

środa, 30 stycznia 2019 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 4Q 2018

Rynek akcji

Finanse

Sektor bankowy zanotuje rekordowy kwartał, który zostanie wsparty przez zdarzenia jednorazowe. Po raz kolejny banki pokażą wzrost marży odsetkowej oraz wysoką sprzedaż kredytów detalicznych. Uważamy, że na tle konkurencji pozytywnie wyróżnią się Pekao oraz PKO BP, a za granicą Komercyjny Bank. Pozostałe spółki finansowe jak PZU czy Kruk zaraportują wyniki zgodne z konsensusem.

Chemia

Spółki chemiczne w 4Q'18 zanotują spadkową dynamikę wyników z uwagi na wyższe r/r koszty surowców energetycznych oraz wysoką bazę 2017 roku. Azoty wydaje się, że zdyskontowały już możliwą poprawę wyników w IH'19, z kolei nadal lepiej od rynku powinien zachowywać się Ciech.

Paliwa

Spadek cen ropy uderzy w wyniki na wydobyciu, choć będzie to częściowo równoważone przez wciąż wysokie ceny gazu (zbliżone q/q). W stosunku do naszych dotychczasowych rocznych prognoz, pozytywnego odchylenia oczekujemy w Lotosie (rekordowe marże na dieslu i premie lądowe) i MOL-u (mocna rafineria).

Energetyka

Wyniki 4Q w całym sektorze zapewnią realizację naszych dotychczasowych rocznych prognoz, ale negatywnie na tym tle wypadnie Enea z uwagi na problemy z dyspozycyjnością elektrowni w Kozienicach oraz zaraportowanym już bardzo słabym wynikiem w LWB. CEZ powinien kontynuować rozpoczęty w 3Q trend wzrostu wyników r/r.

Telekomunikacja, media, IT

W 4Q'18 spodziewamy się dobrych wyników w spółkach mediowych: estymujemy poprawę zysku EBITDA w AGO o +11% R/R dzięki rekordowej sprzedaży biletów do kin, w WPL o +14% dzięki koniunkturze na rynku reklamy internetowej i dwucyfrowej poprawie obrotów e-commerce. OPL jako jedyny polski telekom zaraportuje wzrost wyników w 4Q'18 (EBITDA +5% R/R). Bardzo dobrych wyników spodziewamy się w ACP (+50% na linii netto).

Przemysł, surowce

Przed spółkami przemysłowymi ostatni kwartał poprawy rezultatów. Na 23 prognozy 60% powinno poprawić r/r wyniki, a 20% pogorszyć. Przy wynikach Zarządy mogą studiować oczekiwania na 2019 rok z uwagi na wyższe koszty (energia + płace) oraz niesprzyjające otoczenie dla eksporterów (spadek PMI w Niemczech). Największy potencjał do pozytywnych zaskoczeń w 4Q'18 mają ACG, AMC, FMF, KER i TIM. Negatywnych JSW KGH, i TAR.

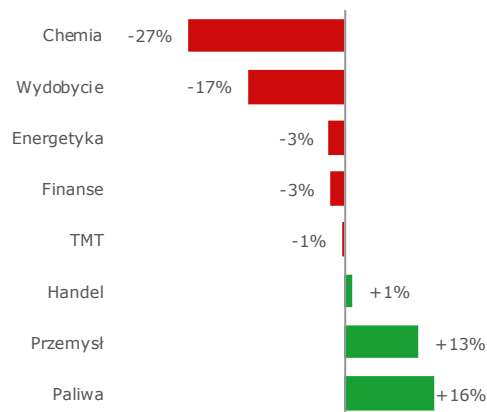
Deweloperzy

Mimo rekordowej liczby przekazanych mieszkań w całym 2018 (+15%), w ostatnim kwartale'18 deweloperzy giełdowi zanotowali spadek przekazania o 10% r/r. Na tym tle pozytywnie wypadł Dom Development, ze wzrostem +9% r/r, notując najlepszy wynik w historii. Tym samym oczekujemy również rekordowego ZN. W Atalu, spadek przekazania wyniósł 39%, co daje relatywnie słabsze momentum wyników w Q4'18, jednak w całym roku spółka zanotowała wzrost przekazania o 17%.

Handel

W 4Q'18 oczekujemy przyspieszenia dynamiki poprawy EBITDA r/r w AmRest. Słabych wyników oczekujemy w CCC (negatywny wpływ niskiej sprzedaży w X'18 oraz potencjalne odpisy) oraz EUR (niski wynik w segmencie detal). Utrzymanie relatywnie niskiej dynamiki lfl w DNP w 4Q'18 (podobnie jak w 2-3Q'18) może wywierać presję na notowania spółki. Poprawę rezultatów r/r powinny odnotować MON oraz VRG.

Dynamika wyników sektorów*



*na podstawie zysku netto (banki), wyniku EBITDA (pozostałe)

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
Atende	AC SA
CCC	Agora
Enea	Amica
Eurocash	AmRest
JSW	Asseco Poland
KGHM	Famur
Millenium	Kernel
Tarczyński	Lotos
Tauron	Orange Polska
	Pekao
	PGNiG
	TIM
	Wirtualna Polska

Departament Analiz

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

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

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

Aleksandra Szklarczyk
+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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

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

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl

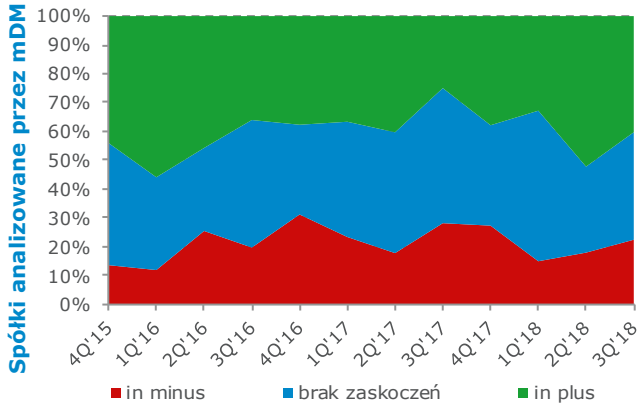


Spis treści

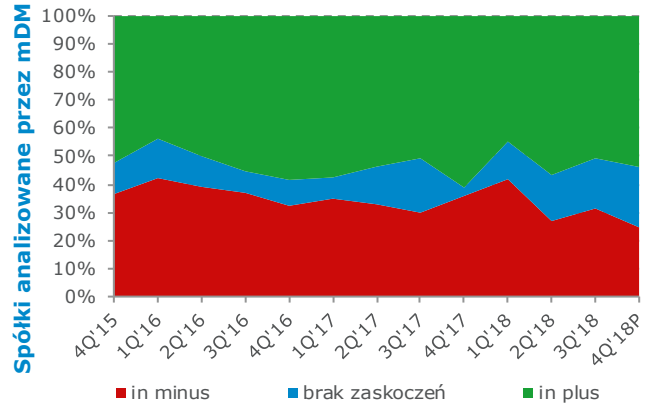
1. Zaskoczenia na wynikach spółek	3	7. Przemysł	11
2. Usługi finansowe	5	7.1. AC	11
2.1. Alior Bank	5	7.2. Alumetal	11
2.2. Handlowy	5	7.3. Amica	11
2.3. ING BSK	5	7.4. Apator	11
2.4. Millennium	5	7.5. Boryszew	11
2.5. Pekao	5	7.6. Cognor	11
2.6. PKO BP	5	7.7. Ergis	11
2.7. Komercni Banka	5	7.8. Famur	11
2.8. OTP Bank	6	7.9. Forte	12
3. Usługi finansowe	6	7.10. Grupa Kęty	12
3.1. PZU	6	7.11. Impexmetal	12
3.2. Kruk	6	7.11. Kernel	12
4. Chemia, paliwa	7	7.12. Kruszwica	12
4.1. Ciech	7	7.13. Mangata	12
4.2. Grupa Azoty	7	7.14. Pfeiderer Group	12
4.3. Lotos	7	7.15. Pozbud	12
4.4. MOL	7	7.16. Stelmet	12
4.5. PGNiG	7	7.17. Tarczyński	13
5. Energetyka, surowce	8	7.18. TIM	13
5.1. CEZ	8	8. Deweloperzy	14
5.2. Enea	8	8.1. Atal	14
5.3. Energa	8	8.2. Dom Development	14
5.4. PGE	8	8.3. GTC	14
5.5. Tauron	8	9. Handel	15
5.6. JSW	8	9.1. AmRest	15
5.7. KGHM	8	9.2. CCC	15
6. Telekomunikacja, media, IT	9	9.3. Dino	15
6.1. Netia	9	9.4. Eurocash	15
6.2. Orange Polska	9	9.5. Jeronimo Martins	15
6.3. Play	9	9.6. Monnari	15
6.4. Agora	9	9.7. VRG	16
6.5. Cyfrowy Polsat	9	10. Inne	16
6.6. Wirtualna Polska	9	10.1. PBKM	16
6.7. Asseco Poland	9	11. Aktualne rekomendacje i pozycjonowania	17
6.8. Asseco Business Solutions	10		
6.9. Asseco South Eastern Europe	10		
6.10. Atende	10		
6.11. CD Projekt	10		
6.11. Comarch	10		

