

piątek, 27 kwietnia 2018 | opracowanie cykliczne

## Prognozy wyników kwartalnych: 1Q 2018

### Rynek akcji

#### Finanse

Oczekujemy, że sektor bankowy w Polsce będzie w 1Q'18 pod presją nie tylko ze względu na opłatę restrukturyzacyjną, ale także ze względu na presję na marżę, co zostało potwierdzone przez wyniki BZ WBK i Millennium. Wyniki za 1Q implikują spadek całorocznego konsensusu o 12%, który zostanie w części zrównoważony przez wzrost biznesu w pozostałej części roku. Z drugiej strony oczekujemy dobrego kwartału w Erste Banku oraz OTP Banku. Uważamy, że kolejny raz pozytywnie zaskoczy Skarbiec Holding, a negatywnie PZU.

#### Chemia, paliwa

Słabszy dolar i droga ropa są widoczne w wynikach rafinerii i petrochemii w tym kwartale. Jedynie w MOL-u będzie to częściowo zamortyzowane wzrostem EBITDA w wydobywaniu. Poprawy rezultatów r/r oczekujemy w przypadku PGNiG, również głównie z uwagi na wolumeny i ceny w obszarze upstream. Spółki chemiczne odczuwają wzrost cen surowców energetycznych w 1Q'18, co powoduje, że trudno jest poprawiać rezultaty z ubiegłego roku.

#### Energetyka, surowce

Wykonanie rocznej prognozy EBITDA'18 w sektorze energetycznym nie sygnalizuje ryzyka rewizji naszych szacunków. Lekko pozytywnie oceniamy 1Q w PGE, szczególnie w kontekście niskiego konsensusu rocznego i obaw o poziom clean dark spread. W przypadku Enei oczekujemy nadrobienia słabszego początku roku w kolejnych okresach. Spółki górnicze w 1Q'18 odczuwają negatywny wpływ umocnienia PLN do USD.

#### Telekomunikacja, media, IT

Sektor TMT zaraportuje nieco słabszą EBITDA r/r (częściowo przez wprowadzenie IFRS15). WPL zanotuje najlepsze wyniki w polskim TMT (skoryg. EBITDA + 21% r/r). Z kolei rozczarowanie przyniesie PLY, gdzie skoryg. EBITDA będzie aż 8% niższa r/r (vs. +13% w 2017 r. r/r). ACP wykaże stabilny r/r zysk netto, jednak podtrzymujemy negatywne podejście z/w na słabe perspektywy dla spółki matki na 2018/19.

#### Przemysł

W 1Q'18 oczekujemy, że na 16 spółek przemysłowych 31% poprawi zeszłoroczne rezultaty i tyle samo (31%) je pogorszy. Wśród spółek mogących zaskoczyć pozytywnie wymienilibyśmy Amicę, Alumetal, Cognor, Famur i Stelmet. Słabych wyników oczekujemy w Aparatorze.

#### Budownictwo

W 1Q'18 produkcja budowlana wzrosła aż o 26% r/r. W spółkach giełdowych spodziewamy się niższej dynamiki wzrostu przychodów. Marże w sektorze również powinny pozostać pod presją. Historycznie 1Q generował w spółkach budowlanych ok. 10% całorocznego wyniku finansowego, stąd z punktu widzenia całorocznego potencjału znacznie kwartału jest umiarkowane. Relatywnie dobrych wyników finansowych oczekujemy w Budimeksie i w Unibepie.

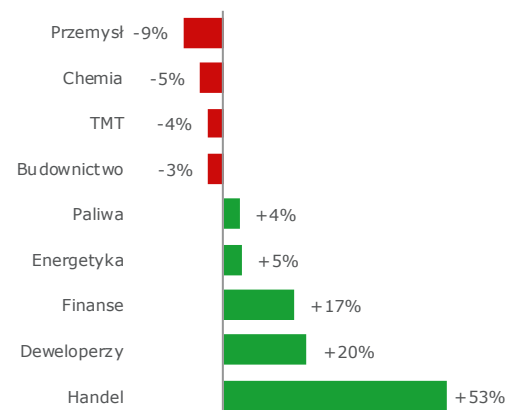
#### Deweloperzy

W 1Q deweloperzy mieszkaniowi rozliczyli w wynikach łącznie o 30% więcej mieszkań r/r. Wzrost przekazanych przełoży się na wyższy zysk netto w większości spółek z sektora. Sezon wyników rozpoczął już DOM, który pozytywnie zaskoczył wynikami. Najwyższych zysków spodziewamy się jednak w LCC i 1AT, które już po pierwszych trzech miesiącach roku powinny osiągnąć przynajmniej 30% wykonanie naszych prognoz rocznych.

#### Handel

Pierwszy kwartał ma najmniejszą istotność w budowaniu wyniku spółek handlowych. Niesprzyjające warunki pogodowe powinny negatywnie wpłynąć na wyniki CCC, LPP, GRI, MON i TXM. Poprawę wyników w 1Q'18 powinny odnotować BTM, DNP, EAT, EUR oraz VST.

### Dynamika wyników sektorów\*



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

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
<b>Ailleron</b>	<b>Alumetal</b>
<b>Aparator</b>	<b>Amica</b>
<b>CCC</b>	<b>Asseco Poland</b>
<b>Erbud</b>	<b>Atal</b>
<b>Gino Rossi</b>	<b>Bank Handlowy</b>
<b>Monnari</b>	<b>Dino</b>
<b>Play</b>	<b>Erste Bank</b>
<b>PZU</b>	<b>Famur</b>
	<b>LC Corp</b>
	<b>OTP Bank</b>
	<b>Stelmet</b>
	<b>Unibep</b>
	<b>Vistula</b>
	<b>Wirtualna Polska</b>

### Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

## Spis treści

<b>1. Banki</b>	<b>3</b>	<b>6. Przemysł</b>	<b>9</b>
1.1. Alior Bank	3	6.1. Alumetal	9
1.2. Handlowy	3	6.2. Amica	9
1.3. ING BSK	3	6.3. Apator	9
1.4. Pekao	3	6.4. Boryszew	9
1.5. PKO BP	3	6.5. Cognor	9
1.6. Erste Bank	3	6.6. Elemental	9
1.7. Komercni Banka	3	6.7. Ergis	9
1.8. OTP Bank	4	6.8. Famur	9
<b>2. Usługi finansowe</b>	<b>4</b>	6.9. Forte	10
2.1. PZU	4	6.10. Impexmetal	10
2.2. Prime Car Management	4	6.11. Kernel	10
2.3. Skarbiec Holding	4	6.12. Kruszwica	10
<b>3. Chemia, paliwa</b>	<b>5</b>	6.13. Mangata	10
3.1. Ciech	5	6.14. Pfeleiderer Group	10
3.2. Grupa Azoty	5	6.15. Pozbud	10
3.3. Polwax	5	6.16. Stelmet	10
3.4. MOL	5	6.17. Tarczyński	10
3.5. PGNiG	5	<b>7. Budownictwo</b>	<b>11</b>
<b>4. Energetyka, surowce</b>	<b>6</b>	7.1. Budimex	11
4.1. CEZ	6	7.2. Elektrobudowa	11
4.2. Enea	6	7.3. Erbud	11
4.3. Energa	6	7.4. Unibep	11
4.4. PGE	6	<b>8. Deweloperzy</b>	<b>12</b>
4.5. Tauron	6	8.1. Atal	12
4.6. JSW	6	8.2. Capital Park	12
4.7. KGHM	6	8.3. Echo	12
<b>5. Telekomunikacja, media, IT</b>	<b>7</b>	8.4. GTC	12
5.1. Play	7	8.5. LC Corp	12
5.2. Agora	7	<b>9. Handel, inne</b>	<b>13</b>
5.3. Cyfrowy Polsat	7	9.1. AmRest	13
5.4. Wirtualna Polska	7	9.3. Bytom	13
5.5. Ailleron	7	9.4. CCC	13
5.6. Asseco Poland	7	9.5. Dino	13
5.7. Asseco South Eastern Europe	7	9.6. Eurocash	13
5.8. Atende	8	9.7. Gino Rossi	14
5.9. Wasko	8	9.8. LPP	14
5.10. CD Projekt	8	9.9. Monnari	14
		9.10. TXM	14
		9.11. Vistula	14
		9.12. PBKM	14
		<b>10. Aktualne rekomendacje i pozycjonowania</b>	<b>15</b>

## Banki

### Najlepsze wyniki w Erste Banku...

- Uważamy że wyniki, wsparte przez bardzo niskie saldo rezerw, będą argumentem dla podwyższenia całorocznej prognozy Zarządu.

Alior Bank Michał Konarski	kupuj 109,00 PLN		wyniki: 10-05-2018		
(mln PLN)	1Q'18P	4Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	737,6	736,9	0%	12%	23%
Wynik prowizyjny	112,1	114,9	-2%	-4%	24%
WNDB	980,2	996,0	-2%	11%	24%
Koszty operacyjne	-424,7	-449,4	-6%	-13%	27%
Saldo rezerw	-246,2	-250,0	-2%	16%	24%
Zysk netto	174,7	143,1	22%	112%	18%

Handlowy Michał Konarski	kupuj 94,00 PLN		wyniki: 11-05-2018		
(mln PLN)	1Q'18P	4Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	287,6	290,3	-1%	13%	24%
Wynik prowizyjny	145,2	144,8	0%	8%	24%
WNDB	544,0	546,9	-1%	16%	24%
Koszty operacyjne	-346,8	-280,0	24%	1%	27%
Saldo rezerw	-18,1	-38,4	-53%	-39%	21%
Zysk netto	113,3	163,4	-31%	166%	18%

ING BSK Michał Konarski	akumuluj 212,00 PLN		wyniki: 09-05-2018		
(mln PLN)	1Q'18P	4Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	897,2	904,5	-1%	10%	24%
Wynik prowizyjny	307,2	297,1	3%	6%	25%
WNDB	1224,7	1222,2	0%	8%	24%
Koszty operacyjne	-602,9	-523,4	15%	7%	27%
Saldo rezerw	-101,3	-112,6	-10%	32%	21%
Zysk netto	310,5	366,8	-15%	3%	20%

Pekao Michał Konarski	kupuj 157,00 PLN		wyniki: 10-05-2018		
(mln PLN)	1Q'18P	4Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1189,0	1190,2	0%	7%	24%
Wynik prowizyjny	602,2	617,2	-2%	5%	25%
WNDB	1821,1	2001,4	-9%	5%	24%
Koszty operacyjne	-1002,4	-877,8	14%	1%	28%
Saldo rezerw	-139,9	-152,8	-8%	21%	22%
Zysk netto	372,9	1054,1	-65%	7%	17%

PKO BP Michał Konarski	trzymaj 38,00 PLN		wyniki: 23-05-2018		
(mln PLN)	1Q'18P	4Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2234,3	2249,0	-1%	9%	24%
Wynik prowizyjny	744,8	760,0	-2%	5%	24%
WNDB	3251,4	3339,0	-3%	8%	24%
Koszty operacyjne	-1607,0	-1474,0	9%	3%	-27%
Saldo rezerw	-363,3	-448,0	-19%	-7%	-21%
Zysk netto	690,5	820,0	-16%	32%	21%

Erste Bank Michał Konarski	trzymaj 40,00 EUR		wyniki: 04-05-2018		
(mln EUR)	1Q'18P	4Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1107,0	1123,9	-2%	5%	24%
Wynik prowizyjny	492,1	489,7	1%	8%	26%
WNDB	1685,2	1684,5	0%	8%	25%
Koszty operacyjne	-1049,3	-1144,7	-8%	3%	25%
Saldo rezerw	-18,2	-60,5	-	-72%	7%
Zysk netto	339,7	328,6	3%	30%	24%

Komercni Banka Michał Konarski	kupuj 1 111,00 CZK		wyniki: 04-05-2018		
(mln CZK)	1Q'18P	4Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	5264,2	5323,0	-1%	2%	22%
Wynik prowizyjny	1623,3	1682,0	-3%	4%	24%
WNDB	7731,1	7934,0	-3%	-1%	23%
Koszty operacyjne	-4110,6	-3533,0	16%	30%	28%
Saldo rezerw	114,1	163,0	-	36%	-9%
Zysk netto	3024,9	3705,0	-18%	-26%	21%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

### ...i Banku Handlowym

- Prognoza rynku na cały rok jest zbyt konserwatywna, a wyniki powinny doprowadzić do jej pozytywnej rewizji.

