

piątek, 19 października 2018 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 3Q 2018

Rynek akcji

Finanse

Oczekujemy, że wynik polskiego sektora bankowego wzrośnie o 2% Q/Q w 3Q'18 napędzany głównie przez wynik odsetkowy i spadające saldo rezerw. Niemniej jednak wynik sektora będzie nierówny z bardzo dobrym wynikiem PKO BP i Pekao oraz gorszym Santander, Aliora i GNB. Banki regionalne potwierdzą wysmienitą kondycję, a ich wyniki powinny doprowadzić do pozytywnej rewizji konsensusu. Ze spółek finansowych oczekujemy dobrych wyników PZU oraz solidnych Kruka i Skarba (tym razem bez success fee).

Chemia

Grupa Azoty i Grupa Ciech będą wyraźnie odczuwać wyższe ceny surowców energetycznych, w tym przede wszystkim gazu ziemnego. Walury Ciech powinny być pod presją do publikacji wyników, natomiast przy publikacji rynek może pozytywnie ocenić outlook Zarządu na ceny sody w 2019 roku.

Paliwa

Z uwagi na wysokie ceny ropy i gazu relatywnie najlepiej wypadną w tym kwartale spółki z ekspozycją na obszar wydobywania, a więc PGN i MOL, szczególnie że 1H'18 pozytywnie zaskoczył dyscypliną kosztową. W rafineriach pogorszenie makro uniemożliwi powtórzenie wyników z 3Q'17, choć nadal pozytywnych dynamik oczekujemy w obszarze detalicznym.

Energetyka

Wykonanie naszych prognoz w energetyce po 3Q sięgnie 73%. Najlepiej pod tym względem wypadają TPE i ENG, a najslabiej ENA, szczególnie po ostatnim komunikacie z LWB. W przypadku PGE też jest możliwa negatywna rewizja rocznych szacunków 2018 o około 5%, ale obiecująco wygląda perspektywa na 2019 w segmencie wytwarzania. W CEZ, po wielu kwartałach spadkowych rezultatów, pierwszy raz od dłuższego czasu oczekujemy dodatniej dynamiki r/r.

Telekomunikacja, media, IT

Spodziewamy się dobrych wyników spółek IT, zwłaszcza w Comarchu i Asseco SEE. Dobra koniunktura na rynku reklamy przyniesie wysokie wyniki w Wirtualnej Polsce. Widoczne będzie odbicie w kinach, po bardzo słabym 2Q'18 w Agorze. Wśród telekomów na stabilne wyniki liczymy tylko w przypadku Orange Polska, poprawa Q/Q będzie zauważalna także w Play.

Przemysł, surowce

W 3Q'18 spółki przemysłowe powinny kontynuować odbicie wyników zapoczątkowane w 2Q'18. Oczekujemy, że 65% obserwowanych spółek poprawi r/r wyniki. Największych pozytywnych zaskoczeń upatrywalibyśmy w Amica, Cognor, Famur, Forte, Pozbud. Niższe r/r wyniki przedstawi Grupa KGHM. Mimo rosnących kosztów wydobywania porównywalne / lekko lepsze rezultaty będą w JSW.

Budownictwo

Spodziewamy się kolejnego kwartału z dodatnią dynamiką przychodów i spadkiem zysku. Struktura bilansów sektora wciąż nie będzie zachęcała do zakupu sektora, niemniej w przypadku Erbudu i Unibepu przecena jest według nas zbyt silna.

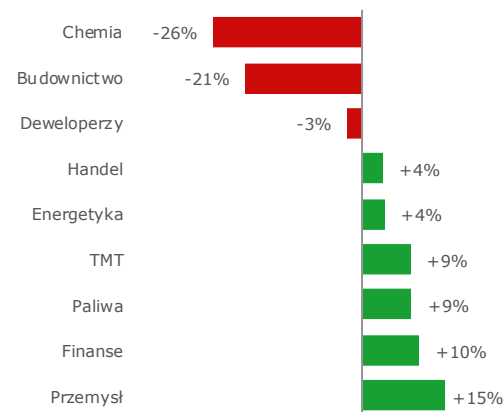
Deweloperzy

Spadek sprzedaży mieszkań o 26% w 3Q nie oznacza konieczności rewizji naszych prognoz finansowych na '18-19. Dynamika wyników największych spółek z sektora będzie ujemna w 3Q, niemniej wykonanie rocznych prognoz po 9M wysokie. Najbardziej preferujemy liderów sektora (DOM, 1AT, LCC).

Handel

Niska sprzedaż w sierpniu (najstotniejszy sezonowo), rzutuje negatywnie na wyniki spółek odzieżowo-obuwniczych. Oczekujemy spadku wyniku r/r w BTM, CCC i MON oraz poprawy rezultatów r/r w VST). Z pozostałych spółek dobre wyniki powinny zaraportować EUR oraz DNP.

Dynamika wyników sektorów*



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

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
AmRest	Agora
Bytom	Amica
CCC	AmRest
Ciech	Asseco SEE
Enea	Cognor
Getin Noble Bank	Comarch
Grupa Azoty	Dom Development
Monnari	Erbud
PKN Orlen	Eurocash
Santander Bank Polska	Famur
Tauron	Forte
	MOL
	Orange Polska
	OTP Bank
	PGNiG
	PKO BP
	Wirtualna Polska

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

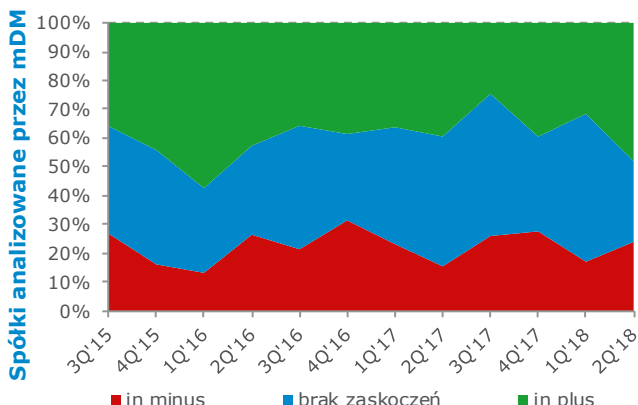


Spis treści

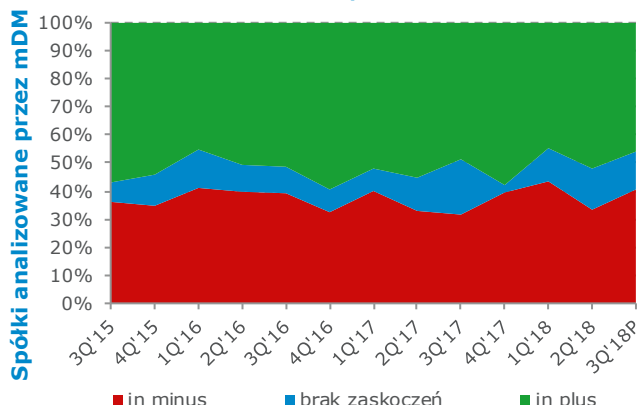
1. Zaskoczenia na wynikach spółek	3	7. Przemysł	12
2. Usługi finansowe	5	7.1. Alumetal	12
2.1. Alior Bank	5	7.2. Amica	12
2.2. Getin Noble Bank	5	7.3. Apator	12
2.3. Handlowy	5	7.4. Boryszew	12
2.4. ING BSK	5	7.5. Cognor	12
2.5. Millennium	5	7.6. Elemental	12
2.6. Pekao	5	7.7. Ergis	12
2.7. PKO BP	5	7.8. Famur	12
2.8. Santander Bank Polska	6	7.9. Forte	13
2.9. Komercni Banka	6	7.10. Grupa Kęty	13
2.10. Erste Bank	6	7.11. Impexmetal	13
2.11. OTP Bank	6	7.12. Kruszwica	13
3. Usługi finansowe	7	7.13. Mangata	13
3.1. PZU	7	7.14. Pfeleiderer Group	13
3.2. Kruk	7	7.15. Pozbud	13
3.3. Skarbiec Holding	7	7.16. Stelmet	13
4. Chemia, paliwa	8	7.17. Tarczyński	13
4.1. Ciech	8	8. Budownictwo	14
4.2. Grupa Azoty	8	8.1. Budimex	14
4.3. Lotos	8	8.2. Elektrobudowa	14
4.4. MOL	8	8.3. Erbud	14
4.5. PGNiG	8	8.4. Unibep	14
4.6. PKN Orlen	8	9. Deweloperzy	15
5. Energetyka, surowce	9	9.1. Atal	15
5.1. CEZ	9	9.2. Capital Park	15
5.2. Enea	9	9.3. Dom Development	15
5.3. Energa	9	9.4. Echo	15
5.4. PGE	9	9.5. GTC	15
5.5. Tauron	9	9.6. LC Corp	15
5.6. JSW	9	10. Handel	16
5.7. KGHM	9	10.1. AmRest	16
6. Telekomunikacja, media, IT	10	10.2. Bytom	16
6.1. Netia	10	10.3. CCC	16
6.2. Orange Polska	10	10.4. Dino	16
6.3. Play	10	10.5. Eurocash	16
6.4. Agora	10	10.6. Jeronimo Martins	16
6.5. Cyfrowy Polsat	10	10.7. Monnari	17
6.6. Wirtualna Polska	10	10.8. Vistula	17
6.7. Ailleron	10	11. Aktualne rekomendacje i pozycjonowania	18
6.8. Asseco Poland	11		
6.9. Asseco Business Solutions	11		
6.10. Asseco South Eastern Europe	11		
6.11. Atende	11		
6.12. CD Projekt	11		
6.13. Comarch	11		

