0% vs. 21,7% w 4Q'16.
- W dodatku wprowadzenie RLAH przełoży się na spadek marży kontrybucyjnej do 45,7% vs. 47,6% w 4Q'16.
- Spadek kosztów G&A głównie z powodu braku kosztów doradztwa akcjonariuszy.
- Skorygowana EBITDA na poziomie 569,4 mln PLN (tylko +1,6% R/R vs. +17,2% R/R w 9M'17).
- FCFE rządu ok. 301 mln PLN (-26% R/R).

- Korygując wyniki o odpisy wartości aktywów (założyliśmy 80 mln PLN) wynik EBITDA = 37,4 mln PLN (+2,9% R/R).
- Spadek obrotów głównie w segmencie Prasa i Druk.
- Udany kwartał w Radiu (+20,7% na linii EBITDA R/R).
- Spadki wyników w segmencie Internet niższe niż w poprzednich kwartałach (-11,5% R/R w 4Q'17 vs. -29,2% w 9M'17 R/R).

- Spadek przychodów od klientów indywidualnych (-3,4% R/R, 84 mln PLN nominalnie), nadrobiony przez wzrosty przychodów hurtowych (+10,1%, 69 mln PLN nominalnie)
- Negatywny wpływ roamingu.
- Wzrost kosztów dystrybucji i marketingu o 6% R/R.
- EBITDA na poziomie 877 mln PLN, -2,8% R/R.

- Wzrost przychodów gotówkowych ze sprzedaży o 13% r/r (125 mln PLN vs. 111 mln PLN w 4Q'16).
- Wzrost przychodów zwłaszcza w wykazującym niższą rentowność e-commerce (Domodi + Allani).
- Zakładamy stratę rządu 2,0 mln PLN projekcie TV.
- EBITDA skorygowana (w tym o koszty projektu TV) na poziomie 43,2 mln PLN, tj. wyższa r/r o 9%.

- Powrót do wzrostów wyników po dość słabym 9M'17 (EBITDA zaledwie +3% R/R).
- Dalsze poprawa marży ze sprzedaży do 33,6% vs. 32,6% w 4Q'16, w wyniku dobrej sprzedaży rozwiązań LiveBank.
- Wzrost kosztów SG&A do poziomu 7,6 mln PLN, tj. o 2,6% R/R.

Asseco Poland		redukuje			wyniki:	
Paweł Szpigiel		44,00 PLN			2018-03-19	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	2320,9	2259,1	3%	7724,4	-3%	
EBITDA	291,9	283,0	3%	933,2	-13%	
marża EBITDA	12,6%	12,5%	-	12,1%	0,0%	
EBIT	217,5	202,9	7%	643,9	-16%	
Zysk brutto	277,5	196,8	41%	928,3	29%	
Zysk netto	157,2	76,6	105%	595,9	98%	

Asseco BS		równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel		2018-03-06			2018-03-06	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	68,9	46,2	49%	213,0	26%	
EBITDA	23,0	17,2	33%	73,9	18%	
marża EBITDA	33,3%	37,2%	-	34,7%	-	
EBIT	18,8	14,5	30%	60,1	17%	
Zysk brutto	18,2	14,6	24%	59,4	13%	
Zysk netto	14,7	12,0	23%	47,9	13%	

Asseco SEE		przeważają			wyniki:	
Paweł Szpigiel		2018-02-19			2018-02-19	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	163,6	179,4	-9%	574,3	1%	
EBITDA	31,8	30,3	5%	105,4	12%	
marża EBITDA	19,4%	16,9%	-	18,4%	-	
EBIT	21,3	20,3	5%	65,3	15%	
Zysk brutto	21,3	24,4	-13%	66,1	8%	
Zysk netto	17,0	20,3	-16%	53,6	4%	

Atende		przeważają			wyniki:	
Paweł Szpigiel		2018-03-27			2018-03-27	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	89,9	74,0	21%	237,3	12%	
EBITDA	18,6	10,1	84%	23,4	11%	
marża EBITDA	20,7%	13,7%	-	9,9%	-	
EBIT	17,1	8,2	107%	17,0	16%	
Zysk brutto	16,5	8,0	108%	16,1	22%	
Zysk netto	12,4	6,4	95%	11,5	9%	

Comarch		trzymają			wyniki:	
Paweł Szpigiel		180,00 PLN			01-03-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	348,8	370,8	-6%	1100,4	-1%	
EBITDA	63,7	83,7	-24%	113,1	-36%	
marża EBITDA	18,3%	22,6%	-	10,3%	-	
EBIT	49,2	68,1	-28%	52,0	-54%	
Zysk brutto	54,2	61,2	-11%	74,8	-28%	
Zysk netto	41,7	50,0	-17%	48,9	-30%	

Wasko		przeważają			wyniki:	
Paweł Szpigiel		2018-02-28			2018-02-28	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	72,7	69,9	4%	234,6	12%	
EBITDA	6,1	6,0	2%	20,6	44%	
marża EBITDA	8,5%	8,6%	-	8,8%	-	
EBIT	2,8	2,4	17%	7,3	-	
Zysk brutto	3,0	2,6	17%	8,3	337%	
Zysk netto	2,3	2,3	4%	5,7	958%	

CD Projekt		sprzedają			wyniki:	
Piotr Bogusz		90,00 PLN			2018-03-22	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	133,3	164,1	-19%	583,9	22%	
EBITDA	54,4	95,9	-43%	307,9	27%	
marża EBITDA	40,8%	58,5%	-	52,7%	-	
EBIT	53,1	95,7	-44%	303,6	28%	
Zysk brutto	53,4	98,5	-46%	311,9	29%	
Zysk netto	43,1	79,3	-46%	250,5	28%	

- Pozytywny wpływ przeszacowania udziałów w Formula Systems w wyniku odzyskania kontroli = 80 mln PLN.
- Po oczyszczeniu, zysk netto rządu 77,2 mln PLN jest stabilny R/R - poprawa vs. poprzednie kwartały.
- Spadek zysku netto spółki matki o 18,4 mln PLN R/R (matka generuje ciągle ok. 40% wyniku netto dla akcjonariuszy jedn. dominującej).

- Wysoka dynamika wyników to efekt tylko konsolidacji przejętego w 2017 r. Macrologic.
- Organiczny wzrost wyników na poziomie ok. +2% (na linii EBITDA) - brak istotnych wzrostów na przychodach.
- W wyniku konsolidacji Macrologic spadek rentowności wyniku EBITDA/ netto o 3,9 p.p./ 4,5 p.p.

- Zdarzenie jednorazowe w 4Q'16 na 4,1 mln PLN, po oczyszczeniu zysk netto + 5% R/R.
- Pomimo deprecjacji EUR vs. PLN wzrosty wyników.
- Istotna poprawa marży brutto ze sprzedaży o 3,8 p.p. R/R.
- Koszty SG&A wyższe R/R o 8%.

- Bardzo wysoka dynamika wyników.
- Rekordowe wyniki spółki matki (zysk netto rządu 10 mln PLN), spodziewamy się pierwszych efektów wygranego w 2017 r. kontaktu z Resortowego Centrum Zarządzania Sieciami za 61,3 mln PLN.
- Kontynuacja dobrych wyników spółek córek.
- Poprawa rentowności EBITDA (marża 20,7% vs. 13,7% rok wcześniej).

- Przychody 6% niższe R/R (powody: słaba kontraktacja publiczna, deprecjacja EUR vs. PLN o 3,7%, wysoka baza w TMT z 4Q'16).
- Marża brutto ze sprzedaży na poziomie 36,5% vs. 39,5% rok wcześniej.
- Stabilne R/R koszty SG&A.
- Istotne spadki zysku EBITDA/EBIT/ netto o 24%/28%/17% R/R.