- Spadek wyniku prowizyjnego (-2,4% q/q), jak i handlowego (-6,1% q/q).
- Stabilny wynik odsetkowy (+0,1% q/q i +11,6% r/r).
- Oczekujemy salda rezerw na poziomie 246,2 mln PLN, co oznacza jego spadek o 1,5% q/q. Szacujemy, że koszt ryzyka pozostanie stabilny na poziomie 180 p.b.
- Wzrost wyniku powinien być napędzany głównie przez niskie koszty operacyjne (efekty fuzji z BPH).

- Wyniki pod wpływem składki restrukturyzacyjnej, którą szacujemy na 61 mln PLN.
- Wynik handlowy q/q banku powinien pozostać na poziomie niezmiennym (110 mln PLN).
- Oczekujemy salda rezerw na poziomie 18,1 mln PLN, co oznacza jego spadek o 53% q/q oraz 39% r/r. Oczekujemy spadku kosztu ryzyka do poziomu 39 p.b. z 83 p.b. w 4Q'17.

- Wyniki pod wpływem składki restrukturyzacyjnej, którą szacujemy na 57 mln PLN.
- Oczekujemy spadku wyniku odsetkowego (-0,8% q/q) oraz marży odsetkowej (-10 p.b. q/q).
- Wzrost wyniku prowizyjnego o 3,4% q/q oraz 6,1% r/r, spowodowany będzie normalizacją kosztów prowizyjnych.
- Saldo rezerw w 1Q'18 spadnie do poziomu 101,3 mln PLN, zaś koszt ryzyka do 42 p.b.

- Wyniki pod wpływem składki restrukturyzacyjnej, którą szacujemy na 176 mln PLN.
- Wynik odsetkowy pozostanie płaski q/q (+6,6% r/r), zaś marża odsetkowa spadnie aż o 10 p.b. q/q.
- Wzrost wyniku prowizyjnego o 5,0% r/r. Bank zanotuje gorszy wynik prowizyjny z tytułu kart oraz kredytów, ale rozpocznie też pełną konsolidację Pekao TFI.
- Spadek kosztu ryzyka do poziomu 40 p.b.

- Wynik odsetkowy spadnie o 0,7% q/q do poziomu 2,23 mld PLN, zaś marża odsetkowa pozostanie płaska na poziomie 3,07%.
- Spadek wyniku prowizyjnego w 1Q'18 na poziomie 2,0% q/q ze względu na segment rynków kapitałowych.
- Oczekujemy salda rezerw na poziomie 363,3 mln PLN, co oznacza jego spadek o 19% q/q. Szacujemy, że koszt ryzyka spadnie do poziomu 67 p.b.

- Spadek wyniku odsetkowego o 1,5% q/q.
- Wzrost kosztów operacyjnych o 3,0% r/r uwzględniając opłaty restrukturyzacyjne.
- Znaczący spadek salda rezerw do poziomu 18 mln EUR z 60,5 mln EUR w 4Q'17
- Lekki wzrost podatku bankowego o 1,5% r/r.
- Pomimo dodatkowych opłat wyniki za 1Q stanowią 24% naszej całorocznej prognozy.

- Oczekujemy płaskiej marży odsetkowej oraz wzrostu wyniku odsetkowego +2% r/r.
- Oczekujemy kontrybucji na fundusz restrukturyzacyjny w wysokości 865 mln CZK (+1% r/r).
- Rozwiązanie rezerw na poziomie 114 mln CZK.
- Spadek kosztów G&A na poziomie 22% q/q.

<b>OTP Bank</b>	akumuluj				wyniki:
Michał Konarski	12 090 HUF				11-05-2018
(mld HUF)	1Q'18P	4Q'17	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	144,7	140,5	3%	10%	26%
Wynik prowizyjny	51,1	58,1	-12%	15%	25%
WNDB	208,3	209,0	0%	10%	26%
Koszty operacyjne	-110,8	-123,8	-11%	11%	25%
Saldo rezerw	-13,4	-19,1	-30%	7%	25%
Zysk netto	60,8	68,5	-11%	15%	23%

## Usługi finansowe

### Mocne wyniki Skarbiec Holding

- Oczekujemy, że Skarbiec Holding zanotuje znaczącą poprawę przychodów dzięki zaksięgowaniu opłaty zmiennej (6 mln PLN).

<b>PZU</b>	kupuj				wyniki:
Michał Konarski	50,58 PLN				16-05-2018
(mln PLN)	1Q'18P	4Q'17	q/q	r/r	YTD*
Skł. przyp. brutto	5838,6	5914,0	-1%	1%	25%
Ubezp. majątkowe	3627,9	3835,0	-5%	-1%	25%
Ubezp. na życie	2210,7	2178,0	2%	4%	26%
Odszkodowania	-3852,9	-3689,0	4%	4%	26%
Koszty	-1124,8	-1195,0	-14%	5%	21%
Wynik bankowy	818,5	1047,0	-22%	n.m.	20%
Wynik techniczny	532,1	621,0	-9%	18%	30%
Wynik inwestycyjny	209,4	215,0	-3%	-79%	11%
Zysk brutto	1428,5	1621,0	-12%	13%	20%
Zysk netto	593,3	764,0	-22%	-37%	18%

<b>PCM</b>	kupuj				wyniki:
Michał Konarski	33,00 PLN				09-05-2018
(mln PLN)	1Q'18P	4Q'17	q/q	r/r	YTD*
Przych. z leasingu	34,3	36,6	-6%	-4%	24%
Prowizje i opłaty	69,4	70,8	-2%	7%	24%
Przych. odsetkowe	14,6	14,0	4%	18%	24%
Przych. ogółem	149,5	153,3	-2%	1%	23%
Naprawy i serwis	60,4	61,6	-2%	11%	25%
Koszty ogółem	141,2	146,0	-3%	6%	23%
Remarketing	2,6	1,6	4%	-2%	17%
Zysk netto	6,5	5,7	13%	-47%	18%

<b>Skarbiec Holding</b>	kupuj				wyniki:
Michał Konarski	56,30 PLN				15-05-2018
(mln PLN)	3Q'17/18P	2Q'17/18	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	27,4	25,2	9%	-12%	76%
Wynagr. stałe	20,1	20,0	1%	15%	72%
Wynagr. zmienne	5,7	3,6	59%	-50%	97%
Koszty ogółem	-21,1	-19,1	11%	5%	80%
Koszty dystrybucji	-10,8	-10,3	5%	20%	76%
Koszty pracown.	-5,3	-4,4	20%	-6%	90%
Zysk brutto	6,5	6,2	5%	-39%	65%
Zysk netto	5,3	5,0	5%	-38%	65%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- OTP zaksięguje cały podatek bankowy (15 mld HUF) w 1Q'18 oraz będzie to pierwszy pełny kwartał konsolidacji Wojvodzanska Banka.

- Wzrost wyniku odsetkowego o 3,0% q/q oraz sezonowy spadek prowizyjnego o 12% q/q.

- Bardzo niskie saldo rezerw na poziomie 13 mld HUF (-30% q/q).

- Spadek kosztów operacyjnych o 10,5% q/q.

### Słabsze wyniki PZU

- Spadek wyników q/q spowodowany będzie gorszym wynikiem lokacyjnym. Ponadto oczekujemy wysokiego poziomu odszkodowań w kwartale.

- Oczekujemy spadku składki przypisanej brutto w 1Q'18 o -1,3% q/q, ale wzrostu o 1,2% r/r.

- Spadek SPB spowodowany segmentem majątkowym (-5,4% q/q).

- Wzrost składki zarobionej netto na poziomie +8,6% r/r.

- Oczekujemy wzrostu odszkodowań o 4,4% q/q oraz 3,8% r/r, ze względu na nowe rezerwy na zadośćuczynienia oraz sezonowo wyższą śmiertelność.

- Wynik inwestycyjny na poziomie 209 mln PLN (bez banków).

- Spadek kosztów operacyjnych (bez banków) o 5,9% q/q.

- Niski wzrost floty w 1Q'18 na poziomie +259 q/q samochodów.

- Niski wzrost wolumenu samochodów przełoży się na spadek przychodów z leasingu operacyjnego.

- Oczekujemy poprawy zysku na remarketingu do poziomu 2,6 mln PLN z 1,6 mln PLN w 4Q'17.

- Spadek kosztów zarządu do poziomu 10,6 mln PLN z poziomu 12,6 mln PLN w 4Q'17.

- Wyniki stanowią 18% naszej prognozy na cały rok.

- Wzrost opłaty za zarządzanie (+1,0% q/q) ze względu na napływ funduszy niskomarżowych (+14% q/q).

- Oczekujemy opłaty zmiennej na poziomie 5,7 mln PLN w kalendarzowym 1Q'18 (fiskalne 3Q'17/18).

- Dobra sprzedaż funduszy spowoduje wzrost opłaty dystrybucyjnej o 5,0% q/q.

- Wzrost kosztów pracowniczych o 20% q/q ze względu na wyższą opłatę zmienną w kwartale.

- Wynik za fiskalne 9M'17/18 stanowi 65% naszej prognozy rocznej.

## Chemia, paliwa

### Kwartał pod znakiem drożęcej ropy

- Głównymi determinantami wyników spółek paliwowych będą słabszy dolar i drożęca ropa. Takie otoczenie negatywnie odbije się na segmencie rafinerijnym.

<b>Ciech</b>		kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		85,40 PLN		29-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	881,9	898,4	-2%	3781,5	23%
EBITDA	176,9	186,4	-5%	797,3	22%
marża EBITDA	20,1%	20,7%		21,1%	
EBIT	114,9	126,8	-9%	542,6	21%
Zysk brutto	101	95,7	6%	500,8	20%
Zysk netto	79,6	78,0	2%	393,0	20%

<b>Grupa Azoty</b>		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		67,13 PLN		10-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	2710,8	2687,2	1%	9967,8	27%
EBITDA	426,2	447,7	-5%	1276,8	33%
marża EBITDA	15,7%	16,7%		12,8%	
EBIT	271,4	313,7	-14%	609,0	45%
Zysk brutto	265,4	318,2	-17%	570,2	47%
Zysk netto	180,5	247,4	-27%	420,6	43%

<b>Polwax</b>		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		18,80 PLN		11-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	49,3	58,1	-15%	320,1	15%
EBITDA	2,9	5,8	-50%	30,9	9%
EBIT	1,7	4,7	-64%	26,3	6%
Dział. finansowa	0,0	-0,4	-	-2,0	-
Zysk netto	1,4	3,4	-60%	19,7	7%

<b>MOL</b>		trzymaj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		2 898 HUF		04-05-2018	
(mld HUF)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	1133,0	965,6	17%	4619,7	25%
skor. EBITDA LIFO	159,5	178,0	-10%	565,7	28%
efekt LIFO	4,0	13,1	-	13,0	30%
EBITDA	163,4	191,2	-14%	578,7	28%
EBIT	89,3	120,0	-26%	278,3	32%
Dział. finansowa	0,7	-9,7	-	-7,1	-9%
Zysk netto	68,0	93,9	-28%	193,1	35%

<b>PGNiG</b>		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		7,96 PLN		23-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	12 906	11 652	11%	37 077	35%
skor. EBITDA	2 966	2 821	5%	8 418	35%
EBITDA	2 966	2 769	7%	8 418	35%
EBIT	2 262	2 074	9%	5 720	40%
Dział. finansowa	39	31	26%	-46	-
Zysk netto	1 680	1 599	5%	4 208	40%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

### Drożące surowce energetyczne w 1Q'18

- Ciech i Azoty będą musiały zmierzyć się z drożącymi cenami surowców energetycznych. Jednakże oczekujemy umiarkowanych spadków wyników w ujęciu r/r.

