

piątek, 26 kwietnia 2019 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 1Q 2019

Rynek akcji

Finanse

Wyniki 1Q'19 w sektorze finansowym dotknięte będą przez opłaty na fundusz restrukturyzacji, który w Polsce się podwoi i wzrośnie o 1 mld PLN r/r. Szczególnie wzrost kosztów BFG widoczny będzie w Pekao oraz Banku Handlowym co zwiastować może negatywną korektę konsensusu. Z drugiej strony oczekujemy pozytywnych wyników w PKO BP, Millennium, OTP oraz w Erste Group, gdzie z kolei konsensus jak i nasze prognozy mają szansę na podwyżkę.

Chemia

Dobrych wyników za 1Q'19 oczekujemy w Grupie Azoty (efekt spadku cen gazu ziemnego). Stabilne r/r wyniki powinny mieć miejsce w Ciech, co raczej odbieramy negatywnie przy oczekiwaniach wzrostu wyników w całym 2019 roku.

Paliwa

Otoczenie makro nie było jednoznaczne w sektorze paliwowym, z jednej strony mocny dolar pomagał w rafinerii i E&P, ale gorsze były odczyty modelowych marż i notowań surowców. Pogorszenia wyników r/r oczekujemy w PGN z uwagi na wysoką bazę 1Q'18, ale w tym wypadku kluczowe będą rezultaty w segmencie obrotu.

Energetyka

Wykonanie naszych prognoz w energetyce po 1Q na poziomie 28%, nie odbiega od sezonowych wzorców. W kolejnych okresach oczekujemy wyższej dodatkowej dynamiki w polskich spółkach po dość słabym początku roku (+1%) z uwagi na znacznie mniej wymagającą bazę (w okresie 2Q-4Q'18 wysokie straty na optymalizacji portfela, gorsze wyniki w obrocie).

Telekomunikacja, media, IT

Po spadkach wyników w 3Q i 4Q 2018, PLY powróci do wzrostu wyników (EBITDA skorygowana +6% R/R), oczekujemy poprawy sentymentu do spółki. W mediach wysokie wzrosty zaraportuje WPL. W IT dobrych wyników spodziewamy się w CMR i ASE (obie > 25% wzrostu na linii EBITDA bez wpływu konsolidacji przejęć i IFRS16).

Przemysł, surowce

W spółkach przemysłowych 1Q'19 będzie pod względem poprawy wyników najgorszym kwartałem od 2Q'17. Według nas jedynie 32% spółek poprawi w 1Q'19 wyniki w ujęciu r/r. Pozytywnych zaskoczeń oczekivalibyśmy w EGS, FMF i TIM, negatywnych w AML, COG, IPX i PFL. W spółkach wydobywczych oczekujemy dobrego kwartału w KGHM i słabego w JSW. Obie spółki pokażą wzrost kosztów wydobywania.

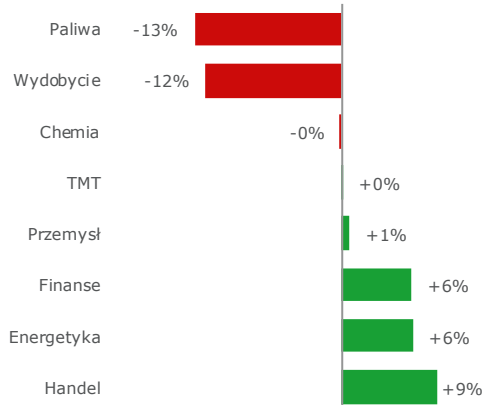
Deweloperzy

Łącznie w 1Q'19 liczba mieszkań rozliczonych w wyniku wśród 14 deweloperów GPW i Catalyst była wyższa o 29% r/r, ale tylko 6 z nich faktycznie zaraportowało wzrost poziomu przekazań (m.in. Dom, LC Corp). Oczekujemy zatem bardzo dobrego wykonania 1Q w Dom Development (wzrostu ZN o 380% r/r, co nie zmienia jednocześnie outlooku na nasze roczne prognozy, których wykonanie po 1Q=38%). W Atalu, spadek przekazań o 27% r/r przełoży się na relatywnie słabsze momentum wyników.

Handel

Pierwszy kwartał ma najmniejszą istotność w budowaniu wyniku spółek handlowych. Efekt kalendarzowy (brak Świąt Wielkanocnych w 1Q'19) oraz zaostrożenie zakazu handlu w niedzielę powinny negatywnie wpłynąć na wyniki DNP, EUR i JMT. Dobre wyniki sprzedażowe w marcu powinny wspierać wyniki CCC oraz MON. Rezultaty VRG powinny ulec pogorszeniu r/r ze względu na niską efektywność sprzedaży segmentu odzieżowego oraz konsolidację wyników BTM.

Dynamika wyników sektorów*



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

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
Alumetal	AmRest
Bank Handlowy	Asseco SEE
Cognor	CEZ
Eurocash	Comarch
Impexmetal	Enea
Pekao	Ergis
Pfleiderer Group	Erste Bank
	Famur
	Grupa Azoty
	Millennium
	OTP
	PKO BP
	Play
	TIM

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
aleksandra.szklarczyk@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

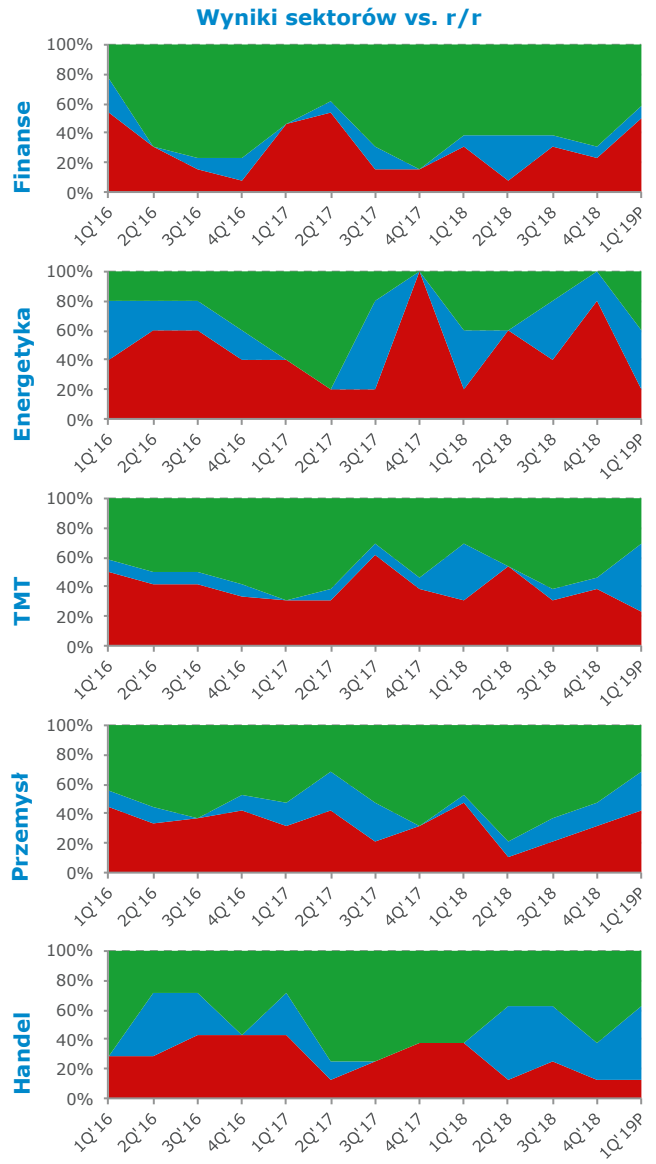
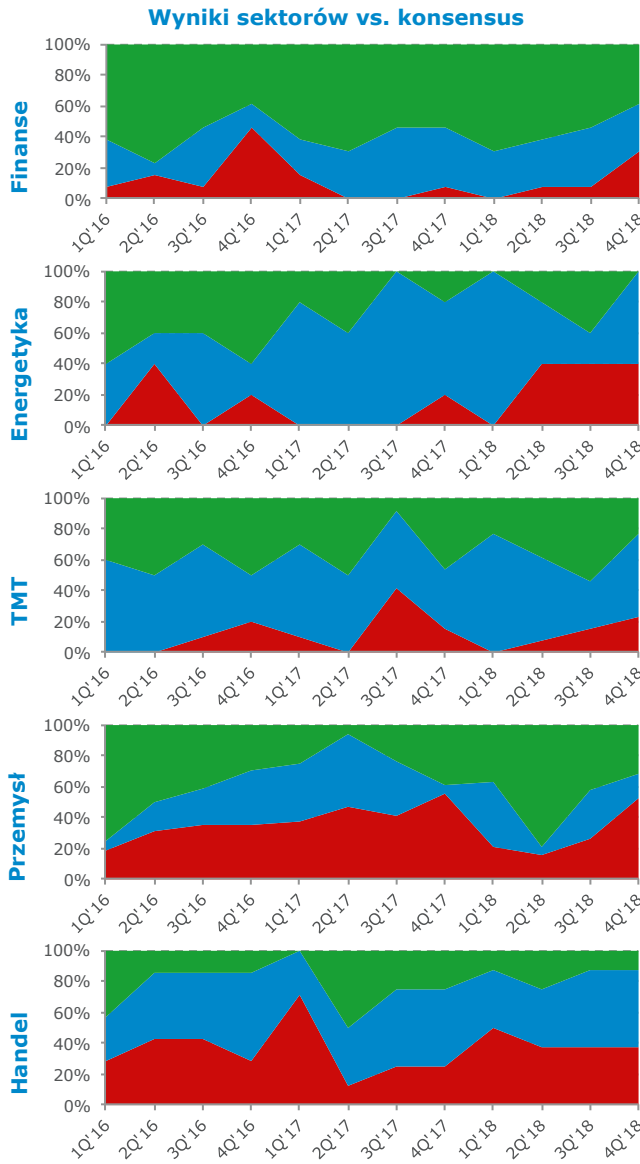
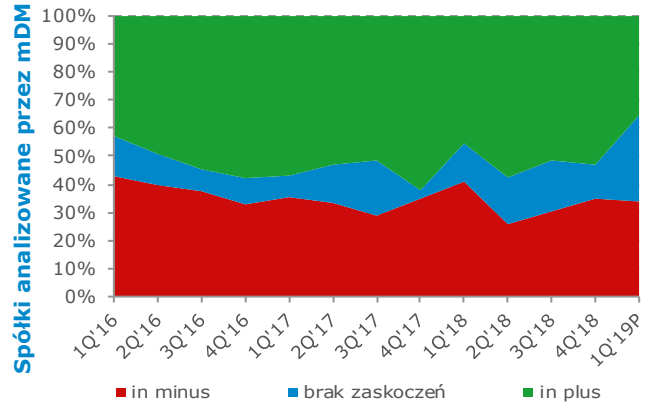
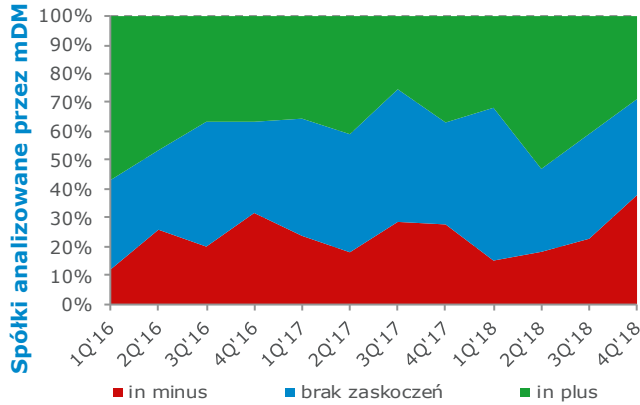
1. Zaskoczenia na wynikach spółek	3	7. Przemysł	11
2. Usługi finansowe	5	7.1. AC	11
2.1. Alior Bank	5	7.2. Alumetal	11
2.2. Handlowy	5	7.3. Amica	11
2.3. ING BSK	5	7.4. Apator	11
2.4. Millennium	5	7.5. Boryszew	11
2.5. Pekao	5	7.6. Cognor	11
2.6. PKO BP	5	7.7. Ergis	11
2.7. Santander Bank Polska	5	7.8.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

Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs.	2016				2017				2018				+/=	vs.	2016				2017				2018				**	+/=
konsensus	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		r/r	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
Finanse																												
Alior Bank	+	+	+	+	-	+	+	+	=	+	=	=	92%	Alior Bank	-	-	=	+	-	+	+	-	+	+	-	+	-	54%
Handlowy	=	+	-	=	-	+	+	=	+	+	-	-	67%	Handlowy	-	+	+	+	-	-	+	+	+	+	-	-	-	54%
ING BSK	+	+	+	-	+	=	=	=	=	-	=	+	83%	ING BSK	=	+	+	+	+	-	+	+	+	=	=	+	-	85%
Millennium	+	+	=	+	+	=	+	=	+	+	=	+	100%	Millennium	=	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	92%
Pekao	+	+	+	+	+	=	+	+	=	=	+	+	100%	Pekao	-	+	-	+	-	=	+	+	+	+	+	-	-	54%
PKO BP	+	+	+	-	+	+	+	=	+	=	=	=	92%	PKO BP	=	+	-	+	-	=	+	+	+	+	+	+	+	85%
Santander BP	+	+	=	+	=	+	=	=	=	+	=	-	92%	Santander BP	-	+	+	+	-	-	+	+	=	=	+	+	-	62%
Komercni	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	100%	Komercni	-	+	+	+	+	-	-	+	-	+	+	+	=	69%
Erste Bank	+	=	+	=	+	+	=	+	+	+	+	+	92%	Erste Bank	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	77%
OTP Bank	=	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	92%	OTP Bank	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
PZU	-	-	=	+	+	=	+	+	+	=	+	=	83%	PZU	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+	+	=	+	77%
Kruk	=	-	+	-	+	+	=	-	+	+	+	=	67%	Kruk	+	-	+	+	+	+	=	-	-	+	+	-	-	69%
Skarbiec	=	+	=	-	=	+	+	+	+	+	+	-	83%	Skarbiec	-	-	+	=	+	+	-	+	-	-	-	-	-	42%
Chemia																												
Ciech	=	+	=	+	=	=	+	+	=	+	=	-	92%	Ciech	+	+	+	+	+	-	-	+	-	=	-	-	=	62%
Grupa Azoty	-	-	=	-	+	-	=	-	=	-	-	+	42%	Grupa Azoty	+	-	-	-	-	+	+	+	-	-	-	-	+	38%
Paliwa																												
Lotos	+	=	+	=	+	+	+	=	-	+	=	-	83%	Lotos	+	-	+	+	+	+	+	-	-	+	=	+	+	77%
MOL	=	=	=	-	+	+	-	=	=	=	+	+	83%	MOL	-	-	-	+	+	+	-	+	-	-	+	-	-	38%
PGNiG	+	-	-	+	+	-	-	=	=	+	-	-	42%	PGNiG	-	-	-	+	=	=	=	=	-	+	+	-	-	54%
PKN Orlen	=	-	=	+	=	=	-	=	=	-	=	+	75%	PKN Orlen	=	-	-	+	+	+	+	+	-	-	-	+	=	54%
Energetyka																												
CEZ	+	-	=	+	=	=	+	+	=	-	+	=	83%	CEZ	=	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	=	+	31%
Enea	+	+	+	+	=	+	=	=	=	-	=	=	92%	Enea	+	+	+	+	+	+	=	-	=	-	=	-	+	77%
Energa	+	-	=	=	=	=	=	-	=	=	-	-	67%	Energa	=	=	=	=	-	+	+	-	+	+	-	=	=	69%
PGE	=	=	+	-	=	=	=	=	=	=	-	-	75%	PGE	-	-	-	+	+	+	=	-	+	+	=	-	=	54%
Tauron	=	+	=	+	+	+	=	=	=	+	+	=	100%	Tauron	-	-	-	+	+	+	=	-	=	-	-	-	-	38%
TMT																												
Netia	=	+	=	+	=	=	+	+	=	=	=	-	100%	Netia	-	-	-	=	-	-	-	-	=	-	-	-	-	23%
Orange PL	=	=	=	=	=	+	=	=	=	+	+	+	100%	Orange PL	-	-	-	=	-	=	-	+	=	-	+	+	=	46%
Play	bd	bd	bd	bd	bd	bd	=	=	=	+	=	=	100%	Play	bd	bd	bd	bd	+	+	+	=	=	-	-	-	+	56%
Agora	+	=	=	+	+	=	+	+	=	+	+	=	100%	Agora	=	-	-	+	+	+	=	+	-	-	+	+	=	62%
Cyfrowy	=	=	+	=	+	=	=	=	+	=	=	=	100%	Cyfrowy	-	-	+	+	+	+	=	-	=	=	=	=	=	62%
Wirtualna	+	=	-	-	+	=	=	=	=	=	=	=	83%	Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Aiieron	bd	bd	bd	bd	bd	bd	-	+	=	=	-	-	50%	Aiieron	+	-	+	+	+	+	-	+	=	+	-	-	-	62%
Asseco BS	+	+	=	=	=	=	+	+	=	+	+	+	100%	Asseco BS	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	=	100%
Asseco PL	=	+	+	-	=	=	-	-	+	+	+	+	75%	Asseco PL	-	+	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	=	46%
Asseco SEE	=	=	=	+	=	+	-	=	=	=	+	=	92%	Asseco SEE	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	+	+	=	60%	Atende	-	+	-	-	+	-	+	-	=	+	+	=	=	38%
Comarch	=	+	+	+	-	bd	-	-	+	+	+	+	75%	Comarch	-	+	+	+	+	+	+	+	=	+	+	+	+	62%
CD Projekt	+	+	+	+	+	+	-	+	=	=	-	-	75%	CD Projekt	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	38%
Przemysł																												
Alumetal	+	+	-	=	-	=	+	=	=	+	=	-	75%	Alumetal	+	+	-	-	-	-	+	+	+	+	-	-	-	46%
Amica	+	=	=	-	=	=	-	+	-	+	+	+	75%	Amica	+	+	+	=	-	=	-	-	-	+	+	+	=	69%
Apator	-	+	-	=	=	-	-	-	=	+	=	+	67%	Apator	-	+	-	+	+	-	+	+	-	+	=	+	=	62%
Boryszew	+	+	+	-	+	+	+	+	=	-	-	-	50%	Boryszew	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	54%
Cognor	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	=	-	75%	Cognor	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	77%
Ergis	-	-	+	=	+	=	-	-	-	-	-	-	33%	Ergis	-	-	+	+	+	=	=	-	-	=	-	-	+	54%
Famur	+	+	=	+	bd	-	=	+	+	+	+	+	91%	Famur	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Forte	+	+	=	=	=	=	-	-	=	+	-	-	67%	Forte	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	+	+	+	54%
Grupa Kęty	+	+	=	=	=	=	-	-	=	+	=	=	92%	Grupa Kęty	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	=	100%
Impexmetal	+	+	+	-	-	+	-	-	+	+	+	-	58%	Impexmetal	+	+	+	+	+	+	=	+	+	+	=	+	=	85%
JSW	+	=	-	-	+	+	-	-	=	+	+	-	58%	JSW	-	-	-	+	+	+	+	+	=	=	=	-	-	54%
Kernel	+	-	+	-	-	-	-	+	=	-	+	+	50%	Kernel	-	-	+	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	38%
KGHM	-	-	+	+	+	=	+	+	=	+	-	-	75%	KGHM	-	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	=	+	62%
Kruszwica	-	-	+	+	-	-	-	-	+	+	+	+	58%	Kruszwica	-	=	-	+	=	=	+	+	+	+	+	+	=	85%
Mangata	+	+	-	+	=	-	-	-	+	+	+	-	58%	Mangata	+	+	+	-	=	-	=	+	+	+	+	=	-	77%
Pfleiderer	=	=	+	-	=	-	-	-	+	-	+	-	50%	Pfleiderer	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	69%
Pozbud	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	+	-	=	80%	Pozbud	=	-	-	-	-	=	+	+	+	+	+	+	+	54%
Stelmet	bd	bd	-	=	=	=	-	+	-	+	+	=	60%	Stelmet	bd	bd	-	-	-	-	+	+	=	+	+	=	=	64%
Tarczyński	+	-	-	+	=	=	+	+	+	+	=	+	83%	Tarczyński	-	-	-	-	=	+	+	+	+	+	+	+	-	62%
Developeperzy																												
Atal	bd	bd	+	=	+	+	-	-	=	+	=	+	80%	Atal	+	+	+	-	+	+	=	+	+	+	=	-	-	77%
Dom Dev.	+	=	=	=	=	+	+	=	+	=	+	=	100%	Dom Dev.	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	-	+	+	85%
Handel																												
AmRest	=	=	=	+	-	+	+	+	-	-	=	+	75%	AmRest	+	+	+	+	=	+	+	-	+	=	+	+	+	92%
CCC	+	+	+	=	-	+	-	-	-	-	-	-	42%	CCC	-	+	=	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	54%
Dino	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	+	+	=	=	=	100%	Dino	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Eurocash	-	-	-	-	-	=	-	-	=	=	=	=	25%	Eurocash	+	=	=	-	-	-	-	-	+	=	=	+	-	54%
Jerónimo	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%	Jerónimo	+	=	+	+	=	+	+	+	=	=	=	=	=	100%
LPP	-	=	=	=	=	+	=	=	-	+	+	=	83%	LPP	-	-	-	-	+	+	+	+	-	+	+	+	=	62%
Monnari	+	-	-	-	-	+	=	=	=	+	-	=	50%	Monnari	+	-	-	-	-	+	+	+	-	+	+	+	=	38%
VRG	+	-	-	-	-	-	=	=	-	-	=	=	50%	VRG	+	=	=	+	-	+	+	+	+	+	=	+	+	92%

* [+/-] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaraportowała wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r
 ** – kolumna ta pokazuje porównanie naszych oczekiwań wyników kwartału w porównaniu do wyników osiągniętych przez poszczególne spółki rok wcześniej
 Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mDM oraz wybranych sektorów vs. konsensus vs. r/r



Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

Banki

Najlepsze banki w 1Q'19

- Oczekujemy, że wyniki za 1Q'19 mogą doprowadzić do pozytywnej rewizji konsensusu dla PKO BP, Millennium, Erste oraz OTP Banku.