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mDM oraz wybranych sektorów

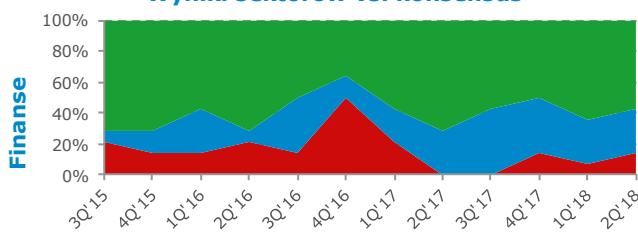
vs. konsensus



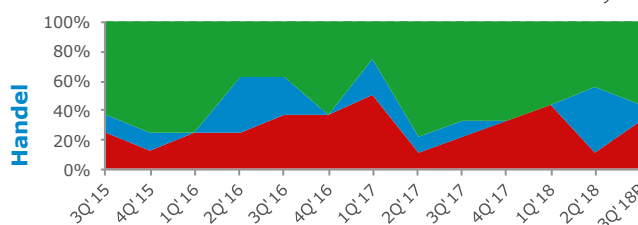
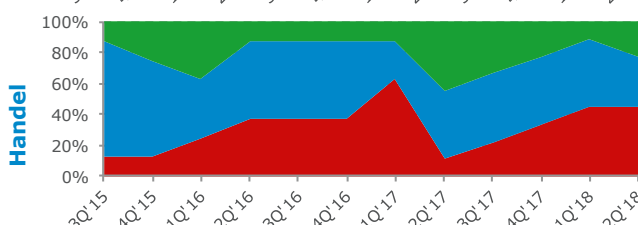
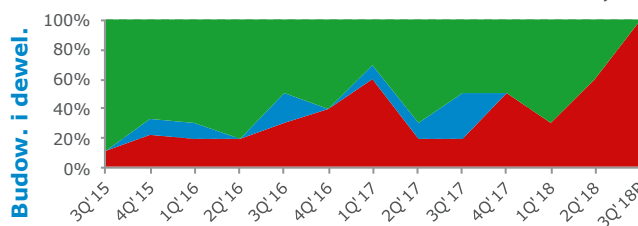
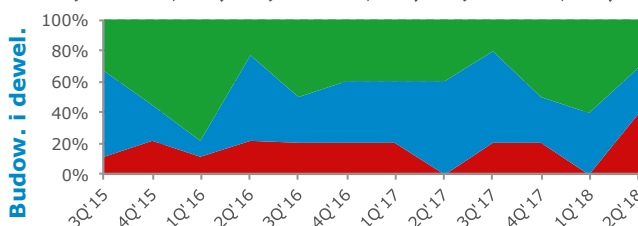
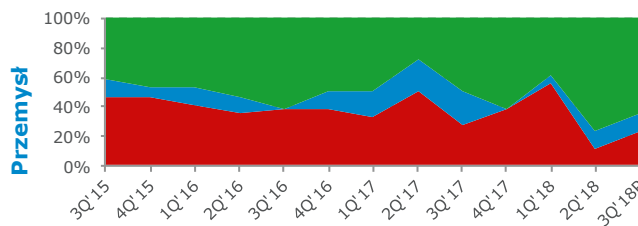
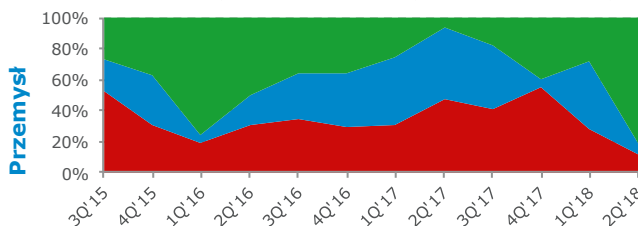
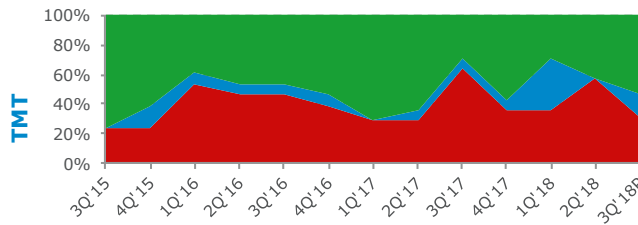
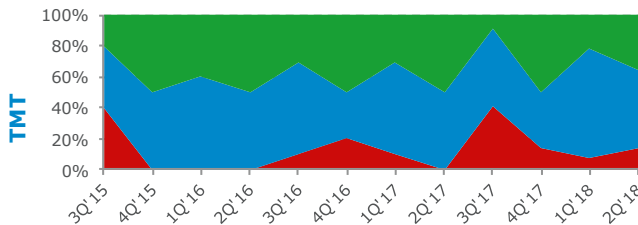
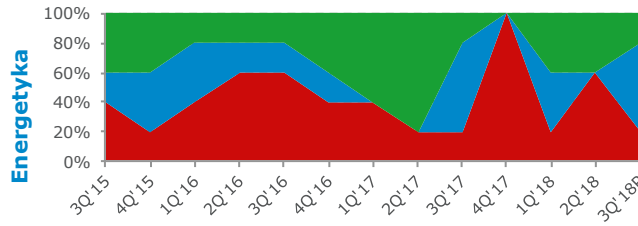
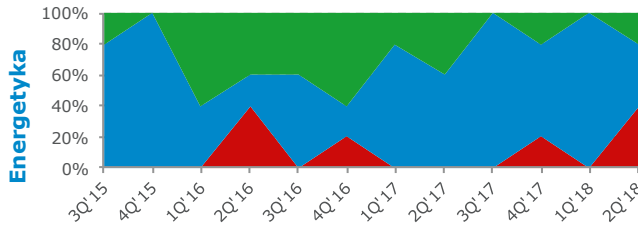
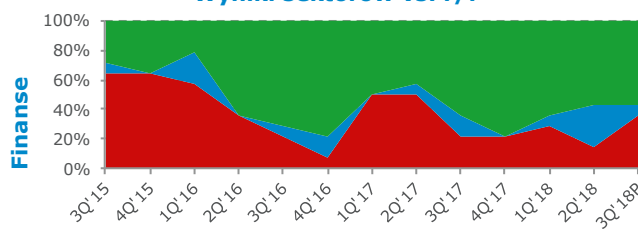
vs. r/r



Wyniki sektorów vs. konsensus



Wyniki sektorów vs. r/r



Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

Banki

Dobre wyniki PKO BP w Polsce...

- PKO BP przekroczy 1 mld PLN zysku netto bez wsparcia zdarzeń jednorazowych. Wyniki wsparte będą przez nadal bardzo silną sprzedaż kredytów detalicznych.

Alior Bank		kupuj		wyniki:		
Michał Konarski		96,00 PLN		08-11-2018		
(mln PLN)	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	786,1	762,6	3%	9%	74%	
Wynik prowizyjny	107,0	105,4	1%	4%	72%	
WNDB	1023,4	1050,6	-3%	7%	74%	
Koszty operacyjne	-428,0	-430,2	-1%	6%	76%	
Saldo rezerw	-282,2	-268,7	5%	33%	80%	
Zysk netto	173,3	195,6	-11%	-9%	66%	

Getin Noble Bank		trzymaj		wyniki:		
Michał Konarski		1,00 PLN		29-11-2018		
(mln PLN)	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	304,7	300,0	2%	-6%	74%	
Wynik prowizyjny	35,3	31,8	11%	-13%	68%	
WNDB	337,2	347,6	-3%	-7%	67%	
Koszty operacyjne	-222,6	-222,9	0%	8%	76%	
Saldo rezerw	-143,2	-238,6	-40%	-40%	80%	
Zysk netto	-24,1	-116,1	-	-	-	

Handlowy		kupuj		wyniki:		
Michał Konarski		90,00 PLN		14-11-2018		
(mln PLN)	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	273,2	270,6	1%	-6%	69%	
Wynik prowizyjny	140,2	138,8	1%	-3%	69%	
WNDB	535,5	560,4	-4%	-2%	73%	
Koszty operacyjne	-282,5	-280,3	1%	1%	72%	
Saldo rezerw	-22,9	-27,0	-15%	-40%	65%	
Zysk netto	163,9	182,4	-10%	0%	78%	

ING BSK		akumuluj		wyniki:		
Michał Konarski		200,00 PLN		18-11-2018		
(mln PLN)	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	946,5	920,0	3%	9%	74%	
Wynik prowizyjny	312,4	339,6	-8%	1%	76%	
WNDB	1288,7	1310,2	-2%	6%	75%	
Koszty operacyjne	-566,1	-555,0	2%	7%	76%	
Saldo rezerw	-128,5	-173,7	-26%	18%	85%	
Zysk netto	381,1	372,7	2%	1%	71%	

Millennium		redukuje		wyniki:		
Michał Konarski		8,40 PLN		29-10-2018		
(mln PLN)	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	451,0	440,5	2%	3%	76%	
Wynik prowizyjny	170,6	164,1	4%	3%	74%	
WNDB	688,6	682,0	-1%	-2%	76%	
Koszty operacyjne	-302,3	-302,0	0%	-4%	73%	
Saldo rezerw	-54,6	-55,2	-1%	-22%	78%	
Zysk netto	195,8	192,7	2%	4%	79%	

Pekao		kupuj		wyniki:		
Michał Konarski		138,70 PLN		07-11-2018		
(mln PLN)	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	1267,4	1235,5	3%	10%	73%	
Wynik prowizyjny	616,0	617,3	0%	6%	76%	
WNDB	1939,0	1908,3	2%	8%	74%	
Koszty operacyjne	-911,0	-931,9	-2%	9%	73%	
Saldo rezerw	-138,8	-123,9	12%	0%	75%	
Zysk netto	576,0	539,8	7%	7%	72%	

PKO BP		akumuluj		wyniki:		
Michał Konarski		47,00 PLN		12-11-2018		
(mln PLN)	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	2367,2	2291,0	3%	8%	74%	
Wynik prowizyjny	761,4	745,0	2%	-1%	75%	
WNDB	3444,8	3405,0	1%	7%	74%	
Koszty operacyjne	-1423,6	-1438,0	-1%	4%	74%	
Saldo rezerw	-358,2	-377,0	-5%	-8%	72%	
Zysk netto	1027,6	933,0	10%	14%	73%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

...i OTP Bank za granicą

- Wynik netto za 3Q'18 powinien urealnić prognozę Zarządu na cały 2018 rok w wysokości 325 mld HUF (bez zdarzeń jednorazowych) co przełoży się na podwyżkę konsensusu.

- Oczekujemy wzrostu salda rezerw o 5% Q/Q ze względu na jednorazowe zdarzenia takie, jak rezerwy na Ruch czy W Investment.

- Dalszy wzrost wyniku odsetkowego (+3% Q/Q i 9% R/R) oraz marży odsetkowej.
- Stabilne koszty operacyjne Q/Q oraz wzrost +5,9% R/R.
- Normalizacja wyniku handlowego do poziomu około 100 mln PLN z 154 mln PLN w 2Q'18.

- Wzrost wyniku odsetkowego o 1,6% Q/Q dzięki spadkowi salda depozytów terminowych oraz wzrostu sprzedaży kredytów.

- Spadek salda rezerw do poziomu 143 mln PLN, poniżej skorygowanego poziomu z 2Q'18.
- Wzrost wyniku prowizyjnego o 11% Q/Q, ale spadek o 11% korygując o zdarzenia jednorazowe.
- Koszty operacyjne płaskie Q/Q, ale +7,5% R/R.

- Poprawa wyniku odsetkowego na poziomie 0,9% Q/Q oraz marży odsetkowej na poziomie +3 p.b. Q/Q dzięki niskiej sprzedaży papierów wartościowych w kwartale.

- Spadek wyniku handlowego Q/Q do 115 mln PLN.
- Normalizacja podatku bankowego do 19 mln PLN z 23 mln PLN w 2Q'18.
- Lekki spadek salda rezerw do 23 mln PLN, co oznacza koszt ryzyka na poziomie 46 p.b.

- Dalsza kontynuacja trendu wzrostowego wyniku odsetkowego (+9% R/R).

- Spadek wyniku prowizyjnego (-8% Q/Q) ze względu na pozytywne zdarzenia jednorazowe w 2Q (20 mln PLN) oraz rynki kapitałowe.
- Spadek salda rezerw o 26% Q/Q a kosztu ryzyka do poziomu 52 p.b.
- Wzrost kosztów operacyjnych na poziomie 2,0% Q/Q.

- Wzrost wyniku odsetkowego o 2,4% Q/Q i 2,9% R/R i marży odsetkowej (+3 p.b. Q/Q).

- Stabilny koszt ryzyka na poziomie 42 p.b.
- Wzrost kosztów operacyjnych na poziomie +4% R/R, ale stabilne Q/Q.
- Dalszy dynamiczny wzrost kredytów na poziomie 1,9% Q/Q.

- Wzrost wyniku odsetkowego o 10,0% R/R i +2,6% Q/Q oraz marży odsetkowej o +2 p.b. Q/Q.

- Spadek kosztów o 2% Q/Q ze względu na jednorazowe koszty związanych z programem dobrowolnych odejść zaksięgowanych w 2Q'18 (około 45 mln PLN).
- Oczekujemy stabilnego kosztu ryzyka na poziomie 40 p.b. w 3Q'18.

- Wzrost wyniku odsetkowego o 8% R/R dzięki wysokiej sprzedaży kredytów detalicznych (po około 4 mld PLN hipotek i kredytów detalicznych) oraz poprawie marży odsetkowej +3 p.b. Q/Q.

- Wzrost wyniku prowizyjnego o 2% Q/Q pomimo słabych prowizji z rynków kapitałowych.
- Spadek kosztów całkowitych o 5% Q/Q, ale głównie ze względu na jednorazowo wyższe koszty w 2Q.

Santander BP		akumuluj		wyniki:		
Michał Konarski		400,00 PLN		31-10-2018		
(mln PLN)	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	1404,6	1396,2	1%	5%	73%	
Wynik prowizyjny	516,5	529,8	-3%	-2%	72%	
WNDB	2028,4	2160,6	-6%	4%	73%	
Koszty operacyjne	-880,3	-831,3	6%	15%	74%	
Saldo rezerw	-243,5	-251,8	-3%	5%	80%	
Zysk netto	490,5	635,0	-23%	-12%	69%	

Komercni Banka		kupuj		wyniki:		
Michał Konarski		1 111,00 CZK		06-11-2018		
(mln CZK)	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	5618,2	5444,0	3%	9%	67%	
Wynik prowizyjny	1559,4	1572,0	-1%	0%	70%	
WNDB	7949,9	7825,0	2%	6%	68%	
Koszty operacyjne	-3334,6	-3534,0	-6%	0%	74%	
Saldo rezerw	303,1	319,0	-	142%	-51%	
Zysk netto	4000,5	3755,0	7%	13%	73%	

Erste Bank		kupuj		wyniki:		
Michał Konarski		43,00 EUR		02-11-2018		
(mln EUR)	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	1150,9	1131,2	2%	6%	74%	
Wynik prowizyjny	484,8	480,7	1%	7%	74%	
WNDB	1684,8	1668,8	1%	6%	74%	
Koszty operacyjne	-1016,6	-1011,5	1%	1%	78%	
Saldo rezerw	-15,6	18,9	-	-	-	
Zysk netto	429,4	438,2	-2%	18%	79%	

OTP Bank		kupuj		wyniki:		
Michał Konarski		12 090 HUF		09-11-2018		
(mln EUR)	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*	
Wynik odsetkowy	148,8	145,9	2%	9%	72%	
Wynik prowizyjny	57,0	56,7	1%	8%	74%	
WNDB	219,4	225,2	-3%	8%	73%	
Koszty operacyjne	-121,9	-121,4	0%	10%	77%	
Saldo rezerw	-6,2	-2,1	200%	46%	13%	
Zysk netto	80,0	89,5	-11%	1%	89%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Wyniki pod presją kosztów (+14,5% R/R) związanych z rebrandingiem, normalizacją BFG oraz kosztami integracji.
- Spadek wyniku prowizyjnego (-2,5% Q/Q) związany z rynkami kapitałowymi.
- Dalsza presja na marżę (-8 p.b. Q/Q) związana z akcją depozytową.
- Koszt ryzyka w 3Q'18 na poziomie 81 p.b., zgodny z całoroczną prognozą Zarządu.