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mDM oraz wybranych sektorów

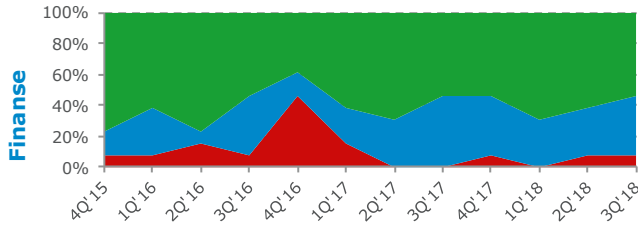
vs. konsensus



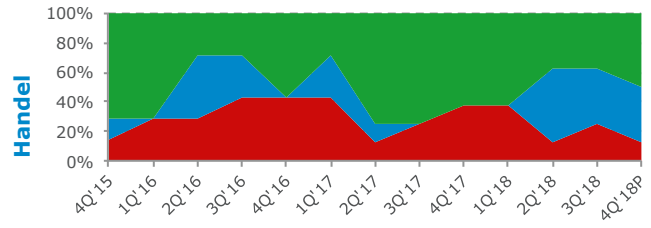
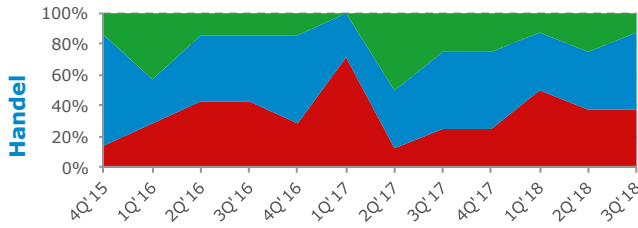
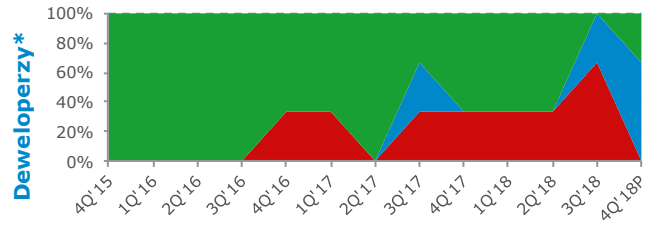
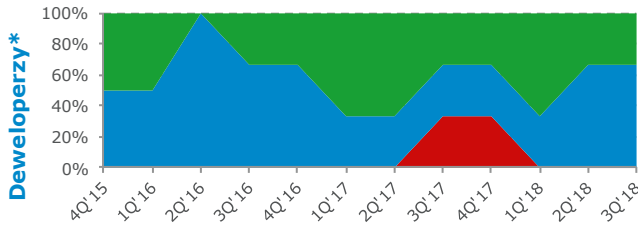
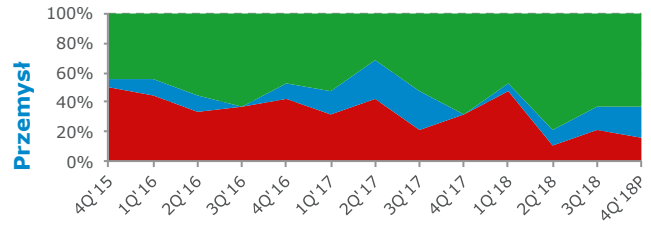
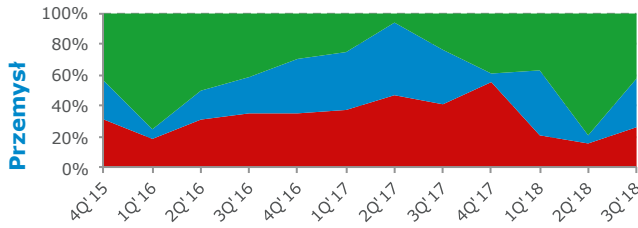
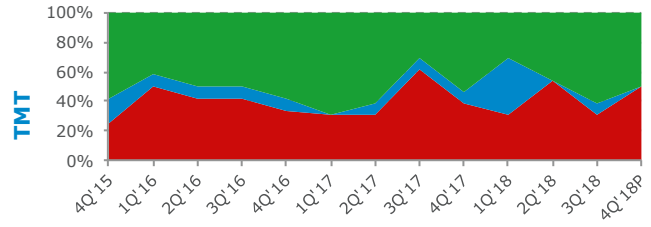
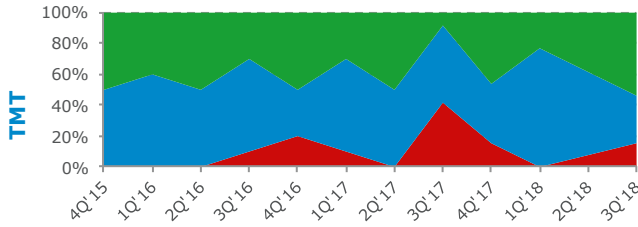
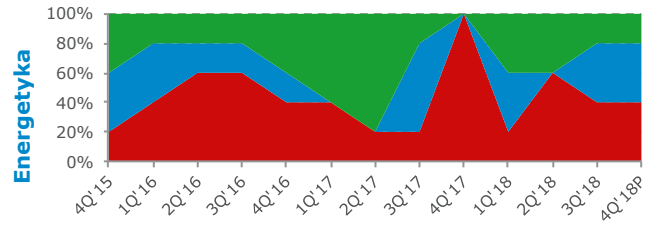
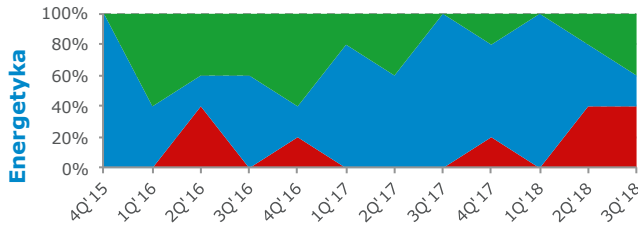
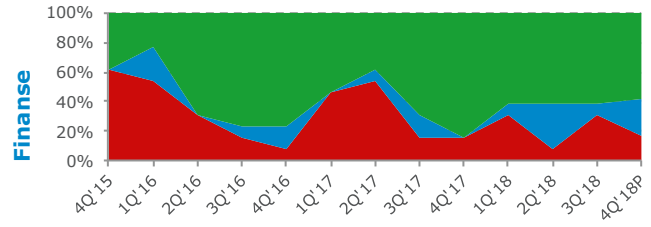
vs. r/r



Wyniki sektorów vs. konsensus



Wyniki sektorów vs. r/r



Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku; *uwzględniając 1AT, DOM, GTC

Banki

PKO BP cały czas mocne,...

- Oczekujemy, że wyniki PKO BP będą pozytywnie odebrane przez rynek, w szczególności wynik odsetkowy i nieznaczny spadek kosztów operacyjnych.

Alior Bank Michał Konarski	kupuj 92,50 PLN		wyniki: 28-02-2019		
(mln PLN)	4Q'18P	3Q'18	q/q	r/r	18P r/r
Wynik odsetkowy	805,7	781,4	3%	11%	9%
Wynik prowizyjny	106,5	106,6	0%	-20%	-6%
WNDB	1054,3	1018,2	4%	3%	8%
Koszty operacyjne	-425,9	-411,3	4%	-4%	-7%
Saldo rezerw	-304,3	-271,2	12%	22%	17%
Zysk netto	176,4	172,9	2%	1%	38%

Handlowy Michał Konarski	akumuluj 76,00 PLN		wyniki: 22-03-2019		
(mln PLN)	4Q'18P	3Q'18	q/q	r/r	18P r/r
Wynik odsetkowy	286,0	280,7	2%	-1%	3%
Wynik prowizyjny	132,4	135,1	-2%	-9%	-6%
WNDB	544,1	519,0	5%	-1%	5%
Koszty operacyjne	-281,8	-275,5	2%	1%	-1%
Saldo rezerw	-20,6	-19,2	7%	-46%	-30%
Zysk netto	171,9	158,5	8%	5%	23%

ING BSK Michał Konarski	akumuluj 199,63 PLN		wyniki: 08-03-2019		
(mln PLN)	4Q'18P	3Q'18	q/q	r/r	18P r/r
Wynik odsetkowy	978,6	961,2	2%	9%	10%
Wynik prowizyjny	330,1	316,5	4%	9%	9%
WNDB	1343,2	1306,1	3%	9%	9%
Koszty operacyjne	-576,4	-577,2	0%	9%	9%
Saldo rezerw	-139,3	-133,9	4%	24%	29%
Zysk netto	403,7	379,0	7%	10%	5%

Millennium Michał Konarski	akumuluj 10,10 PLN		wyniki: 22-02-2019		
(mln PLN)	4Q'18P	3Q'18	q/q	r/r	18P r/r
Wynik odsetkowy	472,1	463,0	2%	6%	6%
Wynik prowizyjny	163,5	162,9	0%	-3%	0%
WNDB	704,7	699,9	-1%	3%	4%
Koszty operacyjne	-328,0	-316,0	4%	8%	6%
Saldo rezerw	-65,2	-58,0	12%	4%	-10%
Zysk netto	184,6	200,2	-8%	3%	8%

Pekao Michał Konarski	kupuj 136,29 PLN		wyniki: 26-02-2019		
(mln PLN)	4Q'18P	3Q'18	q/q	r/r	18P r/r
Wynik odsetkowy	1298,0	1258,0	3%	9%	9%
Wynik prowizyjny	620,5	619,0	0%	1%	4%
WNDB	2059,0	1963,3	5%	3%	7%
Koszty operacyjne	-883,6	-873,8	1%	1%	5%
Saldo rezerw	-150,6	-155,3	-3%	-1%	7%
Zysk netto	672,8	605,8	11%	-36%	-11%

PKO BP Michał Konarski	akumuluj 45,00 PLN		wyniki: 04-03-2019		
(mln PLN)	4Q'18P	3Q'18	q/q	r/r	18P r/r
Wynik odsetkowy	2428,7	2366,0	3%	8%	8%
Wynik prowizyjny	759,5	760,0	0%	0%	1%
WNDB	3545,9	3442,0	3%	6%	7%
Koszty operacyjne	-1465,6	-1441,0	2%	-1%	2%
Saldo rezerw	-389,0	-328,0	19%	-13%	-12%
Zysk netto	1000,9	1042,0	-4%	22%	20%

Komercni Banka Michał Konarski	akumuluj 1 000,00 CZK		wyniki: 07-02-2019		
(mln CZK)	4Q'18P	3Q'18	q/q	r/r	18P r/r
Wynik odsetkowy	5878,4	5735,0	2%	10%	7%
Wynik prowizyjny	1551,7	1514,0	2%	-5%	-4%
WNDB	8258,0	8335,0	-1%	4%	3%
Koszty operacyjne	-3625,7	-3421,0	6%	2%	1%
Saldo rezerw	89,9	258,0	-65%	-46%	91%
Zysk netto	3899,5	4204,0	-7%	5%	7%

...ale to gwiazda Pekao powinna świecić najjaśniej

- Wynik Pekao nie powinien być zaskoczeniem dla rynku, ale jego struktura powinna być pozytywnym sygnałem dla uczestników rynku.

- Oczekujemy, że zostaną utworzone jednorazowe rezerwy na Ruch w wysokości 80 mln PLN.
- Silne wolumeny napędzą wzrost wyniku odsetkowego +3,1% Q/Q oraz +10,8% R/R.
- Koszty operacyjne wzrosną +3,5% Q/Q, z zaznaczeniem, że w Q3 została rozwiązana rezerwa urlopową.
- Znormalizowane saldo rezerw wyniesie około 220 mln PLN, a po powiększeniu o zdarzenia jednorazowe 304 mln PLN.

- Sytuacja na rynku obligacji wsparła wynik handlowy, który wzrośnie +17% Q/Q oraz +13% R/R.
- Wynik odsetkowy powinien wzrosnąć o 1,9%, pomimo presji na marżę odsetkową (-5 p.b).
- Koszty operacyjne wzrosną +2% Q/Q, z zaznaczeniem, że w Q3 została rozwiązana rezerwa urlopową.
- Saldo rezerw powinno ustabilizować się na poziomie 21 mln PLN, przy koszcie ryzyka na poziomie 41 p.b.

- Zysk netto wyniesie 404 mln PLN, czyli +6,6% Q/Q i 10,1% R/R, blisko rekordowych 407 mln PLN z 2Q'16.
- Wynik odsetkowy powinien wzrosnąć o 1,8% Q/Q, przy płaskiej marży odsetkowej.
- Saldo rezerw powinno wzrosnąć o 4% Q/Q i 23,7% R/R, co oznacza koszt ryzyka na poziomie 54 p.b.
- Oczekujemy płaskich kosztów operacyjnych w ujęciu kwartalnym, ale 9,1% R/R, co jest efektem podwyżek płac.

- Wynik powinien uwzględniać konsolidację SKOK Piast, którego wpływ na wyniki powinien być znikomy.
- Wynik odsetkowy powinien wzrosnąć 2% Q/Q i 6,3% R/R przy stabilnej marży odsetkowej.
- Koszty operacyjne wzrosną +4% Q/Q i 8% R/R, co będzie związane z przejściem Eurobanku i SKOK Piast.
- Saldo rezerw na poziomie 65,2 mln PLN implikuje koszt ryzyka na poziomie 49 p.b.