Alior Bank		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski		87,00 PLN		07-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	4Q'18	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	808,0	803,3	1%	10%	24%
Wynik prowizyjny	114,1	115,3	-1%	5%	26%
WNDB	1067,4	1065,5	0%	8%	24%
Koszty operacyjne	-521,3	-407,4	28%	14%	30%
Saldo rezerw	-285,0	-299,9	-5%	18%	28%
Zysk netto	114,7	180,5	-36%	-30%	12%

Handlowy		trzymaj		wyniki:	
Michał Konarski		65,50 PLN		06-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	4Q'18	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	278,7	279,1	0%	1%	24%
Wynik prowizyjny	133,8	134,4	-1%	-6%	22%
WNDB	543,8	512,6	6%	-4%	24%
Koszty operacyjne	-392,7	-277,8	41%	13%	31%
Saldo rezerw	-24,3	-11,8	106%	339%	28%
Zysk netto	61,7	152,2	-59%	-58%	10%

ING BSK		trzymaj		wyniki:	
Michał Konarski		191,80 PLN		08-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	4Q'18	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1002,4	995,1	1%	13%	24%
Wynik prowizyjny	334,0	330,7	1%	5%	25%
WNDB	1377,1	1359,5	1%	10%	25%
Koszty operacyjne	-725,1	-566,3	28%	15%	30%
Saldo rezerw	-133,2	-98,5	35%	40%	23%
Zysk netto	295,9	452,2	-35%	-8%	18%

Millennium		akumuluj		wyniki:	
Michał Konarski		10,00 PLN		08-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	4Q'18	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	494,3	485,7	2%	15%	22%
Wynik prowizyjny	163,2	161,6	1%	-5%	23%
WNDB	740,7	728,4	-2%	11%	22%
Koszty operacyjne	-375,0	-319,8	-17%	14%	22%
Saldo rezerw	-66,6	-58,4	14%	31%	22%
Zysk netto	162,2	212,5	-24%	4%	22%

Pekao		kupuj		wyniki:	
Michał Konarski		131,80 PLN		09-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	4Q'18	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1299,9	1294,8	0%	8%	23%
Wynik prowizyjny	601,9	638,3	-6%	2%	24%
WNDB	1954,1	2104,2	-7%	5%	23%
Koszty operacyjne	-1236,4	-878,4	41%	21%	33%
Saldo rezerw	-135,4	-104,9	29%	7%	21%
Zysk netto	241,9	749,2	-68%	-38%	9%

PKO BP		trzymaj		wyniki:	
Michał Konarski		40,92 PLN		15-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	4Q'18	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2461,0	2480,0	-1%	11%	24%
Wynik prowizyjny	740,2	771,0	-4%	0%	24%
WNDB	3551,6	3545,0	0%	9%	24%
Koszty operacyjne	-1699,8	-1447,0	17%	8%	28%
Saldo rezerw	-346,7	-413,0	-16%	4%	21%
Zysk netto	843,8	1009,0	-16%	11%	20%

Santander BP		trzymaj		wyniki:	
Michał Konarski		388,00 PLN		30-04-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	4Q'18	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1610,6	1534,2	5%	16%	24%
Wynik prowizyjny	512,2	497,3	3%	-1%	23%
WNDB	2230,7	2121,6	5%	12%	23%
Koszty operacyjne	-1178,5	-917,4	28%	25%	30%
Saldo rezerw	-287,8	-422,8	-32%	41%	24%
Zysk netto	386,1	767,1	-50%	-12%	15%

...najgorsze – Pekao i Handlowy

- Negatywnej rewizji konsensusu można oczekiwać w PEO i BHW, jednak zaznaczamy, że linie przychodowe są zgodne z oczekiwaniami a negatywne zaskoczenie pochodzi z BFG.

- Wyniki obciążone składką BFG na restrukturyzację w wysokości 110 mln PLN.
- Oczekujemy sezonowego spadku marży odsetk. o 9 p.b.
- Nadal wysokie saldo rezerw (285 mln PLN) pomimo 5% spadku q/q.
- Wyniki stanowią zaledwie 12% naszej prognozy. Niemniej jednak normalizacja NIM oraz CoR powinny pomóc odbudować wynik w pozostałej części roku.

- Wyniki obciążone składką BFG na restrukturyzację w wysokości 93 mln PLN.
- Prognozujemy spadek wyniku prowizyjnego (-1% q/q) i stabilizację odsetkowego.
- Oczekujemy salda rezerw na poziomie 24 mln PLN, głównie za sprawą działalności detalicznej.
- Wyniki za 1Q'19 stanowią zaledwie 10% naszej prognozy rocznej.

- Wyniki obciążone składką BFG na restrukturyzację w wysokości 131,2 mln PLN.
- Sezonowy spadek marży odsetkowej o 8 p.b. q/q oraz płaski koszt ryzyka na poziomie 50 p.b.
- Lekki wzrost wyniku prowizyjnego o 1% q/q oraz przychodów pozaodsetkowych o 3% q/q.
- Wyniki za 1Q'19 stanowią 18% naszej prognozy rocznej.

- Wyniki obciążone składką BFG na restrukturyzację w wysokości 73 mln PLN.
- Lekki wzrost kosztu ryzyka do poziomu 50 p.b. oraz sezonowy spadek marży odsetkowej (-7 p.b. q/q).
- Wzrost wyniku odsetkowego wsparty przez mocną sprzedaż kredytów detalicznych.
- Wyniki za 1Q stanowią 22% prognozy rocznej.

- Wyniki mocno obciążone składką restrukturyzacyjną BFG w wysokości 370 mln PLN (netto).
- Płaski wzrost wyniku odsetkowego w ujęciu kwartalnym oraz sezonowy spadek marży o 8 p.b. q/q.
- Oczekujemy wzrostu kosztu ryzyka do 37 p.b. w 1Q'19 z 29 p.b. w 4Q'18.
- Wyniki stanowią zaledwie 9% całorocznej prognozy.

- Lekki kwartalny spadek wyniku odsetkowego oraz marży.
- Wynik wspierany przez silną sprzedaż kredytów detalicznych, szczególnie konsumenckich.
- Koszty operacyjne podbite przez składkę na restrukturyzację w wysokości 348 mln PLN ale pomniejszone o rozwiązanie rezerwy na podatek u źródła (-70 mln PLN).
- Wynik netto stanowi 20% całorocznej prognozy.

- Wynik za 1Q'19 zostanie obciążony przez podwyższoną składkę BFG (około +150 mln PLN r/r) oraz kosztami związanymi ze zwolnieniami grupowymi (-80 mln PLN).
- Oczekujemy dalszego spadku marży odsetkowej o 10 p.b. q/q.
- Szacujemy wzrost przychodów pozaodsetkowych na poziomie 6% q/q oraz 4% r/r.
- Wyniki stanowią 15% naszej prognozy rocznej.

Komercyjna Banka Michał Konarski	akumuluj			wyniki:	
	1 000,00 CZK			03-05-2019	
(mln CZK)	1Q'19P	4Q'18	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	5882,1	5981,0	-2%	10%	24%
Wynik prowizyjny	1530,3	1628,0	-6%	2%	24%
WNDB	8237,4	8471,0	-3%	9%	24%
Koszty operacyjne	-4465,9	-3619,0	23%	10%	30%
Saldo rezerw	-18,7	-17,0	10%	-	-2%
Zysk netto	3025,3	3888,0	-22%	1%	20%

Erste Bank Michał Konarski	kupuj			wyniki:	
	44 HUF			03-05-2019	
(mln EUR)	1Q'19P	4Q'18	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1186,9	1210,0	-2%	10%	25%
Wynik prowizyjny	473,0	477,7	-1%	-1%	24%
WNDB	1708,4	1775,9	-4%	6%	24%
Koszty operacyjne	-1100,4	-1078,8	2%	3%	26%
Saldo rezerw	9,4	-42,9	-	-	-7%
Zysk netto	354,5	565,2	-37%	5%	24%

OTP Bank Michał Konarski	trzymaj			wyniki:	
	13 046 HUF			10-05-2019	
(mln EUR)	1Q'19P	4Q'18	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	162,7	156,4	4%	13%	24%
Wynik prowizyjny	56,0	56,6	-1%	13%	23%
WNDB	234,2	227,7	3%	15%	24%
Koszty operacyjne	-130,4	-140,2	-7%	15%	25%
Saldo rezerw	-7,1	-20,3	-65%	451%	8%
Zysk netto	68,1	77,9	-13%	5%	21%

Usługi finansowe

PZU zaskakuje wynikiem inwestycyjnym

- Prognoza na 1Q stanowi 21% naszej prognozy rocznej. Wysoki wynik za 1Q to zasługa wyniku inwestycyjnego.

PZU Michał Konarski	akumuluj			wyniki:	
	43,38 PLN			14-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	4Q'18	q/q	r/r	YTD*
Skł. przyp. brutto	5928,5	6212,0	-5%	0%	25%
Ubezp. majątkowe	3892,5	4231,0	-8%	21%	25%
Ubezp. na życie	2036,0	2067,0	-2%	-2%	25%
Odszkodowania	-3858,5	-3579,0	8%	5%	26%
Koszty	-1185,6	-1271,0	-7%	-2%	24%
Wynik bankowy	617,5	1222,0	-49%	-41%	13%
Wynik techniczny	519,1	779,0	-33%	-15%	19%
Wynik inwestycyjny	570,4	94,0	507%	197%	62%
Zysk brutto	1462,8	1934,0	-24%	-14%	20%
Zysk netto	693,5	781,0	-11%	-10%	21%

- Wzrost wyniku odsetkowego o 10,0% r/r oraz marży odsetkowej o 3 p.b. q/q.
- Składka restrukturyzacyjna w wysokości 850 mln CZK brutto (płaska rok do roku).
- Oczekujemy kosztu ryzyka na poziomie 1 p.b.
- Sezonowy spadek wyniku prowizyjnego o 6% q/q.

- Wyniki obciążone będą przez sezonowe opłaty takie jak fundusz gwarancji depozytów (około 90 mln EUR), fundusz restrukturyzacji (+78 mln EUR) czy podatek bankowy na Węgrzech księgowany w 1Q (około 30 mln EUR).
- Oczekujemy spadku marży odsetkowej o 5 p.b. q/q.
- Oczekujemy rozwiązania salda rezerw na poziomie 9 mln EUR.
- Wyniki za 1Q'19 stanowią 24% naszej prognozy na 2019 r.

- Pierwszy kwartał konsolidacji akwizycji w Bułgarii oraz Albanii.
- Jednorazowe koszty związane z podatkiem bankowym (15 mld HUF) oraz z nowymi akwizycjami (3 mld HUF).
- Oczekujemy sezonowego spadku kosztów (-7% q/q) oraz nadal niskiego salda rezerw (7 mld HUF).
- Wyniki za 1Q'19 stanowią 21% i sezonowo są najniższe w całym roku.

Z drugiej strony wyniki potwierdzą obawy rynku, że wskaźnik szkodowości z 2018 będzie trudny do powtórzenia w 2019 roku.

- Sezonowy spadek składki przypisanej brutto o 5% q/q, głównie po stronie segmentu majątkowego.
- Znaczący wzrost odszkodowań (+8% q/q) w majątku ze względu na warunki meteorologiczne (porywiste wiatry) oraz znaczącą szkodowość w segmencie motoryzacyjnym.
- Poprawa wyniku inwestycyjnego (do 570 mln PLN, bez banków), zarówno po stronie obligacji (1H kwartału) jak i akcji.
- Wzrost kosztów operacyjnych o 5,3% r/r, ale ich spadek o 6,7% q/q.
- Prognoza zysku netto stanowi 21% naszej prognozy rocznej.

Chemia, paliwa

Mieszane wyniki w Chemii

- Niższe ceny gazu ziemnego wspierają powinny wyniki Grupy Azoty. Mimo podwyżek cen sody Ciech nie odnotuje jeszcze w 1Q'19 wzrostu wyników.