- Wzrost wyniku odsetkowego o 8,6% R/R dzięki podwyżkom stóp procentowych oraz rosnącym wolumenom.
- Spadek kosztów operacyjnych Q/Q ze względu na opłatę restrukturyzacyjną w 2Q'18 (223 mln CZK w kosztach osobowych). Wzrost kosztów R/R ze względu na podwyżki płac w 2Q'18.
- Oczekujemy ponownego rozwiązania rezerw na poziomie 303 mln CZK.

- Wzrost wyniku odsetkowego o 1,7% Q/Q dzięki wzrostowi wolumenów i płaskiej marży.
- Oczekujemy stabilnych kosztów operacyjnych w kwartale (+0,5% Q/Q i 0,6% R/R).
- Oczekujemy zawiązania salda rezerw na niskim poziomie 15 mln EUR.
- Wyniki powinny doprowadzić do pozytywnej rewizji całorocznych prognoz rynku.

- Wzrost wyniku odsetkowego o 2,0% Q/Q i 8,6% R/R napędzany przez sprzedaż wysokomarżowych kredytów oraz poprawę marży kredytowej.
- Lekka poprawa wyniku prowizyjnego w kwartale.
- Bardzo niskie saldo rezerw na poziomie 6,2 mld HUF.
- Stabilne koszty operacyjne Q/Q. Wzrost R/R napędzany przez konsolidację nowych banków, sprzedaż kredytów oraz wydatki IT.

Usługi finansowe

Wyniki PZU wsparte przez niskie odszkodowania

- Oczekujemy, że spadek odszkodowań R/R zrównoważy sezonowy spadek składki przypisanej brutto oraz wyniku inwestycyjnego poniżej możliwości ubezpieczyciela.

PZU Michał Konarski (mln PLN)	akumuluj 47,50 PLN		wyniki: 15-11-2018		
	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*
Skł. przyp. brutto	5700,8	6050,0	-6%	7%	75%
Ubezp. majątkowe	3670,8	3990,0	-8%	14%	77%
Ubezp. na życie	2034,0	2065,0	-1%	-4%	75%
Odszkodowania	-3642,8	-3719,0	-2%	-10%	74%
Koszty	-1202,3	-1195,0	0%	19%	75%
Wynik bankowy	978,6	979,0	0%	n.m.	72%
Wynik techniczny	757,2	682,0	-1%	11%	84%
Wynik inwestycyjny	376,8	314,0	20%	-32%	65%
Zysk brutto	1836,4	1734,0	6%	8%	74%
Zysk netto	862,7	782,0	10%	23%	75%

Kruk Michał Konarski (mln PLN)	kupuj 292,77 PLN		wyniki: 28-10-2018		
	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	308,2	319,6	-4%	19%	74%
Zakupy wierzyt.	285,3	295,8	-4%	20%	74%
Inkaso	16,4	17,2	-5%	14%	74%
Koszty pośr. i bezp.	132,6	128,7	3%	21%	73%
marża pośrednia	175,6	193,9	-9%	17%	74%
Zysk operacyjny	129,3	146,9	-12%	20%	75%
Zysk brutto	98,8	110,8	-11%	27%	76%
Zysk netto	89,0	98,6	-10%	20%	79%

Skarbiec Michał Konarski (mln PLN)	kupuj 36,86 PLN		wyniki: 16-11-2018		
	3Q'18P	2Q'18	q/q	r/r	YTD*
Przychody ogółem	24,1	25,9	-7%	5%	23%
Wynagr. stałe	22,5	21,3	5%	19%	27%
Wynagr. zmienne	0,3	3,0	-91%	-91%	2%
Koszty ogółem	-20,6	-21,7	-5%	20%	27%
Koszty dystrybucji	-11,9	-11,5	4%	29%	28%
Koszty pracown.	-5,0	-6,0	-18%	19%	28%
Zysk brutto	3,7	4,4	-16%	-41%	14%
Zysk netto	3,0	3,5	-14%	-41%	14%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Kruk pokaże solidne wyniki

- Uważamy, że wyniki Kruka w 3Q'18 spowodują wzrost konsensusu na cały rok. Obecnie oczekujemy dynamiki EPS na poziomie +19% R/R vs. Zarząd na poziomie +15%.

- Sezonowy spadek składki przypisanej brutto o 6% Q/Q, głównie po stronie segmentu majątkowego. Pomimo tego oczekujemy płaskiej składki zarobionej netto Q/Q i jej wzrostu o 2% R/R.
- Dobre warunki meteorologiczne przełożyły się na spadek odszkodowań o 10% R/R i 2,0% Q/Q.
- Poprawa wyniku inwestycyjnego do 377 mln PLN, +20% Q/Q (bez banków).
- Wzrost kosztów operacyjnych o 8,7% R/R i 0,6% Q/Q.

- Niższe spłaty w kwartale (-5% Q/Q) przełożą się na spadek przychodów z kupionego długu na poziomie 4%. Dodatkowo rosnące koszty windykacji przełożą się na spadek marży pośredniej na długi kupionym o 9,7%.
- Oczekujemy płaskich kosztów operacyjnych w kwartale oraz spadających kosztów finansowych (-15,5% Q/Q) ze względu na zachowanie waluty.
- Prognozujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 10,0% w 3Q'18.

- Wzrost opłaty za zarządzanie (+5,5% Q/Q) ze względu na napływ funduszy wysokomarżowych (+8% Q/Q).
- Oczekujemy opłaty zmiennej na poziomie 0,2 mln PLN w 3Q'18 ze względu na skomplikowaną sytuację na rynku.
- Dobra sprzedaż funduszy spowoduje wzrost opłaty dystrybucyjnej o 4,0% Q/Q.
- Spadek kosztów pracowniczych o 18% Q/Q ze względu na niższą opłatę zmienną oraz brak kosztów jednorazowych.
- Spadek kosztów pozostałych (-11% Q/Q) ze względu na zakończenie projektów (m.in. przejęcia, MIFID).

Chemia, paliwa

Kwartał pod znakiem drożęcej ropy i gazu

- Rosnące ceny ropy i gazu powinny wspierać wyniki w obszarze upstream. Nieco gorzej zaprezentuje się rafineria z uwagi na pogorszenie makro.

Ciech		kupuj		wyniki:	
Jakub Szkopek		82,52 PLN		26-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	836,5	836,3	0%	3 759,5	71%
EBITDA	134,2	185,5	-28%	747,5	65%
EBITDA skor.	134,2	178,4	-25%	748,5	66%
marża EBITDA	16,0%	22,2%		19,9%	
EBIT	67,0	122,9	-46%	473,7	62%
Zysk netto	46,3	85,0	-46%	336,8	65%

Grupa Azoty		trzymaj		wyniki:	
Jakub Szkopek		41,13 PLN		08-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	2 482,9	2 196,1	13%	9 810,1	75%
EBITDA	190,0	255,3	-26%	937,5	77%
EBITDA skor.	190,0	269,3	-29%	967,0	72%
marża EBITDA	7,7%	11,6%		11,5%	
EBIT	27,5	100,5	-73%	321,0	70%
Zysk netto	18,7	67,0	-72%	224,5	63%

Lotos		sprzedaj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		57,21 PLN		30-10-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	8 765	6 263	40%	29 198	77%
skor. EBITDA LIFO	927	925	0%	2 640	87%
efekt LIFO	116	-12	-	514	-
EBITDA	1 045	959	9%	3 069	90%
EBIT	861	756	14%	2 281	97%
Dział. finansowa	-19	62	-	-238	47%
Zysk netto	564	619	-9%	1 322	107%

MOL		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		3 296 HUF		31-10-2018	
(mld HUF)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	1504,3	1039,5	45%	5094,6	46%
skor. EBITDA LIFO	192,7	150,0	28%	694,5	76%
efekt LIFO	8,9	-4,5	-	35,8	89%
EBITDA	201,6	138,6	45%	730,3	77%
EBIT	111,3	66,1	68%	375,4	80%
Dział. finansowa	1,5	0,9	-	-20,9	87%
Zysk netto	83,6	47,7	75%	259,4	84%

PGNiG		kupuj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		7,86 PLN		14-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	8 029	6 075	32%	39 713	73%
skor. EBITDA	1 745	1 098	59%	8 436	72%
EBITDA	1 745	1 079	62%	8 436	72%
EBIT	1 018	418	144%	5 733	70%
Dział. finansowa	13	35	-	-41	-
Zysk netto	773	367	111%	4 138	74%

PKN Orlen		sprzedaj		wyniki:	
Kamil Kliszcz		81,38 PLN		25-10-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	30 231	24 730	22%	110 047	73%
skor. EBITDA LIFO	2 479	2 749	-10%	7 571	80%
efekt LIFO	432	-107	-	1 109	-
EBITDA	2 911	2 890	1%	8 967	89%
EBIT	2 238	2 274	-2%	6 342	95%
Dział. finansowa	115	-214	-	-396	50%
Zysk netto	1 906	1 603	19%	4 787	98%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Spółki chemiczne w 3Q'18 wyraźnie poczuwają negatywny wpływ rosnących kosztów surowców energetycznych, w tym przede wszystkim gazu ziemnego.

- W 3Q'18 Ciech napotkał szereg problemów produkcyjnych w segmencie sody (dłuższy przestój w Rumuni, niski stan rzek w Niemczech i brak chłodziwa). W efekcie wolumeny sody i efektywność produkcji w 3Q'18 była pod presją. 3Q'18 będzie najłagodniejszym okresem w 2018 roku.
- Po wynikach będziemy musieli zrewidować w dół nasze prognozy do poziomu około 700 mln PLN na poziomie EBITDA.

- W 3Q'18 rosnące ceny gazu ziemnego negatywnie wpływały na wyniki generowane przez segment nawozów (oczekujemy -3,5 mln EBITDA vs. 64 mln PLN w 3Q'17) oraz produktów chemicznych (EBITDA 60 mln PLN; -25% r/r). Wciąż dobre rezultaty powinny mieć naszym zdaniem miejsce w segmencie tworzyw sztucznych (EBITDA 89 mln PLN; +56% r/r). Po wynikach naszym zdaniem oczekiwania rynku na tegoroczną EBITDA przesuną się na 830 mln PLN.

- Skor. EBITDA LIFO w rafinerii niższa r/r (0,59 mld PLN vs. 0,69 mld PLN) z uwagi na spadek marży modelowej i pogorszenie rentowności na asfaltach i olejach bazowych, kompensowane częściowo kursem USD/PLN.
- W segmencie wydobywczym oczekujemy wzrostu wyniku r/r i q/q do 0,27 mld PLN z uwagi na wyższe ceny gazu i ropy przy podobnym wolumenie q/q.
- W detalu utrzymanie tendencji z 1H i +16% na EBITDA r/r.
- Dział. finansowa lekko negatywna przez koszty odsetkowe.

- Poprawa EBITDA w wytwarzaniu q/q (90 mld HUF vs. 87 mld HUF) – wyższe ceny gazu i ropy neutralizowane przez efekt bazy (6 mld HUF należności z Iraku, Egiptu w 2Q'18).
- w rafinerii poprawa CCS EBITDA r/r mimo gorszego makro (46 mld HUF vs. 40 mld HUF) z uwagi na negatywne zdarzenia jednorazowe rok wcześniej (13 mld HUF), w detalu utrzymanie dynamiki +15% na EBITDA.
- w petrochemii pogorszenie r/r i q/q na makro (EBITDA 24 mld HUF), w segm. gazowym spadki zbliżone do 2Q'18.

- Skor. EBITDA w wydobywaniu 1,5 mld PLN vs. 0,82 mld PLN przed rokiem, głównie na wyższych cenach ropy i gazu.
- W obrocie, podobnie jak w 1H, efekt liberalizacji rynku skompensowany stratami na hedgingu naturalnym (EBITDA porównywalna r/r -0,27 mld PLN).
- W dystrybucji spadek r/r (EBITDA 0,54 mld PLN vs. 0,58 mld PLN) na niższej taryfie i bilansowaniu.
- Segment ciepła powinien powtórzyć skor. EBITDA z 3Q'17.

- Skor. EBITDA LIFO w rafinerii 1,3 mld PLN vs. 1,5 mld PLN w 3Q'17 (efekt marż) przy podobnym wolumenie (przestój w Mozejkach, ale wyższy CUR w Płocku).
- W petrochemii mocny spadek EBITDA r/r (0,54 mld PLN vs. 0,85 mld PLN) pogorszenie marż modelowych i ceny gazu.
- W detalu utrzymanie pozytywnych tendencji z 1H i poprawa EBITDA o 15%, w wydobywaniu +30 mln PLN q/q na cenach ropy i gazu.
- Saldo na dz. finansowej dodatnie za sprawą fx.

