

Redaktor wydania: Krystian Brymora

**KOMENTARZ PORANNY**

**Oczy zwrócone na G20**

Blue chipy zanotowały wczoraj 3 wzrostową sesję z rzędu i zyskały 1,7% (najlepiej radził sobie sektor bankowy). Tym samym WIG20 powrócił powyżej poziomu 2300 pkt., czyli do poziomów z początku października. Dostyc dobrze poradziły sobie również mniejsze podmioty – mWIG40 zyskał 0,7%, a sWIG80 ok. 0,1%. Warszawski parkiet wyróżnił się pozytywnie na tle reszty Europy, zwłaszcza w odniesieniu do dużych rynków (DAX pozostał bez zmian, FTSE stracił 0,2%). Za oceanem główne indeksy oddały część śródowych wzrostów (S&P500 -0,2%, DJIA -0,1%), w Azji Nikkei zyskał 0,4%. Tak jak pisaliśmy wczoraj dla obrazu najbliższych sesji kluczowe będą rozstrzygnięcia na linii USA-Chiny. Przywódcy obu państw mają się spotkać podczas rozpoczynającego się szczytu G20, jednak pojawiły się informacje, że w rozmowach prezydentów ma wziąć też udział doradca Donalda Trumpa, Peter Navarro, który opowiada się za ostrym kursem wobec Chin, a to z kolei może rodzić dodatkową niepewność co do rozstrzygnięć. Póki co poranne nastroje są mieszane – lekko zyskują kontrakty na DAX, nieznacznie tracą futures na amerykańskie indeksy.

Adrian Górniak

**SKRÓT INFORMACJI ZE SPÓŁEK**

- **Energetyka/PGE:** stać nas na energetykę jądrową; w '50 wciąż będą działać e. węglowe- min. Tchórzewski; w przyszłym roku decyzja o budowie nowej kopalni- min. Tobiszowski;
- **PGE/KGHM:** KGHM gotowy sprzedać 10% udziałów w PGE EJ1;
- **PPK:** pracodawcy ostrożnie podchodzą do PPK- GW;
- **ING:** awaria systemów informatycznych usunięta;
- **Libet:** Znaczący spadek EBITDA r/r w 3Q'18 [komentarz BDM];
- **ZPUE:** Słabsze wyniki r/r w 3Q'18 [tabela BDM];
- **PGO:** Minimalnie lepsza EBITDA r/r w 3Q'18 [tabela BDM];
- **Remak:** spółka opublikowała raport za 3Q'18 [tabela BDM];
- **BAH, Polnord:** wyniki 3Q'18 [tabela BDM];
- **Eko Export:** Wyniki za 3Q'18 [tabela BDM];
- **Kernel:** wyniki 3Q'18 [zaległa tabela BDM]; rosyjskie sankcje bez dużego wpływu na spółkę, nie ma ryzyka na Morzu Czarnym- CEO;
- **Maxcom:** EBITDA w 3Q'18 +40% r/r (+30% YTD), zarząd podtrzymuje prognozy na '18 [zaległa tabela BDM];
- **Ursus, Silvair, OncoArendi, Feerum, Ferrum, ATM Grupa, Enter Air, Indykpol, Baltona:** wyniki 3Q'18;

**WYKRES DNIA**

35% zyskały akcje Groclin po publikacji raportu za 3Q'18. Straty YTD wciąż są jednak bardzo dotkliwe.