Ciech		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		68,66 PLN			28-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	929,1	885,7	5%	3 880,7	24%	
EBITDA	165,1	165,4	0%	754,6	22%	
EBITDA skor.	166,1	167,6	-1%	754,6	22%	
marża EBITDA	17,8%	18,7%	-	19,4%	-	
EBIT	91,4	102,1	-10%	472,7	19%	
Zysk netto	64,2	73,9	-13%	324,1	20%	

MOL		trzymaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz		3 223 HUF			03-05-2019	
(mld HUF)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	1091,7	1008,5	8%	4835,9	23%	
skor. EBITDA LIFO	152,1	158,1	-4%	608,3	25%	
efekt LIFO	16,3	-4,5	-	5,1	-	
EBITDA	138,6	154,3	-10%	613,5	23%	
EBIT	42,4	68,6	-38%	227,6	19%	
Dział. finansowa	-5,2	-0,7	-	-10,3	-	
Zysk netto	39,2	60,3	-35%	162,7	24%	

PGNiG		akumuluj			wyniki:	
Kamil Kliszcz		6,92 PLN			16-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	14 530	13 247	10%	38 458	38%	
skor. EBITDA	2 310	2 678	-14%	7 840	29%	
EBITDA	2 210	2 674	-17%	7 463	30%	
EBIT	1 544	2 005	-23%	4 775	32%	
Dział. finansowa	35	75	-	-35	-	
Zysk netto	1 105	1 566	-29%	3 516	31%	

Ubiegłoroczne wyniki trudne do przebicia w paliwach

- Otoczenie makro nie było jednoznaczne w sektorze, z jednej strony mocny dolar pomagał rafinerii i E&P, ale gorsze były odczyty modelowych marż i notowań surowców.
- Według naszych szacunków w 1Q'19 Ciech nieznacznie poprawi (o 1% r/r) wolumeny sprzedaży sody, ale podwyżki cen (około 7% r/r na rynku) zaczęły obowiązywać dopiero od II'19. Dodatkowo koszty zakupu pary technologicznej w Govorze (Rumunia) były w 1Q'19 na wyższym poziomie niż wynika to z porozumienia zawianego na kolejne kwartały w 2Q'19. Wyższe również r/r były ceny certyfikatów CO₂ oraz węgla energetycznego.
- Poprawa EBITDA w wydobyciu r/r (80,6 mld HUF vs. 72,5 mld HUF) – wysoka produkcja (~114 mboe/d) i wyższe ceny ropy i gazu w przeliczeniu na HUF
- W rafinerii pogorszenie modelowej marży i przestój w rafinerii Rijeka (CCS EBITDA 14,6 mld HUF vs 25,4 mld HUF w 1Q'18), w petrochemii również spadek z uwagi na makro (23 mld HUF vs. 29,7 mld HUF).
- W segmencie gazowym 15% spadek EBITDA r/r z uwagi na mniejsze wolumeny w związku z pogodą (18,3 mld HUF).
- Skor. EBITDA w wydobyciu 1,2 mld PLN vs. 1,38 mld PLN 1Q'18, na spadku wolumenów wydobycia i niższych cenach ropy oraz gazu sprzedawanego do segm. obrotu.
- W dystrybucji spadek wolumenów i niższa taryfa (2 obniżki od 1Q'18) implikują EBITDA na 0,58 mld PLN (-23% r/r).
- W obrocie EBITDA (0,2 mld PLN vs. 0,18 mld PLN) z uwagi na wyższe ceny sprzedaży, w ciepłe spadek wolumenów (EBITDA -6% r/r na poziomie 376 mln PLN).

Energetyka, surowce

Energetyka

- Wykonanie naszych prognoz po 1Q na poziomie 28%, nie odbiega od sezonowych wzorców. W kolejnych okresach oczekujemy wyższej dynamiki po dość słabym początku roku z uwagi na znacznie mniej wymagającą bazę.

CEZ	trzymaj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	565,50 CZK			14-05-2019	
(mln CZK)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	52 590	45 402	16%	198653	26%
skor. EBITDA	19 909	17 543	13%	58 284	34%
EBITDA	19 909	17 543	13%	58 284	34%
EBIT	12 587	10 399	21%	29 257	43%
Dział. finansowa	-1 726	-1 496	-	-7 096	-
Zysk netto	8 797	7 121	24%	17 766	50%

Enea	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	12,51 PLN			23-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	4 286	2 989	43%	16 955	25%
skor. EBITDA	761	689	10%	3 261	23%
EBITDA	784	702	12%	3 261	24%
EBIT	523	339	54%	1 726	30%
Dział. finansowa	-70	-32	-	-159	-
Zysk netto	319	241	33%	1 216	26%

Energa	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	12,21 PLN			15-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 938	2 642	11%	12 177	24%
skor. EBITDA	656	626	5%	2 150	30%
EBITDA	656	626	5%	2 150	30%
EBIT	408	388	5%	1 147	36%
Dział. finansowa	-71	-46	-	-221	32%
Zysk netto	273	275	-1%	721	38%

PGE	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	13,66 PLN			28-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	9 330	7 137	31%	39 374	24%
skor. EBITDA	2 234	2 202	1%	7 465	30%
EBITDA	2 234	2 214	1%	7 465	30%
EBIT	1 315	1 315	0%	3 383	39%
Dział. finansowa	-74	-90	-18%	-304	24%
Zysk netto	967	935	3%	2 481	24%

Tauron	kupuj			wyniki:	
Kamil Kliszcz	2,89 PLN			22-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	6 040	4 826	25%	22 825	26%
skor. EBITDA	978	1 040	-6%	3 549	28%
EBITDA	978	1 293	-24%	3 549	28%
EBIT	531	875	-39%	1 753	30%
Dział. finansowa	-60	-84	-	-319	19%
Zysk netto	381	636	-40%	1 128	34%

JSW	redukuj			wyniki:	
Jakub Szkopek	54,80 PLN			16-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2 522	2 511	0%	9 594	26%
EBITDA skor.	657	1 073	-39%	2 176	30%
EBITDA	657	1 136	-42%	2 176	30%
marża EBITDA	26,0%	45,2%	-	22,7%	-
EBIT	465	952	-51%	1 306	36%
Zysk netto	371	754	-51%	1 047	36%

KGHM	trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek	105,57 PLN			15-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	5 332	4 266	25%	23 032	23%
EBITDA skor.	1 319	1 174	12%	5 464	24%
marża EBITDA	24,7%	27,5%	-	23,7%	-
EBIT skor.	856	757	13%	3 611	24%
Zysk netto skor.	544	439	24%	2 514	22%

Spółki wydobywcze – wzrost kosztów

- Dobre wolumeny sprzedaży powinny przekładać się na wzrost wyników Grupy KGHM (mimo presji kosztowej).
- Wyższe koszty produkcji i słabe wolumeny produkcji będą ciężać na rezultatach JSW.

- W wytwarzaniu EBITDA 9,9 mld CZK vs. 8,0 mld CZK przed rokiem, głównie z uwagi na wyższe ceny energii oraz wzrost wolumenów, zarówno w elektrowniach atomowych jak i węglowych.

- W pozostałych segmentach wyniki powinny być zbliżone w ujęciu r/r (OZE, dystrybucja) lub lekko wyższe (obrót, wydobywanie).

- Na dz. finansowej może pojawić się ujemny fx z Turcji.

- Wyższa dyspozycyjność jednostek wytwórczych i wzrost zakontraktowanych marż przełożą się na poprawę EBITDA w wytwarzaniu o 100 mln PLN r/r do 0,33 mld PLN.

- Brak nowej taryfy może obciążyć wynik dystrybucji (EBITDA -17% r/r), nadal słabych wyników oczekujemy w obrocie (EBITDA -5 mln PLN).

- Mocne wyniki LWB (już ogłoszone 206 mln PLN EBITDA), ale zakładamy wyższe wyłączenia międzysegmentowe.

- Oczekujemy poprawy EBITDA w wytwarzaniu r/r (120 mln PLN vs. 100 mln PLN) na aktywach OZE (ceny energii i certyfikatów) przy negatywnych dynamikach na ciepłe (pogoda) i elektrowniach systemowych (remont).

- W dystrybucji zakładamy płaski wynik EBITDA r/r zgodnie z guidance Zarządu przedstawionym po wynikach rocznych.

- W obrocie wynik płaski r/r (zakładamy brak strat na komercyjnych klientach, rezerwy pokryją obniżki taryfy G).

- W 1Q mamy do czynienia z efektem wysokiej bazy: ubytek w segmencie ciepła – brak żółtych certyfikatów i spadek wolumenów oraz efekt zmiany księgowania kosztów CO₂ (średnioważona vs. FIFO)- EBITDA w wytwarzaniu płaska r/r (1,3 mld PLN) mimo wyższych CDS-ów.

- Mocne OZE (EBITDA +60% r/r) na cenach i wolumenie.

- Spadek wyniku w dystrybucji (-5% r/r) z uwagi na brak taryfy i w obrocie (-30%) z uwagi na niższe marże.

- W wytwarzaniu baza odniesienia zawyżona przez rozwiązanie rezerw na 230 mln PLN, oczyszczona EBITDA +12% r/r na wyższych CDS-ach i OZE.

- W wydobywaniu nadal strata EBITDA (-40 mln PLN) z uwagi na niski wolumen i wysokie koszty jednostkowe.

- W dystrybucji 3% spadku EBITDA z uwagi na brak taryfy.

- W obrocie niższe marże z uwagi na wyższe koszty zielonej energii (EBITDA 140 mln PLN vs. 178 mln PLN rok temu).

- Spółka opublikowała już wstępne szacunkowe dane sprzedażowe za 1Q'19, które wskazują na znaczący spadek wydobywania i węgla w ujęciu r/r.

- Na podstawie danych naszym zdaniem wynik EBITDA spadnie o 39% r/r do 657 mln PLN, a wynik netto o 51% r/r do 371 mln PLN.

- Wyniki naszym zdaniem będą pod presją również w 2Q'19.

- Dobre wolumeny sprzedaży w 1Q'19 powinny przełożyć się na wysoką dynamikę przychodów.

- Oczekujemy wzrostu kosztów wydobywania z uwagi na wzrost płac oraz wyższe ceny zakupu energii elektrycznej.

- Mimo presji kosztowej naszym zdaniem KGHM jest w stanie poprawić zeszlazoczne wyniki.

Telekomunikacja, media, IT

Dobry kwartał dla PLY, WPL, CMR i ASE

- Po spadkach wyników w 3Q i 4Q 2018, PLY powróci do wzrostu wyników, oczekujemy poprawy sentymentu.
- W mediach wysokie wzrosty zaraportuje WPL.