- W 1Q'18 oczekujemy nieznacznie słabszych r/r wyników w segmencie sody (EBITDA oczyszczona -9,2% r/r) oraz organiki (EBITDA oczyszczona -6,3% r/r). Porównywalne wyniki powinny mieć miejsce w segmencie szkła.

- W 1Q'18 spodziewamy się nieznacznej presji ze strony surowców energetycznych na segment sody (gaz + węgiel koksowy) oraz nieco słabszej sprzedaży w segmencie szkła (z uwagi na realizowany program inwestycyjny).

- Niższy r/r wolumen sprzedaży nawozów azotowych (-2,6% r/r) oraz wieloskładnikowych (-2,5% r/r). Oczekujemy 2% r/r wzrostów wolumenów sprzedaży w melaminie, alkoholach OXO, plastyfikatorów i bieli tytanowej.

- Spadek EBITDA w seg. nawozów (-28% r/r) przez wyższe ceny gazu oraz niższe r/r ceny naw. saletrzanych.

- Dobre otoczenie w tworzywach sztucznych (EBITDA +30% r/r) oraz produktach chemicznych (EBITDA +11% r/r).

- Spółka podała wstępne dane za 1Q i są one bardzo słabe.
- Sytuacja na rynku gaczy pozostawała trudna (presja na ceny spotowe). Podobnie jak w 4Q'17 spółka ograniczała wolumeny walcząc o podwyżki cen.
- W efekcie EBITDA spadła o 50% r/r, ale liczymy, że w kolejnych kwartałach podaży gaczy w regionie spadnie i parafiny zaczną drożeć, co wesprze wyniki Polwaxu.

- EBITDA upstream wzrost r/r głównie na cenach ropy przy podobnym wolumenie (68 mld HUF vs 63 mld HUF).

- W rafinerii pogorszenie makro i przestój remontowy na Słowacji zaowocują spadkiem CCS EBITDA o 30% r/r (39,8 mld HUF), podobnie jak w petrochemii (25,4 mld HUF vs 36 mld HUF rok wcześniej).

- W detalu zakładamy kontynuację wzrostów +15% r/r (do 18 mld HUF).

- W seg. gazowym oczekujemy zbliżonych wyników r/r.

- EBITDA w wydobyciu 1,59 mld PLN vs 1,37 mld PLN na wyższych wolumenach i cenach ropy oraz rozliczeniu gazu z obrotem po wyższych cenach RDN.

- EBITDA obrotu niższa r/r (0,28 mld PLN vs 0,36 mld PLN) z uwagi na przesunięcie marży do upstreamu (zakup po wysokich cenach RDN) i zawyżoną bazę związaną z tanimi zapasami (łącznie te 2 efekty szacujemy na -0,2 mld PLN).

- W dystrybucji +8% r/r na wolumenach (0,75 mld PLN).

## Energetyka, surowce

### Dobre wyniki na wytwarzaniu, lepiej też w dystrybucji

- Lekko pozytywnie oceniamy 1Q w PGE, szczególnie w kontekście niskiego konsensusu rocznego. W przypadku Enei oczekujemy nadrobienia słabszego początku roku w kolejnych okresach (większa produkcja z bloku 11 i powrót bloku 500 MW oraz odbudowanie wolumenów w LWB).

CEZ Kamil Kliszcz	redukuje			wyniki:	
(mln CZK)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
	449,51 CZK			10-05-2018	
Przychody	54 619	52 822	3%	204375	27%
skor. EBITDA	18 258	18 452	-1%	53 708	34%
EBITDA	18 258	19 152	-5%	53 708	34%
EBIT	10 616	11 655	-9%	22 752	47%
Dział. finansowa	-1 453	-994	46%	-4 762	31%
Zysk netto	7 422	8 569	-13%	14 423	51%

Enea Kamil Kliszcz	kupuje			wyniki:	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
	11,78 PLN			24-05-2018	
Przychody	2 886	2 710	6%	12 102	24%
skor. EBITDA	645	723	-11%	2 943	22%
EBITDA	670	666	1%	2 943	23%
EBIT	307	383	-20%	1 529	20%
Dział. finansowa	-56	20	-	-194	29%
Zysk netto	196	295	-33%	978	20%

Energa Kamil Kliszcz	kupuje			wyniki:	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
	14,91 PLN			10-05-2018	
Przychody	2 801	2 710	3%	11 216	25%
skor. EBITDA	626	589	6%	2 250	28%
EBITDA	626	601	4%	2 250	28%
EBIT	382	355	8%	1 231	31%
Dział. finansowa	-67	26	-	-228	29%
Zysk netto	255	310	-18%	784	33%

PGE Kamil Kliszcz	kupuje			wyniki:	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
	12,89 PLN			15-05-2018	
Przychody	7 400	5 741	29%	25 696	29%
skor. EBITDA	2 214	1 881	18%	7 413	30%
EBITDA	2 214	1 949	14%	7 413	30%
EBIT	1 349	1 201	12%	4 035	33%
Dział. finansowa	-94	-54	-	-298	-
Zysk netto	959	964	-1%	2 978	32%

Tauron Kamil Kliszcz	trzymaj			wyniki:	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
	2,73 PLN			16-05-2018	
Przychody	4 826	4 590	5%	17 909	27%
skor. EBITDA	1 062	995	7%	3 396	31%
EBITDA	1 292	1 185	9%	3 396	38%
EBIT	875	774	13%	1 668	52%
Dział. finansowa	-89	46	-	-185	48%
Zysk netto	637	640	0%	1 167	55%

JSW Jakub Szkopek	kupuje			wyniki:	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
	108,14 PLN			17-05-2018	
Przychody	2452,0	2376,0	3%	9691	25%
EBITDA skor.	893,8	1239,7	-28%	3630,1	25%
marża EBITDA	36,5%	52,2%		37,5%	
EBIT skor.	688,2	1046,6	-34%	2807,5	25%
Zysk netto skor.	544,3	864,5	-37%	2275,0	24%

KGHM Jakub Szkopek	kupuje			wyniki:	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
	115,43 PLN			15-05-2018	
Przychody	4209,2	4911,0	-14%	21439	20%
EBITDA skor.	890,4	1581,0	-44%	5135,0	17%
marża EBITDA	21,2%	32,2%		24,0%	
EBIT skor.	485,6	1210,0	-60%	3485,3	14%
Zysk netto skor.	335,4	398,0	-16%	2418,8	14%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

### Rosnące koszty, umocnienie PLN do USD

- Spółki surowcowe w 1Q'18 zmierzają się ze wzrostem kosztów wydobycia i umocnieniem PLN do USD.

- Skor. EBITDA zbliżona r/r głównie dzięki dobrym wynikom na wytwarzaniu konwencjonalnym (9 mld CZK vs 8,8 mld CZK) wspieranym przez wyższe ceny energii w hedgingu.
- W dystrybucji zakładamy nieznaczny spadek r/r (efekt bazy odniesienia i zmiany IFRS), podobnie jak w obrocie z uwagi na marżę pierwszego stopnia (powrót wzrostów na cenach zakupu).
- Wyk. prognozy EBITDA'18 zgodne ze wzorcem sezonowym.

- EBITDA w wytwarzaniu powinna wzrosnąć r/r (0,25 mld PLN vs 0,2 mld PLN) z uwagi na wzrost cen energii (przy mniejszej od rynku podwyżce węgla) i pierwsze wolumeny z efektywnego bloku 11.
- W dystrybucji oczekujemy wzrostu EBITDA o 4% r/r na wyższym WRA, w obrocie wynik powinien być zbliżony r/r.
- Niskie wykonanie 1Q powinno być nadrobione w kolejnych okresach – wyższe wolumeny w wytwarzaniu i LWB.

- Spółka podała już wstępne dane EBITDA za 1Q.
- EBITDA wytwarzania była zbliżona r/r (0,1 mld PLN).
- W dystrybucji pojawiła się ujemna dynamika z uwagi na zawyżoną bazę odniesienia (509 mln PLN vs 530 mln PLN).
- W obrocie wyraźny wzrost z uwagi na rozwiązanie umów z farmami wiatrowymi (53 mln PLN vs -10 mln PLN).
- Wykonanie naszej prognozy EBITDA'18 (28%) jest zbliżone do wzorca historycznego i nie ma ryzyka rewizji.

- Spółka podała już wstępne dane EBITDA za 1Q.
- EBITDA wytwarzania – wyższe ceny energii i niższy wolumen na węglu brunatnym oraz 0,4 mld PLN z EDF Polska – w efekcie wzrost zysku segmentu do 1,3 mld PLN.
- W dystrybucji wzrost EBITDA o 3% r/r z uwagi na wyższy WACC i WRA, w obrocie ze względu na wysoką bazę (tanie certyfikaty OZE) spadek o 22% (do 189 mln PLN).
- Wynik netto ma wynieść 959 mln PLN.

- Spółka podała już wstępne dane EBITDA za 1Q i wynik wzmocniony rozwiązaniem rezerw na 0,23 mld PLN
- Poprawa EBITDA w wydobyciu dzięki wyższym cenom węgla (10 mln PLN vs skor. -9,5 mln PLN), w wytwarzaniu poprawa skor. EBITDA z 0,19 mld PLN do 0,2 mld PLN.
- W dystrybucji lekki 5% wzrost EBITDA z uwagi na wyższe WRA i WACC, w obrocie skor. EBITDA -6% (droższe OZE).

- W 1Q'18 spółka będzie beneficjentem wyższych o 3% r/r wolumenów produkcji węgla. Z drugiej strony Mining Cash Cost wzrośnie o 6% r/r z uwagi na przywrócone przywileje pracownicze oraz rosnące koszty wydobycia.
- Wynikiem w 1Q'18 nie sprzyja umocnienie PLN do USD (ceny koksu są wyższe r/r, ale efekt jest znoszony przez silniejszą PLN do USD).

- Wyniki w 1Q'18 będą pod presją spadających wolumenów produkcji i sprzedaży miedzi, srebra i złota (efekt przestoju Huty Głogów I w 4Q'17 oraz budowanie zapasów pod przestój Huty Głogów II w 2Q'18). Dodatkowo negatywnie na wynik wpływało obserwowane umocnienie PLN do USD.
- Spółka przedstawiła już szacunkowe wolumeny produkcji i sprzedaży na 1Q'18.

## Telekomunikacja, media, IT

## Spadek EBITDA sektora w 1Q'18

- Spadek wyniku EBITDA we wszystkich pokrywanych spółkach o 2,1% r/r łącznie.