**Groclin- daily**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Notowania: czwartek, 29 listopada 2018**

	Wartość	Zmiana	
		1D	YTD
WIG20	2 303,4	1,7%	-6,4%
WIG30	2 607,2	1,5%	-7,7%
mWIG40	3 943,7	0,7%	-18,6%
sWIG80	10 938,6	0,1%	-25,1%
WIG	58 412,9	1,4%	-8,4%
WIG Banki	7 679,9	1,8%	-9,5%
WIG Bud	1 935,8	1,2%	-31,3%
WIG Chemia	9 209,6	1,5%	-39,8%
WIG Dew	2 023,0	-0,4%	-8,0%
WIG Energia	2 607,0	-0,8%	-12,8%
WIG IT	2 081,1	0,8%	1,9%
WIG Media	4 521,7	0,6%	-5,6%
WIG Paliwa	7 974,0	2,3%	11,7%
WIG Spoż	3 557,7	0,1%	-1,9%
WIG Surowce	3 468,4	0,7%	-21,1%
WIG Telco	588,2	0,3%	-21,1%
DAX	11 298,2	0,0%	-12,5%
CAC40	5 006,3	0,5%	-5,8%
BUX	39 861,6	0,5%	1,2%
S&P500	2 737,8	-0,2%	2,4%
DJIA	25 338,8	-0,1%	2,5%
Nasdaq Comp	7 273,1	-0,2%	5,4%
Bovespa	89 709,6	0,5%	17,4%
Nikkei225	22 335,6	0,3%	-1,9%
S&P/ASX 200	5 667,2	-1,6%	-6,6%
Złoto	1 226,0	0,4%	-6,1%
Miedź	6 200,0	1,3%	-14,4%
Ropa WTI	51,5	2,3%	-10,9%
EUR/PLN	4,29	0,0%	2,6%
USD/PLN	3,77	-0,2%	8,2%
CHF/PLN	3,78	-0,4%	5,9%
EUR/USD	1,14	0,3%	-5,3%
USD/JPY	113,5	-0,2%	0,7%

**FW20**

	Wartość	Zmiana	
Kurs otwarcia	2 275	41	1,84%
Kurs zamknięcia	2 297	28	1,23%
Kurs min.	2 275	45	2,02%
Kurs max.	2 297	24	1,06%
Wolumen obrotu	16 420	-3 179	-16,22%
Otwarte pozycje	51 211	298	0,59%

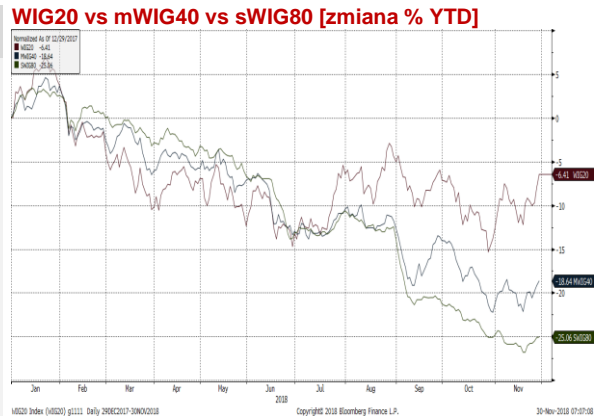
**Indeksy GPW**

Indeks	Open	Low	High	Close	1D	Obrót
WIG20	2 273,83	2 273,83	2 303,37	2 303,37	1,7%	761
WIG30	2 586,69	2 585,25	2 607,16	2 607,16	1,5%	900
mWIG40	3 935,79	10 910,70	10 961,84	3 943,70	0,7%	173
sWIG80	10 961,84	3 926,64	3 952,92	10 938,64	0,1%	18
WIG-PL	59 179,65	59 179,65	59 574,83	59 574,83	1,4%	956
WIG	58 007,08	57 957,89	58 412,94	58 412,94	1,4%	962

**WIG20**

	Close	MC	1D	YTD
Alior	53,80	7 024	5,3%	-32,3%
CCC	207,00	8 522	2,5%	-27,4%
CD Projekt	141,00	13 553	2,2%	45,4%
Cyfrowy P.	22,50	14 390	0,0%	-9,5%
Energia	9,02	3 735	-1,5%	-29,1%
Eurocash	17,00	2 366	0,0%	-35,8%
JSW	67,10	7 878	2,0%	-30,3%
KGHM	90,28	18 056	0,4%	-18,8%
Lotos	81,24	15 019	3,6%	40,8%
LPP	7 715,00	14 291	-1,1%	-13,4%
mBANK	423,40	17 925	3,2%	-8,9%
Orange	4,75	6 234	0,0%	-18,0%
Pekao	109,45	28 727	1,1%	-15,5%
PGE	11,37	21 259	-0,9%	-5,6%
PGNIG	6,33	36 577	0,5%	0,6%
PKN Orlen	112,85	48 267	2,7%	6,5%
PKOBP	41,70	52 125	2,1%	-5,9%
PZU	42,95	37 088	2,0%	1,9%
Santander Polska	367,00	37 466	4,2%	-7,4%
Tauron	2,18	3 821	-1,4%	-28,5%