- Wyniki będą wsparte przez sprzedaż NPL, co miało również miejsce w 4Q'17.
- Zakładamy stabilizację marży odsetkowej oraz wzrost wyniku odsetkowego o 3,2% Q/Q i 9% R/R.
- Prognozujemy saldo rezerw na poziomie 150,6 co oznacza koszt ryzyka na poziomie 42 p.b.
- Ostatecznie oczekujemy wzrostu zysku netto o 11% Q/Q, czyli do 672,8 mln PLN.

- Zakładamy, że wynik odsetkowy wzrośnie o 2,6% Q/Q i 8% R/R przy płaskiej marży na poziomie 3,14%.
- Zakładamy sezonowy wzrost kosztów operacyjnych o 1,7%, głównie z powodu kosztów pracowniczych.
- Oczekujemy sezonowo wysokiej stawki podatkowej na poziomie 23,6%.
- Ostatecznie zysk netto powinien wynieść 1000,9 mln PLN, co oznacza spadek o 4% Q/Q i wzrost o 22% R/R.

- Wzrost wyniku odsetkowego o 9,6% R/R dzięki podwyżkom stóp procentowych oraz rosnącym wolumenom.
- Pomimo wzrostu wyniku prowizyjnego o 2,5% Q/Q oraz odsetkowego wynik na działalności bankowej skurczy się o 1% Q/Q ze względu na spadający wynik handlowy.
- Sezonowy wzrost kosztów operacyjnych o +6% Q/Q oraz 2% R/R (wskaźnik C/I na poziomie 44%).
- Oczekujemy rozwiązania rezerw w wysokości 90 mln CZK.

OTP Bank	akumuluj			wyniki:	
Michał Konarski	13 046 HUF			01-03-2019	
(mln EUR)	4Q'18P	3Q'18	q/q	r/r	18P r/r
Wynik odsetkowy	159,9	153,9	4%	14%	10%
Wynik prowizyjny	55,5	57,8	-4%	-4%	5%
WNDB	231,4	228,3	1%	11%	10%
Koszty operacyjne	-138,8	-121,8	14%	12%	12%
Saldo rezerw	-17,6	-2,5	595%	-8%	-49%
Zysk netto	62,4	85,9	-27%	-9%	8%

Usługi finansowe

PZU zgodnie z oczekiwaniami:

- Uważamy, że PZU w 4Q'18 nie powtórzy bardzo dobrego wyniku z 3Q'18 (>1 mld PLN). Spowodowane to będzie głównie przez normalizację odszkodowań.

PZU	akumuluj			wyniki:	
Michał Konarski	46,50 PLN			13-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	3Q'18	q/q	r/r	18P r/r
Skł. przyp. brutto	6032,3	5377,0	12%	2%	2%
Ubezp. majątkowe	3894,8	3344,0	16%	21%	6%
Ubezp. na życie	2138,9	2037,0	5%	-2%	-2%
Odszkodowania	-3622,5	-3639,0	0%	-2%	-2%
Koszty	-1191,3	-1158,0	3%	-1%	3%
Wynik bankowy	1157,1	1041,0	11%	7%	60%
Wynik techniczny	686,9	870,0	-21%	12%	56%
Wynik inwestycyjny	222,3	300,0	-26%	9%	-46%
Zysk brutto	1684,5	2005,0	-16%	4%	24%
Zysk netto	763,0	1007,0	-24%	1%	10%

Kruk	kupuj			wyniki:	
Michał Konarski	292,77 PLN			07-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	3Q'18	q/q	r/r	18P r/r
Przychody ogółem	347,2	288,6	20%	40%	18%
Zakupy wierzyt.	267,4	265,0	1%	17%	12%
Inkaso	16,7	16,5	1%	18%	10%
Koszty pośr. i bezp.	127,8	115,5	11%	-13%	6%
marża pośrednia	162,4	170,1	-5%	59%	17%
Zysk operacyjny	117,3	126,7	-7%	122%	21%
Zysk brutto	85,7	98,4	-13%	145%	15%
Zysk netto	65,9	89,9	-27%	1597%	17%

- Prognozujemy zysk netto bez zdarzeń jednorazowych na poziomie 63,9 mld HUF, co jest zgodne z prognozą Zarządu.
- Wynik odsetkowy wzrośnie o +14% R/R, a prowizyjny spadnie (-4% R/R) ze względu na trudną sytuację rynków kapitałowych.
- Prognozujemy zawiązanie rezerw w wysokości 17,6 mld.
- Znaczący wzrost kosztów operacyjnych w kwartale (+12,1% R/R) związany głównie z płacami.

W Kruku spadek rewaluacji:

- Ostrożnie zakładamy, że rewaluacje w Kruku spadną o połowę do 25 mln PLN. Niemniej jednak na uwagę zasługują rekordowo wysokie spłaty w kwartale.

- Zakładamy wzrost składki przypisanej brutto o 2% R/R, ale płaski przypis składki zarobionej netto.
- Oczekujemy, że odszkodowania spadną o 2% w ujęciu rocznym, przy braku istotnych zdarzeń jednorazowych w kwartale.
- Szacujemy wynik inwestycyjny na poziomie 222 mln PLN (+9% R/R ale -26% Q/Q). Na plus w kwartale wpłynęła sytuacja na rynku dłużnym, a in minus rynek akcji oraz kurs walutowy.
- Koszty operacyjne wzrosną sezonowo o 2,9% Q/Q.

- Marża pośrednia na kupionym dźługu spadnie 4,4% Q/Q, ale wzrośnie o 60% R/R. Oczekujemy spadku rewaluacji do +25 mln PLN i wzrostu kosztów związanych z windykacją.
- Oczekujemy sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych w kwartale (+9,9% Q/Q) głównie związanych z marketingiem.
- Prognozujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 23,1% w 4Q'18.
- Oczekujemy wzrostu kosztów finansowych o 12% Q/Q do poziomu 32 mln PLN.

Chemia, paliwa

Przecena na ropie, kompensowana przez gaz i rafinerię

- Przecena na ropie zaszkodzi wydobyciu, szczególnie tam, gdzie udział gazu jest mniejszy (MOL). Bardzo mocne makro w rafinerii z uwagi na ON i premie lądowe.

Ciech		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		77,05 PLN			26-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	965,2	962,3	0%	3 667,1	2%	
EBITDA	187,3	270,0	-31%	671,9	-19%	
EBITDA skor.	187,3	251,1	-25%	659,2	-18%	
marża EBITDA	19,4%	28,1%	-	18,3%	-	
EBIT	117,1	207,4	-44%	403,7	-31%	
Zysk netto	19,2	137,9	-86%	218,5	-44%	

Grupa Azoty		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		33,00 PLN			30-04-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	2 683,0	2 551,7	5%	9 884,7	3%	
EBITDA	166,1	217,4	-24%	739,1	-38%	
EBITDA skor.	176,1	293,7	-40%	770,8	-39%	
marża EBITDA	6,2%	8,5%	-	7,5%	-	
EBIT	1,6	54,6	-97%	71,7	-88%	
Zysk netto	16,5	54,1	-70%	34,6	-92%	

Lotos		sprzedaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz		59,84 PLN			07-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	7 334	7 021	4%	29534	22%	
skor. EBITDA LIFO	1 006	753	34%	3 255	7%	
efekt LIFO	-211	198	-	456	-	
EBITDA	793	928	-14%	3 548	15%	
EBIT	611	723	-16%	2 823	27%	
Dział. finansowa	-65	12	-	-172	-	
Zysk netto	398	485	-18%	1 886	13%	

MOL		trzymaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz		3 280 HUF			22-02-2019	
(mld HUF)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	1209,8	1125,1	8%	5015,6	21%	
skor. EBITDA LIFO	188,8	151,9	24%	722,9	7%	
efekt LIFO	16,3	-4,5	-	25,3	-	
EBITDA	170,4	164,6	4%	748,2	11%	
EBIT	78,0	61,8	26%	387,5	9%	
Dział. finansowa	-1,8	8,3	-	-20,8	-	
Zysk netto	55,5	76,6	-27%	278,7	-9%	

PGNiG		kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz		7,72 PLN			14-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	13 079	10 965	19%	41 560	16%	
skor. EBITDA	2 258	2 082	8%	8 136	11%	
EBITDA	2 093	1 323	58%	7 862	20%	
EBIT	1 382	650	113%	5 182	33%	
Dział. finansowa	-61	-40	-	26	-	
Zysk netto	951	456	109%	3 773	29%	

Chemia gorzej r/r, lepiej q/q

- W chemii spółki zaraportują gorsze wyniki r/r, ale lepsze q/q. W kolejnych kwartałach rezultaty będą się poprawiać ze względu na mniejszą presję ze strony kosztów surowców.

- Wyniki będą słabsze r/r z uwagi na wysoką bazę roku ubiegłego (bardzo dobry 4Q'17 pod względem sprzedaży i rentowności w segmencie sody, sprzedaż certyfikatów CO₂, wysoko rentowna sprzedaż środków ochrony roślin), ale jednocześnie wyraźnie lepsze q/q (EBITDA +44% q/q).

- W 4Q'18 produkcja i sprzedaż sody wraca do normy, a Ciech naszym zdaniem będzie miał najlepszy kwartał pod względem wolumenu sprzedaży sody w 2018 roku.

- W 4Q'18 wyniki Grupy Azoty powinny zanotować poprawę w relacji q/q z uwagi na poprawiające się otoczenie dla produkcji nawozów saletrzanych (spadki cen gazu przy stabilnych cenach nawozów).

- Naszym zdaniem wyniki będą słabsze r/r, ze względu na stosunkowo wysoką bazę porównawczą 4Q'17 oraz fakt, że otoczenie wyraźnie uległo poprawie dopiero od drugiej połowy listopada.

- Skor. EBITDA LIFO w rafinerii wyższa r/r (0,72 mld PLN vs. 0,52 mld PLN) z uwagi na bardzo wysokie cracki i premie lądowe na ON w związku z logistyką na Renie.

- W segmencie wydobywczym oczekujemy wzrostu wyniku r/r i q/q do 0,24 mld PLN z uwagi na wzrost wolumenów i wyższe ceny gazu.

- W detalu powrót wysokich wzrostów z uwagi na rekordowe marże w listopadzie i grudniu (EBITDA 40 mln PLN).

- Dz. finansowa lekko negatywna przez koszty odsetkowe.

- Poprawa EBITDA w wydobyciu q/q (86 mld HUF vs. 58 mld HUF) - wysoka produkcja (akwizycja w Chorwacji i dalszy wzrost w UK) neutralizowana przez spadek cen q/q

- W rafinerii poprawa CCS EBITDA r/r (51,6 mld HUF vs. 44 mld HUF) z uwagi na efekt makro, w detalu utrzymanie dynamiki +15% na EBITDA.

- W petrochemii pogorszenie r/r z uwagi na makro i remonty, ale wzrost q/q z 18,5 mld HUF do 22,7 mld HUF.

- W segm. gazowym utrzymanie negatywnych tendencji z 9M.

- Skor. EBITDA w wydobyciu 1,75 mld PLN vs. 1,2 mld PLN 4Q'17, na wyższych wolumenach i cenach ropy oraz gazu.