- Wzrost przychodów ze sprzedaży o 4% R/R, przy jednoczesnym utrzymaniu marży brutto ze sprzedaży na poziomie 22,4%.
- Wzrost kosztów SG&A o ponad 18% R/R.
- Stabilne wyniki R/R.

- Szacujemy spadek sprzedaży o 19% r/r do 134 mln PLN ze względu na coraz niższą sprzedaż W3 oraz negatywny wpływ deprecjacji USDPLN o 15% r/r w 4Q'17.
- Szacujemy koszty SG&A na poziomie 38 mln PLN w 4Q'17 vs. 40 mln PLN w 4Q'16 (utrzymanie wysokiego poziomu ze względu na wysokie koszty marketingu gry Gwint).
- Szacowany wysoki spadek wyniku jest efektem zakładanego zmniejszenia sprzedaży spółki.

Przemysł

Alumetal		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					2018-04-05	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	397,3	316,9	25%	1482,5	17%	
EBITDA	26,2	25,2	4%	96,1	-17%	
marża EBITDA	6,6%	8,0%		6,5%		
EBIT	19,1	18,3	5%	68,3	-26%	
Zysk netto	17,1	16,1	6%	63,4	-30%	

Amica		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					2018-03-01	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	721,0	669,7	8%	2616,7	6%	
EBITDA	47,4	51,3	-8%	190,2	-6%	
marża EBITDA	6,6%	7,7%		7,3%		
EBIT	35,0	39,8	-12%	141,9	-9%	
Zysk netto	24,9	27,8	-11%	143,8	28%	

Aparator		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					2018-02-28	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	259,0	242,0	7%	934,7	7%	
EBITDA	32,6	33,9	-4%	124,2	12%	
marża EBITDA	12,6%	14,0%		13,3%		
EBIT	23,8	25,2	-5%	86,5	14%	
Zysk netto	17,7	27,6	-36%	63,0	1%	

Boryszew		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					2018-03-30	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	1557,8	1411,1	10%	6250,8	12%	
EBITDA	80,3	48,6	65%	473,4	24%	
marża EBITDA	5,2%	3,4%		7,6%		
EBIT	45,8	15,1	203%	338,0	31%	
Zysk netto	27,8	9,0	208%	213,1	57%	

Elemental		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					27-04-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	355,0	300,8	18%	1375,6	36%	
EBITDA	20,4	16,6	23%	70,2	-2%	
marża EBITDA	5,7%	5,5%		5,1%		
EBIT	17,9	14,2	26%	61,0	-2%	
Zysk netto	13,3	9,0	48%	37,2	-27%	

Ergis		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					20-04-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	175,8	165,7	6%	750,5	8%	
EBITDA	7,7	10,9	-30%	56,6	-5%	
marża EBITDA	4,4%	6,6%		7,5%		
EBIT	1,6	5,0	-68%	32,9	-7%	
Zysk netto	0,1	1,3	-92%	20,5	-14%	

Famur		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		7,29 PLN			27-04-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	421,1	304,8	38%	1387,5	35%	
EBITDA	83,2	62,0	34%	280,6	18%	
marża EBITDA	19,7%	20,4%	-	27,0%		
EBIT	28,2	32,2	-13%	107,0	-6%	
Zysk netto	12,9	26,3	-51%	73,7	-22%	

Forte		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					2018-03-20	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	291,1	304,8	-5%	1095,1	0%	
EBITDA	25,2	46,7	-46%	125,4	-25%	
marża EBITDA	8,6%	15,3%		11,5%		
EBIT	19,0	40,8	-53%	99,6	-31%	
Zysk netto	9,7	28,1	-65%	66,6	-40%	

- W 4Q'17 oczekujemy 15% r/r wzrostu wolumenu sprzedaży do 45,6 tys. ton.
- Zakładamy wyższy q/q realizowany poziom wartości EBITDA generowany na każdej tonie sprzedanych stopów aluminiowych do 3Q'17.
- Wyniki mogą naszym zdaniem pozytywnie zaskoczyć inwestorów.

- W 4Q'17 Amica powinna zacząć odzyskiwać udziały rynkowe w Polsce i Rosji.
- Oczekujemy nieco wyższej dynamiki wzrostu obrotów, niż miało to miejsce w 3Q'17. Mimo zanotowanego ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej w 4Q'16 (-6,3 mln PLN), naszym zdaniem Spółka zanotuje jednocyfrowy spadek EBITDA w 4Q'17.

- W 4Q'17 zakładamy, że zdarzenia jednorazowe obciążą wyniki w kwocie 10,5 mln PLN i będą związane głównie z odpisem prac rozwojowych w spółkach Aparator Elkotech i Aparator Telemetry oraz aktualizacji wartości zapasów.
- Przy wynikach mogą się pojawić większe odpisy związane ze spółkami Elkotech i Retech.

- W 4Q'17 głównym negatywnym czynnikiem mającym wpływ na wyniki będzie miało utworzenie rezerwy na 29 mln PLN w spółce zależnej Silesia ze względu na zaległości z tytułu VAT, jakie Urząd Skarbowy naliczył za 2012 rok. Oczyszczony wynik operacyjny powinny zachować wzrostowy trend z wcześniejszych kwartałów.

- W 4Q'17 oczekujemy wyraźnej poprawy wyniku EBITDA w segmentach obrotu metalami (+24% r/r) oraz PCB (+58% r/r). Porównywalne r/r rezultaty powinny mieć natomiast miejsce w segmentach WEEE oraz SAC.
- Według nas wyniki 4Q'17 powinny zatrzymać spadkową tendencję obserwowaną w 2Q'17 oraz 3Q'17.

- Zarząd przy okazji publikowanych szacunkowych wyników zwraca uwagę wzrost wynagrodzeń. Dodatkowo negatywnie na wysokość osiągniętej marży w 4Q'17 wpływ miała sytuacja surowcowa, szczególnie wysokie ceny PVC, miękczaczy oraz płatków PET. Negatywnie również na prezentowane wyniki wpłynęły rezultaty sprzedaży twardej folii i laminatów do pakowania żywności.

- W 4Q'17 oczekujemy silnego pod względem generowanych obrotów kwartału w segmentach Underground (+36% r/r) i Surface (+43% r/r). Wyższe obroty, to efekt przede wszystkim akwizycji Kopex oraz zdobywanych nowych kontraktów. Powtarzalna wartość EBITDA naszym zdaniem wzrośnie do ponad 80 mln PLN. Spółka jednak może zawiązać rezerwy na poczet konsolidacji Grupy.

- Zarząd oczekuje, że w 4Q'17 wartość EBIT wyniosła 19 mln PLN, a przychody 291 mln PLN.
- Według naszych szacunków dług netto na koniec roku może wynieść 496 mln PLN, co oznaczałoby, że wskaźnik dług netto do EBITDA za 2017 roku wyniósłby 4,0x.