mWIG40					WIG20 vs mWIG40 vs sWIG80 [zmiana % YTD]				
	Close	MC	1D	YTD	Close	MC	1D	YTD	
11 bit	264,00	604	-0,8%	33,3%	ING BSK	180,20	23 444	-2,2%	-12,4%
Amica	115,00	894	3,0%	-8,6%	Inter Cars	202,00	2 862	-0,5%	-34,8%
Amrest	36,55	8 025	0,7%	-10,9%	Kernel	52,80	4 326	0,2%	11,1%
Asseco PL	49,00	4 067	1,4%	11,4%	Kęty	337,50	3 222	0,3%	-17,6%
Azoty	32,10	3 184	3,2%	-53,9%	Kruk	173,00	3 267	0,6%	-33,8%
Benefit Sys.	780,00	2 230	4,0%	-33,3%	LC Corp	2,70	1 208	0,0%	-1,8%
Bogdanka	54,00	1 837	0,0%	-19,4%	Livechat	26,90	693	1,3%	-32,6%
Boryszew	4,72	1 133	0,4%	-48,8%	Mabion	83,80	1 150	0,0%	-25,7%
Budimex	119,80	3 059	4,2%	-43,5%	Millennium	9,31	11 294	-1,4%	4,1%
CI Games	0,80	121	1,3%	-22,3%	Netia	4,69	1 574	1,3%	-12,8%
Ciech	40,30	2 124	-0,4%	-29,9%	Orbis	90,00	4 147	2,5%	-2,7%
Comarch	161,50	1 314	1,3%	-15,0%	Pfleiderer	32,00	2 070	-2,9%	-5,2%
Dino	95,00	9 314	5,0%	20,6%	PKP Cargo	41,10	1 841	-1,6%	-25,4%
Enea	10,50	4 635	0,0%	-8,7%	PLAY	16,00	4 063	1,6%	-52,7%
Famur	5,58	3 207	1,5%	-10,0%	PlayWay	142,00	937	3,6%	118,5%
Forte	21,00	503	3,2%	-58,0%	Polimex	2,81	665	0,7%	-30,3%
GetinNoble	0,36	363	-5,3%	-77,8%	Sanok	29,00	780	1,0%	-36,6%
GPW	38,80	1 629	2,1%	-17,4%	Stalprodukt	326,00	1 819	0,3%	-35,4%
GTC	8,38	4 052	-0,6%	-14,5%	Wawel	834,00	1 251	-0,2%	-19,1%
Handlowy	71,20	9 303	2,0%	-13,0%	WP.PL	50,00	1 447	0,0%	3,1%



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski BDM S.A.

### FW20



KRS1 Index (WSE WIG20 Index Future) graph 1550 Daily 30MAY2018-30NOV2018

Copyright © 2018 Bloomberg Finance L.P.

30-Nov-2018 07:07:39

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski BDM S.A.

### WIG20



WIG20 Index (WIG20) G1598 Daily 30MAY2018-30NOV2018

Copyright © 2018 Bloomberg Finance L.P.

30-Nov-2018 07:07:55

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski BDM S.A.

INFORMACJE ZE SPÓLEK

Energetyka

Oceniamy, że stać nas na rozpoczęcie budowy energetyki jądrowej- minister Tchórzewski "Energetykę jądrową wprowadziliśmy do naszych planów, bo zauważamy, że sobie z tym damy radę, (...) że stać nas na rozpoczęcie budowy elektrowni jądrowej".

W 2050 r. w Polsce będą ciągle działać elektrownie węglowe - minister Tchórzewski o projekcie Polityki Energetycznej Polski. Tchórzewski oświadczył, że jest on kompromisem między oczekiwaniem redukcji emisji ze strony KE, zabezpieczeniem aspiracji społecznych oraz ewolucyjnym podejściem, np. poprzez powolne zmniejszanie roli energetyki węglowej. Jak mówił w czwartek dziennikarzom Tchórzewski, w polityce energetycznej najważniejsza jest zgoda społeczna, którą - jak ocenił - udaje się utrzymać.