- W obrocie poprawa średniej ceny sprzedaży powinna ograniczyć straty q/q (-100 mln PLN vs. -468 mln w 3Q).

- W dystrybucji spadek r/r (EBITDA 0,45 mld PLN vs. 0,53 mld PLN) na niższej taryfie i efekcie bilansowania (odwrócenie efektu z 2Q i 3Q).

- Segment ciepła EBITDA -20% r/r na kosztach węgla i CO₂.

Energetyka, surowce

Obrót znów pod presją, słabo w kopalniach

- Widoczna w 3Q presja na marże w obrocie utrzyma się z uwagi na drożące zielone certyfikaty. Spodziewamy się też słabych wyników w obszarze wydobycia węgla z uwagi na problemy z wolumenami i kosztami.

CEZ	trzymaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	518,72 CZK			19-03-2019	
(mln CZK)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	54 891	55 174	-1%	184211	-9%
skor. EBITDA	12 964	12 110	7%	51 694	-1%
EBITDA	12 964	12 910	0%	51 694	-6%
EBIT	5 979	6 190	-3%	22 704	-11%
Dział. finansowa	-1 668	-2 911	-	-6 826	-
Zysk netto	3 492	2 657	31%	12 486	-33%

Enea	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	15,58 PLN			12-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	3 253	3 008	8%	12 637	11%
skor. EBITDA	503	606	-17%	2 443	-8%
EBITDA	503	736	-32%	2 477	-8%
EBIT	88	418	-79%	1 008	-32%
Dział. finansowa	-70	13	-	-226	-
Zysk netto	33	285	-88%	617	-42%

Energa	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	13,54 PLN			12-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	2 742	2 817	-3%	10 343	-2%
skor. EBITDA	479	472	2%	2 066	-1%
EBITDA	479	517	-7%	2 066	-4%
EBIT	383	384	0%	1 371	13%
Dział. finansowa	-52	-76	-	-201	-3%
Zysk netto	268	221	21%	946	22%

PGE	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	14,82 PLN			12-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	5 744	6 407	-10%	24 706	7%
skor. EBITDA	1 538	1 594	-4%	6 778	5%
EBITDA	1 338	1 544	-13%	6 479	-15%
EBIT	399	-195	-	2 762	-24%
Dział. finansowa	-69	-139	-	-273	-17%
Zysk netto	237	-300	-	1 934	-27%

Tauron	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	3,06 PLN			12-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	4 927	4 545	8%	18 605	7%
skor. EBITDA	633	775	-18%	3 297	-2%
EBITDA	633	667	-5%	3 605	2%
EBIT	206	227	-9%	1 511	-16%
Dział. finansowa	-60	49	-	-277	-
Zysk netto	118	188	-37%	971	-30%

JSW	redukuj			wyniki:	
Jakub Szkopek	59,14 PLN			21-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	2 378	2 193	8%	9 664	9%
EBITDA skor.	556	600	-7%	3 211	-9%
EBITDA	1 209	1 119	8%	3 619	-8%
marża EBITDA	50,8%	51,0%	-	37,4%	-
EBIT	1 024	391	162%	2 879	-8%
Zysk netto	816	396	106%	2 327	6%

KGHM	trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek	84,56 PLN			14-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	5 507	5 712	-4%	20 294	0%
EBITDA skor.	1 127	1 426	-21%	4 917	-15%
marża EBITDA	20,5%	25,0%	-	24,7%	-
EBIT skor.	680	972	-30%	3 045	-27%
Zysk netto skor.	455	474	-4%	1 428	-12%

Spółki górnicze pod presją

- Słabsze dane odnośnie wolumenów sprzedaży w 4Q'18 będą mieć negatywny wpływ na KGH i JSW. Obie spółki powinny przedstawić słabsze r/r wyniki oczyszczone o one-off.

- W wytwarzaniu EBITDA 5,9 mld CZK vs. 6,3 mld CZK przed rokiem i 4,2 mld CZK w 2Q'18. Poprawa r/r to efekt cen, wolumenów w atomie i rozliczeń na hedgingu z 1H'18. Raportowana baza odniesienia zawyżona przez rewaluację zielonych certyfikatów w Rumunii.

- W dystrybucji EBITDA zbliżona r/r (4,5 mld CZK), a w obrocie spadek o 10% z uwagi na ceny spotowe. W wydobyciu poprawa o 0,2 mld CZK (wolumeny sprzedaży).

- Przejście awaryjny bloku 500 MW i gorsza dyspozycyjność jednostki 1000 MW (dane Remit) negatywnie wpłyną na wynik wytwarzania q/q (EBITDA 210 mln PLN).

- W dystrybucji oczekujemy większej koncentracji opex i pogorszenia EBITDA zarówno q/q jak i r/r (-16% i -11%).

- W obrocie zakładamy stratę -25 mln PLN vs. +9 mln PLN w 3Q'18 (baza zawyżona przez przeszacowania CO₂).

- W LWB zgodnie z komunikatem EBITDA tylko 65 mln PLN.

- W wytwarzaniu EBITDA -10% r/r z uwagi na gorszy wynik w El. Ostrołęka kompensowany wyższymi wynikami OZE. EBIT będzie wzmocniony odwróceniem odpisów na 145 mln

- W dystrybucji spadek EBITDA o 4% do 366 mln PLN ze względu na bazę odniesienia zawyżoną przez odwrócenie odpisów na należności.

- W obrocie oczekujemy lekko dodatniego wyniku (+3 mln PLN) z uwagi na efekt sprzedaży rezerwowej.

- W wytwarzaniu koszt CO₂ (metoda FIFO) zneutralizuje wyższe wolumeny w w. brunatnym i pełną konsolidację EDF (skor. EBITDA 0,68 mld PLN, tj. -6% r/r) - w raportowanych wynikach uwzględniamy koszty rezerwy rekultywacyjnej -0,2 mld PLN (spadek rentowności 10Y).

- W OZE wzrost r/r na cenach energii i certyfikatów (0,16 mld PLN EBITDA). W dystrybucji EBITDA +5% r/r tak jak w 9M'18. Obrót pod presją kosztów OZE (-25% r/r).

- W wydobyciu sezonowy wzrost kosztów, przy nieznacznym wzroście wolumenów - strata EBITDA -72 mln PLN.

- W wytwarzaniu poprawa EBITDA +27 mln PLN do 105 mln PLN z uwagi na konsolidację zysków Tamehu i OZE.

- EBITDA dystrybucji 0,53 mld PLN vs. 0,49 mld PLN rok wcześniej (76 mln PLN rezerw w 4Q'17).

- W obrocie dalsza presja na marże (EBITDA 95 mln PLN vs. 150 mln PLN rok wcześniej i 125 mln PLN w 3Q'18).

- W 4Q'18 na wynikach będą cięższe słabe dane produkcyjne, w szczególności niska proporcja wydobywanego węgla koksowego w węglu ogółem oraz wysokie dyskonto w sprzedaży węgla koksującego do rynkowych cen. Oczekujemy dalszego wzrostu kosztów wydobycia, co będzie powodować, że oczyszczone wyniki na poziomie EBITDA będą o około 7% r/r niższe.

- W wynikach zakładamy pozytywny one-off na 650 m PLN.

- W perspektywie 4Q'18 warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na niższe r/r ceny praktycznie wszystkich poza molibdenem metali w PLN (szczególnie srebra -15% r/r), niższą o 26% r/r wolumenową sprzedaż złota w KGHM Polska Miedź oraz 33% spadek r/r sprzedaży molibdenu w Sierra Gorda.

- Nasze szacunki nie uwzględniają potencjalnych odpisów związanych z przeprowadzonymi testami na utratę wartości w aktywach górniczych.

Telekomunikacja, media, IT

Mocne media, dobry kwartał dla ACP i OPL

- Dobre wyniki w spółkach mediowych: AGO + 11% R/R dzięki rekordowej sprzedaży biletów do kin, WPL + 14% dzięki koniunkturze na rynku reklamy internetowej i

Netia Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	4,70 PLN			28-02-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	343,3	359,4	-4%	1373,9	-5%
EBITDA	84,4	90,4	-7%	361,5	-5%
marża EBITDA	24,6%	25,1%	-	26,3%	-
EBIT	14,2	13,4	6%	79,6	16%
Zysk brutto	13,0	10,6	23%	77,8	27%
Zysk netto	10,6	-7,2	-	62,3	89%

Orange Polska Paweł Szpigiel	kupuj			wyniki:	
	6,40 PLN			19-02-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	2889,8	2910,0	-1%	11061	-3%
EBITDA	669,6	471,0	42%	2844,6	1%
marża EBITDA	23,2%	16,2%	-	25,7%	-
EBIT	50,6	-177,0	-	331,6	45%
Zysk brutto	-16,5	-236,0	-	30,5	-
Zysk netto	-16,5	-198,0	-	8,5	-

Play Paweł Szpigiel	kupuj			wyniki:	
	21,30 PLN			04-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	1800,6	1739,5	4%	6833	2%
EBITDA	536,3	563,9	-5%	2153,9	13%
marża EBITDA	29,8%	32,4%	-	31,5%	-
EBIT	326,6	360,2	-9%	1355,0	22%
Zysk brutto	232,3	265,4	-12%	978,4	55%
Zysk netto	178,8	142,9	25%	716,5	85%

Agora Paweł Szpigiel	kupuj			wyniki:	
	16,00 PLN			25-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	343,8	330,4	4%	1139,0	-2%
EBITDA	47,8	-45,8	-	97,8	278%
marża EBITDA	13,9%	-13,9%	-	8,6%	-
EBIT	25,5	-74,3	-	11,8	-
Zysk brutto	25,2	-70,2	-	37,0	-
Zysk netto	18,6	-76,5	-	22,2	-

Cyfrowy Polsat Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	23,20 PLN			14-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	2972,5	2579,2	15%	17639	79%
EBITDA	919,8	872,7	5%	6383,2	76%
marża EBITDA	30,9%	33,8%	-	36,2%	-
EBIT	391,2	437,9	-11%	3178,0	73%
Zysk brutto	280,0	354,4	-21%	2363,7	77%
Zysk netto	61,9	167,1	-63%	1042,5	6%

Wirtualna Polska Paweł Szpigiel	kupuj			wyniki:	
	61,50 PLN			26-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	170,2	137,6	24%	564,1	21%
EBITDA	48,0	40,0	20%	164,0	27%
marża EBITDA	28,2%	29,1%	-	29,1%	-
EBIT	33,3	26,3	26%	108,6	38%
Zysk brutto	29,6	14,8	100%	94,7	74%
Zysk netto	22,2	8,3	168%	69,6	97%

Asseco Poland Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	49,60 PLN			25-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	2481,9	2427,0	2%	9160,2	17%
EBITDA	341,3	280,6	22%	1243,4	35%
marża EBITDA	13,8%	11,6%	-	13,6%	-
EBIT	231,3	158,4	46%	790,0	35%
Zysk brutto	221,3	125,7	76%	757,8	-2%
Zysk netto	97,8	64,7	51%	333,1	-29%

w e-commerce.

- Dobre wyniki OPL na tle branży (+5% R/R na linii EBITDA).
- Bardzo dobre wyniki w ACP (+50% na linii netto).