Netia Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	4,70 PLN			09-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	331,6	346,9	-4%	1348,0	25%
EBITDA	83,7	91,7	-9%	124,5	67%
marża EBITDA	25,2%	26,4%	-	9,2%	-
EBIT	15,5	21,9	-30%	74,3	21%
Zysk brutto	12,9	20,8	-38%	61,9	21%
Zysk netto	10,4	21,2	-51%	50,2	21%

Orange Polska Paweł Szpigiel	kupuj			wyniki:	
	6,40 PLN			29-04-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2729,0	2710,0	1%	11096	25%
EBITDA	734,0	674,0	9%	2891,3	25%
marża EBITDA	26,9%	24,9%	-	4,8%	-
EBIT	21,0	33,0	-36%	423,2	5%
Zysk brutto	-48,0	-53,0	-	129,1	-
Zysk netto	-48,0	-50,0	-	104,5	-

Play Paweł Szpigiel	akumuluj			wyniki:	
	26,70 PLN			13-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1672,1	1637,3	2%	6992	24%
EBITDA	544,1	510,2	7%	2222,4	24%
marża EBITDA	32,5%	31,2%	-	31,8%	-
EBIT	332,4	321,7	3%	1421,4	23%
Zysk brutto	241,8	226,5	7%	1062,4	23%
Zysk netto	186,2	152,8	22%	801,0	23%

Agora Paweł Szpigiel	kupuj			wyniki:	
	16,00 PLN			15-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	309,4	278,0	11%	1168,4	26%
EBITDA	16,6	36,4	-54%	37,6	44%
marża EBITDA	5,4%	13,1%	-	3,2%	-
EBIT	-5,4	13,1	-	23,6	-
Zysk brutto	-5,9	12,5	-	21,9	-
Zysk netto	-8,2	9,7	-	14,0	-

Cyfrowy Polsat Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	23,20 PLN			14-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2756,0	2345,9	17%	11458	24%
EBITDA	1032,9	890,0	16%	2935,6	35%
marża EBITDA	37,5%	37,9%	-	25,6%	-
EBIT	432,9	435,5	-1%	1824,8	24%
Zysk brutto	312,9	364,7	-14%	1443,6	22%
Zysk netto	240,9	300,8	-20%	1110,8	22%

Wirtualna Polska Paweł Szpigiel	akumuluj			wyniki:	
	61,50 PLN			21-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	149,7	117,8	27%	624,6	24%
EBITDA	41,2	32,0	29%	230,9	18%
marża EBITDA	27,5%	27,2%	-	37,0%	-
EBIT	26,2	18,5	41%	136,0	19%
Zysk brutto	22,5	12,5	80%	122,1	18%
Zysk netto	17,5	7,1	145%	94,9	18%

Assec Poland Paweł Szpigiel	trzymaj			wyniki:	
	53,00 PLN			23-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	2301,6	2149,0	7%	9371,6	25%
EBITDA	340,7	284,5	20%	1089,5	31%
marża EBITDA	14,8%	13,2%	-	11,6%	-
EBIT	183,7	167,3	10%	794,2	23%
Zysk brutto	176,7	161,2	10%	747,3	24%
Zysk netto	72,0	68,9	4%	295,3	24%

- W IT dobrych wyników spodziewamy się w CMR i ASE (odpowiednio 25% i 14% wzrostu na linii EBITDA bez wpływu konsolidacji przejęć i IFRS16).
- Istotny wpływ IFRS16 na wyniki spółek w sektorze.

- Odpiływ 14 tys. klientów telefonii stacjonarnej netto i 8 tys. klientów broadbandu netto na liniach regulowanych, ale wzrost klientów Internetu na liniach własnych.
- Spadek obrotów o 4%.
- Stabilny poziom kosztów SG&A r/r (101 mln PLN w 4Q'18).
- Wpływ pozostałej dział. operacyjnej + 6 mln PLN vs. + 4 mln PLN rok wcześniej.
- Spadek wyniku EBITDA o 9% r/r.

- Erozja przychodów z usług tylko mobilnych i tylko stacjonarnych (odpowiednio -43 i -49 mln PLN r/r), zrekompensowana wzrostem obrotów „konwergentnych”.
- Wyższe r/r odpisy należności i aktywów kontaktowych.
- Zysk ze sprzedaży nieruchomości = 19 mln PLN (płasko r/r).
- EBITDAaL w 1Q'19 = 654 mln PLN (-0,8% r/r).
- Przypominamy, że w 1Q'18 wystąpiły zd. jednorazowe: rekompensata z UKE z tytułu USO oraz rozliczenie z UPC (oba na kilkanaście mln PLN).

- Spadek kosztów roamingu krajowego oraz pozostałych kosztów serwisowych.
- Wzrost marży kontrybucyjnej do 775 mln PLN (+7% r/r).
- Większa r/r aktywność marketingowa oraz wyższe koszty utrzymania sieci.
- Skorygowana EBITDA wyższa r/r o +6,1% r/r.
- Sądzymy, że publikacja wyników za 1Q'19 wzbudzi pozytywny sentyment.

- B. dobre wyniki segmentu Film i Książka: obroty ze sprzedaży biletów +19% R/R, dodatkowe przychody z koprodukcji i dystrybucji *Underdog* i *Kogel Mogel 3*. EBITDA segmentu = 27,2 mln PLN (+11,2% R/R).
- Słaby kwartał w reklamie, stąd spadek wyników segmentów Outddor i Radio, Internet.
- 5 mln rezerwy na zwolnienia w Druku, oczyszczona EBITDA = 21,6 mln PLN (spadek o 10% vs. 23,9 mln PLN skorygowany wynik w 1Q'18).

- Wpływ konsolidacji Netii na wyniki Cyfrowego Polsatu (+332 mln PLN na przychodach, + 87 mln PLN na EBITDA) oraz IFRS 16 (+ 100 mln PLN na linii EBITDA).
- Dość słaby kwartał w reklamie TV (w części efekt bazy).
- Wzrost kosztów: dystrybucja i marketing + 12% R/R, контент +19% (wpływ Ligii Mistrzów), windykacji (>x2).
- Wynik EBITDA pod IFRS15 bez Netii wyniesie 846 mln PLN, co oznacza spadek o 5,0% R/R.

- Dobra koniunktura na rynku reklamy internetowej, istotny wzrost segmentu e-commerce
- Przychody bez barteru +28% r/r (w tym podkreślamy wpływ konsolidacji MyTravel i Extradomu).
- Skor. zysk EBITDA online 44,8 mln PLN (+19,2% r/r).
- Spadek rentowności skorygowanej EBITDA online (do 31,7% z 33,9% w 1Q'18), częściowo wpływ Extradomu.

- Spadek obrotów w sp. matce (- 5% R/R) przez niższe obroty w bankowości (brak Deutsche Bank) oraz przestój w administracji p. EBIT matki = 31,9 mln PLN (-31% R/R).
- Znaczna poprawa wyników w Formula Systems (EBIT 80,7 mln PLN, +42% R/R), poprawa także na rynkach międzynarodowych (EBIT 60,9 mln PLN, + 12% R/R).
- Wpływ IFRS16 na linię netto do 1 mln PLN.

Asseco BS		równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel					25-04-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	62,9	61,7	2%	272,8	23%	
EBITDA	24,3	22,5	8%	147,1	16%	
marża EBITDA	38,6%	36,4%	-	53,9%	-	
EBIT	18,4	17,9	3%	81,2	23%	
Zysk brutto	18,2	17,9	2%	81,3	22%	
Zysk netto	15,0	14,7	2%	65,9	23%	

Asseco SEE		przeważaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel					26-04-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	199,8	138,6	44%	770,1	26%	
EBITDA	35,4	23,9	48%	149,2	24%	
marża EBITDA	17,7%	17,2%	-	21,0%	-	
EBIT	20,6	13,1	57%	92,9	22%	
Zysk brutto	20,0	14,1	42%	89,4	22%	
Zysk netto	17,7	11,2	58%	71,1	25%	

Ailleron		niedoważaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel					22-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	28,9	21,1	37%	122,5	24%	
EBITDA	2,2	2,4	-7%	20,7	11%	
marża EBITDA	7,7%	11,4%	-	16,9%	-	
EBIT	0,3	0,5	-	11,1	2%	
Zysk brutto	0,1	0,4	-	10,9	1%	
Zysk netto	0,1	0,3	-	9,6	1%	

Atende		równoważ			wyniki:	
Paweł Szpigiel					16-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	66,1	57,1	16%	320,0	21%	
EBITDA	2,4	2,0	23%	36,8	7%	
marża EBITDA	3,6%	3,4%	-	11,5%	-	
EBIT	0,5	0,0	-	22,3	2%	
Zysk brutto	0,5	0,0	-	21,3	2%	
Zysk netto	0,4	0,0	-	14,5	3%	

CD Projekt		akumuluj			wyniki:	
Piotr Bogusz		221,00 PLN			2019-05-15	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	75,9	75,4	1%	307,6	25%	
EBITDA	16,9	29,1	-42%	44,1	38%	
marża EBITDA	22,3%	38,6%	-	14,3%	-	
EBIT	15,6	27,9	-44%	38,9	40%	
Zysk brutto	16,7	29,2	-43%	48,3	35%	
Zysk netto	13,5	22,9	-41%	38,6	35%	

Comarch		kupuj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		230,00 PLN			17-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	310,1	272,0	14%	1523	20%	
EBITDA	35,2	16,7	110%	225,8	14%	
marża EBITDA	10,1%	6,2%	-	16,8%	-	
EBIT	14,7	0,6	-	157,3	9%	
Zysk brutto	11,7	-3,2	-	150,3	8%	
Zysk netto	8,8	-6,2	-	98,5	9%	

- Nieznaczny wzrost obrotów w 1Q'19 o 2% r/r, słaba sprzedaż rozwiązania Wapro, nadrobiona przez sprzedaż w Macrologic.

- Spadek poziomu kosztów SG&A r/r (do 7,3 mln PLN vs. 7,8 mln PLN w 1Q'18).

- Wpływ IFRS 16 na linię EBITDA + 1,2 mln PLN (EBITDA w IFRS 15 = 23,1 mln PLN, tj. + 2,6% r/r).

- Wzrost zysku netto tylko o 1,6% r/r.

- Spółka poinformowała o szacunkach wyników: EBITDA w 1Q'19 wyniesie 35,4 mln PLN, zysk netto 17,7 mln PLN.

- Zakładamy wpływ IFRS16 na wyniki: +3,3 mln PLN na EBITDA, + 0,1 mln PLN na linię netto, a konsolidacją Necomplus : +2,1 mln PLN na EBITDA, + 1,1 mln PLN na netto.

- EBITDA (bez Necomplus) w IFRS15 powinna wynieść ok. 30,0 mln PLN, co oznacza istotny wzrost R/R aż o >25%.

- Istotny wzrost obrotów w outsourcingu (+50% r/r) oraz w Fintech (+20% r/r).

- Wzrost zysku tylko w segmencie Outsourcing (+2,6 mln PLN w 1Q'19 vs. +1,9 mln PLN rok wcześniej).

- Przez wzrost kosztów segmentu Fintech spodziewamy się straty w tym segmencie.

- Nieznaczny spadek wyników r/r.

- Wzrost obrotów w spółce matce (zakładamy 50 mln PLN vs. 42 mln PLN w 1Q'18), obroty spółek córek nieznacznie wyższe r/r.

- Zysk na linii EBIT spółki matki w 1Q'19 (+0,2 mln PLN) vs. strata -1,1 mln PLN rok wcześniej, ale spadek EBIT spółek córek do 0,3 mln PLN vs. 1,0 mln PLN rok wcześniej.

- Ostatecznie wyniki lepsze r/r (nominalny wzrost na linii netto tylko +0,4 mln PLN).

- Oczekujemy wzrostu sprzedaży o 0,6% r/r w 1Q'19 co jest rezultatem (i) zakładanego spadku sprzedaży w segmencie produkcji gier (-6,4 mln PLN r/r) oraz (ii) wzrostu sprzedaży w GOG.com (+6,8 mln PLN r/r).

- Wyższe nakłady na marketing, rozliczenie kosztów produkcji oraz rosnące koszty wynagrodzeń (większe zatrudnienie), powinny negatywnie wpłynąć na rentowność EBIT spółki w 1Q'19.