Energetyka, surowce

- Wykonanie naszych prognoz w energetyce po 3Q na poziomie 73%. Relatywnie najlepiej pod tym względem wypadają TPE i ENG, a najstabilniej ENA. W przypadku PGE również liczymy się z 5% rewizją tegorocznego strumienia EBITDA, ale rosną oczekiwania na 2019.

CEZ	sprzedaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	440,96 CZK			08-11-2018	
(mln CZK)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	43 143	45 849	-6%	205311	63%
skor. EBITDA	11 288	9 752	16%	52 533	73%
EBITDA	11 288	9 752	16%	52 533	73%
EBIT	4 173	2 189	91%	23 843	71%
Dział. finansowa	-1 541	-2 147	-	-6 083	80%
Zysk netto	2 132	-206	-	14 238	68%

Enea	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	12,62 PLN			23-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	3 315	2 831	17%	12 232	76%
skor. EBITDA	627	620	1%	2 845	69%
EBITDA	627	589	6%	2 845	68%
EBIT	274	288	-5%	1 431	63%
Dział. finansowa	-55	-21	-	-194	67%
Zysk netto	165	204	-19%	919	65%

Energa	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	15,27 PLN			08-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	2 490	2 520	-1%	10 001	75%
skor. EBITDA	497	500	-1%	2 167	76%
EBITDA	497	500	-1%	2 167	76%
EBIT	256	171	49%	1 285	82%
Dział. finansowa	-73	-76	-	-224	82%
Zysk netto	148	68	117%	829	85%

PGE	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	13,60 PLN			13-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	5 631	6 073	-7%	26 025	71%
skor. EBITDA	1 546	1 521	2%	7 509	71%
EBITDA	1 546	2 661	-42%	7 509	70%
EBIT	602	1 883	-68%	4 132	59%
Dział. finansowa	-62	-70	-	-298	76%
Zysk netto	395	1 463	-73%	3 056	55%

Tauron	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	2,77 PLN			06-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	4 279	4 116	4%	17 984	75%
skor. EBITDA	700	783	-11%	3 392	78%
EBITDA	700	783	-11%	3 622	80%
EBIT	278	343	-19%	1 508	82%
Dział. finansowa	-20	-101	-	-334	-
Zysk netto	209	188	11%	924	84%

JSW	kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek	98,00 PLN			22-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	2 318	1 991	16%	9 868	74%
EBITDA skor.	683	678	1%	3 516	77%
EBITDA	683	670	2%	3 201	77%
marża EBITDA	29,5%	33,7%	-	32,4%	-
EBIT	478	464	3%	2 693	70%
Zysk netto	374	360	4%	2 156	67%

KGHM	trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek	87,99 PLN			14-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	4 657	4 774	-3%	20 069	70%
EBITDA skor.	1 226	1 414	-13%	4 961	76%
marża EBITDA	26,3%	29,6%	-	24,7%	-
EBIT skor.	823	1 004	-18%	3 312	76%
Zysk netto skor.	645	604	7%	2 123	59%

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Otoczenie cen węgla wyraźnie sprzyjało JSW w 3Q'18. Gorzej pod tym względem wypadła Grupa KGHM, szczególnie w Polsce, gdzie odczuwalna jest presja na koszty płac.

- W wytwarzaniu EBITDA 4,6 mld CZK vs. 2,7 mld CZK przed rokiem i 2,6 mld CZK w 2Q'18. Katalizatory: niższa vs. 1H'18 produkcja w elektrowniach atomowych, wyższa średnia cena r/r i przesunięcie wyników na hedgingu z 1H (w całym 2H ten efekt ma wynieść +1,6 mld CZK).
- Obrót, dystrybucja i wydobycie bez większych zmian r/r.
- Dz. finansowa: otrzymane zaległe odsetki od niezależnego podatku (0,7 mld CZK) i straty spółek tureckich.

- Dane Remit wskazują na problemy z dyspozycyjnością bloku 11 w Kozienicach w VIII i IX, dlatego też spodziewamy się utrzymania presji na wynik wytwarzania (210 mln PLN, płasko q/q) – odkupowanie energii na TGE.
- W dystrybucji oczekujemy normalizacji kosztów utrzymania sieci i zmniejszenia dodatnich dynamik r/r (EBITDA +3%).
- W obrocie powtórzenie straty z 2Q (-24 mln PLN), LWB podała już rozczarowujące wyniki 114 mln PLN EBITDA.

- Oczekujemy poprawy EBITDA w wytwarzaniu r/r (101 mln PLN vs. 90 mln PLN) na aktywach OZE (ceny energii i certyfikatów) i wyższej dyspozycyjności El. Ostrołęka.
- W dystrybucji zbliżona EBITDA r/r (411 mln PLN) – baza z 2Q'18 zawyżona (niezafakturowane dostawy energii).
- W obrocie spodziewamy się EBITDA blisko zera z uwagi na negatywny wpływ bilansowania portfela zakupowego po wysokich cenach.

- W wytwarzaniu negatywny wpływ CO₂ (metoda FIFO), ale r/r będzie to skompensowane konsolidacją EDF oraz wyższą dyspozycyjnością El. Bełchatów: skor. EBITDA 0,7 mld PLN vs. 0,6 mld PLN (w 3Q'17 1,2 mld PLN KDT).
- W OZE wzrost r/r na cenach energii i certyfikatów (0,12 mld PLN EBITDA vs. 0,07 mld PLN).
- W dystrybucji utrzymane trendy z 1H (+4% EBITDA), a w obrocie widoczna presja na marże (EBITDA -46% r/r).

- W wydobyciu nadal oczekujemy straty przy niskim poziomie wolumenów (-59 mln PLN EBITDA).
- W wytwarzaniu zapowiadany wzrost kosztów CO₂ (efekt metody FIFO), spadek EBITDA q/q i r/r do 50 mln PLN.
- EBITDA dystrybucji 0,6 mld PLN vs. 0,59 mld PLN rok wcześniej (spadek q/q z uwagi na zawyżoną bazę).
- W obrocie presja na marże r/r (EBITDA -30%).
- Na dz. finansowej dodatnie różnice kursowe na długu EUR.

- W 3Q'18 JSW korzystało z wyższych o 20% średnich cen sprzedaży węgla koksującego (efekt niższego dyskonta do cen światowych) oraz wysokiej różnicy między węglem koksującym, a koksem (524 PLN/t – najwyższe od 2012 roku). Wydobycie w 3Q'18 było o 5% r/r niższe efektem wypadku w KWK Zofiówka. Oczekujemy Mining Cash Cost na poziomie 366 PLN/t (+27% r/r – wyższe płace).

- W 3Q'18 Grupa KGHM powinna zanotować wyższe o około 5% r/r wolumeny sprzedaży Cu.
- Niższa będzie sprzedaż Ag (-2% r/r), Au (-3% r/r) oraz Mo (-38% r/r). Negatywnie na wyniki przekładać się będą niższe r/r średnie ceny Cu w PLN (-1% r/r), Ag (-9% r/r) oraz Au (-3% r/r).
- Korzystnie wpływać będą natomiast wyższe o 63% r/r ceny Mo. Liczymy na wysoki przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 3Q'18.

Telekomunikacja, media, IT

Dobry kwartał w mediach i IT

- Wyższa o >10% R/R zagregowana EBITDA dla spółek z sektora.

Netia Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	4,30 PLN			25-10-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	340,6	356,2	-4%	1392,8	74%
EBITDA	92,8	98,4	-6%	354,8	78%
marża EBITDA	27,3%	27,6%		25,5%	
EBIT	21,0	21,4	-2%	60,2	105%
Zysk brutto	21,0	20,1	5%	45,7	140%
Zysk netto	16,8	14,4	17%	37,0	134%

Orange Polska Paweł Szpigiel	kupuj			wyniki:	
	7,60 PLN			24-10-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	2810,0	2814,0	0%	11297	74%
EBITDA	773,5	776,0	0%	3069,0	75%
marża EBITDA	27,5%	27,6%		27,2%	
EBIT	137,5	128,0	7%	647,0	61%
Zysk brutto	34,9	40,0	-13%	369,8	32%
Zysk netto	32,4	28,0	16%	299,5	29%

Play Paweł Szpigiel	kupuj			wyniki:	
	21,50 PLN			12-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	1689,4	1720,8	-2%	6737	74%
EBITDA	540,6	495,6	9%	2149,1	75%
marża EBITDA	32,0%	28,8%		31,9%	
EBIT	337,8	311,2	9%	1368,4	75%
Zysk brutto	240,2	246,7	-3%	1001,5	73%
Zysk netto	184,9	186,9	-1%	781,2	69%

Agora Paweł Szpigiel	kupuj			wyniki:	
	15,40 PLN			09-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	251,8	251,4	0%	1109,8	71%
EBITDA	8,9	14,8	-40%	77,0	56%
marża EBITDA	3,6%	5,9%		6,9%	
EBIT	-11,7	-9,2	-	-5,0	-
Zysk brutto	-11,7	-0,7	-	20,2	-
Zysk netto	-12,1	-1,9	-	9,3	-

Cyfrowy Polsat Paweł Szpigiel	akumuluj			wyniki:	
	24,90 PLN			08-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	2720,1	2390,9	14%	10776	71%
EBITDA	902,4	851,1	6%	3655,0	75%
marża EBITDA	33,2%	35,6%		33,9%	
EBIT	389,9	421,9	-8%	1757,8	74%
Zysk brutto	274,9	289,1	-5%	1336,6	73%
Zysk netto	205,7	234,9	-12%	1095,5	67%

Wirtualna Polska Paweł Szpigiel	akumuluj			wyniki:	
	60,00 PLN			13-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	142,7	113,6	26%	518,6	76%
EBITDA	42,3	34,3	23%	160,4	72%
marża EBITDA	29,7%	30,2%		30,9%	
EBIT	28,9	21,7	33%	104,9	72%
Zysk brutto	28,2	17,6	60%	84,6	78%
Zysk netto	21,6	12,7	70%	76,0	63%

Ailleron Paweł Szpigiel	równoważ			wyniki:	
	29-11-2018			29-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	24,9	21,3	17%	116,7	64%
EBITDA	3,0	2,4	24%	20,7	50%
marża EBITDA	12,1%	11,4%		17,8%	
EBIT	11,1	5,9	89%	12,3	377%
Zysk brutto	1,2	0,6	101%	11,5	40%
Zysk netto	0,9	0,6	60%	10,4	40%

- Wzrosty rynku reklamy (zwłaszcza Internet i TV).
- Poprawa kondycji kin (box office wyższy R/R o >7% w 3Q'18), po bardzo słabym 2Q'18.
- Dobre wyniki spółek IT, zwłaszcza CMR i ASE.

- Coraz mniejsze spadki przychodów (-4,4% vs. -5,1% w 2Q'18).
- Stabilny poziom cen Q/Q i 15,4 tys. abonentów mniej w głosie stacjonarnym.
- W Internecie stabilne ARPU r/r przy 10,9 tys. mniej abonentów r/r (głównie linie BSA i LLU).
- Stabilne koszty SG&A q/q.

- Stabilna EBITDA w ujęciu MSR18 rzędu 774 mln PLN, w ujęciu IFRS15 wynik szacujemy na 724 mln PLN.
- Wzrost klientów konwergentnych B2C do 1 187 tys. (tj. +50 tys. Q/Q) przy nieznacznym spadku ARPU R/R do poziomu 101,6 PLN.
- Baza kosztowa w 2Q'18 niższa R/R o 2,5% pomimo wzrostu kosztów sprzedaży o blisko 3% (w związku z większą sprzedażą sprzętu).

- Poprawa trendów R/R po spadkach rzędu -8,1% w 2Q'18.
- Roaming międzynarodowy nie będzie mieć już dużego negatywnego wpływu na wyniki, jak w poprzednich kwartałach.
- Przychody zarówno z klientów postpaid, jak i prepaid będą stabilne R/R.
- Przy nieco większej bazie kosztowej R/R, skorygowaną EBITDA szacujemy na 549 mln PLN (-2,8% R/R).

- Istotny spadek EBITDA w segmencie Prasa: szacujemy -1,3 mln PLN vs. 4,0 mln PLN rok wcześniej.
- Znaczna poprawa trendu w segmencie Film i Książka: spodziewamy się stabilnej EBITDA R/R (tj. = 10,8 mln PLN) po spadku w 2Q'18 wyniku do -2,6 mln PLN z 6,0 mln rok wcześniej.
- Ponad 10% więcej sprzedanych biletów do kin w sieci Helios.