- Odpływ 12 tys. klientów telefonii stacjonarnej netto i 7 tys. klientów broadbandu netto na liniach regulowanych, ale wzrost klientów Internetu na liniach własnych.
- Spadek obrotów o 5%.
- Stabilny poziom kosztów SG&A R/R (104 mln PLN w 4Q'18)
- Wpływ pozostałej dział. operacyjnej + 2 mln PLN vs. + 7 mln PLN rok wcześniej.
- Spadek wyniku EBITDA o 7% R/R.

- Wzrost bazy klientów konwergentnych B2C o +47 tys. Q/Q przy stabilnym spadku ARPU R/R (zakładamy 103,4 PLN) oraz +41 tys. przyłączeń światłowodowych netto.
- Wzrost obrotów sprzętem o >11% R/R.
- Dalsza erozja bazy kosztowej (-3% R/R).
- Zysk ze sprzedaży aktywów = 13 mln PLN (płasko R/R).
- EBITDA w ujęciu MSR18 wyniesie 700 mln PLN (+5% R/R), a w nowym ujęciu IFRS15 ok. 670 mln PLN.

- Wzrost przychodów o blisko 4%, w tym wzrost obrotów sprzętem (+ 2,4% R/R w 4Q'18 vs. -9,7% R/R w 3Q'18).
- Spadek rentowności zysku ze sprzedaży sprzętu (do 15,5% vs. 19,1% rok wcześniej).
- Kolejny kwartał wysokich kosztów roamingu krajowego.
- Zakładamy -8 mln PLN na poz. dział. operacyjnej rzędu z/ w na wyższe koszty windykacji (vs. +18 mln PLN w 4Q'18).
- Skorygowana EBITDA 4Q'18=544,3 mln PLN, tj. -4% R/R.

- B. dobre wyniki segmentu Film i Książka dzięki rekordowej sprzedaży biletów (zakładamy +20% R/R sprzedanych wejściówek), EBITDA seg. = 25,7 mln PLN, tj. +39% R/R.
- Pozytywna EBITDA w Prasie (szacujemy 3,2 mln PLN).
- Spadek wyników w Radiu przez koszty promocji reklamowych (8,0 mln PLN vs. 9,8 mln PLN rok wcześniej).
- Wzrost EBITDA o 11% R/R (vs. skorygowany wynik w 4Q'17 = 43,1 mln PLN).

- Zestaw dobrych KPIs: + 50 tys. klientów kontaktowych płatnej TV oraz + 100 tys. klientów mobile postpaid.
- Pozytywny wpływ hurtowej odsprzedaży praw do Ligii Mistrzów na wyniki.
- Wzrost kosztów: wynagrodzenia + 11% R/R, kontent +25% (+12% bez Ligii Mistrzów), windykacji.
- EBITDA wg MSR18 bez Netii równa 850 mln PLN (-3% R/R)
- Negatywne zdarzenie na linii netto (-162 mln PLN).

- Bardzo dobra koniunktura na rynku reklamy internetowej, istotny wzrosty segmentu e-commerce (przychody bez barteru +27% R/R).
- Dodatkowo, wpływ konsolidacji MyTravel i Extradomu.
- Spadek rentowności skorygowanego zysku EBITDA online (do 33,2% z 36,7% w 4Q'18).
- Skorygowany zysk EBITDA online = 52,2 mln PLN, tj. + 14,2% R/R.

- Istotna poprawa wyników spółki matki (EBIT 48,7 mln PLN vs. 34,7 mln PLN rok wcześniej).
- Niska baza w 4Q'17 z/w na straty w Asseco Data Systems (zakładamy w 4Q'18 zysk EBIT = 6,0 mln PLN).
- Podoba sytuacja na rynku izraelskim z/w na poprawę w Sapiens (zakładamy 30 mln PLN zysku EBIT vs. strata w 4Q'17).
- Dobra koniunktura na rynkach zagranicznych.

Asseco BS		równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel					27-02-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	73,5	68,7	7%	258,2	21%	
EBITDA	26,8	25,4	6%	93,9	23%	
marża EBITDA	36,5%	37,0%	-	36,4%	-	
EBIT	22,2	20,9	6%	75,3	21%	
Zysk brutto	22,1	20,8	6%	74,9	21%	
Zysk netto	18,1	16,9	7%	61,6	23%	

Asseco SEE		przeważaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel					20-02-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	1874,7	1602,3	17%	6363,4	11%	
EBITDA	37,4	32,9	14%	120,8	13%	
marża EBITDA	2,0%	2,1%	-	1,9%	-	
EBIT	25,7	21,8	18%	75,3	14%	
Zysk brutto	24,9	22,6	10%	79,8	18%	
Zysk netto	20,1	18,4	9%	65,2	18%	

Atende		przeważaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel					28-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	98,0	143,2	-32%	290,8	0%	
EBITDA	15,9	21,5	-26%	27,5	4%	
marża EBITDA	16,2%	15,0%	-	9,4%	-	
EBIT	14,0	19,8	-29%	19,6	0%	
Zysk brutto	13,9	18,1	-23%	18,6	6%	
Zysk netto	9,4	13,6	-31%	12,7	0%	

CD Projekt		kupuj			wyniki:	
Piotr Bogusz		170,40 PLN			21-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	111,9	123,6	-9%	347,5	68%	
EBITDA	29,4	56,0	-47%	112,4	74%	
marża EBITDA	26,3%	45,3%	-	32,3%	-	
EBIT	28,0	54,7	-49%	107,6	74%	
Zysk brutto	29,0	56,7	-49%	115,7	75%	
Zysk netto	23,5	45,9	-49%	91,4	74%	

Comarch		akumuluj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		173,30 PLN			01-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	393,3	350,0	12%	1343	22%	
EBITDA	43,3	49,3	-12%	153,0	55%	
marża EBITDA	11,0%	14,1%	-	11,4%	-	
EBIT	25,7	31,6	-19%	87,7	154%	
Zysk brutto	30,2	42,5	-29%	80,2	27%	
Zysk netto	23,3	35,9	-35%	45,8	6%	

- Wzrost obrotów o 7% R/R, dobra koniunktura na rynku polskim.
- Nieznaczny spadek rentowności zysku brutto ze sprzedaży (zakładamy 46,0% w 4Q'18, spadek z ponadprzeciętnego poziomu 47,7% w 4Q'17).
- Stabilny poziom kosztów SG&A R/R.
- Wzrost zysku netto o 7% R/R.

- Wysoki popyt w obszarze bankowości, wzrosty obrotów w Payten.
- Przychody wyższe R/R o 17%.
- Spadek rentowności zysku brutto ze sprzedaży o 1,5 p.p. R/R.
- Stabilny poziom kosztów SG&A R/R.
- Wzrost zysku netto o 9% R/R.

- Istotnie niższe obroty w spółce matce (zakładamy 70 mln PLN vs. 120 mln PLN w 4Q'17 kiedy zaksięgowano dużą część kontaktu dla MON (>40 mln PLN).
- Opóźnienia w kontraktacji w ad. publicznej, słabe wyniki Atende Software.
- Spadek zysku netto matki do 5 mln PLN (vs. 10 mln PLN rok wcześniej).
- Wzrosty wyników spółek córek (6,1 mln PLN netto).

- Coraz dłuższy okres od premiery Wiedźmina 3 oraz brak sukcesu komercyjnego gry Wojna Krwi: Wiedźmińskie opowieści (WK) powinny przełożyć się na spadek sprzedaży o 9% r/r do 111,9 mln PLN.
- Szacujemy, że spółka rozpozna w kwartale około 8 mln PLN kosztów produkcji gry Wojna Krwi.
- Koszty sprzedaży powinny być podwyższone przez dodatkowe koszty marketingu w kwartale.

- Wzrost przychodów o >12% R/R z/w na istotną poprawę obrotów w obszarze TMT oraz w administracji publicznej, wysokie zamówienia od przemysłu i utilities.
- Spadek marży brutto na sprzedaży (zakładamy 32,9% vs. 34,2% rok wcześniej).
- Wzrost kosztów SG&A do poziomu 90,4 mln PLN vs. 74,9 mln PLN.
- Założyliśmy 13,3 mln PLN jednorazowych kosztów operacyjnych.

Przemysł

AC		przeważają			wyniki:	
Piotr Poniatowski					12-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	52,7	41,9	26%	237,4	22%	
EBITDA	9,8	9,5	4%	57,4	21%	
marża EBITDA	18,6%	22,6%	-	24,2%	-	
EBIT	7,4	7,4	0%	48,3	23%	
Zysk netto	5,9	5,3	11%	38,4	25%	

Alumetal		równoważ				
Jakub Szkopek						
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	388,5	371,0	5%	1683,5	16%	
EBITDA	27,6	27,1	2%	126,6	31%	
marża EBITDA	7,1%	7,3%	-	7,5%	-	
EBIT	19,8	19,7	1%	96,1	40%	
Zysk netto	5,3	24,4	-78%	76,0	8%	

Amica		przeważają				
Jakub Szkopek						
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	811,7	750,0	8%	2904,1	9%	
EBITDA	61,2	45,1	36%	200,6	7%	
marża EBITDA	7,5%	6,0%	-	6,9%	-	
EBIT	48,2	32,6	48%	147,9	6%	
Zysk netto	43,2	27,3	58%	118,8	-19%	

Aparator		niedoważają			wyniki:	
Jakub Szkopek					27-02-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	228,2	207,5	10%	814,9	-9%	
EBITDA	32,0	10,5	206%	131,3	13%	
marża EBITDA	14,0%	5,0%	-	16,1%	-	
EBIT	21,6	0,1	-	89,9	17%	
Zysk netto	17,1	-2,6	-	68,8	25%	

Boryszew		równoważ				
Jakub Szkopek						
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	1471,2	1597,4	-8%	6157,5	-2%	
EBITDA	100,1	76,2	31%	411,4	-12%	
marża EBITDA	6,8%	4,8%	-	6,7%	-	
EBIT	62,1	43,3	43%	262,4	-22%	
Zysk netto	33,9	-12,1	-	132,4	-24%	

Cognor		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					28-02-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	446,4	444,2	1%	2057,0	15%	
EBITDA	42,4	42,8	-1%	218,1	50%	
marża EBITDA	9,5%	9,6%	-	10,6%	-	
EBIT	31,4	32,2	-2%	173,5	66%	
Zysk netto	23,2	1,3	-	96,7	203%	

Ergis		niedoważają			wyniki:	
Jakub Szkopek					18-04-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	185,3	174,9	6%	779,6	4%	
EBITDA	9,6	7,3	31%	49,7	-12%	
marża EBITDA	5,2%	4,2%	-	6,4%	-	
EBIT	4,4	2,2	100%	26,5	-21%	
Zysk netto	1,6	0,4	293%	16,8	-19%	

Famur		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		6,41 PLN			17-04-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	527,5	491,7	7%	2250,7	54%	
EBITDA	110,8	95,9	16%	471,0	61%	
marża EBITDA	21,0%	19,5%	-	21,0%	-	
EBIT	65,8	38,1	73%	281,2	140%	
Zysk netto	48,6	-13,7	-	202,9	319%	

- W 4Q'18 AC SA utrzyma wysoką dynamikę obrotów zanotowanych w poprzednich kwartałach.
- Nasza prognoza na poziomie wyników operacyjnych może wydawać się konserwatywna, ale biorąc pod uwagę uchwalony program menadżerski, naszym zdaniem Zarząd niekoniecznie może być zdeterminowany, aby podwyższać bazę na kolejny rok.