Minister energii oświadczył też, że biorąc pod uwagę podejście społeczne, energetyka na morzu jest znacznie bardziej korzystna od lądowej.

Odnosząc się do zaprezentowanego w środę projektu strategii niskoemisyjnej UE do 2050 r. Tchórzewski stwierdził, że nie wyobraża sobie, by w 2050 r. w Polsce nie było już działających elektrowni węglowych. Wiceminister energii Grzegorz Tobiszowski dodał, że prawdopodobnie w przyszłym roku zapadnie decyzja o budowie nowej kopalni węgla kamiennego, ale żadnych szczegółów nie chciał zdradzić.

Projekt ustawy ws. wsparcia dla morskich farm wiatrowych trafi do uzgodnień międzyresortowych na początku 2019 roku- minister Tobiszowski.

KGHM

KGHM wyraził wstępne zainteresowanie sprzedażą udziałów w spółce PGE EJ1, odpowiedzialnej za budowę pierwszej polskiej elektrowni jądrowej.. KGHM posiada 10 % udziałów w PGE EJ1. "Zarząd KGHM Polska Miedź S.A. informuje, że w związku z wyrażonym przez PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. wstępnym zainteresowaniem nabyciem wszystkich udziałów w PGE EJ1 sp. z o.o., wyraził wstępne zainteresowanie sprzedażą udziałów w PGE EJ1 sp. z o.o., których właścicielem jest spółka".

ING

W czwartek po południu miała miejsce awaria systemu informatycznego banku. Bank informuje, że udało się usunąć awarię.

Work Service

Work Service spodziewa się, że negocjacje w kwestii całkowitej restrukturyzacji lub refinansowania obligacji zakończą się w terminie do 14 grudnia 2018.. Work Service podał też, że do spółki wpłynęły żądania wcześniejszego wykupu obligacji serii Y złożonych przez osoby fizyczne w łącznej liczbie o wartości 6 mln PLN.

Brak quorum podczas zebrania obligatariuszy serii Y, T, W

Kruk

Kruk podpisał aneks do umowy kredytowej z mBankiem, który zwiększa kwotę dostępnego finansowania o 40 mln zł do 140 mln zł łącznie, poinformowała spółka. Obecna umowa z bankiem obowiązuje do 2023 roku.

Libet

Spółka opublikowała wyniki za 3Q'18

Libet – wyniki 3Q'18 [mln PLN]

	3Q'17	3Q'18	zmiana r/r	3Q'18P BDM	odchyl	1-3Q'17	1-3Q'18	zmiana r/r
Przychody	93,7	58,2	-38,0%	75,0	-22,4%	222,9	138,2	-38,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	14,8	9,8	-33,8%	14,3	-31,3%	32,0	27,3	-14,5%
Zysk na sprzedaży	2,1	-0,5	-	3,4	-	-4,2	-0,9	-
EBITDA	10,1	2,1	-79,2%	7,1	-70,5%	18,1	12,6	-30,6%
EBIT	2,8	-0,4	-	3,4	-	-2,7	4,2	-
Zysk (strata) brutto	1,3	-2,9	-	1,5	-	-7,2	-2,3	-
Zysk (strata) netto	2,0	-2,5	-	1,2	-	-5,8	-2,2	-62,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,8%	16,8%	-	19,0%	-	14,3%	19,8%	-
Marża EBITDA	10,8%	3,6%	-	9,5%	-	8,1%	9,1%	-
Marża EBIT	3,0%	-0,7%	-	4,6%	-	-1,2%	3,0%	-
Marża zysku netto	2,1%	-4,2%	-	1,6%	-	-2,6%	-1,6%	-

Źródło: DM BDM S.A., spółka

BDM: Wyniki dużo słabsze r/r (spółka skorygowała także dane porównawcze).

- Spadek sprzedaży o 38% r/r
- Marża brutto ze sprzedaży niższa niż w 1H'18.
- Wynik EBITDA w 3Q'18 na poziomie 2,1 mln PLN (vs 10,1 mln PLN rok wcześniej).
- CF operacyjny po 1-3Q'18: +9,4 mln PLN.
- Niższe przychody r/r po 1-3q'18 spółka tłumaczy późno rozpoczętym sezonem produkcyjnym oraz problemami z dostępem do surowców i siły roboczej.
- Zarząd prowadzi rozmowy z bankami w celu „ustabilizowania sytuacji kredytowej”.