Impexmetal					
Jakub Szkopek					
wyniki:					
2018-03-15					
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	837,4	677,0	24%	3382,4	19%
EBITDA	29,5	45,7	-36%	230,7	0%
marża EBITDA	3,5%	6,8%		6,8%	
EBIT	10,1	32,8	-69%	166,4	-6%
Zysk netto	5,2	21,4	-76%	120,9	-7%

Kernel					
Jakub Szkopek					
wyniki:					
2018-02-28					
(mln USD)	2Q'18P	2Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	459,7	659,3	-30%	2533,1	39%
EBITDA	71,2	129,8	-45%	234,4	50%
marża EBITDA	15,5%	19,7%		15,0%	
EBIT	51,0	116,1	-56%	181,6	42%
Zysk netto	27,4	100,1	-73%	113,1	40%

Grupa Kęty					
Jakub Szkopek					
wyniki:					
2018-03-16					
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	640,7	550,3	16%	2632,5	16%
EBITDA	93,0	83,8	11%	432,1	10%
marża EBITDA	14,5%	15,2%		16,0%	
EBIT	61,1	50,2	22%	311,0	10%
Zysk netto	45,6	47,9	-5%	252,7	-9%

Kruszwica					
Jakub Szkopek					
wyniki:					
2018-03-29					
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	684,1	749,3	-9%	2461,1	2%
EBITDA	57,5	97,2	-41%	102,6	-32%
marża EBITDA	8,4%	13,0%		4,2%	
EBIT	50,2	90,0	-44%	73,9	-40%
Zysk netto	40,6	79,1	-49%	59,7	-45%

Mangata					
Jakub Szkopek					
wyniki:					
17-04-2018					
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	168,8	131,8	28%	633,5	12%
EBITDA	20,6	13,2	55%	87,8	10%
marża EBITDA	12,2%	10,0%		13,9%	
EBIT	13,5	7,2	87%	60,9	8%
Zysk netto	10,4	5,1	105%	45,2	1%

Pfleiderer Group					
Jakub Szkopek					
wyniki:					
2018-04-26					
(mln EUR)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	252,1	233,8	8%	1003,0	8%
EBITDA	27,5	32,6	-16%	114,2	5%
marża EBITDA	10,9%	13,9%		11,4%	
EBIT	8,2	14,1	-42%	39,7	6%
Zysk netto	6,2	-1,8	-	17,2	17%

Pozbud					
Jakub Szkopek					
wyniki:					
2018-04-06					
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	39,4	43,8	-10%	133,5	-20%
EBITDA	3,5	1,9	77%	15,3	6%
marża EBITDA	8,8%	0,0%		11,4%	
EBIT	2,3	0,8	193%	10,8	10%
Zysk netto	1,3	0,7	91%	6,9	6%

Stelmet					
Jakub Szkopek					
wyniki:					
2018-02-28					
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	64,7	66,9	-3%	592,0	11%
EBITDA	0,6	-0,9	-	84,3	1%
marża EBITDA	0,9%	-1,3%		14,0%	
EBIT	-10,4	-8,5	-	45,7	-
Zysk netto	-2,5	-15,1	-	41,8	-

Tarczyński					
Jakub Szkopek					
wyniki:					
2018-04-27					
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	183,1	183,4	0%	727,6	12%
EBITDA	12,5	9,7	30%	57,2	26%
marża EBITDA	6,9%	5,3%		7,9%	
EBIT	5,4	3,0	79%	21,4	9%
Zysk netto	3,0	0,5	547%	17,0	73%

■ W 4Q'17 głównym negatywnym czynnikiem mającym wpływ na wyniki będzie miało utworzenie rezerwy na 29 mln PLN w spółce zależnej Silesia ze względu na zaległości z tytułu VAT, jakie Urząd Skarbowy naliczył za 2012 rok. Oczyszczone wyniki operacyjne powinny zachować wzrostowy trend z wcześniejszych kwartałów.

■ W 2Q'18 sprzedaż oleju luzem spadła o 22% r/r, a oleju butelkowanego o 26% r/r. Sprzedaż zbóż była o 23% r/r niższa. Dane wolumenowe za 2Q'18 implikują, że przychody ze sprzedaży wyniosą 459,7 mln USD (-30% r/r), EBITDA 71,2 mln USD (-45% r/r), a zysk netto 26,0 mln USD (-73% r/r).

■ Według wstępnych szacunków Zarządu w 4Q'17 sprzedaż Grupy wyniosła 650 mln PLN, EBITDA i zysk netto 46 mln PLN. W efekcie dynamika sprzedaży i EBITDA w ostatnim kwartale była na wyższym poziomie niż w poprzednich kwartałach (sprzedaż +13%, -17,5% r/r; EBITDA +8,9%, -9,7% r/r).

■ W 4Q'17 szacujemy, że sprzedaż wyniesie 301 tys. ton i będzie o 5% r/r wyższa.

■ Spółka w 4Q'17 powinna skorzystać na około 20% r/r wyższych zbiorach rzepaku w 2017 roku.

■ Warto zauważyć, że w wynikach za 4Q'16 jest zdarzenie jednorazowe na +50 mln PLN.

■ W 4Q'17 oczekujemy wzrostu wyników finansowych, co związane jest z niską bazą roku ubiegłego.

■ Wyniki naszym zdaniem mogą być porównywalne do 3Q'17.

■ W 4Q'17 zakładamy, że Pfeiderer zawiąże rezerwę na poczet kary UOKIK na kwotę 38,7 mln PLN (9,5 mln EUR).

■ Naszym zdaniem wynik EBITDA oczyszczony o zdarzenia jednorazowe w 4Q'17 spadnie o 6,2% r/r, a wynik netto wzrośnie o 129% r/r.

■ W 4Q'17 oczekujemy około 10% wzrostu obrotów w stolarce otworowej, 25% spadku w usługach budowlanych oraz 20% spadku w podłogach.

■ Mimo niższych r/r obrotów zakładamy, że Grupie uda się poprawić wyniki względem 4Q'16 oraz 3Q'17.

■ W 1Q'18 oczekujemy 23% r/r wzrostu wolumenu sprzedaży (niska baza) DAO (do poziomu 16,5 tys. m³) oraz pelletu o 10% r/r (do 32,8 tys. t). W prognozie zakładamy, że spółka zaksięguje 8,4 mln PLN dodatknych różnic kursowych w związku z umocnieniem PLN do EUR i GBP.

■ 4Q'17 oczekujemy 1% ujemnej dynamiki wzrostu wolumenu (-1% r/r; do 9,35 tys. ton), z uwagi na ograniczenie ilości mniej rentownych indeksów w portfelu produktowym. Zakładamy, że wartość przychodu na tonę wzrośnie o 1,5% r/r. W efekcie restrukturyzacji poczynionej w 3Q'17 oczekujemy dynamicznego wzrostu wyników w ostatnim kwartale 2017 roku.

Budownictwo

Mieszane wyniki sektora

- W 4Q w 4 na 10 analizowanych przez nas spółek budowlanych spodziewamy się poprawy wyników r/r. Zagregowana dynamika EBITDA pozostanie ujemna: -22% (-4% nie licząc Budimeksu). Oczekiwany spadek EBITDA w mniejszych spółkach jest niższy niż w minionych kwartałach. Duży spadek w Budimeksie to efekt bazy.