- W 4Q'18 zakładamy, że wolumen sprzedaży sięgnie 47 tys. ton i będzie o 4% r/r wyższy.
- Zakładamy, że w 4Q'18 Alumetal nadal będzie korzystał z zakontraktowanych wcześniej bardzo dobrych marży na wyrobach. Średnia marża wzrośnie o około 2% r/r.
- Głównym wydarzeniem wyników może być zapowiedź dywidendy (oczekiwany wysoki jednocyfrowy Dyield).

- W 4Q'18 oczekujemy utrzymania pozytywnych tendencji sprzedażowych na rynkach Europy Zachodniej i Polski.
- Oczekujemy również, że Spółka zanotowała częściową odbudowę marży, co przekładać się będzie na poprawę wyników w ujęciu r/r. Oczekujemy pozytywnego wpływu aktywa podatkowego na wynik netto (10 m PLN).

- W 4Q'18 oczekujemy dobrego kwartału w szczególności w licznikach energetycznych oraz w podmiocie zależnym Elkomtech.
- Spółka powinna dowieść całoroczne prognozy Zarządu.
- Ubiegłoroczna baza wyników jest pod wpływem negatywnych rezerw na poziomie pozostałej działalności operacyjnej.

- Na wynikach 4Q'18 wciąż cięższe wyniki segmentu Automotive w związku z problemami z rejestracją samochodów w Europie po wprowadzeniu normy EURO6. Warto zwrócić, że w wynikach za 4Q'17 znalazły się odpisy na należności VAT w spółkach zależnych oraz odpis wartości akcji Alchemia. Gdyby, nie zdarzenia jednorazowe wyniki w 4Q'18 nie uległyby poprawie r/r.

- W 4Q'18 oczekujemy, że obłożenie mocy produkcyjnych delikatnie wzrośnie r/r w HSI, natomiast spadku oczekujemy w Ferrostatu. Nieco słabsze q/q otoczenie makro (niższe marże) prowadzić będzie do 18% spadku q/q wyniku EBITDA. W kolejnych kwartałach ze względu na wysoką bazę wyników zeszłorocznych wyniki na poziomie EBITDA powinny być niższe r/r.

- Przy okazji wyników za 3Q'18 Zarząd zapowiadał udany 4Q'18, który wynikowo może się zbliżyć do 3Q'18. Nasze prognozy są bardziej konserwatywne.
- W kolejnych kwartałach naszym zdaniem wyniki nadal znajdować się będą pod presją rosnących kosztów zatrudnienia i energii elektrycznej.

- W 4Q'18 oczekujemy kolejnego mocnego kwartału w segmencie underground. Po bardzo dobrym 3Q'18 kolejny kwartał będzie nieco spokojniejszy, ale wciąż wyraźnie lepszy r/r. Przy wynikach za 4Q'18 Zarząd może poinformować o wysokości rekomendowanej dywidendy za 2018 rok, co może mieć pozytywny wpływ na notowania.

Forte		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		324,30 PLN			04-04-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	298,1	292,2	2%	1107,9	1%	
EBITDA	35,1	25,4	38%	120,4	-4%	
marża EBITDA	11,8%	8,7%	-	10,9%	-	
EBIT	23,9	18,1	32%	77,4	-22%	
Zysk netto	12,7	20,1	-37%	35,1	-54%	

Grupa Kęty		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		324,30 PLN			03-04-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	740,3	660,3	12%	2975,5	13%	
EBITDA	89,7	81,8	10%	462,5	10%	
marża EBITDA	12,1%	12,4%	-	15,5%	-	
EBIT	56,9	51,3	11%	336,2	12%	
Zysk netto	55,8	40,1	39%	264,0	11%	

Impexmetal		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		60,85 PLN			28-02-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	760,3	808,3	-6%	3326,9	-1%	
EBITDA	55,2	-5,3	-	274,8	40%	
marża EBITDA	7,3%	-0,7%	-	6,5%	-	
EBIT	38,5	-20,7	-286%	209,1	54%	
Zysk netto	25,9	-38,7	-167%	175,3	128%	

Kernel		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		60,85 PLN			28-02-2019	
(mln USD)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD	
Przychody	1053,4	536,1	97%	3519,9	62%	
EBITDA	87,9	77,1	14%	362,3	52%	
marża EBITDA	8,3%	14,4%	-	15,0%	-	
EBIT	65,4	55,9	17%	268,8	55%	
Zysk netto	43,4	64,9	-33%	174,0	68%	

Kruszwica		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		29-03-2019			29-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	689,3	770,5	-11%	2623,9	3%	
EBITDA	34,3	34,8	-1%	130,0	63%	
marża EBITDA	5,0%	4,5%	-	5,0%	-	
EBIT	27,9	28,4	-2%	105,0	101%	
Zysk netto	21,5	21,6	0%	84,1	107%	

Mangata		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		04-04-2019			04-04-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	184,6	152,8	21%	725,6	50%	
EBITDA	22,2	15,6	42%	99,3	49%	
marża EBITDA	12,0%	10,2%	-	13,7%	-	
EBIT	15,0	8,5	77%	70,5	49%	
Zysk netto	10,4	6,3	65%	53,3	42%	

Pfleiderer Group		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek		11-04-2019			11-04-2019	
(mln EUR)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	278,5	255,5	9%	1078,2	7%	
EBITDA	37,3	23,7	57%	141,9	18%	
marża EBITDA	13,4%	9,3%	-	12,9%	-	
EBIT	17,8	5,0	255%	64,9	41%	
Zysk netto	10,8	-1,9	-659%	26,4	54%	

Pozbud		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		11-04-2019			11-04-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	52,4	32,0	64%	140,1	11%	
EBITDA	5,2	4,8	8%	18,7	13%	
marża EBITDA	9,8%	14,9%	-	13,4%	-	
EBIT	4,0	3,6	12%	14,1	16%	
Zysk netto	2,5	2,0	24%	7,1	-8%	

Stelmet		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		7,72 PLN			26-02-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD	
Przychody	69,0	62,0	11%	575,4	12%	
EBITDA	2,1	4,2	-51%	54,5	4%	
marża EBITDA	3,0%	6,8%	-	14,0%	-	
EBIT	-8,6	-6,1	-	13,4	-	
Zysk netto	-8,1	0,0	-	8,7	-	

■ W 4Q'18 Forte powinno korzystać z niskiej bazy rezultatów zanotowanej w 4Q'17. Według zapowiedzi Zarządu fabryka płyty drewnopochodnej powinna zanotować w 4Q'18 mniej q/q postojów technologicznych.

■ Naszym zdaniem wciąż Forte straszyć będzie zadłużeniem, które na koniec roku powinno wynieść 5,3xEBITDA'18.

■ Zarząd Grupy Kęty podał już wstępne szacunkowe dane za 4Q'18. Nasze prognozy nie odbiegają znacząco od oczekiwań Spółki.

■ Wyniki 4Q'18 nie powinny mieć większego znaczenia dla rynku, gdyż Spółka na początku lutego poda wstępne szacunkowe prognozy na 2019 rok.

■ W 4Q'18 liczymy na pierwsze symptomy spowolnienia, które będą kontynuowane w kolejnych kwartałach.

■ Warto zwrócić uwagę, że w wynikach za 4Q'17 znalazły się odpisy na należności VAT w spółkach zależnych oraz odpis wartości akcji Alchemia.

■ W 2Q'19 Kernel według wstępnych danych operacyjnych zanotuje dynamiczną poprawę wolumenów sprzedaży. W efekcie naszym zdaniem EBITDA w minionym kwartale wzrosło o 14% r/r. Poziomy wynik netto w dużym stopniu zdeterminują różnice kursowe w segmencie produkcji rolnej.

■ W 4Q'18 zakładamy, że wolumen sprzedaży produktów wyniesie 295 tys. ton (-2% r/r), a wartość obrotów spadnie o 11% r/r w efekcie niższych o 8% r/r średnich cen.

■ Oczekujemy, że marże na każdej tonie produktu wzrosną r/r o 6%. Kruszwica na koniec roku powinna dysponować około 90 mln PLN gotówki netto.

■ Mangata powinna zakończyć 2018 rok dobrym ostatnim kwartałem. Ten jednak będzie prawdopodobnie ostatnim przed kilkoma okresami słabszych r/r wyników.

■ Naszym zdaniem Mangata z niewielką nawiązką zrealizuje całoroczną prognozy Zarządu w całym roku.

■ W 4Q'18 Pfeleiderer powinien zanotować około 10% r/r wzrost obrotów wynikający z wyższych rynkowych cen płyty. Dodatkowo rosnące ceny powinny pozytywnie przekładać się na rezultaty i w efekcie oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA wzrosło w 4Q'18 o około 12% r/r.

■ W 4Q'18 głównymi kontrybutorami wzrostu sprzedaży będą segment stolarki otworowej oraz usług budowlanych.

■ Pozbud powinien w ostatnim kwartale nadgonić słabą sprzedaż z 3Q'18 w zakresie okien i drzwi oraz utrzymać wysokie obroty w segmencie usług budowlanych z tytułu realizacji kontraktu GSM-R.

■ W 1Q'19 jedynym pozytywnie wyróżniającym się segmentem pozostanie produkcja pelletu. W przypadku drewnianej architektury ogrodowej oczekujemy zbliżonego r/r wolumenu sprzedaży oraz rosnącej inflacji kosztów.

■ Pierwszy kwartał roku obrotowego zwykle waży najmniej w całym roku.

Tarczyński		niedowóżaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					29-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	131,2	188,4	-30%	686,6	-6%	
EBITDA	12,4	20,8	-40%	60,9	-7%	
marża EBITDA	9,4%	11,0%	-	8,9%	-	
EBIT	6,1	13,4	-55%	33,1	-10%	
Zysk netto	3,6	9,4	-62%	14,6	-38%	

TIM		przeważaj			wyniki:	
Piotr Poniatowski					10-04-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	211,0	204,1	3%	817,4	14%	
EBITDA	6,2	1,3	367%	30,0	313%	
marża EBITDA	2,9%	0,6%	-	3,7%	-	
EBIT	3,4	-1,3	-	19,0	-	
Zysk netto	2,6	-1,6	-	14,3	-	

■ 4Q'18 będzie pierwszym kwartałem, w którym Tarczyński nie będzie już konsolidował zakładu w Sławie. W efekcie oczekujemy 40% spadku wolumenu sprzedaży.

■ Szacujemy, że w 4Q'18 Tarczyński wyda na kampanię marketingową 1,8 mln PLN (w 4Q'17 nie była prowadzona kampania). 4Q'18 będzie pierwszym spadkowym kwartałem wyników finansowych od około roku.

■ W 4Q'18 oczekujemy kolejnego kwartału dynamicznej poprawy wyników finansowych w ujęciu r/r.

■ Mimo porównywalnej r/r sprzedaży oczekujemy wzrostu rentowności na 3LP oraz sprzedaży internetowej.