Play	trzymaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel	33,50 PLN			14-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	1628,4	1580,8	3%	7061,1	23%
EBITDA	512,3	503,9	2%	2351,4	22%
marża EBITDA	31,5%	31,9%		33,3%	
EBIT	310,6	313,4	-1%	1535,9	20%
Zysk brutto	214,1	61,3	249%	1193,1	18%
Zysk netto	164,9	18,5	-	918,7	18%

Agora	kupuj			wyniki:	
Paweł Szpigiel	18,40 PLN			16-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	276,4	301,0	-8%	1191,2	23%
EBITDA	37,2	28,1	32%	129,8	29%
marża EBITDA	13,5%	9,3%		10,9%	
EBIT	11,5	3,6	220%	38,6	30%
Zysk brutto	9,0	1,0	-	35,7	25%
Zysk netto	5,9	-8,2	-	24,5	24%

Cyfrowy Polsat	trzymaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel	25,30 PLN			10-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	2328,9	2388,6	-3%	11504	20%
EBITDA	867,0	929,5	-7%	3920,4	22%
marża EBITDA	37,2%	38,9%		34,1%	
EBIT	432,2	457,2	-5%	1960,3	22%
Zysk brutto	322,2	302,2	7%	1543,8	21%
Zysk netto	270,9	279,4	-3%	1250,4	22%

Wirtualna Polska	akumuluj			wyniki:	
Paweł Szpigiel	60,00 PLN			22-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	117,6	103,5	14%	518,6	23%
EBITDA	31,8	20,8	53%	160,4	20%
marża EBITDA	27,1%	20,1%		30,9%	
EBIT	18,2	8,7	108%	104,9	17%
Zysk brutto	10,2	4,2	139%	84,6	12%
Zysk netto	7,9	3,0	166%	76,0	10%

Ailleron	równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel	30-05-2018			30-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	17,7	17,3	1%	116,7	15%
EBITDA	2,5	2,4	-1%	20,7	12%
marża EBITDA	14,0%	13,9%		17,8%	
EBIT	0,6	0,7	-20%	12,3	5%
Zysk brutto	0,3	0,5	-4%	11,5	3%
Zysk netto	0,2	0,5	-1%	10,4	2%

Asseco Poland	redukuje			wyniki:	
Paweł Szpigiel	41,20 PLN			28-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	2089,1	2068,3	1%	8833,9	24%
EBITDA	243,9	246,3	-1%	1073,9	23%
marża EBITDA	11,7%	11,9%		12,2%	
EBIT	132,8	165,2	-20%	705,0	19%
Zysk brutto	120,8	126,2	-4%	660,9	18%
Zysk netto	60,2	60,9	-1%	243,7	25%

Asseco SEE	przeważają			wyniki:	
Paweł Szpigiel	07-05-2018			07-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	150,1	133,2	13%	637,6	24%
EBITDA	22,8	22,3	2%	111,1	20%
marża EBITDA	15,2%	16,7%		17,4%	
EBIT	11,7	12,8	-9%	69,8	17%
Zysk brutto	11,5	13,0	-11%	69,6	17%
Zysk netto	9,0	10,1	-11%	56,8	16%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Negatywny wpływ wprowadzenia IFRS15 na wyniki spółek.
- Odbicie na rynku reklamy, silne wzrosty reklamy internetowej.

- Spadek dynamiki wzrostu przychodów do 3,0% r/r (vs +7,4% i +9,9% w 4Q'17 i 3Q'17) z/w na mniejsze obroty sprzętem i niższe tempo wzrostu bazy aktywnych użytkowników postpaid (>+50 tys. netto w 1Q'18).
- Wzrost kosztów bezpośrednich z/w na wyższe koszty roamingu krajowego (umowa z Orange Polska) oraz wprowadzenie RLAH w czerwcu'18.
- Pierwszy raz od IPO spadek EBITDA r/r.

- Spadek EBITDA w segmencie Film i Książka (z/w na wysoką bazę sprzed roku w efekcie produkcji „Sztuki kochania”).
- Wzrost wyników segmentów Internet oraz Radio z/w na dość dobrą koniunkturę na rynku reklamy.
- Jednorazowy wpływ 14,9 mln PLN z tytułu sprzedaży nieruchomości.
- Oczyszczona EBITDA = 22,3 mln PLN (-21% r/r).

- Wpływ wprowadzenia IFRS rzędu 35 mln PLN na linii przychody i EBITDA w 1Q'18.
- Dość słaby zestaw KPIs (niskie wzrosty RGUs z wyjątkiem mobilnego postpaid + spadek ARPU na klienta o 1,0% r/r).
- Spadek przychodów detalicznych nadrobiony dobrymi rezultatami części TV.
- EBITDA z pominięciem wpływu IFRS15 na poziomie 902 mln PLN (tj. -3,0% r/r).

- Poprawa koniunktury na rynku reklamy, z pominięciem barteru przychody wyniosą 111,6 mln PLN (+17,0% r/r).
- Baza kosztowa bez barteru i amortyzacji wzrosła o 11% (głównie na linii usługi obce z/w na wyższy udział e-commerce).
- Po eliminacji zdarzeń jednorazowych, barteru i wpływu projektu TV EBITDA wyniesie 35,2 mln PLN i będzie 21,5% wyższa r/r – wyraźna poprawa trendów na wynikach.

- Relatywnie słabe wyniki outsourcingu w 1Q'18 z/w na deprecjację PLN vs USD i EUR r/r oraz nieustanną presję na wynagrodzenia.
- Segment Hoteltech po pierwszym zanotowanym zysku w 4Q'17 powinien powrócić do generowania strat.
- Brak przełomowych wdrożeń produktu Livebank (umiarkowany wzrost zysku segmentu Fintech).
- Wyniki porównywalne r/r.

- Matka ACP powinna wykazać poprawę trendów, tj. spadek na linii EBIT o 9% r/r (28,8 mln PLN) vs -30% r/r w 4Q'17.
- Wyraźna poprawa powinna być zauważalna na rynku izraelskim, gdzie spodziewamy się zysku netto rzędu 4,0 mln PLN (vs 0,4 mln PLN rok wcześniej).
- Wpływ większej amortyzacji PP&A na wyniki grupy.
- Zysk netto stabilny r/r – wyraźna poprawa trendu.

- Wyraźny wpływ rozwiązania umowy z Nova Kredita Banka Maribor: ASEE rozpozna ok. -2,7 mln PLN na linii EBIT. Ponadto spółka będzie mieć częściowo niezaalokowane moce pracownicze, co negatywnie wpłynie na rentowność.
- Dobra koniunktura w obszarze płatności (szacujemy poprawę zysku brutto o 25%).
- Wynik EBITDA stabilny r/r – dość słaby wynik, jednak ASEE prezentuje atrakcyjne wskaźniki wyceny.

<b>Atende</b>		<b>przeważaj</b>			<b>wyniki:</b>	
<b>Paweł Szpigiel</b>					<b>17-05-2018</b>	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	48,5	42,7	13%	300,3	16%	
EBITDA	2,2	1,5	44%	29,8	7%	
marża EBITDA	4,5%	3,5%		9,9%		
EBIT	0,5	-0,2	-	23,0	2%	
Zysk brutto	0,0	-0,4	-	23,0	0%	
Zysk netto	0,4	0,0	-	15,6	3%	

<b>Wasko</b>		<b>przeważaj</b>			<b>wyniki:</b>	
<b>Paweł Szpigiel</b>					<b>18-05-2018</b>	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	65,4	58,4	12%	312,4	19%	
EBITDA	3,8	5,5	-30%	31,1	18%	
marża EBITDA	5,8%	9,4%		10,0%		
EBIT	0,3	2,1	-	17,6	12%	
Zysk brutto	0,0	2,2	-	16,8	13%	
Zysk netto	0,0	1,3	-	12,8	11%	

<b>CD Projekt</b>		<b>sprzedaj</b>			<b>wyniki:</b>	
<b>Piotr Bogusz</b>		<b>90,80 PLN</b>			<b>24-05-2018</b>	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	80,6	99,3	-19%	496,3	16%	
EBITDA	25,6	54,8	-53%	247,7	10%	
marża EBITDA	31,8%	55,2%		49,9%		
EBIT	24,4	53,8	-55%	242,2	10%	
Zysk brutto	24,4	56,8	-57%	242,8	10%	
Zysk netto	19,8	45,3	-56%	197,7	10%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Wzrost obrotów w spółce matce o 13% r/r z/w na realizację kontraktu dla MONu wpłynie na pomniejszenie straty operacyjnej r/r do -0,5 mln PLN
- Kontynuacja dobrych wyników spółek córek.
- Pomimo wzrostu kosztów SG&A o 10% r/r, wyniki całej grupy będą wyższe r/r.

- Okres 1Q'18 jest sezonowo bardzo słaby w Wasko, zwracamy uwagę na bardzo wysoką bazę z/w na wpływ na wyniki jednego z kontraktów publicznych w 1Q'17.
- Spadek kosztów SG&A o ponad 11% r/r.
- Spadek wyniku EBITDA o >30% r/r – słaby wynik za 1Q'18, jednak ciągle zakładamy wzrost wyników rocznych w 2018 r. w ujęciu r/r.

- 1Q jest najmniej istotnym okresem dla spółki pod względem generowania wyników.
- Oczekujemy spadku sprzedaży w obu segmentach, co powinno przełożyć się na spadek przychodów o 19% r/r do 80,6 mln PLN.
- Wyższe nakłady na marketing oraz rosnące koszty wynagrodzeń (większe zatrudnienie), powinny negatywnie wpłynąć na rentowność EBIT spółki w 1Q'18.



## Przemysł

Alumetal		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					23-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	399,0	377,2	6%	1603,7	25%	
EBITDA	28,5	25,5	12%	108,3	26%	
marża EBITDA	7,1%	6,8%		6,8%		
EBIT	21,5	18,6	16%	79,6	27%	
Zysk netto	19,3	16,6	16%	70,7	27%	

Amica		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					30-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	607,3	574,1	6%	2733,8	22%	
EBITDA	51,9	50,9	2%	214,7	24%	
marża EBITDA	8,6%	8,9%		7,9%		
EBIT	39,6	38,6	3%	165,1	24%	
Zysk netto	47,8	25,4	89%	139,8	34%	

Aparator		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					17-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	209,6	220,7	-5%	867,7	24%	
EBITDA	28,9	33,1	-13%	128,6	23%	
marża EBITDA	13,8%	15,0%		14,8%		
EBIT	19,5	23,8	-18%	89,3	22%	
Zysk netto	14,6	16,5	-12%	67,8	22%	

Boryszew		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					14-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	1617,0	1601,3	1%	6501,4	25%	
EBITDA	123,0	128,3	-4%	482,5	25%	
marża EBITDA	7,6%	8,0%		7,4%		
EBIT	92,8	93,6	-1%	340,3	27%	
Zysk netto	56,9	65,3	-13%	190,6	30%	

Cognor		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					30-04-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	501,4	429,5	17%	2079,7	24%	
EBITDA	44,2	41,2	7%	141,5	31%	
marża EBITDA	8,8%	9,6%				
EBIT	34,2	31,6	8%	99,7	34%	
Zysk netto	15,6	28,5	-45%	50,8	31%	

Elemental		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					28-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	377,4	349,0	8%	1450,3	26%	
EBITDA	16,1	21,7	-26%	70,0	23%	
marża EBITDA	4,3%	6,2%		7,5%		
EBIT	13,6	19,5	-30%	60,7	22%	
Zysk netto	9,8	11,5	-15%	42,4	23%	

Ergis		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					15-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	191,0	183,4	4%	803,8	24%	
EBITDA	13,7	17,0	-20%	56,5	24%	
marża EBITDA	7,2%	9,3%		7,0%		
EBIT	7,5	11,2	-33%	32,1	23%	
Zysk netto	5,2	8,4	-38%	19,7	27%	

Famur		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		7,06 PLN			28-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	450,0	226,3	99%	2059,0	22%	
EBITDA	90,3	71,5	26%	438,7	21%	
marża EBITDA	20,1%	31,6%		21,0%		
EBIT	35,3	41,4	-15%	274,8	13%	
Zysk netto	24,2	36,8	-34%	200,7	12%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

■ W 1Q'18 oczekujemy 5% wzrostu r/r wolumenu sprzedaży do 48,4 tys. ton.