Budimex		kupuj			wyniki:	
Piotr Zybala		246,00 PLN			2018-02-27	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	1614,0	1453,3	11%	6167,4	11%	
Zysk brutto ze sprz.	204,7	255,8	-20%	786,6	5%	
EBITDA	149,6	203,2	-26%	602,6	13%	
EBIT	141,2	196,1	-28%	567,5	12%	
marża	8,7%	13,5%		9,2%		
Zysk brutto	139,6	197,9	-29%	560,1	10%	
Zysk netto	113,0	158,8	-29%	450,0	10%	

Elektrobudowa		kupuj			wyniki:	
Piotr Zybala		113,00 PLN			2018-03-20	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	245,8	191,6	28%	853,4	-12%	
Zysk brutto ze sprz.	22,5	24,5	-8%	81,9	-17%	
EBITDA	19,3	22,3	-14%	66,5	-12%	
EBIT	15,8	18,8	-16%	52,2	-15%	
marża	6,4%	9,8%		6,1%		
Zysk brutto	17,0	18,9	-10%	56,1	-18%	
Zysk netto	13,3	15,0	-11%	43,4	-21%	

Erbud		kupuj			wyniki:	
Piotr Zybala		29,80 PLN			2018-03-27	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	540,0	550,1	-2%	1822,2	2%	
Zysk brutto ze sprz.	38,1	42,6	-11%	130,1	0%	
EBITDA	18,8	3,7	401%	51,5	-9%	
EBIT	16,1	1,2	-	41,1	-10%	
marża	3,0%	0,2%		2,3%		
Zysk brutto	14,3	1,2	-	33,7	274%	
Zysk netto	11,2	5,7	97%	26,1	-	

Unibep		kupuj			wyniki:	
Piotr Zybala		10,80 PLN			2018-03-14	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	505,3	430,9	17%	1576,3	26%	
Zysk brutto ze sprz.	34,6	30,0	16%	82,8	-1%	
EBITDA	9,5	6,2	52%	36,0	-14%	
EBIT	7,1	4,0	78%	26,2	-21%	
marża	1,4%	0,9%		1,7%		
Zysk brutto	6,0	12,4	-52%	34,6	-16%	
Zysk netto	3,1	9,6	-68%	26,4	-16%	

Deweloperzy

Najmocniejszy kwartał roku

- W 4Q deweloperzy mieszkaniowi rozliczyli w wynikach łącznie 44% więcej mieszkań r/r. Wzrost przekazał przełoży się na 40% wzrost ZN w 10 pokrywanych przez nas spółkach mieszkaniowych.
- Największej dodatniej dynamiki spodziewamy się w Atalu, i2 Development (+215% r/r), Lokum (+62% r/r), Dom Development (+37% r/r).

Atal		akumuluj			wyniki:	
Piotr Zybala		49,20 PLN			2018-03-19	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	226,7	56,4	302%	873,8	72%	
Zysk brutto ze sprz.	68,4	12,9	430%	256,7	88%	
marża	30,2%	22,9%		29,4%		
EBIT	60,9	8,1	-	232,2	102%	
Zysk brutto	57,9	3,5	-	224,8	106%	
Zysk netto	46,2	3,0	-	178,9	100%	

- Najwyższej dynamiki r/r oczekujemy w Elektrotimie (ZN=6 mln PLN, +118% r/r), Erbudzie (ZN:=11 mln PLN, +97% r/r) i Trakcji (20 mln PLN, +140% r/r, w tym pozytywny one-off na +13 mln PLN brutto).
- Szacujemy stratę 2 mln PLN w Torpolu i 3 mln PLN w Herkulesie w następstwie negatywnych one-offów, o których spółki raportowały w grudniu.

- Brak raportu bieżącego nt. wyników 4Q oznacza, że ZN spółki zawierał się w przedziale +/-30% r/r. Tym samym ZN za 4Q powinien przekraczać 111 mln PLN.
- Oczekujemy 13-procentowego wzrostu przychodów w 4Q oraz I marży segmentu budowlanego w wysokości ok. 11,5%.
- Oczekujemy rekordowego w historii spółki portfela zamówień 9,5-10,0 mln PLN.

- Spodziewamy się istotnego wzrostu przychodów (+28% r/r) z uwagi na niską bazę rok wcześniej.
- Prognozujemy utrzymanie wysokiej I marży na poziomie porównywalnym z 9M'17.
- Wciąż obowiązująca prognoza Zarządu na 2017 jest o 15% wyższa od naszych szacunków. Jej realizacja byłaby jednak pozytywnym zaskoczeniem biorąc pod uwagę obecne otoczenie rynkowe.

- W ostatnim kwartale roku spodziewamy się realizacji 43% całorocznego ZN.
- Z uwagi na niską bazę ubiegłego roku, Erbud zaprezentuje jedną z większych dynamik wyników w sektorze.
- W związku z niższą liczbą podpisanych kontraktów spodziewamy się spadku portfela zamówień do około 1,9 mld PLN (-5% r/r).

- Wyniki Unibepu za 4Q'17 są obciążone jednorazową stratą związaną z przegraną sprawą sądową na rynku norweskim.
- Szacujemy, że większość wyniku wygenerował w 4Q segment deweloperski, wsparty wynikami segmentu modułowego.
- Na działalności budowlanej spodziewamy się straty, głównie z uwagi na ujemną rentowność kontraktów drogowych.

- W spółkach komercyjnych spodziewamy się dobrych wyników w GTC, choć ze względu na wysoką bazę niższych r/r. Wysoką dynamikę zysku r/r zaprezentuje Echo.
- W Capital Park i LC Corp znaczący negatywny wpływ ujemnych różnic kursowych na wyniki 4Q.

- Szacujemy, że w 2017 r. Atal przekazał ok. 2300 lokali vs. prognoza Zarządu 2500-2700 mieszkań.
- Niższa liczba przekazania nie powinna przeszkodzić w realizacji prognozy ZN, wynoszącej 175-190 mln PLN.
- W samym 4Q'17 liczymy na bardzo dobrą marżę ok. 30%, na ok. 600 przekazanych mieszkaniach i w konsekwencji wysoką dynamikę wyników r/r.

Capital Park		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		8,42 PLN		2018-03-20	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	35,7	25,0	43%	129,0	20%
Zysk brutto ze sprz. marża	26,8	18,7	43%	95,9	18%
	75,0%	74,8%		74,3%	
EBIT bez rew. i SOP	23,8	12,5	91%	79,2	19%
Rewaluacja	-60,4	62,7	-	-106,8	-
EBIT	-37,6	73,1	-	-29,8	-124%
Zysk brutto	-10,3	33,6	-	-19,3	-158%
Zysk netto	-10,3	31,5	-	-12,2	-141%

Dom Dev.		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		103,00 PLN		2018-03-07	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	727,9	567,1	28%	1408,6	22%
Zysk brutto ze sprz. marża	184,9	141,8	30%	368,9	36%
	25,4%	25,0%		26,2%	
EBIT	144,8	105,0	38%	234,5	50%
Zysk brutto	144,0	105,5	37%	234,1	50%
Zysk netto	116,6	85,3	37%	190,6	52%

Echo		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		6,31 PLN		2018-04-25	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	305,9	67,7	352%	612,5	28%
Zysk brutto ze sprz. marża	87,6	38,2	129%	154,6	-31%
	28,6%	56,3%		25,2%	
EBIT bez rew.	50,6	-7,2	-	31,5	-29%
Rewaluacja	-5,5	125,0	-	219,7	-61%
EBIT	45,1	117,8	-62%	251,3	-58%
Zysk brutto	84,0	30,5	176%	351,3	85%
Zysk netto	68,0	36,3	87%	305,4	-21%

GTC		trzymaj		wyniki:	
Piotr Zybala		9,70 PLN		2018-03-21	
(mln EUR)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	41,9	29,8	40%	130,0	8%
Zysk brutto ze sprz. marża	28,7	21,8	32%	93,8	7%
	68,5%	73,1%		72,2%	
EBIT bez rew. i SOP	24,0	17,1	41%	77,8	9%
Rewaluacja	24,9	45,2	-45%	130,2	54%
EBIT	48,3	62,2	-22%	205,5	33%
Zysk brutto	40,0	54,0	-26%	174,0	40%
Zysk netto	35,0	51,9	-32%	146,5	-8%