Deweloperzy

- Mimo wzrostu przekazania o 15% r/r w 2018, w 4Q'18 zagregowana liczba mieszkań rozliczonych w wyniku wśród 15 spółek z GPW i Catalyst była o 10% niższa r/r. Blisko 34% ubiegłorocznych przekazania lokali miało miejsce w 4Q'18, podczas gdy w 2017 r. było to aż 43%.

Atal		kupuj			wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk		42,86 PLN			19-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	129,3	218,7	-41%	1007,8	16,4%	
Zysk brutto ze sprz. marża	36,2	59,3	-39%	274,6	10,9%	
	28,0%	27,1%	-	27,3%	-	
EBIT	28,3	50,8	-44%	245,9	10,8%	
Zysk brutto	27,1	49,6	-45%	240,3	11,0%	
Zysk netto	22,0	38,5	-43%	188,7	10,2%	

Dom Dev.		kupuj			wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk		84,10 PLN			07-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	787,4	724,0	8,8%	1692,3	20,5%	
Zysk brutto ze sprz. marża	202,8	201,8	0,5%	449,3	16,5%	
	25,8%	27,9%	-	26,6%	-	
EBIT	156,9	145,7	7,7%	280,3	19,1%	
Zysk brutto	156,8	146,1	7,3%	280,4	18,7%	
Zysk netto	127,0	116,7	8,8%	225,2	18,1%	

GTC		trzymaj				
Aleksandra Szklarczyk		9,60 PLN				
(mln EUR)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	38,7	40,7	-5%	154,0	20%	
Zysk brutto ze sprz. marża	29,1	27,0	8%	112,6	22%	
	75,3%	66,5%	-	73,1%	-	
EBIT bez rew./SOP	24,0	23,3	3%	94,1	22%	
Rewaluacja	5,1	43,2	-88%	36,4	-75%	
EBIT	29,1	64,8	-55%	132,7	-40%	
Zysk brutto	21,1	54,7	-61%	103,0	-45%	
Zysk netto	18,5	44,8	-59%	86,9	-44%	

- 6 na 15 deweloperów mieszkaniowych, rozliczyło jednak więcej lokali r/r. Wzrost przekazania zaraportowały m.in. Dom Development (+9% r/r) oraz Archicom (+52% r/r), dla których liczba mieszkań rozliczonych w wyniku była jednocześnie najwyższa w historii.

- W 4Q'18 Atal rozliczył w wynikach 374 lokale, czyli łącznie w całym 2018 o prawie 180 lokali więcej niż zakładała to roczna prognoza przekazania spółki (2,500 lokali). Mimo wzrostu o 17%, w samym 4Q'18 wynik jest o 39% niższy względem przekazania w 4Q'17, co wyjaśnia spadek ZN r/r.

- Spodziewamy się, lepszej rentowności na rozliczanych projektach i szacujemy wzrost marży deweloperskiej q/q do 28% (vs. 24,3% w 3Q18).

- W 4Q'18 DOM zaraportował najwyższy w historii poziom przekazania 1,604 mieszkań (+8,9% r/r). Tym samym oczekujemy rekordowego poziomu przychodów 787,4 mln PLN (+8,8% r/r).

- Przy uwzględnieniu obciążenia marży alokacją ceny nabycia spółki Eurostyl na projektach w Trójmieście, szacujemy marżę brutto na sprzedaży na 25,8% (-2.1p.p. r/r, +0,3p.p. q/q).

- 4Q'18 nie powinien przynieść zaskoczeń w wynikach spółki.

- Prognozujemy wzrost przychodów w 4Q'18 o 1% q/q i spadek o 5% r/r. Pozytywny wpływ wzrostu przychodów z najmu r/r (szacujemy +11%), zostanie skompensowany przez brak przychodów w segmencie mieszkaniowym (zakończenie projektu mieszkaniowego).

- Oczekujemy niższych r/r kosztów SG&A, które w 4Q'17 były obciążone kosztami z tytułu wyceny programu motywacyjnego.

- Rewaluację szacujemy w wysokości +5,1 mln EUR.

Handel

Dwucyfrowy wzrost EBITDA r/r w AmRest:

- Solidne dane sprzedażowe, efekty optymalizacji przejętych biznesów oraz konsolidacja Sushi Shop i KFC France, powinny pozwolić na 22% r/r wzrostu EBITDA w 4Q'18.

AmRest Piotr Bogusz	kupuj			wyniki:	
	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
(mln EUR)	46,00 PLN			28-02-2019	
Przychody	442,9	360,3	23%	1548,2	24%
Zysk brutto na sprz. marża	72,8	58,3	25%	249,9	22%
EBITDA	40,1	32,7	22%	159,1	13%
EBIT	16,5	10,7	55%	69,7	10%
Zysk brutto	13,3	6,6	101%	55,8	12%
Zysk netto	9,5	8,4	14%	41,9	-3%

CCC Piotr Bogusz	kupuj			wyniki:	
	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
(mln PLN)	288,00 PLN			14-03-2019	
Przychody	1658,4	1360,5	22%	4932,5	18%
Zysk brutto na sprz. marża	859,3	708,4	21%	2503,2	16%
EBITDA	102,3	212,2	-52%	324,1	-35%
EBIT	62,6	188,4	-67%	190,7	-53%
Zysk brutto	53,1	162,8	-67%	98,5	-71%
Zysk netto	18,1	143,2	-87%	34,9	-87%

Dino Piotr Bogusz	akumuluj			wyniki:	
	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
(mln PLN)	106,30 PLN			14-03-2019	
Przychody	1621,5	1277,4	27%	5889,1	30%
Zysk brutto na sprz. marża	386,9	299,7	29%	1394,4	34%
EBITDA	161,8	126,2	28%	532,3	37%
EBIT	131,1	102,4	28%	421,0	39%
Zysk brutto	120,8	92,3	31%	378,8	42%
Zysk netto	97,9	72,9	34%	306,6	44%

Eurocash Piotr Bogusz	trzymaj			wyniki:	
	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
(mln PLN)	18,20 PLN			18-03-2019	
Przychody	5724,4	5119,7	12%	22756	9%
Zysk brutto na sprz. marża	-26,0	650,8	-104%	2046,6	-17%
EBITDA	181,0	106,7	70%	442,7	96%
EBIT	134,2	56,6	137%	246,2	474%
Zysk brutto	104,7	40,0	162%	183,6	-
Zysk netto	82,7	14,0	492%	140,1	-362%

Jerónimo Martins Piotr Bogusz	kupuj			wyniki:	
	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
(mln EUR)	14,50 EUR			27-02-2019	
Przychody	4536,0	4350,0	4%	17335	7%
Zysk brutto na sprz. marża	989,6	931,0	6%	3758,6	9%
EBITDA	255,1	253,0	1%	964,1	5%
EBIT	161,6	160,0	1%	594,6	3%
Zysk brutto	155,6	157,0	-1%	428,7	4%
Zysk netto	105,7	100,0	6%	397,7	3%

Monnari Piotr Bogusz	niedoważaj			wyniki:	
	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
(mln PLN)					
Przychody	85,3	77,8	10%	245,7	-1%
Zysk brutto na sprz. marża	52,1	47,3	10%	144,3	5%
EBITDA	17,9	16,1	11%	26,4	3%
EBIT	16,9	15,0	12%	22,2	5%
Zysk brutto	36,9	21,2	74%	42,6	58%
Zysk netto	29,9	17,2	73%	33,2	53%

Efekt bazy w segmencie handlu spożywczego:

- Negatywny efekt bazy będzie oddziaływał na sprzedaż porównywalną w EUR, JMT oraz DNP (oczekiwanie niższego tempa lfl może wywierać presję na notowania spółki).

- Zgodnie z zaraportowaną szacunkową sprzedażą oczekujemy wzrostu sprzedaży o 23% r/r w 4Q'18.

- Konsolidacja przejętego Sushi Shop oraz stopniowa poprawa rentowności w przejętych biznesach, powinny pozwolić na zmniejszenie tempa erozji marży EBITDA r/r względem poprzednich kwartałów.

- Oczekujemy wzrostu EBITDA w tempie 22% r/r do 40,1 mln EUR.

- W szacunkach dla 4Q'18 przyjmujemy 6 mln EUR odpisu na utratę wartości restauracji (vs. 6,2 mln EUR w 4Q'17).

- Słaby wynik w najważniejszym sezonowo X'18 oraz brak istotnej poprawy dynamiki sprzedaży w XI'18 będą miały istotny wpływ na wyniki spółki w 4Q'18 oraz 2018 roku.

- Szacujemy, że marża brutto na sprzedaży obniży się o 0,3p.p. r/r do 51,8% w 4Q'18 (coraz wyższy udział eobuwie.pl w sprzedaży).

- SG&A/mkw. szacujemy na 341 PLN w 4Q'18 (+4% r/r).

- Oczekujemy, że wynik będzie **obciążony jednorazowym kosztem ok. 70 mln PLN** (odpis na wyposażenie sklepów w Niemczech oraz przeniesienie magazynu Voegel).

- Zgodnie z komunikatem spółki sieć sklepów powiększyła się o 27% r/r do 375,7 tys. mkw. na koniec 2018 roku.

- Szacujemy, że lfl spółki wyniesie około 9% w 4Q'18 oraz sprzedaż/mkw. na poziomie -4% r/r (negatywny wpływ efektu bazy na dynamikę sprzedaży).

- Dalsza poprawa warunków handlowych powinna przełożyć się na wzrost marży brutto na sprzedaży o 0,4p.p. r/r do 23,9% w 4Q'18.

- Presja ze strony kosztów wynagrodzeń powinna wpłynąć na wzrost narzutu SG&A/sprzedaż o 0,3p.p r/r w 4Q'18.

- W podziale na segmenty, w 4Q'18 oczekujemy 132 mln PLN EBITDA w segmencie hurt (+24% r/r), 24 mln PLN w segmencie detal (-24 mln PLN r/r), -6,5 mln PLN w segmencie Projekty (+6,3 mln PLN r/r) oraz -41 mln PLN w segmencie inne (płasko r/r)

- **Spółka powinna rozpoznać jednorazowy zysk ok. 72 mln PLN w 4Q'18 ze sprzedaży PayUp.**

- Szacujemy, że oczyszczona EBITDA spółki wzrośnie o 2,1% r/r (pomimo efektu niskiej bazy). Negatywny wpływ na dynamikę wyników powinien mieć segment detal.

- Sprzedaż spółki szacujemy zgodnie z opublikowanymi wstępnymi szacunkami sprzedaży za 2018 rok.

- Wzrost marży brutto na sprzedaży o 0,42p.p. r/r powinien wynikać z poprawy warunków handlowych oraz dalszej modyfikacji oferty zakupowej.

- Oczekujemy utrzymania płaskiej r/r marży EBITDA r/r w sieci Biedronka, spadku rentowności w biznesie portugalskim (presja ze strony kosztów płac w Pingo Doce) oraz płaskiego wyniku r/r w Ara i Hebe.

- Spółka poprawiła sprzedaż o 9,7% r/r, co w zestawieniu z 4,5% wzrostu powierzchni r/r na koniec 4Q'18, implikuje wzrost sprzedaży/mkw. o 4,5% r/r.

- Konsekwentna realizacja strategii opartej o obronę rentowności powinna pozwolić na poprawę marży brutto na sprzedaży o 0,3p.p. r/r w 4Q'18.