- Wysokie obroty w 1Q'19 na poziomie 310,1 mln PLN, tj. 14,0% więcej r/r (wzrost zauważalny zwłaszcza w TMT).

- Zakładamy nieznaczny wzrost marży brutto na sprzedaży, tj. do poziomu 21,8% vs. 20,8% rok wcześniej.

- Wzrost kosztów SG&A (+6 mln PLN vs. 1Q'18). Zysk z transferu K. Piątka powinien wynieść ok. 6 mln PLN.

- EBITDA w IFRS15=31,2 mln PLN, 35,2 mln PLN w IFRS16.

- Po korekcie wyników o pozostałą dział. operacyjną wzrost EBITDA wyniesie >25%.

Przemysł

AC	równoważ			wyniki:	
Piotr Poniatowski				06-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	63,5	59,1	7%	266,8	24%
EBITDA	17,6	14,8	19%	66,3	27%
marża EBITDA	27,8%	25,1%	-	24,9%	-
EBIT	15,0	12,7	18%	55,8	27%
Zysk netto	12,0	10,4	16%	44,8	27%

Alumetal	równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek				16-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	400,4	428,3	-7%	1593,2	25%
EBITDA	27,8	30,2	-8%	117,5	24%
marża EBITDA	6,9%	7,0%	-	7,4%	-
EBIT	19,7	22,6	-13%	85,0	23%
Zysk netto	17,5	25,5	-31%	76,0	23%

Amica	przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek				30-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	660,8	633,9	4%	2991,9	22%
EBITDA	43,0	42,7	1%	210,5	20%
marża EBITDA	6,5%	6,7%	-	7,0%	-
EBIT	29,9	29,8	1%	156,8	19%
Zysk netto	21,2	18,9	12%	115,9	18%

Apator	przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek				17-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	209,6	182,2	15%	898,5	23%
EBITDA	30,9	29,5	5%	141,9	22%
marża EBITDA	14,8%	16,2%	-	15,8%	-
EBIT	20,8	19,5	7%	99,9	21%
Zysk netto	14,8	14,3	3%	73,9	20%

Boryszew	równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek				22-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1485,9	1622,6	-8%	6068,9	25%
EBITDA	105,0	110,7	-5%	423,5	25%
marża EBITDA	7,1%	6,8%	-	7,0%	-
EBIT	68,0	75,1	-9%	270,3	25%
Zysk netto	38,9	37,7	3%	124,5	31%

Cognor	niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek				30-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	504,4	524,2	-4%	1979,4	26%
EBITDA	45,4	57,8	-21%	143,9	32%
marża EBITDA	9,0%	11,0%	-	7,3%	-
EBIT	34,4	46,9	-27%	97,1	35%
Zysk netto	24,1	25,2	-4%	62,6	39%

Ergis	przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek				23-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	195,0	191,2	2%	809,4	24%
EBITDA	16,4	13,5	21%	54,4	30%
marża EBITDA	8,4%	7,1%	-	6,7%	-
EBIT	10,3	7,6	35%	29,6	35%
Zysk netto	6,5	5,2	25%	17,0	38%

Famur	kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek	6,61 PLN			30-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	485,0	501,5	-3%	2097,4	23%
EBITDA	117,5	103,4	14%	486,5	24%
marża EBITDA	24,2%	20,6%	-	23,0%	-
EBIT	72,5	52,5	38%	329,7	22%
Zysk netto	54,8	32,8	67%	253,3	22%

- Spółka podała wstępne przychody za 1Q'19 (+7,5% r/r).
- Na poziomie operacyjnym wyniki wspierać będą znacząca poprawa rentowności oraz pozytywny wpływ kursów walutowych (spółka jest eksporterem EUR).
- Gorsza sprzedaż haków holowniczych (kontrahent zwiększył zapasy w 4Q'18) zostanie nadrobiona wzrostami w autogazie i odbije w reszcie roku (podwyżki cen).

- W 1Q'19 mimo wyższych oczekiwanych wolumenów sprzedaży (+4% r/r) wyniki będą znajdować się pod presją spadających marży rynkowych oraz wysokiej bazy roku ubiegłego. Oczekujemy, że EBITDA w 1Q'19 spadnie o 8% r/r, a wynik netto o 31% r/r.
- Dynamika spadku wyników może się pogłębić jeszcze bardziej w 2Q'19.

- W 1Q'19 dynamika sprzedaży nieco spowolni względem wcześniejszych kwartałów ze względu na efekt bazy.
- Najdynamiczniej obroty będą rosły w Polsce i Europie Zachodniej. Słabiej pod względem sprzedaży wyglądać będą rynki wschodnie.
- Pod presją r/r będzie rentowność, która ma szansę się poprawić w kolejnych kwartałach.

- Oczekujemy dobrego kwartału w zakresie sprzedaży smart-grid oraz liczników gazu. Słabsza sprzedaż będzie miała miejsce w zakresie sprzedaży wodomierzy.
- Oczekujemy niższe r/r rentowności z uwagi na presję kosztową.

- W 1Q'19 oczekujemy, że na wynikach Boryszew ważący będą słabsze r/r rezultaty w Grupie Impexmetal.
- Naszym zdaniem Automotive jeszcze w 1Q'19 zanotuje spadek obrotów r/r.

- W 1Q'19 oczekujemy, że na wyniki będą mieć wpływ rosnące koszty produkcji (energia, płace) oraz słabsze r/r marże przerobowe.
- Oczekujemy dwucyfrowego r/r spadku wyniku EBITDA Grupy w 1Q'19.

- W 1Q'19 oczekujemy, że pozytywny wpływ na osiągnięte marże będą miały spadki cen produktów petrochemicznych.
- W efekcie oczekujemy około 20% poprawy na poziomie EBITDA w 1Q'19.

- W 1Q'19 oczekujemy stabilnego kwartału pod względem sprzedaży (duża część nowych kontraktów podpisana w końcu roku wejdzie dopiero w 2Q'19 i 3Q'19). Dodatkowo niższej sprzedaży r/r oczekujemy w segmencie Surface (wygaszanie starszych kontraktów).
- Mimo stabilnych obrotów oczekujemy wyraźnego wzrostu rentowności, szczególnie w segmencie underground.

Forte		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					23-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	319,0	295,5	8%	1157,7	28%	
EBITDA	37,9	23,4	62%	139,8	27%	
marża EBITDA	11,9%	7,9%	-	12,1%	-	
EBIT	23,9	15,9	50%	87,5	27%	
Zysk netto	13,2	7,3	82%	47,5	28%	

Impexmetal		niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					10-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	779,2	880,5	-12%	3047,9	26%	
EBITDA	55,6	65,4	-15%	248,0	22%	
marża EBITDA	7,1%	7,4%	-	8,1%	-	
EBIT	38,7	49,9	-23%	179,8	22%	
Zysk netto	32,4	36,6	-11%	144,4	22%	

Kernel		kupuj			wyniki:	
Jakub Szkopek		62,86 PLN			27-05-2019	
(mln USD)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD	
Przychody	735,6	541,4	36%	3519,9	85%	
EBITDA	80,1	73,1	10%	362,3	86%	
marża EBITDA	10,9%	13,5%	-	10,0%	-	
EBIT	60,0	52,6	14%	268,8	94%	
Zysk netto	33,5	-39,1	-	189,3	104%	

Kruszwica		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					15-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	672,5	666,4	1%	2607,3	26%	
EBITDA	31,0	29,8	4%	129,4	24%	
marża EBITDA	4,6%	4,5%	-	5,0%	-	
EBIT	24,7	23,5	5%	104,1	24%	
Zysk netto	20,3	19,3	5%	85,8	24%	

Mangata		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					07-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	170,9	178,9	-4%	730,0	23%	
EBITDA	22,6	25,0	-9%	92,5	25%	
marża EBITDA	13,2%	14,0%	-	12,7%	-	
EBIT	15,3	17,7	-14%	63,0	24%	
Zysk netto	10,8	13,9	-22%	44,9	24%	

Pfleiderer Group		równoważ			wyniki:	
Jakub Szkopek					22-05-2019	
(mln EUR)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	271,5	268,8	1%	1069,8	25%	
EBITDA	31,3	36,5	-14%	130,0	24%	
marża EBITDA	11,5%	13,6%	-	12,2%	-	
EBIT	10,8	18,0	-40%	51,7	21%	
Zysk netto	5,0	7,3	-32%	23,2	21%	

Pozbud		przeważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek					21-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	57,5	36,0	60%	319,7	18%	
EBITDA	5,3	3,5	51%	33,9	16%	
marża EBITDA	9,3%	9,8%	-	10,6%	-	
EBIT	4,0	2,2	79%	28,5	14%	
Zysk netto	2,7	1,6	68%	22,0	12%	

Stelmet		trzymaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		8,36 PLN			28-06-2019	
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD	
Przychody	165,8	150,8	10%	582,4	41%	
EBITDA	19,5	18,8	4%	56,7	50%	
marża EBITDA	11,8%	12,4%	-	14,0%	-	
EBIT	9,0	8,4	8%	15,1	49%	
Zysk netto	2,4	4,1	-42%	10,2	-28%	

■ Wynikiem w 1Q'19 pomagać będzie niska baza roku ubiegłego oraz rozpoczęcie produkcji w zakładzie płyty w Suwałkach.

■ Spółka podała już wstępne szacunki za 1Q'19, nasze prognozy nie odbiegają od nich znacząco.

■ W 1Q'19 naszym zdaniem Impexmetal będzie odczuwał spowolnienie w Niemczech (główny rynek eksportowy). Pod presją oczekujemy, że będą wolumenty i marże przerobowe.

■ Dynamika spadku wyników w 1Q'19 może być wyższa niż oczekujemy w całym roku.

■ W 3Q'19 (1Q'19) oczekujemy poprawy rentowności w segmencie oleju słonecznikowego i niższej marży w segmencie handlu zbożem (wysoki wynik Avere rok wcześniej).

■ Wynikiem sprzyjać będą wysokie wolumenty zanotowane w minionym kwartale.

■ W 1Q'19 oczekujemy zbliżonych r/r wolumenów i lepszych jednostkowych marży na tłoczeniu oleju rzepakowego.

■ Na koniec 1Q'19 Kruszwica może naszym zdaniem mieć nawet 344 mln PLN gotówki netto na bilansie (15 PLN/akcja).

■ W 1Q'19 oczekujemy słabszych r/r wyników ze względu na spadające obroty w segmencie armatury (spadek zamówień r/r) oraz presję ze strony kosztów zatrudnienia oraz energii.

■ Duża ekspozycja na rynek niemiecki może naszym zdaniem być odzwierciedlona w wynikach za 1Q'19.

■ Naszym zdaniem na wyniki 1Q'19 niekorzystnie wpłynąć będą obserwowane spadki cen płyty drewnopochodnej w Niemczech oraz niższe wolumenty sprzedaży wywołane przez pożar w zakładzie w Baruth. Słabsze wyniki powinny mieć miejsce również w Polsce z uwagi na wzrosty cen drewna.

■ W 1Q'19 oczekujemy wzrostu obrotów w segmencie budownictwa w związku z intensyfikacją prac nad kontraktem kolejowym GSM-R.

■ Oczekujemy, że 1Q'19 będzie kolejnym kwartałem dynamicznej poprawy wyników.