LC Corp		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		3,74 PLN		2018-03-21	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	129,2	183,3	-29%	710,8	30%
Zysk brutto ze sprz. marża	48,6	65,6	-26%	264,9	27%
	37,6%	35,8%		37,3%	
EBIT bez rew.	35,8	54,1	-34%	221,8	31%
Rewaluacja	-39,8	9,6	-	-100,9	-
EBIT	-4,0	63,7	-	120,9	-41%
Zysk brutto	9,4	43,1	-78%	133,3	-12%
Zysk netto	7,6	28,5	-73%	108,2	-4%

Robyg		trzymaj		wyniki:	
Piotr Zybala		4,03 PLN		2018-03-14	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r
Przychody	351,2	215,5	63%	701,1	36%
Zysk brutto ze sprz. marża	100,9	51,6	95%	190,8	64%
	28,7%	24,0%		27,2%	
Zysk z JV	0,0	24,4	-	6,3	-90%
EBIT	81,1	57,5	41%	153,5	25%
Zysk brutto	78,5	60,0	31%	146,8	25%
Zysk netto	43,0	51,8	-17%	89,5	-18%

- Z uwagi na wzrost NOI i spodziewany spadek kosztów administracyjnych r/r spółka powinna zaprezentować wysoką dynamikę oczyszczonego NOI i FFO.

- Ujemny wpływ różnic kursowych na wyniki szacujemy na około 35 mln PLN.

- Pomijając różnice kursowe spodziewamy się lekko dodatniej wyceny nieruchomości w związku z coroczną aktualizacją oczekiwanego NOI i yieldów.

- Rekordowa liczba przekazania (1472 szt., +27% r/r) przełoży się na rekordowe wyniki finansowe w 4Q'17 (+43% r/r).

- Spółka będzie rozliczać relatywnie drogie mieszkania o wartości jednostkowej ok. 490 tys. PLN. Spodziewamy się marży na poziomie 25-26%.

- Wynik nie powinien istotnie odchylić się od rynkowego konsensusu.

- Oczyszczony o rewaluację wynik operacyjny wzrośnie istotnie r/r w związku z przekazaniem ok. 600 mieszkań vs. 65 lokali w 4Q'16.

- Nie zakładamy rewaluacji z projektów w budowie, niemniej spodziewamy się około 45 mln PLN wynagrodzenia z tytułu rozbudowy Galaxy w Szczecinie na zlecenie zewnętrznego partnera (w działalności finansowej).

- Wyniki GTC za 4Q będą bardzo dobre.

- Prognozujemy wzrost oczyszczonego NOI o około 30% r/r, czego zasługą jest głównie oddanie do użytku Galerii Północnej w 3Q'17.

- FFO szacujemy na 14,9 mln EUR, co oznacza wzrost o ok. 50% r/r.

- Szacowana rewaluacja w wysokości 25 mln EUR pochodzi z projektów w budowie (Ada Mall, White House) oraz rewaluacji portfela nieruchomości pracujących.

- Pod względem przekazania mieszkań 4Q'17 był relatywnie słaby: 286 szt. vs. 600 szt. sprzedanych w tym okresie.

- Dodatkowo ujemny wpływ na wyniki spółki w 4Q miało umocnienie PLN do EUR. Ujemny wpływ różnic kursowych na wyniki 4Q szacujemy na ok. 27 mln PLN.

- Spodziewamy dodatniej rewaluacji biurowca realizowanego we Wrocławiu i ujemnej rewaluacji Arkad Wrocławskich (efekt netto +9 mln PLN).

- W 4Q'17 Robyg rozliczył w wynikach ok. 1,0 tys. lokali, o ok. 400 mniej niż spółka potrzebowała, by zrealizować roczną prognozę przekazania. Niższe przekazania wynikają z opóźnień w realizacji budów.

- Bez zdarzeń jednorazowych w 4Q ZN'17 może być o około 14% niższy od prognozy Zarządu: 105 mln PLN.

- Niewykluczone, że spółka przeszacuje część tanio kupionych gruntów, na których nie planuje inwestycji w krótkim terminie. Nie jest to uwzględnione w prognozie.

Handel, inne

Dodatkowe koszty mogą tłumaczyć dynamikę wyników

- W 4Q'17 utrzymane zostały pozytywne trendy w konsumpcji z poprzednich kwartałów przy utrzymaniu wysokiej presji kosztowej.

AmRest		trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		407,00 PLN			08-03-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	1519,2	1214,5	25%	4938,1	25%	
Zysk brutto na sprz.	245,8	209,3	17%	867,2	20%	
marża	16,2%	17,2%		17,6%		
EBITDA	153,6	142,3	8%	612,8	14%	
marża EBITDA	10,1%	11,7%		12,4%		
EBIT	61,2	67,3	-9%	282,5	5%	
Zysk brutto	48,1	55,5	-13%	230,1	3%	
Zysk netto	38,6	52,1	-26%	177,4	-7%	

Bytom		przeważaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		30-04-2018			30-04-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	55,2	46,2	20%	185,1	21%	
Zysk brutto na sprz.	28,1	22,9	23%	91,6	17%	
marża	50,9%	49,6%		49,5%		
EBITDA	8,4	5,4	56%	19,9	14%	
marża EBITDA	15,3%	11,7%		10,8%		
EBIT	6,7	4,3	59%	14,5	10%	
Zysk brutto	6,6	3,8	73%	14,4	16%	
Zysk netto	5,5	3,5	60%	11,7	-7%	

CCC		trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		295,00 PLN			2018-03-26	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	1360,0	1126,1	21%	4192,7	32%	
Zysk brutto na sprz.	706,7	607,0	16%	2144,1	28%	
marża	52,0%	53,9%				
EBITDA	243,4	236,5	3%	529,5	19%	
marża EBITDA	17,9%	21,0%				
EBIT	214,6	217,5	-1%	431,5	16%	
Zysk brutto	209,2	206,3	1%	390,1	14%	
Zysk netto	168,6	189,0	-11%	304,7	-1%	

Dino		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		95,40 PLN			19-03-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	1222,6	919,4	33%	4461,2	32%	
Zysk brutto na sprz.	285,3	213,6	34%	1026,2	33%	
marża	23,3%	23,2%		23,0%		
EBITDA	117,8	84,2	40%	380,7	36%	
marża EBITDA	9,6%	9,2%		8,5%		
EBIT	93,8	65,6	43%	294,6	37%	
Zysk brutto	83,5	59,5	40%	257,2	38%	
Zysk netto	68,8	38,0	81%	209,5	39%	

Eurocash		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		32,30 PLN			2018-02-28	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	5718,2	5340,5	7%	23183	9%	
Zysk brutto na sprz.	119,7	601,5	-80%	1989,7	-9%	
marża	2,1%	11,3%				
EBITDA (skor.)	136,8	159,6	-14%	395,3	-10%	
marża EBITDA	2,4%	3,0%				
EBIT (skor.)	89,4	116,5	-23%	345,6	26%	
Zysk brutto (skor.)	63,1	93,6	-33%	96,9	-59%	
Zysk netto (skor.)	42,8	66,9	-36%	116,3	-35%	

- Naszym zdaniem pozytywnie na wynikach może zaskoczyć DNP oraz VST.
- Negatywne wyniki 4Q'17 mogą zaskoczyć CCC, EUR, GRI oraz LPP.

- Zgodnie z opublikowanymi przez spółkę wstępnymi szacunkami wyników oczekujemy wzrostu sprzedaży o 25% r/r w 4Q'17.

- Szacujemy, że dodatkowe koszty związane z przeprowadzonymi przejęciami obniżą dynamikę poprawy wyniku EBITDA r/r pomimo dobrych wyników w Polsce, CEE, Hiszpanii oraz Rosji (prognozujemy +8% r/r do 154 mln PLN EBITDA w 4Q'17).