- Szacujemy wzrost kosztów SG&A/mkw. o 4,4% r/r do 324 PLN w 4Q'18 (kontynuacja wzrostowego trendu z 3Q'18).

- Jednorazowy zysk z tytułu przeszacowania wartości nieruchomości szacujemy na ok. 20 mln PLN w 4Q'18.

VRG	przeważają			wyniki:	
Piotr Bogusz	66,57 PLN			19-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	271,4	223,1	22%	804,9	17%
Zysk brutto na sprz.	144,6	120,2	20%	413,0	15%
marża	53,3%	53,9%	-	51,3%	-
EBITDA	40,4	33,0	22%	87,6	12%
marża EBITDA	14,9%	14,8%	-	10,9%	-
EBIT	39,4	31,4	25%	70,5	12%
Zysk brutto	37,6	29,8	26%	64,5	17%
Zysk netto	30,5	23,7	29%	51,6	19%

Inne

PBKM	akumuluj			wyniki:	
Paweł Szpigiel	66,57 PLN			05-04-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r
Przychody	43,0	37,5	15%	156,1	5%
EBITDA	7,9	9,5	-17%	39,5	-14%
marża EBITDA	18,3%	25,3%	-	25,3%	-
EBIT	5,9	8,0	-26%	33,1	-19%
Zysk brutto	5,6	7,4	-25%	33,1	-14%
Zysk netto	4,2	5,8	-27%	25,1	-14%

- Dynamika wyników VRG w 4Q'18 będzie wspierana przez konsolidację rezultatów BTM od grudnia'18.
- Zgodnie z szacunkami miesięcznymi oczekujemy wzrostu sprzedaży o 22% r/r oraz obniżenia marży brutto na sprzedaży o 0,6p.p. r/r do 53,3% w 4Q'18.
- Oczekujemy wzrostu kosztów SG&A/mkw. o 1,5% do 905 PLN w 4Q'18.
- Saldo na pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na -1 mln PLN w 4Q'18 vs. -1,6 mln PLN w 4Q'17.

- W sumie 5,31 tys. pozyskanych próbek (bez wpływu portugalskiej spółki), tj. +6% R/R, ale presja na przychody z/w na wzroście udziału kontraktów prepaid w bazie pozyskanych próbek (45% vs. 38% rok wcześniej).
- Wzrost kosztów bankowania oraz dodatkowe koszty działań R&D (zakładamy 1,2 mln PLN) .
- Szacujemy, że EBITDA w MSR18 wyniesie ok. 8,5 mln PLN (-10% R/R) i 7,4 mln PLN w IFRS15, dodatkowo wpływ Stemlabu ok. 0,5 mln PLN .

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	2018-12-05	56,65	92,50	57,55	+22,1%	12,1	11,6		
Handlowy	akumuluj	2018-12-05	71,10	76,00	71,30	+6,6%	14,3	13,5		
ING BSK	akumuluj	2018-12-05	183,60	199,63	190,00	+5,1%	16,3	14,6		
Millennium	akumuluj	2018-11-14	9,49	10,10	8,97	+12,6%	14,9	14,7		
Pekao	kupuj	2018-12-05	113,25	136,29	113,45	+20,1%	13,6	11,6		
PKO BP	akumuluj	2018-12-05	41,96	45,00	39,85	+12,9%	13,1	12,3		
Santander Bank Polska	akumuluj	2018-12-05	364,80	400,00	371,00	+7,8%	17,0	14,4		
Komercni Banka	akumuluj	2018-12-05	906,50	1 000 CZK	904,00	+10,6%	11,5	11,3		
Erste Bank	kupuj	2018-12-05	34,41	46,18 EUR	30,10	+53,4%	8,4	8,2		
OTP Bank	akumuluj	2018-12-05	11 810	13 046 HUF	11 650	+12,0%	9,6	9,7		
PZU	akumuluj	2018-12-05	43,80	46,50	44,78	+3,8%	12,1	11,8		
Kruk	kupuj	2018-12-05	177,10	292,77	164,70	+77,8%	8,8	7,4		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-12-05	23,50	31,36	16,20	+93,6%	5,0	4,8		
Chemia										
Ciech	kupuj	2018-11-05	42,58	77,05	52,65	+46,3%	12,7	8,0	6,1	5,2
Grupa Azoty	trzymaj	2018-11-23	32,36	33,00	36,50	-9,6%	-	26,5	6,8	7,1
Paliwa										
Lotos	sprzedaj	2018-11-15	73,50	59,84	91,10	-34,3%	9,2	16,4	5,5	7,9
MOL	trzymaj	2018-12-05	3 206	3 280 HUF	3 290	-0,3%	9,0	11,6	4,2	4,7
PGNiG	kupuj	2018-11-05	6,35	7,72	7,40	+4,3%	11,2	9,0	5,2	4,3
PKN Orlen	sprzedaj	2018-11-15	97,80	81,52	105,85	-23,0%	7,9	16,1	5,0	7,9
Energetyka										
CEZ	trzymaj	2018-11-05	549,00	518,72 CZK	555,00	-6,5%	21,5	19,1	8,5	8,2
Enea	kupuj	2018-11-29	10,50	15,58	10,49	+48,5%	6,3	3,3	4,2	3,2
Energa	kupuj	2018-11-29	9,16	13,54	9,88	+37,0%	5,1	5,4	4,0	4,0
PGE	kupuj	2018-11-29	11,47	14,82	11,27	+31,5%	9,9	7,5	4,7	4,0
Tauron	kupuj	2018-11-29	2,21	3,06	2,34	+30,8%	4,2	3,2	3,8	3,9
Telekomunikacja, media, IT										
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	5,21	-9,8%	26,3	35,0	5,4	5,9
Orange Polska	kupuj	2018-11-26	4,91	6,40	5,64	+13,5%	-	70,8	5,1	4,7
Play	kupuj	2018-11-26	16,54	21,30	21,52	-1,0%	6,9	7,6	5,6	5,5
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	10,50	+52,4%	27,1	34,9	5,6	4,8
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-11-26	22,50	23,20	23,58	-1,6%	15,3	13,6	7,1	6,5
Wirtualna Polska	kupuj	2018-12-05	52,20	61,50	58,00	+6,0%	23,5	18,2	11,8	9,7
Asseco Poland	trzymaj	2018-12-05	48,30	49,60	48,76	+1,7%	13,0	14,8	8,7	8,3
CD Projekt	kupuj	2018-11-23	139,00	170,40	190,10	-10,4%	-	-	-	-
Comarch	akumuluj	2018-12-05	160,00	173,30	155,50	+11,4%	21,2	16,3	7,8	7,1
Przemysł, surowce										
Famur	kupuj	2018-11-30	5,58	6,41	5,00	+28,2%	14,2	11,2	6,6	5,6
Grupa Kęty	trzymaj	2019-01-18	336,50	324,30	340,00	-4,6%	12,3	13,5	8,7	9,0
JSW	redukuj	2018-12-05	71,20	59,14	67,00	-11,7%	3,4	10,1	1,5	3,2
Kemel	kupuj	2018-11-05	52,10	60,85	50,90	+19,5%	21,5	6,9	7,8	5,6
KGHM	trzymaj	2018-12-05	92,60	84,56	92,90	-9,0%	13,0	7,9	5,0	4,2
Stelmet	trzymaj	2018-11-05	7,50	7,72	7,44	+3,8%	14,5	25,0	5,8	6,7
Deweloperzy										
Atal	kupuj	2018-07-04	36,40	42,86	35,80	+19,7%	7,3	7,7	6,6	7,1
Dom Development	kupuj	2018-12-05	66,00	84,10	73,80	+14,0%	8,3	8,5	6,7	7,1
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	9,24	+3,9%	11,1	9,6	15,2	14,3
Handel										
AmRest	kupuj	2018-12-05	39,60	46,00	39,30	+17,0%	48,5	34,3	16,1	12,9
CCC	kupuj	2018-12-05	204,60	288,00	183,20	+57,2%	45,2	15,5	17,6	10,1
Dino	akumuluj	2018-12-05	100,40	106,30	103,10	+3,1%	32,5	24,6	19,8	15,4
Eurocash	trzymaj	2018-12-05	18,00	18,20	20,30	-10,3%	29,4	29,0	9,1	7,9
Jeronimo Martins	kupuj	2018-12-05	10,60	14,50 EUR	12,50	+16,0%	19,7	17,8	8,6	7,9
LPP	kupuj	2018-12-05	7 730	9 300	8 100	+14,8%	24,9	18,9	12,7	10,9
Inne										
PBKM	akumuluj	2018-12-05	62,00	66,57	58,00	+14,8%	8,8	10,8	6,7	7,2

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						13,2	11,6	6,3	5,1
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	11,75	-27,5%	15,4	13,0	6,8	5,4
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	28,50	+1,8%	15,2	14,5	10,4	9,7
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	12,80	+9,4%	10,2	10,1	4,9	4,5
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	4,38	+3,1%	11,1	9,4	5,8	4,8
Spółki przemysłowe						8,5	9,1	6,0	6,3
AC	przeważaj	2018-11-30	41,50	45,00	+8,4%	11,5	11,1	7,7	7,5
Alumetal	równoważ	2018-08-23	51,00	39,50	-22,5%	7,9	7,6	5,7	6,1
Amica	przeważaj	2018-09-13	112,80	121,40	+7,6%	7,9	8,1	5,7	5,3
Apator	niedoważaj	2018-12-05	24,20	25,40	+5,0%	13,0	14,1	7,8	8,1
Boryszew	równoważ	2018-09-05	6,25	4,67	-25,3%	8,5	9,0	6,9	6,6
Cognor	równoważ	2018-12-05	1,80	1,82	+1,1%	3,3	3,2	2,9	3,1
Ergis	niedoważaj	2018-12-05	2,80	2,57	-8,2%	6,0	9,5	5,6	6,1
Forte	równoważ	2018-10-31	40,60	23,55	-42,0%	15,9	13,4	9,9	9,1
Impexmetal	równoważ	2018-12-05	3,40	3,40	+0,0%	3,3	3,8	4,8	5,3
Kruszwica	równoważ	2018-10-16	43,90	38,70	-11,8%	10,6	14,4	6,1	7,4
Mangata	równoważ	2018-10-01	65,40	58,40	-10,7%	7,3	9,1	5,6	6,3
Pfleiderer Group	równoważ	2018-09-28	36,45	32,60	-10,6%	21,3	19,0	6,0	6,3
Pozbud	przeważaj	2018-09-04	3,57	2,15	-39,8%	8,2	2,5	6,7	2,7
Tarczyński	niedoważaj	2018-12-05	17,50	17,35	-0,9%	13,5	10,9	5,9	6,4
TIM	przeważaj	2018-12-05	7,48	6,30	-15,8%	9,8	8,9	6,2	6,1
Handel						11,4	9,0	6,2	4,8
Monnari	niedoważaj	2018-12-05	4,75	5,71	+20,2%	8,7	8,1	3,4	2,9
VRG	przeważaj	2018-12-05	3,83	3,88	+1,3%	14,2	10,0	9,0	6,7

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

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

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGZ BNP Paribas, Boryszew, Santander Bank Polska, Capital Park, CD Projekt, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, I2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polinord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Unibep, Uniwhheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE, PEKABEX.

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

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/analiza_i_rynek/analiza_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 branżowych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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