■ W 2Q'19 (1Q'19) pozytywnie na sprzedaż drewnianej architektury ogrodowej wpłynąć będzie łagodna pogoda (niskie temperatury zakłóciły sprzedaż w ubiegłym roku).

■ Na wynikach ciążyć będą wyższe koszty surowca drzewnego, płac i energii elektrycznej.

Tarczyński		niedoważaj			wyniki:	
Jakub Szkopek		41,03 PLN			30-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	144,8	180,9	-20%	622,4	23%	
EBITDA	14,4	17,4	-18%	58,8	24%	
marża EBITDA	9,9%	9,6%	-	9,5%	-	
EBIT	8,1	10,2	-20%	33,7	24%	
Zysk netto	5,1	5,6	-9%	21,5	24%	

TIM		przeważaj			wyniki:	
Piotr Poniatowski		84,40 PLN			22-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	208,4	194,0	7%	898,1	23%	
EBITDA	11,2	5,6	99%	48,3	23%	
marża EBITDA	5,4%	2,9%	-	5,4%	-	
EBIT	6,2	3,1	101%	28,1	22%	
Zysk netto	4,3	2,4	80%	19,5	22%	

Deweloperzy

- Na podstawie zagregowanych danych dla 14 deweloperów GPW i Catalyst, w 1Q'19 deweloperzy mieszkaniowi rozliczyli łącznie o 29% więcej mieszkań r/r, ale tylko 6 z nich rozliczyło r/r w wynikach więcej lokali.
- Nominalnie największy wzrost (+799 lokali) zanotował Dom Development, a także LC Corp (+461 lokali, +66% r/r), Robyg (+400 lokali, +400% r/r), JWC (+186 lokali, +235% r/r), Lokum (+149 lokali, +828% r/r) i Marvipol (+125 lokali, +291% r/r).
- Zagregowany wolumen sprzedaży mieszkań obniżył się w tym czasie o 20% r/r i 1% kw/kw, a spadek był większy niż

Atal		trzymaj			wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk		41,03 PLN			21-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	233,6	301,0	-22%	936,1	25%	
Zysk brutto ze sprz.	61,3	81,0	-24%	250,3	25%	
marża	26,3%	26,9%	-	26,7%	-	
EBIT	53,6	74,0	-28%	217,3	25%	
Zysk brutto	52,6	73,1	-28%	209,1	25%	
Zysk netto	42,1	57,0	-26%	167,3	25%	

Dom Dev.		trzymaj			wyniki:	
Aleksandra Szklarczyk		84,40 PLN			07-05-2019	
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*	
Przychody	535,7	203,5	163%	1669,1	32%	
Zysk brutto ze sprz.	142,8	60,8	135%	439,0	33%	
marża	26,7%	29,9%	-	26,3%	-	
EBIT	103,5	22,5	360%	273,2	38%	
Zysk brutto	103,5	22,4	362%	273,0	38%	
Zysk netto	83,9	17,5	379%	221,2	38%	

- W 1Q'19 oczekujemy niższej r/r sprzedaży ze względu na sprzedaż zakładu w Sławie. W rezultatach powinna być również widoczna presja ze strony kosztów pracy oraz energii elektrycznej.

- Spółka podała szacowane przychody TIM S.A. (191 mln PLN, +8,1% r/r), do których należy dodać Rotopino i 3LP.
- Od 1Q'19 wyniki uwzględniają wpływ MSSF 16, co zaburza porównywalność r/r (wzrost amortyzacji, spadek kosztów usług obcych, wzrost kosztów finansowych). Jednakże nawet pro forma oczekujemy, że wyniki operacyjne wzrosną znacząco, dwucyfrowo (niska baza). Nasze prognozy od 1Q'19 sporządzone są w MSSF 16.

ten zanotowany na 6 największych rynkach w Polsce – odpowiednio -10,3% r/r i +0,3% kw/kw (*Reas*); część analizowanych spółek z GPW miała trudności z uruchomieniem nowych inwestycji w efekcie czego na koniec 4Q'18 miała znacznie niższą ofertę r/r (m.in. LC Corp, Ronson, Lokum).

- Jednocześnie dalej obniżyła się efektywność sprzedaży do 23% wśród deweloperów GPW (vs. 26% w 4Q'18 i 31% w 1Q'18) i była o 9 p.p. niższa niż efektywność sprzedaży na 6 głównych rynkach (wobec średnio o 8 p.p. mniej w 2018).

- W 1Q'19 Atal rozliczył 607 lokali (-27% r/r), co stanowi 24% naszej rocznej prognozy. Udział mieszkań przekazanych w Warszawie, Krakowie i Trójmieście wynosi 50% i jest niższy r/r (67% w 1Q'18) i q/q (82% w 4Q'18). W efekcie spodziewamy się spadku średniej ceny rozliczonego mieszkania względem 4Q'18.

- Marże deweloperską szacujemy na 26,3% vs. 26,9% rok wcześniej i 25,6% w 4Q'18.

- W 1Q'19 Dom przekazał 1 215 lokali (+192% r/r, 35% naszej rocznej prognozy) przez co nominalnie wyniki będą bardzo dobre (przesunięcie pipeline'u zakończenia projektów).

- Spodziewamy się, że średnia cena mieszkania rozliczonego w wyniku będzie niższa r/r i q/q (wpływ udziału segmentu popularnego) i oczekujemy nieco niższej marży (26,7% vs. 29,9% w Q1'18 i 27,8% w 4Q'18).

Handel

Kwartał o niskiej istotności dla całorocznego wyniku

- Sprzyjające warunki pogodowe w marcu oraz efekt bazy powinny pozwolić na poprawę wyników r/r w CCC oraz MON.

AmRest Piotr Bogusz	kupuj		wyniki:		
	48,00 PLN		2019-05-14		
(mln EUR)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	474,6	349,9	36%	1990,2	24%
Zysk brutto na sprz. marża	68,1	50,6	35%	319,4	21%
	14,3%	14,5%	-	16,0%	-
EBITDA	42,0	33,4	25%	204,8	20%
marża EBITDA	8,8%	9,6%	-	10,3%	-
EBIT	15,3	11,8	30%	89,6	17%
Zysk brutto	9,6	7,3	32%	75,9	13%
Zysk netto	6,6	5,1	28%	54,3	12%

Dino Piotr Bogusz	redukuje		wyniki:		
	112,70 PLN		2019-05-23		
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1569,5	1271,3	23%	7741,9	20%
Zysk brutto na sprz. marża	378,2	297,5	27%	1889,5	20%
	24,1%	23,4%	-	24,4%	-
EBITDA	128,9	104,4	24%	715,3	18%
marża EBITDA	8,2%	8,2%	-	9,2%	-
EBIT	93,5	79,3	18%	561,2	17%
Zysk brutto	80,5	69,3	16%	512,6	16%
Zysk netto	64,8	55,9	16%	404,0	16%

Eurocash Piotr Bogusz	sprzedaj		wyniki:		
	18,90 PLN		2019-05-10		
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	5452,7	5000,3	9%	23799	23%
Zysk brutto na sprz. marża	664,8	581,6	14%	3131,2	21%
	12,2%	11,6%	-	13,2%	-
EBITDA	28,9	39,6	-27%	378,9	8%
marża EBITDA	0,5%	0,8%	-	1,6%	-
EBIT	-21,6	-7,1	-	161,3	-
Zysk brutto	-34,9	-17,3	-	101,5	-
Zysk netto	-30,4	-15,8	-	74,6	-

LPP Piotr Bogusz	trzymaj		wyniki:		
	8 400,00 EUR		2019-05-28		
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	1830,0	1580,4	16%	9387	19%
Zysk brutto na sprz. marża	800,0	712,8	12%	5063,2	16%
	43,7%	45,1%	-	53,9%	-
EBITDA	-9,2	-33,3	-	1256,4	-
marża EBITDA	-0,5%	-2,1%	-	13,4%	-
EBIT	-105,0	-117,7	-	893,4	-
Zysk brutto	-118,7	-103,2	-	899,0	-
Zysk netto	-121,1	-104,8	-	748,3	-

Monnari Piotr Bogusz	niedoważaj		wyniki:		
	2019-04-26		2019-05-28		
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	58,4	48,4	21%	247,7	24%
Zysk brutto na sprz. marża	30,7	26,4	16%	145,0	21%
	52,5%	54,5%	-	58,6%	-
EBITDA	0,4	0,1	468%	16,8	3%
marża EBITDA	0,7%	0,2%	-	6,8%	-
EBIT	-0,6	-1,0	-	12,6	-
Zysk brutto	-0,3	-0,7	-	18,6	-
Zysk netto	-0,3	-0,9	-	15,4	-

VRG Piotr Bogusz	przeważaj		wyniki:		
	2019-05-21		2019-05-21		
(mln PLN)	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	213,0	160,6	33%	1121,8	19%
Zysk brutto na sprz. marża	105,1	77,8	35%	578,2	18%
	49,3%	48,5%	-	51,5%	-
EBITDA	0,3	2,4	-	126,9	0%
marża EBITDA	0,1%	1,5%	-	11,3%	-
EBIT	-0,1	1,9	-	105,5	-
Zysk brutto	-1,5	0,4	-	99,3	-
Zysk netto	-1,2	0,1	-	80,5	-

- Efekt Świąt Wielkanocnych oraz zaostrzenie zakazu handlu w niedzielę powinny negatywnie wpłynąć na wyniki DNP, EAT oraz EUR.

- Zgodnie ze wstępnymi szacunkami, oczekujemy wzrostu sprzedaży o 36% r/r w 1Q'19.
- Dynamika wyników spółki w 1Q'19 będzie wspierana przez konsolidację Sushi Shop.
- Oczekujemy spadku marży EBITDA o 0,8p.p. r/r do 8,8% w 1Q'19 (zakładany spadek rentowności w CEE i Hiszpanii; zakładamy wzrost rentowności w Niemczech, inne WE oraz w Rosji).
- Podane szacunki wyników nie uwzględniają MSSF 16.

- Oczekujemy lfl na poziomie 5% oraz spadku sprzedaży/mkw. o 4,7% w 1Q'19 (wysoki udział nowej powierzchni). Sprzedaż spółki szacujemy na poziomie 1569,5 mln PLN w 1Q'19 (+23% r/r).
- Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na 24,1% w 1Q'19 (+0,7p.p.; niższa dynamika wzrostu r/r niż w poprzednich kwartałach).
- Uwzględniając wzrost narzutu kosztów SG&A/sprzedaż, oczekujemy płaskiej r/r marży EBITDA spółki w 1Q'19.
- Podane szacunki wyników nie uwzględniają MSSF 16.

- Negatywny efekt kalendarzowy powinien wpłynąć na rezultaty w segmencie hurtowym (oczekujemy nieznacznej poprawy EBITDA r/r; +3 mln PLN r/r) oraz w segmencie detalicznym (oczekujemy spadku EBITDA o 14 mln PLN r/r).
- W segmencie projekty szacujemy wynik EBITDA na -14 mln PLN w 1Q'19 (płasko r/r), a rezultat segmentu inne na -15 mln PLN (płasko r/r).
- Podane szacunki wyników nie uwzględniają MSSF 16.

- Spółka opublikowała szacunkowe dane kwartalne za 1Q'19, gdzie EBIT uległ nieznacznej poprawie r/r.
- Oczekujemy, że wynik na działalności finansowej obciążony będzie dodatkowo przez negatywne różnice kursowe (zakładamy wpływ -15 mln PLN w 1Q'19).
- Podatek dochodowy szacujemy na poziomie 3,5 mln PLN w 1Q'19 vs. 1,6 mln PLN w 1Q'18.
- Podane szacunki wyników nie uwzględniają MSSF 16.