- Wpływ wprowadzenia IFRS rzędu 25 mln PLN na linii przychody i EBITDA w 3Q'18.
- Pozytywny wpływ monetyzacji praw do Ligi Mistrzów na KPIs Cyfrowego (podkreślamy zwłaszcza powrót do wzrostów w ARPU klienta postpaid).
- EBITDA z pominięciem wpływu IFRS15 dla Cyfrowego Polsatu (tj. bez Netii) na poziomie 834 mln PLN (tj. -2,0% r/r, poprawa po -3,7% r/r w 3Q'18).

- Rynek reklamy internetowej w bardzo dobrej kondycji, z pominięciem barteru i TV przychody wyniosą 132,5 mln PLN (+27% r/r).
- Baza kosztowa bez barteru, amortyzacji i kosztów jednorazowych wyższa >28% r/r (głównie z/w na wyższy udział e-commerce).
- Po eliminacji zdarzeń jednorazowych, barteru i wpływu projektu TV EBITDA wyniesie 45,6 mln PLN (+34% r/r).

- Przychody ze sprzedaży wyższe R/R o >17%, dzięki istotnej poprawie w kluczowym segmencie Fintech.
- Poprawa marży brutto ze sprzedaży R/R z poziomu 25,6% do 30,0%.
- Wzrost kosztów SG&A z 4,8 mln PLN do 6,4 mln PLN.
- Wzrost wyników R/R.

Asseco Poland		akumuluj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		49,00 PLN			20-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	2263,6	1241,5	82%	8908,3	75%	
EBITDA	292,9	172,7	70%	1139,5	78%	
marża EBITDA	12,9%	13,9%		12,8%		
EBIT	180,9	117,2	54%	767,5	72%	
Zysk brutto	175,9	406,9	-57%	455,6	117%	
Zysk netto	68,5	288,6	-76%	282,1	80%	

Asseco BS		równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel		25-10-2018			25-10-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	58,0	54,5	6%	253,6	72%	
EBITDA	19,1	17,6	9%	88,7	72%	
marża EBITDA	33,0%	32,4%		35,0%		
EBIT	14,5	13,3	8%	71,1	71%	
Zysk brutto	14,2	12,7	11%	71,2	70%	
Zysk netto	11,6	10,2	14%	57,7	71%	

Asseco SEE		przeważaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		24-10-2018			24-10-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	145,7	127,8	14%	637,6	69%	
EBITDA	29,5	23,7	25%	111,1	74%	
marża EBITDA	20,2%	18,5%		17,4%		
EBIT	18,3	13,3	37%	69,8	70%	
Zysk brutto	21,7	13,4	62%	69,6	79%	
Zysk netto	17,9	11,1	62%	56,8	78%	

Atende		przeważaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		14-11-2018			14-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	54,1	54,1	0%	300,3	54%	
EBITDA	4,8	3,1	54%	29,8	29%	
marża EBITDA	8,8%	5,7%		9,9%		
EBIT	2,9	1,6	85%	23,0	12%	
Zysk brutto	2,9	1,4	101%	23,0	9%	
Zysk netto	2,5	1,0	164%	15,6	9%	

CD Projekt		redukuje			wyniki:	
Piotr Bogusz		136,60 PLN			22-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	74,5	84,7	-12%	496,3	49%	
EBITDA	24,9	44,2	-44%	247,7	36%	
marża EBITDA	33,4%	52,2%		49,9%		
EBIT	23,5	43,0	-45%	242,2	35%	
Zysk brutto	23,7	44,4	-47%	242,8	37%	
Zysk netto	19,2	35,7	-46%	197,7	36%	

Comarch		akumuluj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		180,50 PLN			16-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	329,6	260,5	27%	1307,5	71%	
EBITDA	39,2	21,9	79%	162,7	68%	
marża EBITDA	11,9%	8,4%		12,4%		
EBIT	18,9	7,2	164%	89,1	61%	
Zysk brutto	23,4	2,0	-	74,5	47%	
Zysk netto	16,4	-3,5	-	54,1	38%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- Wzrost obrotów spółki matki o blisko 11% r/r (silny banking, popyt w części rozwojowej od ZUS), matka powinna wykazać 43,0 mln PLN zysku EBIT (tj. +33% r/r).
- Istotna poprawa na rynku środkowoeuropejskim (EBIT >=30% r/r).
- Wpływ większej amortyzacji PP&A na wyniki grupy.
- Istotny wzrost zysku netto vs. Oczyszczony wynik za 3Q'17 (ok. 63,5 mln PLN) o 8%

- Wysokie wyniki w 3Q'18, poprawa wyników Macrologic.
- Przychody na poziomie 58 mln PLN, 7% więcej r/r.
- Sprzedaż zagraniczna – zgodnie z trendami w 2Q'18 (lekkie na plusie r/r).
- Koszty SG&A wyższe o blisko 1 mln PLN r/r.

- Spółka zaraportowała wstępne wyniki EBIT i zysk netto we wcześniejszym raporcie bieżącym.
- Duży wpływ dodatkowych zamówień na systemy *Instant Payment* na rynku serbskim (dodatkowe projekty w bankingu po rozwiązaniu umowy z Nova Kreditna Banka Maribor – efektywna alokacja zasobów).
- Dobra koniunktura w obszarze płatności.
- Przychody finansowe z tytułu instrumentów do hedgingu.

- Obroty spółki matki >11% wyższe r/r przy jednoczesnej poprawie rentowności (szacujemy 24,2% marży zysku brutto na sprzedaży vs. 21,0% rok wcześniej).
- Wyniki spółek córek nieco lepsze r/r.
- Dalszy wzrost kosztów SG&A r/r.
- Poprawa wyniku EBITDA o >50%.

- Niższa sprzedaż r/r w segmencie produkcji gier (brak premier w kwartale vs. wydanie wersji GOTY W3 w 3Q'17) oraz rosnąca baza kosztowa (zwiększenie zatrudnienia, wydatki na marketing), powinny przełożyć się na istotny spadek wyników r/r.
- Najważniejszym wydarzeniem determinującym zachowanie się kursu Spółki w krótkim terminie będzie premiera Gwinta oraz jednoosobowej kampanii do gry - Wojna Krwi.

- Istotny wpływ kontraktu z Ministerstwem Sprawiedliwości na wyniki (założyliśmy dodatkowo 45 mln PLN na przychodach).
- Dobra koniunktura na rynku polskim, wzrost popytu na systemy ERP.
- Sprzedaż eksportowa >5% wyższa r/r.
- Znaczna poprawa wyniku EBITDA (o blisko 80% r/r).

Przemysł

Alumetal		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					13-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	401,2	350,1	15%	1733,1	74%	
EBITDA	27,7	20,2	37%	125,1	78%	
marża EBITDA	6,9%	5,8%		7,2%		
EBIT	19,9	17,2	16%	94,1	80%	
Zysk netto	17,8	15,7	13%	85,5	80%	

Amica		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					29-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	760,6	705,2	8%	2846,8	71%	
EBITDA	50,4	42,0	20%	197,0	72%	
marża EBITDA	6,6%	6,0%		6,9%		
EBIT	37,5	30,3	24%	146,3	71%	
Zysk netto	27,2	22,1	23%	111,9	73%	

Aparator		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					14-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	208,6	219,6	-5%	802,3	74%	
EBITDA	32,1	31,5	2%	124,5	78%	
marża EBITDA	15,4%	14,4%		15,5%		
EBIT	22,2	21,6	3%	85,0	79%	
Zysk netto	17,0	16,8	1%	63,7	81%	

Boryszew		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					22-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	1471,9	1521,5	-3%	6301,5	75%	
EBITDA	128,7	137,7	-7%	434,3	83%	
marża EBITDA	8,7%	9,0%		7,4%		
EBIT	90,7	103,3	-12%	289,9	85%	
Zysk netto	52,9	54,2	-2%	136,1	94%	

Cognor		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					31-10-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	499,3	490,0	2%	1984,1	79%	
EBITDA	53,6	27,7	93%	203,7	85%	
marża EBITDA	10,7%	5,7%				
EBIT	42,8	17,2	149%	159,1	88%	
Zysk netto	26,3	-4,6	-	97,3	70%	

Elemental		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					27-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	425,9	343,3	24%	1450,3	86%	
EBITDA	16,8	14,8	13%	70,0	68%	
marża EBITDA	3,9%	4,3%		7,5%		
EBIT	13,7	12,5	10%	60,7	65%	
Zysk netto	9,8	7,8	25%	42,4	59%	

Ergis		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					08-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	217,3	201,2	8%	793,5	78%	
EBITDA	16,4	15,1	9%	52,7	85%	
marża EBITDA	7,5%	7,5%		6,6%		
EBIT	10,4	9,1	14%	29,7	91%	
Zysk netto	6,4	4,6	39%	17,2	104%	

Famur		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		6,56 PLN			28-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	585,0	430,4	36%	2059,0	81%	
EBITDA	120,7	71,5	69%	439,1	78%	
marża EBITDA	20,6%	16,6%		21,0%		
EBIT	72,7	14,4	404%	253,0	76%	
Zysk netto	50,6	10,8	369%	183,1	77%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

■ W 3Q'18 oczekujemy 7% r/r wzrostu wolumenu sprzedaży do 45,5 tys. ton.

■ Wynikiem sprzyjać będzie obserwowane w IH'18 odbicie marży benchmarkowej. Oczekujemy wysokiej dwucyfrowej dynamiki wzrostu wyniku EBITDA w 3Q'18.

■ W 3Q'18 oczekujemy kontynuacji pozytywnych trendów sprzedażowych z 2Q'18. Oczekujemy niskiego dwucyfrowego wzrostu sprzedaży w Polsce oraz Europie Zachodniej. Zbliżoną r/r sprzedaż powinny generować rynki wschodnie.

■ Poprawie wyników sprzyjać będzie niska baza zanotowana w 3Q'17.

■ Negatywne tendencje zauważalne w gazie w 2Q'18 pogłębiły się w 3Q'18, co przełożyło się na około 5% r/r spadek przychodów.

■ Trudno naszym zdaniem Aparatorowi będzie poprawić wyraźnie wyniki w 3Q'18.

■ Po dobrych wynikach zanotowanych w 2Q'18, w kolejnym kwartale inwestorzy mogą odczuwać niedosyt.

■ W 3Q'18 wynikiem nadal przeszkadzać będzie wysoka baza 3Q'17 w segmencie Automotive (do końca 3Q'17 Boryszew uzyskiwał odszkodowanie od spalonego zakładu w Niemczech). Dodatkowo wysoka baza rezultatów miała miejsce w Impexmetal, oraz wysokie dodatnie saldo na pozostałej działalności operacyjnej (17 ml PLN).

■ W 3Q'18 Cognor korzystał na lokalnym spadku cen złomu stanowego przy utrzymujących się na wysokim poziomie cenach pręta żebrowanego.

■ Spółka powinna również korzystać na sprzyjających trendach na cenach prętów dużych średnic.

■ W 3Q'18 Elemental korzystać będzie z niskiej bazy wyników zanotowanych w analogicznym okresie roku ubiegłego. Spółka będzie konsolidować wyniki przejętego podmiotu z Niemiec, dodatkowo wyniki wspiera działająca linia spamplingowa PCB. Jeśli nasze prognozy są trafne, to po wynikach będziemy musieli obniżyć całoroczną prognozę EBITDA do około 65 mln PLN.

■ W 2H'18 Ergis wchodzi w niską bazę porównawczą, co sprzyjać będzie poprawie r/r wyników finansowych.

■ W wynikach nadal będą wyższe koszty zatrudnienia.

■ W 3Q'18 będzie miało miejsce rozliczenie kilku kontraktów eksportowych, co przełoży się na wysokie obroty segmentu Underground. Liczymy na dalszą poprawę wyników r/r i q/q. Naszym zdaniem po wynikach rynek oczekiwać będzie całorocznej EBITDA na poziomie blisko 460 mln PLN i wyniku netto blisko 190 mln PLN.