ZPUE

Spółka opublikowała wyniki za 3Q'18

ZPUE – wyniki 3Q'18 [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>111,6</b>	<b>151,8</b>	<b>155,6</b>	<b>166,2</b>	<b>93,6</b>	<b>129,2</b>	<b>146,4</b>	<b>199,4</b>	<b>126,8</b>	<b>165,3</b>	<b>160,5</b>
Zysk brutto ze sprzedaży [mln PLN]	19,6	32,8	31,5	30,4	12,4	21,1	28,3	40,7	24,2	28,5	26,9
Zysk na sprzedaży	1,0	11,9	10,3	2,7	-8,3	-2,0	5,5	8,5	0,7	1,9	0,1
<b>EBITDA [mln PLN]</b>	<b>7,0</b>	<b>17,2</b>	<b>16,7</b>	<b>1,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>3,3</b>	<b>7,5</b>	<b>13,3</b>	<b>5,6</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>
EBIT [mln PLN]	2,2	12,6	12,2	-3,3	-9,1	-1,4	2,7	8,5	0,9	-1,2	0,1
Zysk brutto [mln PLN]	2,5	11,5	11,8	-2,9	-9,8	-1,5	2,2	2,9	0,3	-8,0	-0,9
<b>Zysk netto [mln PLN]</b>	<b>1,8</b>	<b>8,8</b>	<b>9,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>-9,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>5,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-7,1</b>	<b>-1,2</b>
Marża brutto ze sprzedaży	17,6%	21,6%	20,3%	18,3%	13,3%	16,3%	19,4%	20,4%	19,1%	17,2%	16,8%
Marża EBITDA	6,2%	11,3%	10,7%	1,1%	-4,7%	2,6%	5,2%	6,7%	4,5%	2,1%	3,1%
Marża netto	1,6%	5,8%	6,0%	-1,2%	-10,5%	-1,5%	1,8%	2,6%	-0,1%	-4,3%	-0,8%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

PGO

Spółka opublikowała wyniki za 3Q'18

PGO – wyniki 3Q'18 [mln PLN]

	1Q 2016	2Q 2016	3Q 2016	4Q 2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	4Q 2017	1Q 2018	2Q 2018	3Q 2018
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>82,7</b>	<b>77,9</b>	<b>70,6</b>	<b>67,6</b>	<b>87,8</b>	<b>86,4</b>	<b>91,2</b>	<b>95,2</b>	<b>109,1</b>	<b>109,8</b>	<b>97,3</b>
Odlewy	60,3	56,8	44,9	47,8	67,6	62,8	65,2	69,6	81,1	81,1	69,1
Odkuwki	18,5	16,6	18,2	15,8	16,7	16,3	23,8	21,2	24,4	25,2	22,0
Pozostałe	3,9	4,6	7,6	4,0	3,5	7,3	2,3	4,4	3,6	3,4	6,2
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>20,6</b>	<b>17,2</b>	<b>13,4</b>	<b>13,5</b>	<b>13,9</b>	<b>15,3</b>	<b>20,5</b>	<b>18,9</b>	<b>27,2</b>	<b>25,5</b>	<b>21,0</b>
Odlewy	16,3	13,2	10,1	10,4	10,5	12,3	15,1	12,1	19,8	18,5	13,8
Odkuwki	3,7	3,1	4,0	2,9	2,9	1,8	5,4	5,0	6,7	6,1	5,0
Pozostałe	0,6	0,9	-0,7	0,2	0,6	1,2	0,0	1,9	0,7	0,9	2,2
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>11,6</b>	<b>7,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>8,9</b>	<b>6,2</b>	<b>14,9</b>	<b>11,9</b>	<b>9,1</b>
Saldo PPO/PKO	-2,9	-0,8	0,4	-1,2	-0,2	-0,3	-1,2	-7,6	0,1	-1,2	-0,6
<b>EBITDA</b>	<b>12,7</b>	<b>10,5</b>	<b>9,9</b>	<b>9,2</b>	<b>6,7</b>	<b>7,4</b>	<b>12,9</b>	<b>3,4</b>	<b>19,5</b>	<b>15,2</b>	<b>13,1</b>
EBIT	8,7	6,5	5,4	4,7	1,4	2,1	7,7	-1,4	14,9	10,7	8,5
Zysk (strata) brutto	7,7	5,6	5,5	4,9	1,8	3,3	4,2	-1,0	14,3	8,9	9,2
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>6,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>10,9</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>
Marża brutto ze sprzedaży	24,9%	22,0%	18,9%	20,0%	15,9%	17,7%	22,5%	19,9%	24,9%	23,3%	21,6%
Odlewy	27,0%	23,2%	22,4%	21,8%	15,5%	19,6%	23,1%	17,3%	24,4%	22,8%	19,9%
Odkuwki	20,1%	18,4%	21,8%	18,1%	17,3%	11,0%	22,7%	23,5%	27,6%	24,2%	23,0%
Pozostałe	14,9%	20,6%	-8,9%	6,1%	15,7%	16,6%	0,6%	43,1%	18,7%	26,4%	35,4%
Marża EBITDA	15,4%	13,5%	14,0%	13,6%	7,7%	8,5%	14,1%	3,5%	17,9%	13,9%	13,5%
Marża EBIT	10,5%	8,3%	7,7%	7,0%	1,6%	2,4%	8,5%	-1,4%	13,7%	9,8%	8,7%
Marża zysku netto	7,7%	5,9%	6,7%	7,2%	1,8%	3,2%	1,3%	1,4%	10,0%	6,5%	8,0%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Polnord