- Sprzedaż spółki szacujemy zgodnie z miesięcznymi raportami oraz dodajemy 0,8 mln PLN z tytułu dodatkowych przychodów.
- Oczekujemy spadku marży brutto na sprzedaży o 2p.p. r/r do 51% ze względu na aprecjację USD/PLN oraz efekt wysokiej bazy.
- Szacujemy, że wskaźnik SG&A/mkw. wzrośnie o 1,5% r/r do 285 PLN.

- Zgodnie z opublikowanymi raportami miesięcznymi oczekujemy wzrostu sprzedaży o 33% r/r w 1Q'19 oraz poprawy marży brutto na sprzedaży o 0,8p.p. r/r do 49,3% w 1Q'19.
- Szacujemy, że koszty SG&A wzrosną o 38,9% r/r do 104,8 mln PLN w 1Q'19 (spadek SG&A/mkw. o 10,7% r/r do 671 PLN w 1Q'19).
- Saldo na działalności finansowej szacujemy na 1,4 mln PLN w 1Q'19 vs. 1,5 mln PLN w 1Q'18.
- Podane szacunki wyników nie uwzględniają MSSF 16.

Inne

PBKM Paweł Szpigiel (mln PLN)	trzymaj 66,57 PLN			wyniki: 22-05-2019	
	1Q'19P	1Q'18	r/r	2019P	YTD*
Przychody	44,1	36,1	22%	190,4	23%
EBITDA	10,9	13,1	-16%	67,6	16%
marża EBITDA	24,8%	36,2%	-	35,5%	-
EBIT	8,8	11,6	-25%	40,8	21%
Zysk brutto	8,2	9,8	-17%	36,9	22%
Zysk netto	6,3	10,0	-36%	26,8	24%

- Wzrost liczby próbek krwi pępowinowej w 1Q'19 w B2C wyniósł 5 970 vs. 4 841 rok wcześniej (estymujemy, że ok. 500 próbek to efekt konsolidacji Stemlabu).
- Wpływ Stemlabu na wyniki: +5,5 mln PLN na przychody i +0,5 mln PLN na EBITDA.
- Wpływ IFRS 16 na EBITDA = +0,7 mln PLN.
- EBITDA w IFRS15 = 9,7 mln PLN.
- W 1Q'19 zd. jednorazowe (poz. dział operacyjna = 3,0 mln PLN), po korekcie wyniki za 1Q'19 płaskie r/r w IFRS15.



Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2019	2020	2019	2020
Finanse										
Alior Bank	kupuj	2019-02-01	57,50	87,00	59,00	+9,6%	11,2	10,7		
Handlowy	trzymaj	2019-03-05	65,90	65,50	64,00	+2,3%	11,9	11,7		
ING BSK	trzymaj	2019-02-01	191,40	191,80	195,60	-1,9%	15,3	13,7		
Millennium	akumuluj	2019-02-01	8,82	10,00	9,65	+3,7%	15,9	11,4		
Pekao	kupuj	2019-02-01	110,60	131,80	114,30	+15,3%	11,7	10,5		
PKO BP	trzymaj	2019-02-01	39,51	40,92	39,48	+3,6%	11,9	11,4		
Santander Bank Polska	trzymaj	2019-02-01	373,80	388,00	394,80	-1,7%	15,2	12,8		
Komercni Banka	akumuluj	2018-12-05	906,50	1 000 CZK	899,50	+11,2%	11,2	10,8		
Erste Bank	kupuj	2019-02-04	31,00	43,72 EUR	35,87	+21,9%	10,3	9,6		
OTP Bank	trzymaj	2019-04-02	12 600	13 046 HUF	12 870	+1,4%	10,7	10,1		
PZU	akumuluj	2019-04-02	40,79	43,38	41,96	+3,4%	11,2	10,6		
Kruk	kupuj	2019-04-02	152,30	213,65	159,70	+33,8%	8,9	8,7		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-12-05	23,50	31,36	16,60	+88,9%	4,9	-		
Chemia										
Ciech	kupuj	2019-04-02	54,80	68,66	47,45	+44,7%	7,7	7,4	5,2	4,8
Grupa Azoty	trzymaj	2019-03-05	43,88	43,20	38,50	+12,2%	16,8	26,7	6,5	7,8
Paliwa										
Lotos	sprzedaj	2019-04-02	86,22	65,41	86,44	-24,3%	14,7	13,2	7,1	6,0
MOL	trzymaj	2019-04-02	3 278	3 223 HUF	3 402	-5,3%	15,4	10,8	5,3	4,5
PGNiG	akumuluj	2019-04-02	6,31	6,92	5,90	+17,4%	9,7	8,7	4,2	3,7
PKN Orlen	sprzedaj	2019-04-02	99,94	79,39	100,80	-21,2%	13,0	13,5	6,8	6,6
Energetyka										
CEZ	trzymaj	2019-04-02	540,50	565,50 CZK	532,50	+6,2%	16,1	15,4	7,5	7,3
Enea	kupuj	2019-04-02	8,76	12,51	7,91	+58,3%	2,9	2,7	3,1	2,9
Energa	kupuj	2019-04-02	8,58	12,21	7,85	+55,6%	4,5	4,8	3,9	4,1
PGE	kupuj	2019-04-02	10,10	13,66	9,85	+38,7%	7,5	6,5	3,9	3,5
Tauron	kupuj	2019-04-02	2,03	2,89	1,79	+61,5%	2,8	2,4	3,9	3,4
Telekomunikacja, media, IT										
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,98	-5,6%	33,5	27,7	5,7	5,7
Orange Polska	kupuj	2018-11-26	4,91	6,40	5,05	+26,7%	63,4	23,2	4,5	4,1
Play	akumuluj	2019-04-12	24,08	26,70	25,12	+6,3%	8,0	7,6	5,7	5,6
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	12,40	+29,0%	41,2	21,9	5,6	5,2
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-11-26	22,50	23,20	26,14	-11,2%	15,1	12,5	6,9	6,4
Wirtualna Polska	akumuluj	2019-02-04	58,40	61,50	59,60	+3,2%	18,7	15,9	9,9	8,8
Asseco Poland	trzymaj	2019-03-05	54,30	53,00	54,20	-2,2%	15,2	14,9	8,6	8,2
CD Projekt	akumuluj	2019-04-02	204,00	221,00	209,90	+5,3%	-	10,7	-	7,9
Comarch	kupuj	2019-04-17	181,00	230,00	188,50	+22,0%	15,6	14,0	6,6	6,1
Przemysł, surowce										
Famur	kupuj	2019-02-04	4,98	6,61	4,82	+37,1%	10,9	10,1	5,4	5,2
Grupa Kęty	trzymaj	2019-04-02	324,00	341,33	343,50	-0,6%	13,6	13,0	9,1	8,6
JSW	redukuj	2019-03-25	62,50	54,80	60,10	-8,8%	6,7	17,7	2,0	3,3
Kemel	kupuj	2019-03-05	49,20	62,86	53,40	+17,7%	6,0	5,4	5,6	4,8
KGHM	trzymaj	2019-04-02	109,40	105,57	104,70	+0,8%	8,3	8,3	4,6	4,3
Stelmet	trzymaj	2019-03-05	10,25	8,36	7,75	+7,9%	22,3	16,8	6,9	6,0
Deweloperzy										
Atal	trzymaj	2019-04-02	39,90	41,03	39,80	+3,1%	9,2	8,9	8,5	8,1
Dom Development	trzymaj	2019-04-02	80,80	84,40	79,80	+5,8%	9,0	8,0	7,5	6,9
Handel										
AmRest	kupuj	2019-04-02	41,20	48,00	40,70	+17,9%	38,3	27,9	13,0	10,4
CCC	kupuj	2019-04-02	217,00	275,00	230,20	+19,5%	21,7	17,4	8,4	7,1
Dino	redukuj	2019-04-02	126,10	112,70	124,90	-9,8%	30,3	23,6	18,0	14,3
Eurocash	sprzedaj	2019-04-02	22,58	18,90	22,92	-17,5%	42,7	28,3	9,2	7,9
Jeronimo Martins	akumuluj	2019-04-02	13,15	14,10 EUR	13,88	+1,6%	20,2	18,7	8,7	7,9
LPP	trzymaj	2019-04-02	8 405	8 400	8 495	-1,1%	21,0	18,5	12,0	10,3
Inne										
PBKM	trzymaj	2019-03-05	68,80	66,57	65,20	+2,1%	12,1	11,0	8,0	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	
						2019	2020	2019	2020
Spółki IT						11,1	10,3	4,7	4,5
Ailleron	niedoważaj	2019-01-31	11,75	8,60	-26,8%	11,1	10,0	4,0	3,1
Asseco BS	równoważ	2019-03-29	29,50	29,40	-0,3%	14,9	13,9	10,0	9,3
Asseco SEE	przeważaj	2019-04-11	14,20	15,00	+5,6%	11,1	10,6	4,8	4,4
Atende	równoważ	2019-01-31	4,40	3,90	-11,4%	9,8	9,2	4,6	4,5
Spółki przemysłowe						9,5	10,0	6,6	6,1
AC	równoważ	2019-03-22	48,50	50,00	+3,1%	11,0	10,0	7,5	6,9
Alumetal	równoważ	2019-04-15	51,00	45,90	-10,0%	9,2	9,7	7,1	7,3
Amica	przeważaj	2019-04-02	143,00	130,60	-8,7%	8,4	8,1	5,4	5,2
Apator	przeważaj	2019-03-05	26,50	25,90	-2,3%	12,0	12,4	7,7	7,7
Boryszew	równoważ	2018-09-05	6,25	4,63	-25,9%	8,9	7,6	6,6	6,1
Cognor	niedoważaj	2019-03-05	1,94	1,88	-3,1%	5,0	8,5	3,8	4,7
Ergis	przeważaj	2019-02-27	2,75	3,00	+9,1%	7,3	10,8	5,6	6,2
Forte	równoważ	2018-10-31	40,60	28,80	-29,1%	-	13,2	58,1	9,0
Impexmetal	niedoważaj	2019-04-25	4,16	4,17	+0,2%	4,4	4,4	5,8	5,7
Kruszwica	równoważ	2019-04-02	43,90	47,50	+8,2%	12,7	11,9	6,6	6,1
Mangata	równoważ	2018-10-01	65,40	70,00	+7,0%	10,9	10,8	7,1	7,1
Pfleiderer Group	równoważ	2019-04-16	25,50	25,00	-2,0%	18,1	13,0	5,8	5,4
Pozbud	przeważaj	2018-09-04	3,57	2,33	-34,7%	2,7	2,9	2,9	1,6
Tarczyński	niedoważaj	2018-12-05	17,50	15,60	-10,9%	9,8	9,8	5,9	5,8
TIM	przeważaj	2018-12-05	7,48	7,82	+4,5%	11,1	10,6	7,2	6,8
Handel						11,6	11,0	7,2	6,3
Monnari	niedoważaj	2018-12-05	4,75	5,82	+22,5%	11,5	11,4	6,4	5,6
VRG	przeważaj	2019-03-28	4,29	4,00	-6,8%	11,7	10,5	7,9	7,1



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 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, Skarbiac Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE, PEKABEX.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: Centrum Nowoczesnych Technologii, Orbis, Polenergia, Prime Car Management.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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_l_rynek/analiza_l_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 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

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