- W 4Q'17 spółka w każdym z miesięcy poprawiała sprzedaż porównywalną oraz odwróciła negatywny trend w rentowności sprzedaży r/r w porównaniu z poprzednimi kwartałami.

- Szacujemy, że spółka utrzyma dobrą kontrolę kosztów, co powinno przełożyć się na spadek SG&A/mkw. o 2,2% r/r.
- Przyjmujemy, że saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniesie -1,2 mln PLN w 4Q'17 vs. -1,3 mln PLN w 4Q'16 (głównie odpisy na aktualizację zapasów).

- Zgodnie z raportami miesięcznymi spółka poprawiała sprzedaż o 20,8% r/r do 1 360 mln PLN w 4Q'17, w czym e-commerce wygenerował wzrost o 98% r/r do 200 mln PLN.

- Szacujemy, że marża brutto na spółki zmniejszy się o 1,9p.p. r/r do 52% w 4Q'17, gdzie 0,8p.p. r/r spadku wynika ze zwiększenia udziału e-commerce w sprzedaży, a 1,1p.p. r/r z tytułu niższej kontrybucji X'17 w wyniku 4Q'17.

- Oczekujemy wzrostu SG&A/mkw. o 4,4% r/r ze względu na rosnące koszty e-commerce oraz wzrost wynagrodzeń.

- Szacujemy, że sprzedaż/mkw. wzrośnie o 4,5% r/r, co przy wzroście powierzchni o 24% r/r, powinno przełożyć się na wzrost sprzedaży o 33% r/r do 1 223 mln PLN w 4Q'17.

- Prognozujemy nieznaczny wzrost rentowności sprzedaży r/r (+0,1p.p. do 23,3% r/r) oraz zmniejszenia narzutu kosztów SG&A o 0,4p.p. r/r do 15,7%.

- W efekcie oczekujemy wzrostu marży EBITDA o 0,48p.p. r/r do 9,6% w 4Q'17 oraz wzrostu EBITDA do 117,8 mln PLN.

- Koszty finansowe szacujemy na -10,4 mln PLN w 4Q'17 vs. -6,4 mln PLN w 4Q'16.

- Szacujemy, że sprzedaż spółki zwiększyła się o 7% r/r do 5 718,2 mln PLN w 4Q'17 (wzrost przede wszystkim dzięki konsolidacji przejętych biznesów).

- Oczekujemy, że problemy spółki z rentownością segmentu hurtu niezależnego będą się utrzymywały również w 4Q'17, co będzie miało negatywny wpływ na wynik EBITDA spółki (szacujemy spadek o 14% r/r do 136,8 mln PLN; podobne tempo spadku r/r vs. 3Q'17).

- Działalność finansową szacujemy na -25,2 mln PLN w 4Q'17 vs. -22,1 mln PLN w 4Q'16.

Gino Rossi		równoważ			wyniki:	
Piotr Bogusz		16,90 PLN			2018-04-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	78,5	88,0	-11%	296,3	4%	
Zysk brutto na sprz. marża	36,5	43,5	-16%	128,6	-5%	
	46,5%	49,4%		43,4%		
EBITDA	5,4	12,2	-56%	12,5	-44%	
marża EBITDA	6,9%	13,9%		4,2%		
EBIT	2,7	9,5	-72%	2,2	-83%	
Zysk brutto	2,0	8,2	-75%	-1,7	-	
Zysk netto	1,4	5,9	-76%	0,4	-94%	

Jerónimo Martins		trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		16,90 PLN			2018-02-28	
(mln EUR)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	4350,0	3883,7	12%	16276	11%	
Zysk brutto na sprz. marża	955,2	837,7	14%	3482,2	12%	
	22,0%	21,6%		21,4%		
EBITDA	266,6	235,0	13%	850,6	-1%	
marża EBITDA	6,1%	6,1%		5,2%		
EBIT	177,9	147,6	21%	594,9	11%	
Zysk brutto (skor.)	172,9	138,2	25%	580,9	12%	
Zysk netto (skor.)	124,7	92,2	35%	410,7	12%	

LPP		trzymaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		9 400 PLN			2018-03-14	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	2154,0	1834,4	17%	7034,5	17%	
Zysk brutto na sprz. marża	1256,5	1045,4	20%	3730,2	23%	
	58,3%	57,0%		53,0%		
EBITDA (skor.)	464,9	372,9	25%	886,5	48%	
marża EBITDA	21,6%	20,3%		12,6%		
EBIT (skor.)	392,4	302,8	30%	594,2	80%	
Zysk brutto (skor.)	391,1	281,1	39%	602,9	102%	
Zysk netto (skor.)	291,0	241,0	21%	432,4	67%	

Monnari		przeważaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		27-02-2018			2018-02-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	82,8	75,3	10%	252,4	9%	
Zysk brutto na sprz. marża	49,7	43,0	16%	139,4	11%	
	60,1%	57,1%		55,2%		
EBITDA	17,7	13,5	32%	27,4	8%	
marża EBITDA	21,4%	17,9%		10,8%		
EBIT	16,9	12,1	40%	23,1	8%	
Zysk brutto (skor.)	16,9	12,3	37%	22,8	-6%	
Zysk netto (skor.)	14,1	12,5	13%	18,7	-23%	

TXM		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		5,41 PLN			19-03-2018	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	117,3	118,9	-1%	386,5	2%	
Zysk brutto na sprz. marża	49,7	51,0	-3%	157,4	-1%	
	42,4%	42,9%				
EBITDA	2,4	13,1	-82%	-16,8	-	
marża EBITDA	2,0%	11,0%				
EBIT	0,3	9,9	-	-22,8	-	
Zysk brutto	-0,1	9,8	-	-24,0	-	
Zysk netto	-0,1	8,6	-	-19,5	-	

Vistula		równoważ			wyniki:	
Piotr Bogusz		2018-03-21			2018-03-21	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	219,7	188,2	17%	685,1	14%	
Zysk brutto na sprz. marża	116,1	99,1	17%	355,3	14%	
	52,8%	52,7%				
EBITDA	36,4	28,9	26%	79,1	21%	
marża EBITDA	16,5%	15,3%				
EBIT	32,2	25,0	29%	63,6	25%	
Zysk brutto	29,9	23,9	25%	55,1	24%	
Zysk netto	24,2	19,1	27%	43,7	25%	

PBKM		trzymaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		76,00 PLN			2018-03-29	
(mln PLN)	4Q'17P	4Q'16	r/r	2017P	r/r	
Przychody	35,7	32,7	9%	147,1	15%	
EBITDA	9,7	8,6	13%	46,0	35%	
marża EBITDA	27,2%	26,3%		31,3%		
EBIT	8,5	7,4	15%	41,2	38%	
Zysk brutto	7,7	6,4	20%	40,3	38%	
Zysk netto	5,2	3,9	31%	30,6	38%	

- Spółka opublikowała słabe wyniki miesięczne w 4Q'17 (wysokie spadki sprzedaży porównywalnej w Simple CP).
- W celu uwolnienia gotówki z kapitału obrotowego, spółka prowadziła intensywne wyprzedaże w 4Q'17.
- Szacujemy, wzrost wskaźnika SG&A/mkw. o 2,3% r/r ze względu na wyższe koszty e-commerce.
- Oczekujemy, że słabe wyniki spółki wpłyną na zwiększenie wskaźnika DN/EBITDA powyżej wartości 3,5x (bank podwyższył kowenant do 6x).