■ Pozytywnie na wyniki wpływać powinny poprawiające się marże na podstawowych stopach aluminium, które w 1Q'18 wzrosły do najwyższego poziomu od sierpnia 2015 roku.

■ W 1Q'18 Amica wchodzi w niską bazę rezultatów, co naszym zdaniem może pozwolić na złamanie obserwowanego w ostatnich trzech kwartałach spadkowego trendu wyników.

■ W 1Q'18 oczekujemy, że Amica rozwiąże aktywo podatkowe na kwotę 19 mln PLN, co przełoży się pozytywnie na wartość wyniku netto.

■ W 1Q'18 Aparator odczuwać będzie wysoką bazę rezultatów z 1Q'17. Wówczas Aparator realizował duże kontrakty eksportowe w USD po zabezpieczonym wysoko kursie walutowym. Oczekujemy, że na wyniki negatywnie wpływać będzie pogarszająca się sytuacja w Aparator Elkomtech.

■ Podobnie jak w przypadku Impexmetal, tak również w Boryszewie w 1Q'17 w wynikach miała miejsce wysoka baza rezultatów, co powoduje, że przy rosnących kosztach pracy i surowców trudniej jest poprawiać wyniki operacyjne.

■ W 1Q'18 Cognor dalej korzystać będzie z utrzymującego się popytu na wyroby stalowe oraz wysokich marży na produkcji prętów żebrowanych. Naszym zdaniem poprawiające się marże na produktach będą łagodzić dynamiczny wzrost kosztów elektrod. Mimo wysokiej bazy porównawczej oczekujemy, że Cognor może przedstawić wyższe r/r wyniki operacyjne.

■ W 1Q'18 oczekujemy 9% r/r wzrostu wolumenów sprzedaży. Negatywnie na poziom realizowanych cen może mieć obserwowane r/r umocnienie PLN do USD.

■ W naszych prognozach nie zakładamy żadnych zdarzeń jednorazowych. W 1Q'17 saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +2 mln PLN.

■ Wstępne szacunki zarządu na 1Q'18 okazały się o 15% niższe od naszych wcześniejszych prognoz. Głównymi czynnikami według zarządu wpływającymi na słabsze wyniki są wyższe wynagrodzenia oraz niekorzystna wzrosty cen surowców.

■ Obok prezentujemy naszą aktualną prognozę na 1Q'18 (skorygowaną po danych wstępnych).

■ W 1Q'18 oczekujemy odbudowy marży EBITDA względem 3Q'17 oraz 4Q'17 w efekcie podwyżek cen kontraktów oraz stawek dzierżawnych.

■ Oczekujemy, że obroty wyniosą około 450 mln PLN, z czego 295 mln PLN przypadają będzie na Underground, a 155 mln PLN na Surface.

<b>Forte</b>		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					29-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	295,0	293,7	0%	1148,2	26%	
EBITDA	25,1	46,5	-46%	132,2	19%	
marża EBITDA	8,5%	15,8%		11,5%		
EBIT	16,1	40,4	-60%	97,2	17%	
Zysk netto	7,1	31,3	-77%	55,4	13%	

<b>Impexmetal</b>					wyniki:	
Jakub Szkopek					10-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	856,7	850,8	1%	3607,1	24%	
EBITDA	53,8	55,0	-2%	233,4	23%	
marża EBITDA	6,3%	6,5%		6,5%		
EBIT	38,5	40,1	-4%	167,7	23%	
Zysk netto	29,3	28,8	2%	121,6	24%	

<b>Kernel</b>		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		53,46 PLN			25-05-2018	
(mln USD)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	553,7	615,0	-10%	2565,0	63%	
EBITDA	61,1	80,7	-24%	236,3	78%	
marża EBITDA	11,0%	13,1%		15,5%		
EBIT	40,9	67,3	-39%	183,4	66%	
Zysk netto	20,9	32,9	-37%	107,0	104%	

<b>Kruszwica</b>		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					15-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	567,5	622,1	-9%	2333,6	24%	
EBITDA	21,2	19,8	7%	125,4	17%	
marża EBITDA	3,7%	3,2%		5,4%		
EBIT	12,7	11,3	12%	97,4	13%	
Zysk netto	8,7	8,5	2%	73,3	12%	

<b>Mangata</b>		niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					17-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	161,8	156,4	3%	656,8	25%	
EBITDA	23,2	23,7	-2%	91,7	25%	
marża EBITDA	14,3%	15,2%		14,0%		
EBIT	17,0	17,5	-3%	64,7	26%	
Zysk netto	12,4	11,7	6%	48,3	26%	

<b>Pfleiderer Group</b>		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					16-05-2018	
(mln EUR)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	272,6	252,4	8%	1065,3	26%	
EBITDA	30,0	30,8	-3%	135,7	22%	
marża EBITDA	11,0%	12,2%		12,7%		
EBIT	11,2	12,4	-10%	61,0	18%	
Zysk netto	6,0	10,4	-42%	37,0	16%	

<b>Pozbud</b>		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					18-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	27,0	32,7	-17%	180,7	15%	
EBITDA	3,7	4,7	-22%	25,4	14%	
marża EBITDA	13,6%	14,4%		14,1%		
EBIT	2,5	3,6	-30%	20,8	12%	
Zysk netto	1,4	1,9	-27%	14,6	10%	

<b>Stelmet</b>		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		27,72 PLN			28-06-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	167,2	161,5	4%	592,0	39%	
EBITDA	26,5	24,0	10%	84,3	31%	
marża EBITDA	15,8%	14,9%		14,0%		
EBIT	16,0	14,9	7%	45,7	35%	
Zysk netto	9,1	25,6	-64%	41,8	22%	

<b>Tarczyński</b>		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					25-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	175,8	172,3	2%	751,1	23%	
EBITDA	11,6	11,7	-1%	55,1	21%	
marża EBITDA	6,6%	6,8%		7,3%		
EBIT	4,4	4,7	-6%	26,3	17%	
Zysk netto	2,2	2,4	-9%	15,7	14%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Spółka podała w komunikacie bieżącym, że sprzedaż w 1Q'18 wyniosła 295 mln PLN i była o 0,6% r/r wyższa, natomiast EBITDA wyniosła 23 mln PLN (50,5% r/r).
- Według naszych szacunków relacja długu netto do EBITDA za ostatnie 12 miesięcy może wzrosnąć do poziomu 5,0x na koniec 1Q'18.

- W 1Q'18 oczekujemy zbliżonych r/r wyników finansowych w Grupie Impexmetal.
- Poprawie rezultatów nie sprzyja efekty wysokiej bazy. Praktycznie wszystkie segmenty zanotowały spadek marży w 4Q'17, co naszym zdaniem może mieć wpływ na wyniki w 1Q'18.

- W fiskalnym 3Q'18 (1Q'18) wolumen sprzedaży oleju słonecznikowego luzem wyniósł 252,7 tys. ton (-14% r/r), co wynikało z częściowego przesunięcia wolumenów na kolejny kwartał. Sprzedaż zboża w 3Q'18 (1Q'18) wyniosła 1087,6 tys. ton i była o 21,8% r/r niższa.
- Obok przedstawiamy naszą prognozę wyników na podstawie wolumenów sprzedaży.

- W 1Q'18 oczekujemy spadkowych wolumenów sprzedaży (-6,7% r/r; efekt wysokiej bazy 1Q'17) oraz nieznacznie niższych cen produktów (przychód na tonę -2,2% r/r).
- Wyższe natomiast powinny być realizowane marże z uwagi na wyższe zbiory rzepaku w sezonie 2016/2017.

- W 1Q'18 oczekujemy zbliżonych r/r wyników finansowych. Nadal naszym zdaniem spółka będzie odczuwać presję kosztową ze strony wynagrodzeń oraz cen surowców.
- Warto zwrócić uwagę, że w 1Q'17 marża EBITDA Grupy znajdowała się na najwyższym w całym roku poziomie (wysoka baza).

- W 1Q'18 oczekujemy dalszego dynamicznego wzrostu średnich cen sprzedaży.
- Naszym zdaniem rosnące koszty surowców chemicznych nadal będą skutkowały presją na wyniki finansowe, ale różnica między wynikami powinna zanikać w efekcie wejścia w niską bazę rezultatów.

- W 1Q'18 negatywnie na dynamikę wyników wpływać będzie wysoka baza wyników z 1Q'17 w segmencie usług budowlanych. W 1Q'17 spółka zanotowała rekordowo wysoki poziom obrotów w „budowlance”, a cały 2017 rok był na wysokiej 10% rentowności brutto ze sprzedaży.
- W 1Q'18 oczekujemy, że obroty stolarki osiągną 15% dynamiki r/r oraz poprawi się wynik brutto ze sprzedaży.

- Sprzyjająca pogoda oraz pierwsze symptomy uaktualnień cenników przełożą się na +4% r/r przychodów.
- Niższe koszty zakupu surowca drzewnego połączone z większą efektywnością produkcji w zakładzie w Grudziądzu powinny przełożyć się na wzrost rentowności EBITDA.
- Zakładamy ujemne różnice kursowe – osłabienie się PLN na przestrzeni kwartału (w ubiegłym roku dodatnie).

- W 1Q'18 oczekujemy 1,5% r/r wzrostu wolumenów sprzedaży przy 2% wzroście przychodu na tonie.
- Oczekujemy, że w 1Q'18 pozytywnie na wyniki wpływać będą oszczędności kosztowe z tytułu działań optymalizacyjnych oraz niższych kosztów zakupu surowca mięsnego. Zakładamy jednak, że spółka wyda około 1,75 mln PLN na reklamę, co pochłonie większość oszczędności.

## Budownictwo

### Wyniki bez wyraźnego trendu

- W 1Q'18 produkcja budowlana wzrosła aż o 26% r/r. W spółkach giełdowych spodziewamy się niższej dynamiki wzrostu. Marże w sektorze również powinny być pod presją.
- Historycznie 1Q generował w spółkach budowlanych ok. 10% całorocznego wyniku finansowego, stąd z punktu widzenia całorocznego potencjału znacznie kwartału jest umiarkowane.

Budimex		akumuluj		wyniki:	
Piotr Zybala		234,00 PLN		27-04-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	1303,8	1052,7	24%	7202,0	18%
Zysk brutto ze sprz.	150,4	163,0	-8%	760,8	20%
EBITDA	101,1	118,9	-15%	552,5	18%
EBIT	90,5	110,4	-18%	511,9	18%
marża	6,9%	10,5%		7,1%	
Zysk brutto	90,1	106,9	-16%	511,2	18%
Zysk netto	72,9	85,2	-14%	413,5	18%

Elektrobudowa		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		116,00 PLN		15-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	137,6	142,4	-3%	871,4	16%
Zysk brutto ze sprz.	8,9	9,0	-1%	76,4	12%
EBITDA	6,7	4,0	65%	63,7	10%
EBIT	3,0	0,6	443%	48,7	6%
marża	2,2%	0,4%		5,6%	
Zysk brutto	4,1	-0,6	-	53,6	8%
Zysk netto	3,2	-1,4	-	41,8	8%

Erbud		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		29,60 PLN		15-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	373,0	344,1	8%	1937,8	19%
Zysk brutto ze sprz.	22,8	24,9	-8%	140,2	16%
EBITDA	3,8	5,9	-36%	59,2	6%
EBIT	0,1	3,9	-97%	46,9	0%
marża	0,0%	1,1%		2,4%	
Zysk brutto	-1,2	0,3	-	41,7	-3%
Zysk netto	-0,9	0,3	-	31,3	-3%

Unibep		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		10,10 PLN		15-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	330,9	265,1	25%	1643,5	20%
Zysk brutto ze sprz.	30,3	17,8	70%	89,1	34%
EBITDA	19,9	7,3	172%	47,7	42%
EBIT	17,3	4,9	249%	36,5	47%
marża	5,2%	1,9%		2,2%	
Zysk brutto	17,6	4,7	275%	39,8	44%
Zysk netto	12,6	5,4	135%	30,6	41%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Relatywnie dobrych wyników finansowych oczekujemy w Budimeksie i w Unibepie. W przypadku tej drugiej spółki poprawa będzie jednak następstwem świetnych wyników segmentu deweloperskiego.