Spółka opublikowała wyniki 3Q'18. Przychody zmniejszyły się do 42,1 mln PLN, przy jednoczesnym obniżeniu marży brutto do 20,0%. Strata EBITDA wyniosła 1,6 mln PLN, a strata netto 12,9 mln PLN.

Polnord – wyniki 3Q'18 [mln PLN]

	3Q'17	3Q'18	zmiana r/r	3Q'18P BDM	odchylenie
Przychody	50,5	42,1	-16,7%	26,9	56,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	11,8	8,4	-28,9%	5,0	66,8%
EBITDA	0,1	-1,6	-	-4,7	-
EBIT	-0,3	-1,9	-	-4,8	-
JV	-0,4	-0,5	-	2,0	-
Wynik brutto	2,9	-4,8	-	-5,6	-
Wynik netto	3,6	-12,9	-	-4,1	-
marża brutto ze sprzedaży	23,4%	20,0%	-	18,7%	-
marża EBITDA	0,1%	-	-	-	-
marża EBIT	-	-	-	-	-
marża netto	7,2%	-	-	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Maxcom**

W czwartek przed sesją spółka opublikowała raport za 3Q'18- zaległa tabela.

Zarząd podtrzymał prognozy wybranych danych finansowych na 2018 rok z maja'18.

**Wybrane dane finansowe [MPLN]**

	3Q'17	3Q'18	zmiana r/r	1-3Q'17	1-3Q'18	zmiana r/r	2 017	2018P*	zmiana r/r
Przychody	26,3	31,6	20%	74,8	77,7	4%	112,0	156,0	39%
Wynik brutto	6,9	9,8	43%	20,1	25,1	25%	30,4		
EBITDA	2,8	3,9	41%	6,7	8,7	29%	12,0	15,7	31%
EBIT	2,7	3,8	41%	6,4	8,3	29%	11,6		
netto	2,1	2,7	28%	5,7	6,9	21%	9,2	12,5	37%
CFO	5,5	-1,2		-1,0	-8,9		4,3		
DN	-12,9	-3,0		-12,9	-3,0		-18,2		
Marża brutto	26,2%	31,1%		26,9%	32,3%		27,2%		
Marża EBITDA	10,6%	12,5%		9,0%	11,2%		10,7%	10,1%	
Marża netto	8,0%	8,6%		7,7%	8,9%		8,2%	8,0%	
MC		45,5							
P/E 12m		4,4							
EV/EBITDA 12m		3,0							