Forte		przeważają			wyniki:	
Jakub Szkopek		367,45 PLN			29-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	283,8	267,8	6%	1153,0	73%	
EBITDA	44,7	30,1	49%	148,0	69%	
marża EBITDA	15,8%	11,2%		12,8%		
EBIT	33,5	23,0	46%	106,8	68%	
Zysk netto	20,4	11,3	81%	49,2	57%	

Grupa Kęty		trzymają			wyniki:	
Jakub Szkopek		367,45 PLN			24-10-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	815,0	716,5	14%	2909,9	77%	
EBITDA	140,0	129,0	9%	459,9	81%	
marża EBITDA	17,2%	18,0%		15,8%		
EBIT	109,0	98,7	10%	333,3	84%	
Zysk netto	83,0	77,3	7%	261,2	80%	

Impexmetal		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		15-11-2018			08-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	778,3	839,6	-7%	3437,9	73%	
EBITDA	62,5	78,1	-20%	249,5	83%	
marża EBITDA	8,0%	9,3%		6,5%		
EBIT	46,5	63,0	-26%	181,6	87%	
Zysk netto	36,1	44,7	-19%	145,9	87%	

Kruszwica		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		15-11-2018			15-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	537,8	589,2	-9%	2443,1	73%	
EBITDA	27,0	30,9	-13%	106,0	70%	
marża EBITDA	5,0%	5,2%		4,3%		
EBIT	20,5	24,4	-16%	80,5	68%	
Zysk netto	15,4	20,1	-23%	63,1	69%	

Mangata		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		15-11-2018			15-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	167,3	150,6	11%	713,2	74%	
EBITDA	23,3	19,9	17%	95,8	77%	
marża EBITDA	13,9%	13,2%		13,4%		
EBIT	16,2	12,9	26%	67,0	78%	
Zysk netto	11,5	9,3	23%	52,7	80%	

Pfleiderer Group		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		14-11-2018			14-11-2018	
(mln EUR)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	254,7	244,9	4%	1092,5	72%	
EBITDA	32,1	30,1	7%	140,7	72%	
marża EBITDA	12,6%	12,3%		12,9%		
EBIT	13,0	11,8	11%	66,0	68%	
Zysk netto	6,9	0,4	-	39,5	32%	

Pozbud		przeważają			wyniki:	
Jakub Szkopek		09-11-2018			09-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	38,1	32,8	16%	171,7	56%	
EBITDA	5,0	2,8	78%	26,0	58%	
marża EBITDA	13,1%	8,5%		15,2%		
EBIT	3,8	1,8	111%	21,0	54%	
Zysk netto	2,5	1,7	50%	14,3	49%	

Stelmet		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		20,45 PLN			19-01-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	YTD	
Przychody	118,1	113,4	4%	552,5	3%	
EBITDA	8,5	9,1	-7%	64,9	13%	
marża EBITDA	7,2%	8,0%		14,0%		
EBIT	-2,0	-1,0	-	23,1	12%	
Zysk netto	-4,1	-4,2	-	12,3	-37%	

Tarczyński		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		23-11-2018			23-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	186,2	186,3	0%	752,2	72%	
EBITDA	27,0	21,0	29%	61,9	78%	
marża EBITDA	14,5%	11,3%		8,2%		
EBIT	19,8	13,6	45%	33,1	79%	
Zysk netto	14,6	9,4	55%	61,9	19%	

*wykonanie rocznej prognozy Domu Maklerskiego mBanku

- W 3Q'18 oczekujemy dalszej poprawy wyników finansowych w efekcie uruchomienia produkcji w zakładzie płyty drewnopochodnej w Suwałkach.
- Zakładamy, że dług netto na koniec 3Q'18 wyniesie około 660 mln PLN (5,2x EBITDA'12m).

- Wstępne szacunki Zarządu za 3Q'18 nie odbiegały znacząco od naszych założeń.
- Naszym zdaniem bieżąca całoroczna prognoza Spółki na 2018 rok zostanie na niezmiennym poziomie.

- W 3Q'18 wynikiem nie będzie sprzyjać wysoka baza porównawcza wynikająca z doskonałej koniunktury w segmentach aluminium oraz cynku i ołowiu w tym okresie. Dodatkowo baza 3Q'17 wzmocniona była przez 7,5 mln PLN pozytywnego wpływu pozostałej działalności operacyjnej.

- W 3Q'18 oczekujemy nieznacznie niższych r/r wolumenów sprzedaży (-2,9% r/r) oraz porównywalnych r/r realizowanych marży na każdej tonie sprzedanego produktu. W 3Q'18 oczekujemy sezonowo wysokiego ujemnego przepływu gotówki z działalności operacyjnej w związku z zakupem ziarna z rynku.

- Wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz podwyżki cen przeprowadzone w 2Q'18 powinny przekładać się na poprawę wyników r/r w 3Q'18.
- Warto zwrócić uwagę, że w 3Q'17 saldo pozostałej działalności operacyjnej było ujemne (-1,5 mln PLN).

- W 3Q'18 oczekujemy nieznacznie niższych r/r wolumenów sprzedaży przy wyraźnie wyższych r/r średnich cenach.
- Zakładamy, że Spółce udało się przenieść większość rosnących kosztów (szczególnie chemii) na klientów.

- W 3Q'18 liczymy na około 5% wzrost sprzedaży w segmencie stolarki otworowej oraz podwojenie sprzedaży w segmencie usług budowlanych z tytułu realizacji kontraktu kolejowego GSM. Niska baza wyników z 3Q'17 sprzyjać będzie dynamicznej poprawie wyników finansowych w minionym kwartale.

- W 4Q'18 oczekujemy wyhamowania wzrostu wolumenu sprzedaży w segmencie DAO w związku z problemami logistycznymi w zależnej spółce w Wielkiej Brytanii. Wyższe o 19% r/r powinny być natomiast wolumeny sprzedaży pelletu z uwagi na uruchomienie nowej linii w Grudziądzu. Wyniki finansowe powinny być niższe r/r.

- W 3Q'18 Tarczyński wchodzi w okres wyższej bazy wyników finansowych, co przy większych nakładach na kampanię reklamową uniemożliwia poprawę powtarzalnych rezultatów r/r.
- Oczekujemy, że w 3Q'18 spółka zaksięguje 8,6 mln PLN negative goodwill ze sprzedaży zakładu w Sławie.

Budownictwo

Ujemna dynamika wyników i presja na bilanse

- W monitorowanych przez nas spółkach spodziewamy się około 15% wzrostu przychodów przy jednoczesnym spadku EBITDA o ok. 10%.
- Z uwagi na niską bazę widzimy szansę na poprawę wyników w spółkach świadczących usługi dla budownictwa

Budimex Piotr Zybala	trzymaj 125,00 PLN			wyniki: 29-10-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	2000,5	1831,6	9%	7331,3	72%
Zysk brutto ze sprz.	153,4	229,8	-33%	570,7	77%
EBITDA	149,1	186,6	-20%	370,2	93%
EBIT	136,0	177,1	-23%	322,9	95%
marża	6,8%	9,7%		4,4%	
Zysk brutto	135,1	176,8	-24%	311,6	96%
Zysk netto	107,9	142,4	-24%	246,4	96%

Elektrobudowa Piotr Zybala	kupuj 45,00 PLN			wyniki: 15-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	241,8	251,5	-4%	829,2	65%
Zysk brutto ze sprz.	13,8	20,3	-32%	-40,4	141%
EBITDA	11,9	19,4	-39%	-39,5	133%
EBIT	8,1	15,8	-49%	-55,3	116%
marża	3,3%	6,3%		-6,7%	
Zysk brutto	8,7	17,3	-50%	-55,1	117%
Zysk netto	6,8	12,9	-48%	-45,9	116%

Erbud Piotr Zybala	kupuj 14,40 PLN			wyniki: 14-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	557,7	505,9	10%	2058,4	74%
Zysk brutto ze sprz.	30,2	31,6	-4%	69,0	58%
EBITDA	12,7	12,5	1%	-10,5	196%
EBIT	8,0	10,2	-22%	-26,6	122%
marża	1,4%	2,0%		-1,3%	
Zysk brutto	5,9	10,0	-42%	-30,0	103%
Zysk netto	4,4	7,8	-44%	-23,3	103%

Unibep Piotr Zybala	kupuj 10,10 PLN			wyniki: 15-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	429,8	397,8	8%	1643,5	76%
Zysk brutto ze sprz.	16,1	10,3	56%	89,1	80%
EBITDA	5,9	8,1	-27%	47,7	79%
EBIT	3,1	5,5	-44%	36,5	81%
marża	0,7%	1,4%		2,2%	
Zysk brutto	2,7	9,0	-70%	39,8	86%
Zysk netto	2,1	8,6	-76%	30,6	84%

(Ulma i Herkules) oraz w spółkach budownictwa kolejowego (Trakcja, Torpol, ZUE). W przypadku tych ostatnich, obawiamy się jednak dalszego pogorszenia struktury bilansu, co w naszej ocenie będzie determinowało sentyment do spółek.

- W wynikach za 3Q pojawią się dwa zdarzenia jednorazowe, o których Budimex informował w oddzielnych raportach bieżących, których łączny wpływ na wynik netto szacujemy na +50 mln PLN (sprzedaż E-P i BI Grunwald oraz uroda na PPL).
- Oczyszczony ZN szacujemy na 56 mln PLN (-60% r/r), co odzwierciedla bieżący potencjał wynikowy Spółki zakładając stabilizację marży segmentu budowlanego na poziomie 2Q'18.
- Po spektakularnej stracie zaraportowanej przez Elbudowę w 2Q'18, w 3Q szacujemy powrót do dodatniej rentowności na poziomie ok. 3% EBIT.
- Przy utrzymaniu powyższej rentowności w ostatnim kwartale 2018 roku, Spółka powinna zrealizować zaktualizowaną prognozę Zarządu, zakładającą stratę netto w wysokości 45 mln PLN.
- W 3Q'18 spodziewamy się powrotu Erbudu do dodatniej rentowności, lecz jednocześnie zakładamy, że poziom ponad 2,0% marży EBIT, którą zapowiadał zarząd zobaczymy dopiero w przyszłym roku.
- Szacowana przez nas marża EBIT w wysokości 1,4% powinna zostać pozytywnie odebrana przez rynek i dawałaby podstawy do podniesienia naszych konserwatywnych prognoz na cały 2018 rok.
- Zakładamy spadek zadłużenia netto względem 2Q'18.
- Baza z 3Q'17 jest wysoka, a wyniki Spółki nie będą wspierane przez wysokie zyski segmentu deweloperskiego, tak jak to miało miejsce w pierwszej połowie roku.
- Spodziewamy się, że dołek na marżach segmentu budowlanego jest już za Spółką.
- Słabsze wyniki Unibepu w 2H'18 są przez nas oczekiwane i zbieżne z naszą prognozą ZN'18, która po 9M powinna być zrealizowana w 84%.

Deweloperzy

Wysokie wykonanie po 9M

- Spadek wolumenów sprzedaży mieszkań w 3Q'18 wyniósł 26% i był wyższy niż oczekiwane przez nas 15-25%, za co w 1/4 odpowiada niższa oferta, a w 3/4 spadek tempa sprzedaży, w naszej ocenie wywołany wzrostem cen.
- Zagregowane przekazania mieszkań dla 15 spółek obecnych na GPW i Catalyst są o 19% wyższe r/r.

Atal		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		42,86 PLN		20-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	196,1	227,7	-14%	943,9	88%
Zysk brutto ze sprz. marża	57,8	59,6	-3%	275,3	86%
	29,5%	26,2%		29,2%	
EBIT	49,8	54,8	-9%	244,7	88%
Zysk brutto	47,8	53,6	-11%	237,0	88%
Zysk netto	38,7	42,2	-8%	189,6	87%

Capital Park		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		8,35 PLN		09-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	36,2	33,2	9%	150,8	71%
Zysk brutto ze sprz. marża	27,5	24,9	11%	114,6	69%
	76,0%	74,8%		76,0%	
EBIT bez rew./SOP	23,7	19,9	19%	99,4	71%
Rewaluacja	-48,9	46,4	-	9,4	581%
EBIT	-26,7	65,4	-	108,8	113%
Zysk brutto	-12,9	29,5	-	69,7	96%
Zysk netto	-9,5	22,1	-	54,7	82%

Dom Dev.		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		87,80 PLN		26-10-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	268,3	245,2	9%	1748,7	52%
Zysk brutto ze sprz. marża	63,2	67,6	-7%	461,3	52%
	23,6%	27,6%		26,4%	
EBIT	25,0	32,4	-23%	299,5	40%
Zysk brutto	24,7	32,1	-23%	297,2	40%
Zysk netto	20,0	26,0	-23%	240,1	40%

Echo		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		5,63 PLN		27-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	134,0	137,1	-2%	524,3	62%
Zysk brutto ze sprz. marża	34,7	36,0	-4%	122,7	57%
	25,9%	26,2%		23,4%	
EBIT bez rew.	-4,3	15,2	-	2,5	-
Rewaluacja	45,0	58,9	-24%	399,3	58%
EBIT	40,7	74,1	-45%	401,8	43%
Zysk brutto	27,8	61,6	-55%	368,7	55%
Zysk netto	22,5	50,2	-55%	302,9	49%

GTC		trzymaj		wyniki:	
Piotr Zybala		9,60 PLN		14-11-2018	
(mln EUR)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	38,3	29,6	29%	151,7	76%
Zysk brutto ze sprz. marża	28,8	22,1	30%	112,0	75%
	75,3%	74,6%		73,8%	
EBIT bez rew./SOP	24,4	17,8	37%	92,7	76%
Rewaluacja	10,0	54,2	-82%	40,7	82%
EBIT	34,4	72,2	-52%	133,3	79%
Zysk brutto	26,9	65,9	-59%	103,9	80%
Zysk netto	23,6	51,9	-55%	91,1	76%

LC Corp		kupuj		wyniki:	
Piotr Zybala		3,58 PLN		15-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	147,1	227,1	-35%	795,3	80%
Zysk brutto ze sprz. marża	53,9	77,3	-30%	287,6	86%
	36,6%	34,0%		36,2%	
EBIT bez rew.	39,6	66,7	-41%	237,3	86%
Rewaluacja	-38,2	22,8	-	15,3	131%
EBIT	1,5	89,5	-98%	252,6	89%
Zysk brutto	8,5	71,4	-88%	229,3	81%
Zysk netto	6,9	57,9	-88%	186,1	83%

Szczególnie silnego wzrostu ZN oczekujemy w Lokum oraz JWC. Zwracamy też uwagę na wysokie wykonanie rocznej prognozy w Atalu i LC Corp pomimo spadku wyników w 3Q.