- Sprzedaż porównywalna w sieci Biedronka wzrosła o 7,6% r/r w 4Q'17 pomimo efektu bazy. Spółka poprawiła również lfl w Pingo Doce, Recheio i Hebe.
- Dynamiczna ekspansja sieci Ara w 4Q'17 (+178 sklepów r/r na koniec 4Q'17), powinno przełożyć się na wzrost straty EBITDA z tego rynku (szacujemy -22,6 mln EUR w 4Q'17 oraz -94,1 mln EUR w 2017 roku).
- Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy 13% r/r wzrostu EBITDA do 266,6 mln EUR w 4Q'17.

- Dobry odbiór kolekcji jesień-zima'17 miał odzwierciedlenie we wzroście sprzedaży/mkw. o 8,1% r/r w 4Q'17.
- Niższy koszt zakupu kolekcji (deprecjacja USDPLN r/r) oraz lepszy sales-mix wpłynęły na wzrost rentowności sprzedaży
- Oczekujemy wzrostu wskaźnika kosztów SG&A/mkw. o 13,3% r/r (premie sprzedażowe związane z lfl, dodatkowe koszty centrali oraz koszty e-commerce).
- Powyższe powinno przełożyć się na 25% wzrostu oczyszczonej EBITDA w 4Q'17.

- Niska dynamika sprzedaży spółki r/r w 4Q'17 przełożyła się na 3% spadku wskaźnika sprzedaży/mkw. r/r w 4Q'17.
- Niski koszt zakupu kolekcji (deprecjacja USDPLN r/r) powinien wspierać marżę brutto na sprzedaży o 3p.p. r/r do 60% w 4Q'17).
- Zakładamy utrzymanie dobrej dyscypliny kosztowej, co powinno pozwolić na obniżenie SG&A/mkw. o 3% r/r do 322 PLN w 4Q'17.

- 4Q'17 był szóstym kwartałem z rzędu ze spadkiem sprzedaży/mkw. r/r (-11,2% r/r w 4Q'17).
- Szacujemy, że wysoka aktywność promocyjna powinna przełożyć się na spadek marży brutto na sprzedaży o 0,5p.p. r/r do 42,4% w 4Q'17 (pomimo niższego kosztu zakupu towarów rozliczanego w USD).
- Oczekujemy dalszego wzrostu kosztów SG&A/mkw. (+6% r/r w 4Q'17) ze względu na rosnące koszty najmu oraz wzrost kosztów wynagrodzeń (dodatkowe koszty odpraw).

- 4Q'17 był kolejnym kwartałem poprawy sprzedaży porównywalnej w obu segmentach spółki (wzrost sprzedaży/mkw. o 6,4% r/r w 4Q'17).
- Spółka poprawiła marżę brutto na sprzedaży o 0,1p.p. r/r do 52,8% w 4Q'17.
- Oczekujemy utrzymania dobrej kontroli kosztów SG&A/mkw. (zakładamy wzrost o 0,7% r/r w 4Q'17).
- Zakładamy saldo na pozostałej działalności operacyjnej na poziomie -1,5 mln PLN w 4Q'17 vs. +0,5 mln PLN w 4Q'16.

- Wzrost r/r liczby pozyskanych próbek w 4Q'17 o blisko 8% (5 032 vs. 4 669 w 4Q'16).
- Wydłużenie horyzontu o 1 rok korzystnie przełoży się na przychody i poziom rentowności.
- Spadek rentowności przez dodatkowe wynagrodzenie motywacyjne dla kadry PBKM.
- EBIT rzędu 8,5 mln PLN, przy -0,2 mln PLN na pozostałej działalności operacyjnej (+15% 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										
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	86,75	+5,2%	14,4	12,1		
BZ WBK	trzymaj	2018-02-01	420,00	430,00	421,80	+1,9%	18,9	16,6		
Getin Noble Bank	sprzedaj	2018-02-01	1,83	1,50	1,78	-15,7%	-	-		
Handlowy	akumuluj	2018-02-01	84,70	94,00	85,50	+9,9%	20,4	17,7		
ING BSK	trzymaj	2018-02-01	220,00	212,00	220,00	-3,6%	20,4	18,2		
Millennium	sprzedaj	2018-02-01	9,59	7,00	9,61	-27,2%	17,3	16,2		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	133,55	+17,6%	15,0	16,0		
PKO BP	sprzedaj	2018-02-01	45,66	38,00	45,04	-15,6%	17,9	17,0		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	941,50	+18,0%	12,4	12,1		
Erste Bank	trzymaj	2018-02-02	40,64	40,00 EUR	40,64	-1,6%	14,4	12,4		
OTP Bank	akumuluj	2018-02-02	11 560	12 090 HUF	11 560	+4,6%	11,9	11,7		
PZU	akumuluj	2018-02-02	44,17	50,58	44,17	+14,5%	14,2	11,4		
GetBack	kupuj	2017-11-30	23,00	33,38	18,08	+84,6%	6,2	4,9		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	222,20	+35,4%	13,8	11,8		
Prime Car Management	kupuj	2018-02-02	28,80	35,30	28,80	+22,6%	9,0	7,9		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	30,60	+84,0%	8,8	7,3		
Chemia										
Ciech	kupuj	2018-02-02	61,25	90,13	61,25	+47,2%	8,4	8,3	5,4	5,2
Grupa Azoty	trzymaj	2018-02-02	72,00	73,42	72,00	+2,0%	13,8	17,0	6,8	7,2
Polwax	kupuj	2018-02-02	11,05	18,80	11,05	+70,1%	6,6	5,8	5,0	6,4
Synthos	trzymaj	2018-02-02	4,89	4,77	4,89	-2,5%	15,6	19,0	10,0	11,3
Paliwa										
Lotos	redukuj	2018-02-02	57,78	52,67	57,78	-8,8%	6,0	13,4	4,4	6,4
MOL	trzymaj	2018-02-02	3 080	3 152 HUF	3 080	+2,3%	7,5	11,4	4,5	5,0
PGNiG	kupuj	2018-02-02	6,58	7,65	6,58	+16,3%	13,1	9,1	5,9	4,5
PKN Orlen	sprzedaj	2018-02-02	107,90	82,84	107,90	-23,2%	6,9	16,3	4,5	8,2
Energetyka										
CEZ	trzymaj	2018-02-02	530,00	532,50 CZK	530,00	+0,5%	14,9	17,6	7,9	7,6
Enea	akumuluj	2018-02-02	11,07	12,98	11,07	+17,3%	4,5	5,2	4,4	4,1
Energa	kupuj	2018-02-02	12,21	15,20	12,21	+24,5%	6,1	6,2	4,4	4,3
PGE	akumuluj	2018-02-02	11,87	13,30	11,87	+12,0%	7,6	7,3	4,1	4,4
Tauron	trzymaj	2018-02-02	3,08	3,38	3,08	+9,7%	3,7	4,5	4,2	4,8
Telekomunikacja, media, IT										
Netia	redukuj	2018-02-02	5,30	4,60	5,30	-13,2%	-	-	5,4	6,1
Orange Polska	kupuj	2017-12-12	5,39	7,30	5,92	+23,3%	-	25,9	5,0	4,8
Play	trzymaj	2018-01-25	33,20	34,70	33,42	+3,8%	18,8	9,2	8,0	6,4
Agora	kupuj	2018-01-26	13,15	18,90	14,55	+29,9%	-	27,6	22,0	5,0
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-01-31	24,70	25,70	23,98	+7,2%	14,4	12,3	7,7	6,7
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-02-02	51,80	56,10	51,80	+8,3%	37,5	20,4	13,4	10,6
Asseco Poland	redukuj	2018-02-02	45,62	44,00	45,62	-3,6%	6,4	15,2		
CD Projekt	sprzedaj	2018-02-02	115,00	90,00	115,00	-21,7%	56,0	84,4	44,9	66,3
Comarch	trzymaj	2018-02-02	177,00	180,00	177,00	+1,7%	29,4	23,6	12,3	9,5
Przemysł, surowce										
Famur	kupuj	2018-02-02	6,20	7,29	6,20	+17,6%	47,1	18,6	13,2	7,7
Grupa Kęty	trzymaj	2018-02-02	385,00	391,41	385,00	+1,7%	14,5	14,0	9,7	9,1
JSW	kupuj	2018-01-30	101,00	122,30	99,40	+23,0%	5,4	5,2	2,8	2,4
Kemel	trzymaj	2018-02-02	50,90	53,47	50,90	+5,0%	7,1	12,0	5,6	7,7
KGHM	akumuluj	2018-02-02	111,50	128,62	111,50	+15,4%	7,3	6,4	6,5	4,2
Stelmet	kupuj	2018-02-02	19,20	28,37	19,20	+47,8%	29,0	13,5	12,9	8,5
Budownictwo										
Budimex	kupuj	2018-02-02	197,80	246,00	197,80	+24,4%	11,2	12,7	5,4	6,7
Elektrobudowa	kupuj	2018-02-02	81,20	113,00	81,20	+39,2%	8,9	9,5	4,1	4,6
Erbud	kupuj	2017-12-15	20,60	29,80	21,90	+36,1%	10,7	9,6	4,0	4,5
Unibep	kupuj	2018-02-02	8,60	10,80	8,60	+25,6%	11,4	9,7	8,8	6,8
Deweloperzy										
Atal	akumuluj	2018-02-02	42,40	49,20	42,40	+16,0%	9,2	8,5	8,0	7,6
Capital Park	kupuj	2018-02-02	5,95	8,42	5,95	+41,5%	-	11,7	-	18,0
Dom Development	kupuj	2018-02-02	82,00	103,00	82,00	+25,6%	10,7	8,5	8,9	6,9
Echo	kupuj	2018-02-02	5,05	6,31	5,05	+25,0%	6,8	6,9	12,4	8,3
GTC	trzymaj	2018-02-02	9,67	9,70	9,67	+0,3%	7,5	11,9	9,5	15,6
LC Corp	kupuj	2018-02-02	3,10	3,74	3,10	+20,6%	12,8	7,6	17,6	9,2
Robyg	trzymaj	2018-02-02	3,86	4,03	3,86	+4,4%	12,5	8,1	9,9	6,7
Handel										
AmRest	trzymaj	2018-02-02	425,00	407,00	425,00	-4,2%	50,8	40,4	17,0	13,7
CCC	trzymaj	2018-02-02	281,00	295,00	281,00	+5,0%	37,9	24,9	22,5	16,1
Dino	kupuj	2018-02-02	85,00	95,40	85,00	+12,2%	39,8	28,1	23,4	17,4
Eurocash	kupuj	2018-02-02	26,04	32,30	26,04	+24,0%	-	26,2	15,4	9,4
Jeronimo Martins	trzymaj	2018-02-02	17,12	16,90 EUR	17,12	-1,3%	26,2	21,7	11,5	9,8
LPP	trzymaj	2018-02-02	9 790	9 400	9 790	-4,0%	41,9	26,7	19,8	15,3
TXM	kupuj	2018-02-02	2,36	5,41	2,36	+129,2%	-	13,2	-	6,8
Inne										
PBKM	trzymaj	2018-02-02	73,00	76,00	73,00	+4,1%	11,9	10,7	7,8	7,1