- Baza do wyników 1Q'18 jest bardzo wysoka (nadzwyczajne marże na przełomie 2016 i 2017 r.), stąd prognozujemy spadek ZN o 14% r/r.
- Nominalnie spodziewamy się dobrych wyników, które będą wsparciem dla naszej całorocznej prognozy.
- Oczekujemy ok. 10% I marży w segmencie budowlanym (vs 15% w 1Q'17).
- Istotna poprawa nastąpi w segmencie deweloperskim, w którym spółka przekazała 688 mieszkań (+68% r/r).

- Wyniki Elektrobudowy w 1Q minionego roku były obciążone stratą w segmencie produkcji. W 1Q'18 spodziewamy się, że wszystkie segmenty działalności będą rentowne.
- Prognozujemy lekki spadek przychodów w związku z kurczącym się portfelem zamówień.
- Sezonowo 1Q jest wyraźnie najsłabszym kwartałem w wynikach Elektrobudowy, a prognozowany przez nas poziom zysku jest zbliżony do 6-letniej średniej.

- Presja kosztowa ze strony podwykonawców może okazać się w tym roku wyższa niż pierwotnie zakładaliśmy. Adresujemy powyższe ryzyko w naszych prognozach na 1Q'18.
- Prognozujemy istotny spadek wyników w segmencie kubaturowym, który będzie częściowo zneutralizowany zyskiem z przejętej w 1Q'18 spółki IVT.

- W segmencie budowlanym marże będą pod presją, podobnie jak w przypadku Erbudu, niemniej liczymy na wysoką liczbę przekazania i dobrą rentowność w segmencie deweloperskim, który wypracuje zdecydowaną większość wyników spółki w 1Q.
- W 1Q oczekujemy przekazania ok. 170 mieszkań (ok. 80 mln PLN) przy marży 30%. Zakładamy, że ok. 80% I marży wypracuje segment deweloperski.
- W 1Q Unibep wypracuje ponad 40% całorocznego zysku.

## Deweloperzy

### Poprawa w większości spółek

- W 1Q deweloperzy mieszkaniowi rozliczyli w wynikach łącznie o 30% więcej mieszkań r/r. Wzrost przekazał przełożyć się na wyższy zysk netto w większości spółek z sektora.
- Jak dotąd wyniki opublikował jedynie Dom Development, prezentując zaskakująco wysoką marżę deweloperską w wysokości 30%.

<b>Atal</b>		akumuluj		wyniki:	
<b>Piotr Zybala</b>		47,00 PLN		22-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	285,5	198,8	44%	953,0	30%
Zysk brutto ze sprz. marża	80,6	57,0	42%	276,0	29%
	28,2%	28,7%		29,0%	
EBIT	73,6	50,9	45%	245,3	30%
Zysk brutto	71,8	49,5	45%	238,4	30%
Zysk netto	57,9	39,7	46%	192,8	30%

<b>Capital Park</b>		kupuj		wyniki:	
<b>Piotr Zybala</b>		8,35 PLN		28-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	34,0	29,6	15%	150,8	23%
Zysk brutto ze sprz. marża	25,5	21,8	17%	114,6	22%
	75,0%	73,7%		76,0%	
EBIT bez rew. i SOP	21,2	17,9	19%	99,4	21%
Rewaluacja	18,7	-100,2	-	9,4	199%
EBIT	40,4	-84,8	-	108,8	37%
Zysk brutto	20,7	-44,9	-	69,7	30%
Zysk netto	15,9	-45,9	-	54,7	29%

<b>Echo</b>		kupuj		wyniki:	
<b>Piotr Zybala</b>		6,13 PLN		29-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	73,4	67,7	8%	524,3	14%
Zysk brutto ze sprz. marża	15,3	9,8	55%	122,7	12%
	20,8%	14,5%		23,4%	
EBIT bez rew.	-13,0	-10,9	-	2,5	-
Rewaluacja	85,0	100,1	-15%	399,3	21%
EBIT	72,0	89,2	-19%	401,8	18%
Zysk brutto	62,3	75,6	-18%	368,7	17%
Zysk netto	52,3	62,3	-16%	302,9	17%

<b>GTC</b>		trzymaj		wyniki:	
<b>Piotr Zybala</b>		9,60 PLN		21-05-2018	
(mln EUR)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	39,3	30,2	30%	151,7	26%
Zysk brutto ze sprz. marża	27,1	21,9	24%	112,0	24%
	69,1%	72,5%		73,8%	
EBIT bez rew. i SOP	22,7	18,9	20%	92,7	25%
Rewaluacja	10,0	24,4	-59%	40,7	25%
EBIT	32,7	43,1	-24%	133,3	25%
Zysk brutto	25,6	33,1	-23%	103,9	25%
Zysk netto	22,4	32,2	-30%	91,1	25%

<b>LC Corp</b>		kupuj		wyniki:	
<b>Piotr Zybala</b>		3,50 PLN		15-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	257,3	192,2	34%	836,9	31%
Zysk brutto ze sprz. marża	84,4	79,5	6%	285,8	30%
	32,8%	41,4%		34,2%	
EBIT bez rew.	72,3	71,4	1%	234,2	31%
Rewaluacja	14,3	-83,6	-	17,7	81%
EBIT	86,6	-12,2	-	251,8	34%
Zysk brutto	74,5	12,2	511%	228,9	33%
Zysk netto	60,4	11,0	446%	185,4	33%

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Najlepszych wyników spodziewamy się w LC Corp i Atalu, które już po pierwszych trzech miesiącach roku powinny osiągnąć przynajmniej 30% wykonanie naszych prognoz rocznych.
- Wśród deweloperów powierzchni komercyjnych wyraźną poprawę r/r zaprezentuje Capital Park. W GTC i Echo spadek r/r wynika z wysokiej bazy minionego roku. Wyniki wszystkich spółek powinny wesprzeć nasze roczne prognozy.

- Prognozujemy, że Atal rozliczył w wynikach ok. 800 mieszkań przy marży na poziomie ok. 28% (vs 29% w 1Q'17).
- Niskie koszty administracyjne i finansowe pozwolą na utrzymanie ponadprzeciętnej marży netto na poziomie zbliżonym do osiągniętej w całym 2017 r. (ok. 20%).
- Szacujemy, że w 1Q Atal zrealizuje ok. 30% całorocznej prognozy.

- Wpływ różnic kursowych na wynik netto Capital Park szacujemy na ok. +9 mln PLN vs -50 mln PLN w 1Q'17.
- Prognozujemy wzrost oczyszczonego EBIT o 19% r/r w następstwie wzrostu poziomu wynajęcia nieruchomości pracujących.
- Spodziewamy się stopniowego wzrostu oczyszczonego EBIT w kolejnych kwartałach roku. Wykonanie rocznej prognozy po pierwszych trzech miesiącach wyniesie ok. 21%.

- Echo rozliczyło w 1Q'18 zaledwie 108 mieszkań, stąd oczyszczone o rewaluację wyniki Echo będą niskie, a zysk okresu będzie pochodną rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych.
- Nieruchomości inwestycyjne w budowie były na koniec 2017 r. relatywnie słabo zrewalutowane. Spodziewamy się pierwszej wyceny biurowca Opolska III oraz kolejnych przeszacowań w projektach o wyższym stopniu zaawansowania budowy i komercjalizacji. Łącznie zakładamy rewaluację na poziomie 85 mln PLN.

- Oczyszczone wyniki GTC nie powinny istotnie różnić się od osiągniętych w 4Q'17, niemniej w ujęciu r/r oczyszczony EBIT wzrośnie o ok. 20%, co jest przede wszystkim pochodną oddania do użytku Galerii Północnej w 3Q'17.
- Zakładamy, że rewaluacja w 1Q'18 wyniesie ok. 10 mln PLN, czyli 1/4 naszej całorocznej prognozy. Źródłem przeszacowania będą głównie nieruchomości inwestycyjne w budowie.
- Spodziewamy się wykonania oczyszczonego EBIT oraz FFO na poziomie ok. 24% prognozy rocznej.

- W 1Q'18 LCC przekazała 702 mieszkania, co stanowi 33% naszej całorocznej prognozy. Spodziewamy się, że lokale rozliczane w 1Q miały nieco wyższą marżę (27%) niż nasze założenia dla całego 2017 r. (26%).
- W segmencie komercyjnym oczekujemy umiarkowanego spadku NOI r/r oraz rewaluacji w wysokości 14 mln PLN (jedynie efekt różnic kursowych). Łączny wpływ różnic kursowych na ZN szacujemy na +6,5 mln PLN.
- Oczyszczony ZN szacujemy na +54 mln PLN, co stanowi 32% całorocznej prognozy.

## Handel, inne

## Kwartał o niskiej istotności dla całorocznego wyniku

- Niesprzyjające warunki pogodowe w miesiącach luty-marzec przełożyły się negatywnie na wyniki CCC, LPP, GRI, MON oraz TXM. Poprawę wyników r/r powinny odnotować BTM i VST (mniejsza zależność sprzedaży od pogody)

AmRest		redukuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		426,00 PLN			14-05-2018	
(mln EUR)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	348,0	265,6	31%	1555,4	22%	
Zysk brutto na sprz.	47,0	36,1	30%	247,9	19%	
marża	13,5%	13,6%		15,9%		
EBITDA	34,1	27,0	26%	173,6	20%	
marża EBITDA	9,8%	10,2%		11,2%		
EBIT	11,3	9,3	21%	71,2	16%	
Zysk brutto	8,5	6,6	28%	60,3	14%	
Zysk netto	6,5	4,8	36%	47,8	14%	

Bytom		przeważaj			wyniki:	
Piotr Bogusz		30-05-2018			30-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	39,6	35,2	12%	221,1	18%	
Zysk brutto na sprz.	19,4	16,1	20%	110,8	18%	
marża	49,1%	45,9%		50,1%		
EBITDA	0,0	-0,7	-	26,3	-	
marża EBITDA	0,1%	-2,0%		11,9%		
EBIT	-1,3	-1,9	-	19,5	-	
Zysk brutto	-1,4	-1,3	-	18,7	-	
Zysk netto	-1,2	-1,2	-	15,7	-	

CCC		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		295,00 PLN			15-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	691,7	720,4	-4%	5223,1	13%	
Zysk brutto na sprz.	316,0	350,7	-10%	2727,4	12%	
marża	45,7%	48,7%		52,2%		
EBITDA	-101,1	3,5	-	588,3	-	
marża EBITDA	-14,6%	0,5%		11,3%		
EBIT	-124,7	-16,1	-	480,5	-	
Zysk brutto	-138,5	-34,6	-	347,9	-	
Zysk netto	-155,5	-50,6	-	314,6	-	

Dino		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		103,50 PLN			15-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	1292,1	910,3	42%	5944,2	22%	
Zysk brutto na sprz.	297,4	208,6	43%	1375,7	22%	
marża	23,0%	22,9%		23,1%		
EBITDA	96,8	65,5	48%	541,9	18%	
marża EBITDA	7,5%	7,2%		9,1%		
EBIT	71,3	46,3	54%	429,1	17%	
Zysk brutto	60,0	38,0	58%	394,1	15%	
Zysk netto	48,6	30,5	60%	319,2	15%	

Eurocash		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		30,70 PLN			11-05-2018	
(mln PLN)	1Q'18P	1Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	5903,2	5193,2	14%	25772	23%	
Zysk brutto na sprz.	615,4	546,6	13%	2763,3	22%	
marża	10,4%	10,5%		10,7%		
EBITDA (skor.)	38,9	37,5	4%	429,1	9%	
marża EBITDA	0,7%	0,7%		1,7%		
EBIT (skor.)	-5,5	-7,0	-	247,4	-	
Zysk brutto (skor.)	-14,4	-16,2	-	176,7	-	
Zysk netto (skor.)	-13,1	-14,9	-	132,6	-	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Efekt Świąt Wielkanocnych oraz utrzymujące się dobre otoczenie makroekonomiczne powinny wspierać wyniki DNP, EAT oraz EUR.