- W spółkach posiadających nieruchomości komercyjne negatywnie wpłynie na wyniki osłabienie EUR do PLN o ponad 2% q/q. Oczyszczone wyniki za 3Q'18 powinny jednak dobrze rokować naszym całorocznym prognozom.

- 3Q'18 będzie wyraźnie słabszym kwartałem niż 1Q i 2Q'18 oraz nieco słabszym r/r ze względu na spadek liczby przekazanych mieszkań (530 szt., -13% r/r).

- Szacujemy, że Atal utrzyma marżę deweloperską na poziomie obserwowanym w minionym kwartale (29-30%).
- Wykonanie naszej rocznej prognozy po 9M'18 szacujemy na 87%. W 4Q spodziewamy się najniższych przekazania i zysku netto na poziomie ok. 20 mln PLN.

- W 3Q'18 szacujemy stabilizacji oczyszczonego zysku netto (FFO) na poziomie 13-14 mln PLN. Względem pierwszej połowy roku szacujemy umiarkowany wzrost przychodów z najmu przy jednoczesnym wzroście kosztów administracyjnych, które w minionych kwartałach kształtowały się na stosunkowo niskim poziomie.
- Wpływ różnic kursowych na wynik netto szacujemy na około -21 mln PLN (osłabienie EUR do PLN o 2,1%).

- Liczba przekazania mieszkań wyniosła w 3Q'18 587 szt. i była o 6% wyższa r/r. Ze względu na oczekiwaną niższą rentowność spodziewamy się jednak umiarkowanego spadku zysku netto spółki względem minionego roku.

- Spadek marży będzie pochodną wzrostu udziału w przychodach rynku trójmiejskiego, którego marża jest obciążona alokacją ceny nabycia spółki Eurostyl.

- 3Q'18 może być najsłabszym kwartałem w tym roku, co wynika z niższej niż w minionych okresach rewaluacji nieruchomości.

- Spółka posiada duży potencjał do rewaluacji projektów w budowie, niemniej w naszej ocenie wysoki zysk z tego tytułu zaobserwujemy dopiero w 4Q'18.

- Podtrzymujemy całoroczną prognozę mimo prognozowanego relatywnie niskiego wykonania naszych szacunków ZN'18 po 9M'18.

- Wyniki GTC są względnie stabilne w tym roku. 3Q'18 nie powinien wyrwać się z powyższego trendu.

- W 3Q prognozujemy wzrost przychodów z najmu o ok. 6%, głównie z uwagi na dodatni wpływ Mall of Sofia.

- Jednocześnie prognozujemy wzrost kosztów administracyjnych, które w pierwszej połowie roku kształtowały się na niskim poziomie oraz umiarkowany wzrost kosztów finansowania (kredyt na Mall of Sofia).

- Rewaluację szacujemy w wysokości +10 mln EUR.

- Wyniki 3Q'18 będą niższe niż w pierwszej połowie roku z uwagi na niższą liczbę przekazanych mieszkań (341 szt. vs. 600-700 w 1Q i 2Q'18). Również w ujęciu r/r nastąpił spadek przekazania o ok. 50%.

- Spodziewamy się również niższej marży deweloperskiej względem wyjątkowo wysokich poziomów obserwowanych w minionych kwartałach.

- Wpływ różnic kursowych na ZN w 3Q to ok. -20 mln PLN.

- Wysokie wykonanie po 9M dobrze rokuje prognozie ZN'18.

Handel

Relatywnie słaby kwartał w spółkach odzieżowych/obuwniczych

- Niska sprzedaż w sierpniu (najstotniejszy sezonowo), rzutuje negatywnie na wyniki spółek odzieżowo

AmRest		trzymaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		42,60 PLN		15-11-2018	
(mln EUR)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	390,1	318,2	23%	1522,9	70%
Zysk brutto na sprz. marża	66,9	63,1	6%	242,7	72%
EBITDA	17,1%	19,8%		15,9%	
EBITDA	49,7	47,0	6%	169,9	69%
EBIT	12,7%	14,8%		11,2%	
Zysk brutto	26,0	28,0	-7%	69,7	72%
Zysk netto	23,3	25,2	-8%	59,0	69%
	17,7	20,1	-12%	46,8	64%

Bytom		przeważaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		29-11-2018		29-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	46,2	42,3	9%	213,8	68%
Zysk brutto na sprz. marża	23,8	20,8	14%	108,5	68%
EBITDA	51,6%	49,2%		50,8%	
EBITDA	3,4	3,8	-9%	25,2	52%
EBIT	7,5%	8,9%		11,8%	
Zysk brutto	2,0	2,5	-19%	19,8	45%
Zysk netto	1,8	2,1	-12%	19,0	37%
	1,5	2,0	-23%	16,0	36%

CCC		kupuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		295,00 PLN		09-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	1240,4	987,2	26%	5223,1	63%
Zysk brutto na sprz. marża	611,8	503,3	22%	2727,4	61%
EBITDA	49,3%	51,0%		52,2%	
EBITDA	46,9	81,6	-43%	588,3	59%
EBIT	3,8%	8,3%		11,3%	
Zysk brutto	5,7	52,3	-89%	480,5	27%
Zysk netto	1,6	48,2	-	347,9	22%
	-4,2	38,6	-	314,6	17%

Dino		trzymaj		wyniki:	
Piotr Bogusz		103,50 PLN		13-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	1611,8	1220,2	32%	5944,2	73%
Zysk brutto na sprz. marża	383,0	282,6	36%	1375,7	74%
EBITDA	23,8%	23,2%		23,1%	
EBITDA	144,5	108,9	33%	541,9	69%
EBIT	9,0%	8,9%		9,1%	
Zysk brutto	115,4	86,4	34%	429,1	68%
Zysk netto	104,9	77,0	36%	394,1	66%
	85,0	63,5	34%	319,2	66%

Eurocash		kupuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		26,40 PLN		09-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	6227,2	6187,6	1%	24468	69%
Zysk brutto na sprz. marża	651,5	653,6	0%	2757,4	70%
EBITDA (skor.)	10,5%	10,6%		10,7%	
EBITDA	111,8	101,5	10%	401,8	67%
EBIT (skor.)	1,8%	1,6%		1,7%	
Zysk brutto (skor.)	62,5	58,2	7%	211,4	58%
Zysk netto (skor.)	43,9	49,4	-11%	147,6	58%
	33,4	35,7	-7%	102,9	53%

Jeronimo Martins		kupuj		wyniki:	
Piotr Bogusz		15,20 EUR		30-10-2018	
(mln EUR)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*
Przychody	4376,7	4172,0	5%	17242	74%
Zysk brutto na sprz. marża	954,3	893,0	7%	3705,9	75%
EBITDA	21,8%	21,4%		21,5%	
EBITDA	261,6	253,0	3%	952,1	74%
EBIT	6,0%	6,1%		5,5%	
Zysk brutto	169,4	168,0	1%	582,3	74%
Zysk netto	163,4	163,0	0%	568,2	54%
	108,8	113,0	-4%	398,7	72%

obuwniczych (spadek wyniku r/r w BTM, CCC i MON, wzrost w VST).

- Z pozostałych spółek dobre wyniki powinny zaraportować EUR (kontynuacja poprawy) oraz DNP.

■ Szacujemy, że AmRest poprawi sprzedaż o 22% r/r do 360,9 mln EUR w 3Q'18, na którą pozytywnie wpłynie konsolidacja przejętych biznesów.

■ Dodatkowe koszty związane z integracją przejętych restauracji oraz niższa rentowność EBITDA przejętych aktywów względem średniej rentowności EBITDA AmRest, powinno przełożyć się na spadek marży EBITDA o 2,1p.p. r/r do 12,7% w 3Q'18.

■ W efekcie EBITDA powinna wzrosnąć o 5,7% /r do 49,7 mln EUR w 3Q'18.

■ Spółka zaraportowała dobre dane sprzedażowe w 3Q'18.

■ Zgodnie z szacunkowymi danymi miesięcznymi, oczekujemy 46,2 mln PLN sprzedaży w 3Q'18 (powiększone o 0,7 mln PLN ze względu na sprzedaż materiałów) oraz 23,8 mln PLN zysku brutto na sprzedaży w 3Q'18 (+14,3% r/r).

■ Szacujemy, że koszty SG&A/mkw. zwiększą się o 6% r/r do 477 PLN w 3Q'18 (głównie presja płacowa).

■ Biorąc powyższe pod uwagę oczekujemy spadku EBITDA o 9% r/r w 3Q'18.

■ Oczekujemy słabych wyników 3Q'18 w CCC, na które największy wpływ miały (1) niska sprzedaż we wrześniu oraz konsolidacja wyników Vogele (strata w 3Q'18).

■ Szacujemy, że marża brutto na sprzedaży zmniejszyła się o 1,7p.p. r/r do 49,3% w 3Q'18 ze względu na niską sprzedaż we wrześniu i coraz wyższy udział eobuwie.pl w sprzedaży.

■ Optymalizacja kosztów działalności powinna przełożyć się na utrzymanie płaskich r/r kosztów SG&A/mkw. w 3Q'18.

■ Uwzględniając powyższe oczekujemy spadku EBITDA o 43% r/r do 47 mln PLN w 3Q'17.

■ Na koniec 3Q'18 powierzchnia sprzedażowa sklepów Spółki była wyższa o 25,7% i wyniosła 343,3 tys. mkw.

■ Biorąc pod uwagę efekt wysokiej bazy oraz negatywny wpływ zakazu handlu w niedzielę oczekujemy wzrostu sprzedaży/mkw. o 2% r/r do 1565 PLN w 3Q'18.

■ Poprawa warunków handlowych oraz selektywne podwyżki cen powinny wspierać rentowność sprzedaży (zakładamy +0,6p.p. r/r do 23,56% w 3Q'18).

■ Oczekujemy wzrostu narzutu kosztów SG&A/sprzedaż o 0,44.p.p. r/r (głównie presja ze strony k. wynagrodzeń).

■ Oczekujemy kontynuacji poprawy wyników w segmencie hurtu wspieranych przez optymalizację kosztów, sprzyjające otoczenie rynkowe oraz efekt bazy. Oczekujemy wzrostu EBITDA w segmencie o 24% r/r do 121 mln PLN w 3Q'18.

■ Segment Detal powinien odnotować gorszy wynik r/r (oczekujemy spadku EBITDA o 11,6 mln PLN r/r do 19,8 mln PLN w 3Q'18) ze względu na kontynuację przekształceń sklepów sieci Eko oraz dodatkowe koszty związane z konsolidacją.

■ W sieci Biedronka oczekujemy spadku sprzedaży/mkw. w EUR o 0,6% r/r w 3Q'18, na co wpłynie efekt bazy, wprowadzenie ograniczenia handlu w niedzielę oraz niesprzyjający FX.

■ Oczekujemy poprawy marży brutto na sprzedaży o 0,4p.p. r/r do 21,8% w 3Q'18 (utrzymanie trendu z poprzednich kwartałów).

■ Marża EBITDA powinna się zmniejszyć o 0,1p.p. r/r do 6% w 3Q'18. Zakładamy utrzymanie płaskiej rentowności r/r w sieci Biedronka oraz spadku rentowności w Portugalii.