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 IT						19,5	15,3	8,1	7,0
Ailleron	równoważ	2018-01-30	17,60	17,50	-0,6%	24,3	20,7	12,6	9,9
Asseco BS	równoważ	2018-01-30	28,90	28,00	-3,1%	19,5	16,6	13,1	11,2
Asseco SEE	przeważaj	2018-01-30	13,25	13,05	-1,5%	12,6	12,2	5,8	5,4
Atende	przeważaj	2018-01-30	4,85	4,84	-0,2%	15,2	12,5	8,1	7,0
Wasko	przeważaj	2018-01-30	2,24	2,16	-3,6%	34,8	15,3	7,7	5,5
Spółki przemysłowe						13,5	11,5	7,9	6,4
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	56,50	+20,2%	13,6	12,1	10,2	9,0
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	126,80	-2,5%	6,9	6,7	6,4	5,5
Apator	równoważ	2017-07-31	31,29	26,40	-15,6%	14,7	11,7	8,7	7,5
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	9,62	-2,3%	10,8	12,2	8,3	7,8
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,20	-13,7%	10,1	6,8	7,4	5,6
Ergis	równoważ	2018-01-29	4,77	4,44	-6,9%	8,5	8,3	5,9	5,6
Forte	równoważ	2018-02-02	43,00	43,00	+0,0%	15,3	11,3	12,1	9,4
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	73,80	+16,2%	28,4	23,6	14,7	12,7
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	90,40	-19,7%	13,3	11,8	7,6	6,9
Pfleiderer Group	przeważaj	2017-11-08	36,65	38,55	+5,2%	43,7	18,3	7,5	5,9
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,82	+28,2%	14,8	6,9	10,1	5,7
Tarczyński	równoważ	2018-01-29	13,05	12,70	-2,7%	8,5	9,2	5,2	5,5
Budownictwo						20,3	12,4	8,3	5,5
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	8,70	+14,3%	22,0	9,9	7,8	5,0
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,54	-3,5%	52,8	11,8	8,8	5,8
Torpol	równoważ	2018-02-02	7,98	7,98	+0,0%	-	12,5	18,9	5,1
Trakcja	równoważ	2018-02-02	7,24	7,24	+0,0%	13,1	18,0	5,3	6,9
Ulma	równoważ	2017-11-27	73,90	60,50	-18,1%	18,7	12,4	3,7	3,5
ZUE	równoważ	2018-02-02	6,18	6,18	+0,0%	-	17,2	78,2	7,9
Deweloperzy						13,8	7,8	15,6	8,7
Archicom	przeważaj	2018-01-25	15,75	15,50	-1,6%	7,2	7,2	6,7	7,1
BBI Development	równoważ	2018-02-02	0,70	0,70	+0,0%	-	16,6	253,2	13,6
i2 Development	przeważaj	2018-01-12	14,90	15,35	+3,0%	13,8	4,2	19,5	5,2
JWC	równoważ	2018-01-25	4,41	4,60	+4,3%	15,9	8,3	11,0	7,3
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-01-25	18,00	18,00	+0,0%	7,6	6,1	7,0	5,4
PA Nova	równoważ	2017-11-27	24,00	22,00	-8,3%	6,9	6,6	11,8	10,0
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	10,50	+0,0%	45,3	17,3	36,3	35,9
Ronson	niedoważaj	2018-02-02	1,45	1,45	+0,0%	23,2	13,4	21,5	15,1
Handel						17,8	14,2	11,3	8,4
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,92	+16,8%	17,8	13,3	11,2	8,2
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	1,22	-5,4%	-	32,4	11,4	8,6
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	9,44	+15,0%	16,2	11,9	8,6	6,5
Vistula	równoważ	2018-02-02	5,16	5,16	+0,0%	20,5	15,2	12,5	9,8

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

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

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

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, PBKM, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanika, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PBKM, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGZ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, I2 Development, Impaxmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, Lotos, LW Bogdanika, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplup, Robyng, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwhheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Robyng, Wirtualna Polska

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+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

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

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

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