- Szacowane przez nas przychody są zgodne ze wstępnymi szacunkami spółki. Sprzedaż oczyszczona o akwizycje wzrosła o 14,5% r/r do 301 mln EUR w 1Q'18.
- Oczekujemy zmniejszenia marży EBITDA r/r ze względu na konsolidację biznesów o niższej rentowności od Grupy AmRest oraz zakładaną niższą rentowność r/r w Polsce, na Węgrzech, Inne CEE, w Chinach
- W związku ze zmianą siedziby spółki, dane zostały przekształcone na EUR po kursie 4,21 dla 1Q'18 oraz 4,32 dla 1Q'17.

- Szacujemy sprzedaż spółki na poziomie 39,6 mln PLN w 1Q'18 (+12% r/r; sprzedaż z raportów miesięcznych powiększona o sprzedaż materiałów).
- Zakładamy zysk brutto na sprzedaży na poziomie 19,4 mln PLN (zgodnie z danymi miesięcznymi).
- Oczekujemy, że spółka utrzyma dobrą dyscyplinę kosztów SG&A dzięki, co pozwoli na zmniejszenie wskaźnika SG&A/mkw. o 2,7% r/r do 480 PLN w 1Q'18.

- Słabe wyniki sprzedażowe CCC w 1Q'18 (efekt bazy oraz niesprzyjające warunki pogodowe) oraz niesprzyjający rozkład sprzedaży (najważniejszy miesiąc marzec stanowił 37% sprzedaży w 1Q vs 47% średniej w latach 2006-18).
- Oczekujemy spadku marży brutto na sprzedaży o 3 p.p. r/r (niska sprzedaż w III'18 oraz rosnący udział e-commerce)
- Szacujemy, że koszty SG&A/mkw. wzrosną o 2% r/r do 269 PLN w 1Q'18.
- Naszym zdaniem część popytu z III'18 zostanie przesunięta na IV'18, co będzie wspierało wyniki 2Q'18.

- Kontynuacja pozytywnych trendów oraz efekt Świąt Wielkanocnych powinny przełożyć się na 42% r/r wzrostu sprzedaży W 1Q'18 (zakładamy +12% sprzedaż/mkw.).
- Poprawa warunków handlowych powinna pozwolić na marży brutto na sprzedaży o 0,1p.p. r/r do 23% w 1Q'18.
- Oczekujemy dalszego rozwodnienia kosztów SG&A w 1Q'18 (głównie w obszarze kosztów G&A).

- Pomimo sprzyjającego efektu Świąt Wielkanocnych (pozytywny wpływ na segment hurtu zintegrowanego i detalu), wyższe straty na segmencie detalu (koszty integracji sieci EKO) istotnie ograniczą wzrost EBITDA r/r w 1Q'18.
- Oczekujemy wzrostu EBITDA o 4% r/r w 1Q'18. Saldo na działalności finansowej szacujemy na -8,9 mln PLN w 1Q'18 vs -9,2 mln PLN w 1Q'17.
- Podatek dochodowy szacujemy na 1,2 mln PLN w 1Q'18 (płasko r/r).

<b>Gino Rossi</b>		<b>równoważ</b>			<b>wyniki:</b>	
<b>Piotr Bogusz</b>					<b>18-05-2018</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>1Q'18P</b>	<b>1Q'17</b>	<b>r/r</b>	<b>2018P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	50,4	64,8	-22%	288,7	17%	
Zysk brutto na sprz. marża	19,3	28,6	-33%	128,1	15%	
	38,3%	44,2%		44,4%		
EBITDA	-7,4	1,7	-	15,9	-	
marża EBITDA	-14,7%	2,7%		5,5%		
EBIT	-9,9	-0,7	-	5,6	-	
Zysk brutto	-10,6	-2,0	-	2,7	-	
Zysk netto	-7,4	-2,1	-	1,9	-	

<b>LPP</b>		<b>akumuluj</b>			<b>wyniki:</b>	
<b>Piotr Bogusz</b>		<b>9 500 PLN</b>			<b>17-05-2018</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>1Q'18P</b>	<b>1Q'17</b>	<b>r/r</b>	<b>2018P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	1580,0	1362,3	16%	8327,7	19%	
Zysk brutto na sprz. marża	710,0	620,6	14%	4500,5	16%	
	44,9%	45,6%		54,0%		
EBITDA	-28,2	-35,2	-	1120,0	-	
marża EBITDA	-1,8%	-2,6%		13,4%		
EBIT	-115,0	-109,0	-	792,6	-	
Zysk brutto	-113,4	-111,5	-	798,9	-	
Zysk netto	-118,4	-117,0	-	645,4	-	

<b>Monnari</b>		<b>przeważaj</b>			<b>wyniki:</b>	
<b>Piotr Bogusz</b>					<b>22-05-2018</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>1Q'18P</b>	<b>1Q'17</b>	<b>r/r</b>	<b>2018P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	48,6	53,9	-10%	279,4	17%	
Zysk brutto na sprz. marża	24,8	25,9	-4%	161,0	15%	
	51,0%	48,0%		57,6%		
EBITDA	-1,7	0,0		32,9		
marża EBITDA	-3,5%	-0,1%		11,8%		
EBIT	-2,9	-1,2		29,3		
Zysk brutto (skor.)	-3,0	-0,6		29,3		
Zysk netto (skor.)	-3,0	-0,6		24,3		

<b>TXM</b>		<b>kupuj</b>			<b>wyniki:</b>	
<b>Piotr Bogusz</b>		<b>5,41 PLN</b>			<b>17-05-2018</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>1Q'18P</b>	<b>1Q'17</b>	<b>r/r</b>	<b>2018P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	73,0	72,4	1%	463,0	16%	
Zysk brutto na sprz. marża	29,1	29,2	0%	192,1	15%	
	39,8%	40,3%		41,5%		
EBITDA	-9,0	-9,3	-	15,8	-	
marża EBITDA	-12,3%	-12,8%		3,4%		
EBIT	-11,9	-11,4	-	8,6	-	
Zysk brutto	-12,3	-11,9	-	7,4	-	
Zysk netto	-10,3	-9,9	-	6,0	-	

<b>Vistula</b>		<b>równoważ</b>			<b>wyniki:</b>	
<b>Piotr Bogusz</b>					<b>16-05-2018</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>1Q'18P</b>	<b>1Q'17</b>	<b>r/r</b>	<b>2018P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	160,5	136,2	18%	785,4	20%	
Zysk brutto na sprz. marża	78,9	68,0	16%	355,3	22%	
	49,2%	49,9%		45,2%		
EBITDA	7,3	4,8	52%	98,4	7%	
marża EBITDA	4,5%	3,5%		12,5%		
EBIT	3,1	1,0	216%	81,4	4%	
Zysk brutto	1,1	-0,4	-	73,0	1%	
Zysk netto	0,9	-0,8	-	59,1	1%	

<b>PBKM</b>		<b>trzymaj</b>			<b>wyniki:</b>	
<b>Paweł Szpigiel</b>		<b>76,83 PLN</b>			<b>17-05-2018</b>	
<b>(mln PLN)</b>	<b>1Q'18P</b>	<b>1Q'17</b>	<b>r/r</b>	<b>2018P</b>	<b>YTD*</b>	
Przychody	34,9	33,8	3%	161,0	22%	
EBITDA	10,4	9,5	10%	50,7	21%	
marża EBITDA	29,8%	28,0%		31,5%		
EBIT	8,9	8,3	8%	45,3	20%	
Zysk brutto	8,4	8,1	4%	44,7	19%	
Zysk netto	6,8	6,1	10%	33,9	20%	

\*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

■ Dwucyfrowy spadek sprzedaży r/r w 1Q'18 (dane miesięczne) oraz niski wynik w marcu negatywnie wpłyną na wyniki spółki w 1Q'18.

■ Oczekujemy spadku marży brutto na sprzedaży o 5,9 p.p. r/r do 38,3%. Koszty SG&A szacujemy na 29,5 mln PLN w 1Q'18 vs 29 mln PLN w 1Q'17.

■ W związku z przygotowaniem do sprzedaży Simple CP, spółka może opublikować dane kwartalne wyłącznie segmentu Gino Rossi (szacujemy stratę EBITDA Simple CP na 4 mln PLN w 1Q'18).

■ Nasze szacunki przychodów, marży brutto na sprzedaży oraz EBIT są zgodne z szacunkami wyników zaraportowanymi przez spółkę.

■ Sprzedaż porównywalna spółki (lfl) wzrosła o 9,2% w 1Q'18, co wskazuje na dobre przyjęcie kolekcji spółki i powinno wspierać wyniki LPP w 2Q'18.

■ Oczekujemy dodatniego salda na działalności finansowej na poziomie 1,6 mln PLN w 1Q'18 vs -2,5 mln PLN w 1Q'17.

■ Spółka powinna zaraportować spadek wyników r/r w 1Q'18 ze względu na istotne zmniejszenie sprzedaży r/r (-10% r/r) przy rosnącej powierzchni sprzedażowej +4,7% r/r).

■ Mniejsza aktywność promocyjna spółki powinna przełożyć się na wzrost marży brutto na sprzedaży o 3 p.p. r/r do 51% w 1Q'18.

■ Oczekujemy utrzymania dobrej dyscypliny kosztowej, co powinno przełożyć się na zmniejszenie wskaźnika kosztów/mkw. o 3,5% r/r w 1Q'18.

■ Niesprzyjające warunki pogodowe negatywnie wpłynęły na dynamikę sprzedaży spółki w 1Q'18 (oczekujemy +1% r/r zgodnie z raportami miesięcznymi).

■ Niska sprzedaż w III'18 oraz akcje wyprzedawowe powinny przełożyć się na spadek rentowności sprzedaży o 0,5 p.p. r/r do 39,8% w 1Q'18.

■ Optymalizacja kosztów prowadzona przez spółkę powinna przełożyć się na zmniejszenie wskaźnika kosztów SG&A/mkw. o 2,1% r/r do 129 PLN.

■ Prognozujemy sprzedaż (wzrost lfl w 1Q'18) i rentowność sprzedaży zgodnie z danymi z raportów miesięcznych spółki.

■ Rentowność sprzedaży uległa zmniejszeniu o 0,7 p.p. r/r do 49,2% (zmniejszenie częściowo wynika ze wzrostu udziału sprzedaży w kanale internetowym).

■ Szacujemy wzrost kosztów SG&A/mkw. o 3,4% r/r do 754 PLN.

■ 1Q'18 powinien być jednym z najlepszych 1Q w historii spółki.

■ Stabilna r/r liczba pozyskanych próbek w 1Q'18 (po wzrostach o blisko 8% (5 032 vs 4 669 w 4Q'16) przełoży się na stabilne r/r przychody z pozyskania.

■ Niekorzystny wpływ IFRS15 na wyniki (wielkość przychodów z abonamentu rozpoznawana do wysokości przychodów z prepaidu) wyniesie do 15% – prognozy przedstawiono w starym ujęciu z/w na trudności w estymacjach.

## Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA		
							2018	2019	2018	2019	
<b>Finanse</b>							<b>+11,9%</b>	<b>12,2</b>	<b>10,7</b>		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	71,30	+52,9%	9,7	8,2			
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	369,00	+16,5%	14,5	11,9			
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-03-05	1,45	1,50	1,18	+27,1%	-	7,3			
Handlowy	kupuj	2018-04-06	77,50	94,00	79,20	+18,7%	16,4	13,5			
ING BSK	akumuluj	2018-03-05	198,00	212,00	196,00	+8,2%	16,2	14,3			
Millennium	redukuj	2018-04-06	8,35	7,00	8,56	-18,2%	14,4	13,1			
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	117,85	+33,2%	14,2	11,7			
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	41,91	-9,3%	15,8	13,2			
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	915,50	+21,4%	11,7	10,0			
Erste Bank	trzymaj	2018-02-02	40,64	40,00 EUR	40,54	-1,3%	12,4	11,5			
OTP Bank	akumuluj	2018-02-02	11 560	12 090 HUF	11 410	+6,0%	11,6	10,6			
PZU	kupuj	2018-03-05	41,55	50,58	42,46	+19,1%	10,9	10,7			
GetBack	zawieszona	2018-04-16	4,52	-	3,75	-	-	-			
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	225,00	+33,8%	11,9	10,2			
Prime Car Management	kupuj	2018-04-06	23,60	33,00	23,00	+43,5%	7,6	6,6			
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	26,70	+110,9%	6,4	5,4			
<b>Chemia</b>							<b>+39,5%</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>
Ciech	kupuj	2018-04-06	57,00	85,40	56,30	+51,7%	7,6	7,9	4,6	4,7	
Grupa Azoty	trzymaj	2018-03-05	56,55	67,13	52,00	+29,1%	12,3	12,3	5,6	5,3	
Polwax	kupuj	2018-02-02	11,05	18,80	8,78	+114,1%	4,6	4,1	5,7	6,3	
<b>Paliwa</b>							<b>+5,9%</b>	<b>12,2</b>	<b>11,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>
Lotos	trzymaj	2018-04-06	54,60	51,73	55,66	-7,1%	14,9	11,2	6,3	5,5	
MOL	trzymaj	2018-04-06	2 864	2 898 HUF	2 980	-2,8%	11,4	11,5	5,0	4,9	
PGNIG	kupuj	2018-04-06	5,71	7,96	6,19	+28,6%	8,5	8,1	4,2	3,8	
PKN Orlen	redukuj	2018-04-06	89,52	76,89	89,96	-14,5%	13,1	13,7	7,2	7,2	
<b>Energetyka</b>							<b>+4,6%</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
CEZ	redukuj	2018-04-06	519,50	449,51 CZK	542,00	-17,1%	20,2	19,2	8,4	7,9	
Enea	kupuj	2018-04-06	9,10	11,78	10,12	+16,4%	4,6	4,8	4,0	4,0	
Energa	kupuj	2018-04-06	9,96	14,91	10,31	+44,6%	5,2	5,2	3,6	3,6	
PGE	kupuj	2018-04-06	9,81	12,89	10,22	+26,1%	6,4	7,4	3,8	3,9	
Tauron	trzymaj	2018-04-06	2,38	2,73	2,42	+12,8%	3,7	4,1	4,4	4,7	
<b>Telekomunikacja, media, IT</b>							<b>+6,3%</b>	<b>22,0</b>	<b>16,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>
Netia	sprzedaj	2018-04-06	5,27	4,30	5,15	-16,5%	46,9	56,6	6,0	6,3	
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	5,15	+47,6%	22,6	12,4	4,4	4,0	
Play	trzymaj	2018-04-06	32,70	33,50	32,60	+2,8%	9,0	8,6	6,3	6,4	
Agora	kupuj	2018-04-06	14,50	18,40	15,20	+21,1%	28,8	31,3	5,2	5,4	
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-04-06	24,84	25,30	25,02	+1,1%	12,8	10,9	6,9	6,4	
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-04-24	54,00	60,00	56,00	+7,1%	22,0	18,8	11,8	9,9	
Asseco Poland	redukuj	2018-03-27	45,20	41,20	45,00	-8,4%	15,3	16,0	8,8	8,2	
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	115,60	-21,5%	55,7	16,7	44,0	12,6	
Comarch	kupuj	2018-04-06	131,50	166,50	146,00	+14,0%	21,0	15,5	8,3	7,2	
<b>Przemysł, surowce</b>							<b>+23,4%</b>	<b>10,7</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>5,0</b>
Famur	kupuj	2018-04-06	6,04	7,06	5,90	+19,7%	16,9	13,2	8,2	7,0	
Grupa Kęty	trzymaj	2018-04-06	346,00	357,21	351,00	+1,8%	11,9	12,3	8,6	8,6	
JSW	kupuj	2018-04-06	86,78	108,14	83,20	+30,0%	4,5	6,0	2,4	2,8	
Kemel	trzymaj	2018-03-05	48,80	53,46	48,05	+11,3%	10,8	5,6	7,2	4,8	
KGHM	kupuj	2018-04-04	88,00	115,43	93,24	+23,8%	7,7	5,8	4,5	3,4	
Stelmet	kupuj	2018-03-05	17,15	27,72	15,00	+84,8%	10,5	7,3	7,0	5,1	
<b>Budownictwo</b>							<b>+19,6%</b>	<b>9,7</b>	<b>10,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>
Budimex	akumuluj	2018-04-06	215,00	234,00	201,00	+16,4%	12,4	13,0	5,8	6,0	
Elektrobudowa	kupuj	2018-04-06	96,40	116,00	95,20	+21,8%	10,8	12,8	4,4	5,0	
Erbud	kupuj	2018-04-06	21,60	29,60	20,70	+43,0%	8,5	8,4	4,3	4,2	
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	6,94	+45,5%	8,0	6,8	5,2	4,1	
<b>Deweloperzy</b>							<b>+14,5%</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,1</b>
Atal	akumuluj	2018-04-06	43,40	47,00	43,90	+7,1%	8,8	9,1	7,4	8,0	
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,55	+50,5%	11,0	9,3	17,8	17,0	
Dom Development	kupuj	2018-03-20	85,80	103,10	89,00	+15,8%	9,3	9,5	7,5	7,8	
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	6,13	5,25	+16,8%	7,2	6,6	7,9	8,2	
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	9,26	+3,7%	11,3	9,8	15,4	14,4	
LC Corp	kupuj	2018-04-06	2,70	3,50	2,74	+27,7%	6,6	5,9	8,5	7,7	
<b>Handel</b>							<b>+11,2%</b>	<b>26,5</b>	<b>19,8</b>	<b>14,7</b>	<b>12,4</b>
AmRest	redukuj	2018-04-06	449,50	426,00	450,00	-5,3%	47,4	37,2	15,5	12,4	
CCC	kupuj	2018-04-06	257,40	295,00	255,80	+15,3%	33,4	19,8	18,9	13,1	
Dino	kupuj	2018-04-04	85,10	103,50	90,75	+14,0%	27,9	20,9	17,4	13,4	
Eurocash	kupuj	2018-04-06	24,41	30,70	24,31	+26,3%	25,5	19,7	8,2	7,1	
Jeronimo Martins	akumuluj	2018-04-06	14,90	16,40 EUR	14,37	+14,2%	19,4	18,2	8,5	7,7	
LPP	akumuluj	2018-04-06	8 900	9 500	9 230	+2,9%	26,5	22,5	14,7	12,5	
TXM	kupuj	2018-02-02	2,36	5,41	2,10	+157,6%	11,7	4,4	6,3	3,3	
<b>Inne</b>							<b>+2,7%</b>	<b>11,0</b>	<b>10,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>
PBKM	trzymaj	2018-04-06	77,00	76,83	74,80	+2,7%	11,0	10,0	7,3	6,7	

**Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku**

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2018	2019	2018	2019
<b>Spółki IT</b>						<b>14,9</b>	<b>11,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	17,15	+5,9%	20,4	17,7	9,4	7,8
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	27,30	-2,5%	15,8	14,4	10,6	9,7
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	11,70	+0,0%	10,7	10,2	4,7	4,3
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	4,49	+5,6%	10,5	9,4	6,4	6,0
Wasko	przeważaj	2018-03-28	2,25	2,09	-7,1%	14,9	11,1	6,0	5,2
<b>Spółki przemysłowe</b>						<b>11,5</b>	<b>11,5</b>	<b>6,8</b>	<b>6,4</b>
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	54,60	+16,2%	11,8	12,2	9,0	9,0
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	123,40	-5,1%	6,9	7,4	5,3	4,9
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	24,70	+2,9%	12,8	12,3	7,6	7,3
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	8,87	-9,9%	11,2	10,7	7,2	6,8
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	1,09	+0,0%	4,4	3,8	4,5	4,0
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	4,06	+0,0%	8,8	7,6	6,0	5,4
Forte	równoważ	2018-04-27	50,70	50,70	+0,0%	21,8	13,3	13,7	10,4
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	70,00	+10,2%	21,9	21,4	12,2	11,8
Mangata	niedoważaj	2018-03-29	95,60	94,00	-1,7%	13,0	12,4	7,7	7,3
Pfleiderer Group	przeważaj	2018-04-27	37,30	37,30	+0,0%	18,7	16,6	6,4	6,0
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,75	+25,8%	6,9	3,8	6,0	2,7
Tarczyński	równoważ	2018-01-29	13,05	13,90	+6,5%	10,0	9,7	6,0	5,6
<b>Budownictwo</b>						<b>12,3</b>	<b>9,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	7,80	+2,5%	8,9	10,7	4,4	4,8
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,19	-13,1%	10,7	7,5	5,5	4,5
Torpol	równoważ	2018-03-29	7,50	7,50	+0,0%	12,1	8,6	4,8	4,3
Trakcja	równoważ	2018-03-29	6,75	6,54	-3,1%	22,5	10,9	7,1	5,3
Ulma	równoważ	2018-03-29	66,50	70,00	+5,3%	12,6	10,5	3,7	3,3
ZUE	równoważ	2018-03-29	6,12	6,06	-1,0%	12,9	8,1	5,8	5,0
<b>Deweloperzy</b>						<b>7,3</b>	<b>6,8</b>	<b>8,8</b>	<b>6,2</b>
Archicom	przeważaj	2018-04-26	15,30	15,25	-0,3%	7,1	5,0	7,0	5,4
BBI Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,63	-4,5%	14,6	7,0	14,1	6,3
i2 Development	przeważaj	2018-01-12	14,90	17,30	+16,1%	4,7	5,0	5,6	6,0
JWC	niedoważaj	2018-03-29	4,16	3,94	-5,3%	7,1	5,2	6,6	4,9
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-03-29	17,80	17,80	+0,0%	5,9	6,7	4,5	5,1
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	23,10	+3,6%	7,5	8,7	10,8	12,1
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	8,20	-21,9%	13,5	10,9	32,4	22,5
Ronson	równoważ	2018-04-03	1,32	1,30	-1,5%	9,3	7,4	10,7	9,2
<b>Handel</b>						<b>13,5</b>	<b>11,2</b>	<b>7,6</b>	<b>6,7</b>
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,85	+14,0%	12,9	11,8	8,1	7,1
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	0,77	-40,3%	20,5	10,7	7,2	6,3
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	8,29	+1,0%	10,4	9,5	5,4	4,2
Vistula	równoważ	2018-02-02	5,16	4,75	-7,9%	14,0	12,2	9,1	7,8



**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, LC Corp, Lotos, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, 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, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Etzab, 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 Bogdanka, 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, Rawiplug, Roby, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: GetBack, Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Asseco SEE, Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Roby, 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](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

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

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

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

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

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

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

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

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

#### Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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