Monnari		równoważ			wyniki:	
Piotr Bogusz					21-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	49,9	54,2	-8%	247,8	64%	
Zysk brutto na sprz.	27,1	28,6	-5%	143,2	63%	
marża	54,2%	52,7%		59,1%		
EBITDA	-1,1	2,0	-	28,7	27%	
marża EBITDA	-2,2%	3,8%		12,6%		
EBIT	-2,2	0,9	-	24,4	18%	
Zysk brutto	-2,2	1,0	-	24,7	21%	
Zysk netto	-1,8	0,7	-	20,1	16%	

Vistula		przeważaj			wyniki:	
Piotr Bogusz					14-11-2018	
(mln PLN)	3Q'18P	3Q'17	r/r	2018P	YTD*	
Przychody	179,3	157,4	14%	798,7	44%	
Zysk brutto na sprz.	90,3	80,7	12%	359,4	50%	
marża	50,4%	51,3%		45,0%		
EBITDA	15,3	13,4	14%	99,0	30%	
marża EBITDA	8,5%	8,5%		12,4%		
EBIT	11,3	9,7	17%	82,7	26%	
Zysk brutto	9,8	8,0	22%	75,3	24%	
Zysk netto	7,9	6,3	26%	60,8	23%	

- Zgodnie z miesięcznymi szacunkami sprzedaży Spółka pogorszyła sprzedaż o 8% r/r w 3Q'18.
 - Pomimo efektu wysokiej bazy oraz spadku sprzedaży we wrześniu r/r (najważniejszy miesiąc w 3Q'18) oczekujemy 1,5p.p. wzrostu marży brutto na sprzedaży r/r wspieranej przez mniejszą skalę wyprzedaży oraz sprzyjający koszt kolekcji.
 - Oczekujemy utrzymania presji na koszty, co powinno przełożyć się na wzrost SG&A/mkw. o 1% r/r w 3Q'18.
-
- Zgodnie z opublikowanymi szacunkami miesięcznymi Spółka poprawiła sprzedaż o 13,9% r/r w 3Q'18 oraz zysk brutto na sprzedaży o 12% r/r w 3Q'18.
 - Niższe nakłady na marketing vs. 2Q'18 powinny wpłynąć na zmniejszenie dynamiki wzrostu kosztów SG&A/mkw. do 3% r/r w 3Q'18 vs. 6,8% r/r w 2Q'18.
 - Uwzględniając powyższe oczekujemy wzrostu EBITDA o 14% r/r do 15,3 mln PLN w 3Q'18.

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
Finanse										
Alior Bank	kupuj	2018-10-04	62,90	96,00	61,00	+20,8%	11,4	10,2		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-10-04	0,53	1,00	0,58	+72,4%	-	-	3,9	
Handlowy	kupuj	2018-10-04	76,90	90,00	70,40	+27,8%	13,8	13,3		
ING BSK	akumuluj	2018-10-04	181,00	200,00	171,60	+16,6%	14,7	13,4		
Millennium	redukuj	2018-10-04	9,27	8,40	8,80	-4,5%	14,5	13,1		
Pekao	kupuj	2018-10-04	107,20	138,70	103,90	+33,5%	13,1	10,8		
PKO BP	akumuluj	2018-10-04	42,55	47,00	40,28	+16,7%	13,5	12,6		
Santander Bank Polska	akumuluj	2018-10-04	367,00	400,00	349,40	+14,5%	15,5	13,7		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	890,50	+24,8%	11,4	9,7		
Erste Bank	kupuj	2018-08-02	37,14	43,00 EUR	36,68	+17,2%	10,5	10,5		
OTP Bank	kupuj	2018-06-06	10 210	12 090 HUF	10 300	+17,4%	10,4	9,6		
PZU	akumuluj	2018-08-02	42,00	47,50	39,55	+20,1%	11,1	10,0		
Kruk	kupuj	2018-09-17	187,80	292,77	203,00	+44,2%	10,8	9,2		
Prime Car Management	zawieszona	2018-08-23	7,96	-	8,82	-	-	-		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-08-31	25,30	36,86	29,20	+26,2%	9,1	8,6		
Chemia										
Ciech	kupuj	2018-08-02	56,95	82,52	44,68	+84,7%	7,0	6,6	4,9	4,6
Grupa Azoty	trzymaj	2018-09-03	38,00	41,13	24,30	+69,3%	10,7	9,7	4,3	4,5
Polwax	zawieszona	2018-09-14	7,70	-	7,02	-	-	-	-	-
Paliwa										
Lotos	sprzedaj	2018-09-03	69,90	57,21	73,00	-21,6%	10,2	14,4	5,5	6,9
MOL	kupuj	2018-09-03	2 870	3 296 HUF	3 040	+8,4%	8,6	10,7	3,9	4,3
PGNiG	kupuj	2018-09-03	5,82	7,86	6,52	+20,6%	9,1	7,6	4,3	3,6
PKN Orlen	sprzedaj	2018-09-03	98,24	81,38	94,00	-13,4%	8,4	13,9	5,3	7,5
Energetyka										
CEZ	sprzedaj	2018-07-04	550,00	440,96 CZK	550,00	-19,8%	20,8	19,3	8,3	8,2
Enea	kupuj	2018-05-29	9,57	12,62	8,13	+55,2%	3,9	3,0	3,8	3,3
Energa	kupuj	2018-09-03	8,40	15,27	8,16	+87,1%	4,1	4,2	3,4	3,2
PGE	kupuj	2018-05-29	9,28	13,60	10,16	+33,9%	6,2	6,1	3,8	3,6
Tauron	kupuj	2018-09-03	2,00	2,77	1,79	+54,7%	3,4	2,9	3,7	4,1
Telekomunikacja, media, IT										
Netia	trzymaj	2018-10-01	4,50	4,30	4,76	-9,7%	43,3	52,3	5,6	5,9
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	4,55	+67,0%	19,9	11,0	4,2	3,8
Play	kupuj	2018-10-17	17,14	21,50	17,51	+22,8%	5,7	6,4	5,2	5,1
Agora	kupuj	2018-09-14	8,48	15,40	9,10	+69,2%	45,7	57,0	5,5	4,7
Cyfrowy Polsat	akumuluj	2018-06-15	22,76	24,90	23,02	+8,2%	13,4	11,4	7,1	6,2
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-09-03	57,00	60,00	52,00	+15,4%	20,4	17,5	11,1	9,3
Asseco Poland	akumuluj	2018-09-03	45,90	49,00	45,56	+7,6%	13,4	14,7	8,1	7,9
CD Projekt	redukuj	2018-10-16	158,60	136,60	155,00	-11,9%	82,3	90,1	65,9	76,0
Comarch	akumuluj	2018-10-01	167,00	180,50	164,50	+9,7%	24,7	18,4	8,2	7,5
Przemysł, surowce										
Famur	kupuj	2018-08-02	5,20	6,56	5,58	+17,6%	17,5	13,9	7,6	6,8
Grupa Kęty	trzymaj	2018-09-03	387,50	367,45	372,00	-1,2%	13,5	12,8	9,2	8,7
JSW	kupuj	2018-09-03	77,00	98,00	70,06	+39,9%	4,2	5,5	2,1	2,4
Kemel	kupuj	2018-07-23	50,50	59,18	51,30	+15,4%	15,4	7,1	6,8	5,2
KGHM	trzymaj	2018-10-15	85,40	87,99	84,16	+4,6%	7,9	6,6	4,6	3,6
Stelmet	kupuj	2018-09-03	11,35	20,45	7,70	+165,6%	14,7	5,0	5,9	3,9
Budownictwo										
Budimex	trzymaj	2018-08-02	122,60	125,00	111,80	+11,8%	11,6	13,1	3,9	4,9
Elektrobudowa	kupuj	2018-09-26	32,80	45,00	38,00	+18,4%	-	10,1	-	4,8
Erbud	kupuj	2018-09-03	9,60	14,40	10,90	+32,1%	-	11,9	-	4,9
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	4,85	+108,2%	5,6	4,8	3,6	2,8
Deweloperzy										
Atal	kupuj	2018-07-04	36,40	42,86	30,90	+38,7%	6,3	6,6	5,8	6,3
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,35	+56,1%	10,6	8,9	17,6	16,9
Dom Development	kupuj	2018-08-02	72,80	87,80	66,60	+31,8%	6,9	7,3	5,7	6,2
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,01	+40,4%	5,5	5,0	6,7	6,9
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	8,08	+18,8%	9,7	8,4	14,3	13,4
LC Corp	kupuj	2018-06-22	2,39	3,58	2,57	+39,3%	6,2	5,7	8,0	7,5
Handel										
AmRest	trzymaj	2018-09-03	40,60	42,60	42,10	+1,2%	4,4	3,5	3,7	3,0
CCC	kupuj	2018-06-06	242,80	295,00	204,60	+44,2%	26,7	15,8	15,3	10,6
Dino	trzymaj	2018-06-06	107,40	103,50	88,05	+17,5%	27,0	20,2	16,9	13,0
Eurocash	kupuj	2018-10-01	18,08	26,40	20,43	+29,2%	27,6	20,6	8,6	7,1
Jeronimo Martins	kupuj	2018-08-02	12,65	15,20 EUR	11,36	+33,8%	17,9	14,9	7,7	6,6
LPP	kupuj	2018-10-01	8 625	10 200	8 125	+25,5%	22,8	18,7	12,4	10,2
TXM	zawieszona	2018-10-16	0,59	-	0,55	-	-	-	-	-
Inne										
PBKM	kupuj	2018-10-01	57,80	66,40	58,00	+14,5%	11,3	10,8	8,3	7,4

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
Spółki IT						13,5	10,1	5,0	4,7
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	12,40	-23,5%	14,8	12,8	6,6	5,3
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	25,80	-7,9%	15,0	13,6	10,0	9,2
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	11,50	-1,7%	10,5	10,1	4,6	4,2
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	3,33	-21,6%	7,8	7,0	4,9	4,7
Wasko	równoważ	2018-05-30	1,68	1,60	-4,8%	13,5	8,9	5,0	4,3
Spółki przemysłowe						8,4	8,3	6,0	5,8
Alumetal	równoważ	2018-08-23	51,00	44,30	-13,1%	7,9	8,6	6,4	6,7
Amica	przeważaj	2018-09-13	112,80	112,00	-0,7%	7,8	7,4	5,4	4,9
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	24,20	+0,8%	13,3	14,0	7,7	7,9
Boryszew	równoważ	2018-09-05	6,25	5,04	-19,4%	8,9	7,1	6,4	5,8
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	1,48	+35,8%	5,9	5,2	5,5	4,9
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	3,43	-15,5%	7,7	7,2	5,8	5,4
Forte	przeważaj	2018-07-27	40,60	40,00	-1,5%	14,9	10,7	10,4	8,6
Kruszwica	równoważ	2018-10-16	43,90	45,60	+3,9%	16,6	19,8	9,1	9,9
Mangata	równoważ	2018-10-01	65,40	64,80	-0,9%	8,2	9,9	6,1	6,5
Pfleiderer Group	równoważ	2018-09-28	36,45	32,00	-12,2%	13,9	16,1	5,9	5,9
Pozbud	przeważaj	2018-09-04	3,57	2,55	-28,6%	4,8	2,6	4,5	1,6
Tarczyński	równoważ	2018-05-30	14,50	15,00	+3,4%	8,5	8,1	5,8	5,4
Budownictwo						28,4	10,0	5,8	4,9
Elektrotim	równoważ	2018-09-27	4,20	4,12	-1,9%	44,1	11,8	5,7	5,0
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	2,52	-31,3%	7,9	5,6	4,6	3,8
Torpol	równoważ	2018-09-27	5,18	4,90	-5,4%	53,2	10,8	5,8	4,8
Trakcja	niedoważaj	2018-09-27	3,47	3,16	-8,9%	71,2	33,7	6,7	7,0
Ulma	równoważ	2018-05-28	73,00	69,50	-4,8%	8,6	8,3	3,4	3,3
ZUE	równoważ	2018-09-27	5,56	5,36	-3,6%	12,8	9,2	6,1	5,5
Deweloperzy						5,9	6,4	8,7	5,8
Archicom	przeważaj	2018-06-22	15,00	11,70	-22,0%	5,5	3,8	5,5	4,4
BBI Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,58	-12,1%	13,4	6,4	13,6	6,0
i2 Development	równoważ	2018-06-22	15,40	12,25	-20,5%	3,7	4,2	7,0	5,8
JWC	równoważ	2018-06-22	3,48	2,92	-16,1%	7,9	3,2	8,7	3,9
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-06-22	18,80	17,10	-9,0%	5,7	6,6	4,3	5,1
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	18,00	-19,3%	5,9	6,8	9,9	11,0
Polnord	niedoważaj	2018-06-22	9,04	9,30	+2,9%	-	-	-	-
Ronson	równoważ	2018-06-22	1,09	1,04	-4,6%	11,2	7,5	12,2	10,8
Handel						11,3	9,2	7,7	6,3
Bytom	przeważaj	2018-05-23	2,92	2,67	-8,6%	11,9	10,9	7,7	6,8
Monnari	równoważ	2018-07-13	6,60	5,79	-12,3%	8,8	8,2	3,5	3,0
Vistula	przeważaj	2018-05-23	4,79	3,96	-17,3%	11,3	9,2	7,8	6,3



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgową
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 księgową) – 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 postępującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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

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

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

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

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

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

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

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, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, Solar Company, 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 Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PZU, Solar Company, 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, Amica, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGZ BNP Paribas, Boryszew, BOS, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elizab, Enea, Energia, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raffines Bank International, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwhheels, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Asseco SEE, Cognor Holding, LC Corp, PBKM.

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 abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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 zmiennej 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 46
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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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