Źródło: BDM, spółka. \*prognozy'18 z RB 17.05.2018

**Kernel**

W czwartek przed sesją spółka opublikowała raport za 1Q'18/19 (kalendarzowy 3Q'18)- zaległa tabela

**Wybrane dane finansowe [MUSD] i operacyjne**

kalendrzowy	IIIQ'16	IVQ'16	IQ'17	IIQ'17	IIIQ'17	IVQ'17	IQ'18	IIQ'18	IIIQ'18	r/r
obrotowy	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q12019	r/r
Przychody	384,1	659,3	615,0	510,6	536,1	536,1	541,4	789,4	1 140,3	>2x
Olej słonecznikowy	175,6	368,6	338,0	326,0	369,9	304,2	293,9	426,0	356,9	-3,5%
luzem	152,2	331,4	300,1	283,8	334,3	274,3	264,8	390,6	324,3	-3,0%
butelkowany	23,3	37,2	37,9	42,2	35,6	29,9	29,2	35,4	32,6	-8,3%
Zboże	222,6	325,1	296,0	199,2	173,2	271,9	259,5	371,4	879,1	>5x
handel	199,7	277,1	268,0	178,6	149,2	213,9	235,5	352,4	855,4	>5x
usługi terminal	12,4	16,0	15,0	15,4	11,4	14,0	13,0	14,6	10,5	-7,9%
usługi silos	10,5	32,0	13,0	5,2	12,6	44,0	11,0	4,4	13,2	4,8%
Rolnictwo	41,9	146,0	141,0	52,4	68,3	272,0	125,0	4,7	113,4	66,0%
Cukier i niekontynuowana										
inne, wyłączenia	-56,0	-180,4	-160,0	-67,0	-75,2	-312,1	-137,0	-12,7	-209,1	
Zysk brutto ze sprzedaży	94,7	157,1	125,0	66,5	66,0	95,8	58,1	94,1	150,5	>2x
EBITDA	72,0	129,8	80,8	36,7	46,1	77,0	73,1	26,3	100,6	>2x
Olej słonecznikowy	12,6	34,8	30,5	21,9	21,0	20,6	16,9	18,2	16,1	-23,3%
luzem	10,6	29,6	26,1	16,9	16,8	17,5	13,6	15,4	13,9	-17,3%
butelkowany	2,0	5,2	4,4	5,0	4,2	3,1	3,3	2,8	2,2	-47,6%
Zboże	21,9	47,5	26,5	14,4	18,3	48,3	50,1	-15,9	38,4	>2x
handel	4,3	11,0	5,3	2,1	1,5	8,3	34,6	-26,9	24,2	>16x
usługi terminal	10,5	13,5	12,5	11,1	8,6	10,2	9,3	11,0	8,3	-3,5%
usługi silos	7,1	23,0	8,7	1,2	8,2	29,8	6,2	0,0	5,9	-28,0%
Rolnictwo	13,5	54,5	34,0	41,8	13,7	18,4	17,3	39,3	52,8	>3x
Cukier i niekontynuowana	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
inne, wyłączenia	24,0	-7,0	-10,2	-41,4	-6,9	-10,3	-11,2	-15,3	-6,7	
EBIT	58,5	116,1	67,3	23,2	24,8	55,9	52,6	6,3	82,1	>3x
Wynik netto	64,3	97,0	33,4	-16,0	22,8	72,4	-26,2	-16,9	75,5	>3x
Marża EBITDA	18,7%	19,7%	13,1%	7,2%	8,6%	14,4%	13,5%	3,3%	8,8%	
Olej słonecznikowy	7,2%	9,4%	9,0%	6,7%	5,7%	6,8%	5,7%	4,3%	4,5%	
Zboże	9,8%	14,6%	9,0%	7,2%	10,6%	17,8%	19,3%	-4,3%	4,4%	
Rolnictwo	32,2%	37,3%	24,1%	79,8%	20,1%	6,8%	13,8%	836,2%	46,6%	
Cukier i niekontynuowana										
inne, wyłączenia										
Dług netto	322,1	521,0	436,9	474,5	460,6	647,2	787,8	622,1	686,1	49,0%
/EBITDA	0,9	1,5	1,3	1,5	1,6	2,7	3,4	2,8	2,5	
BV	1 030,2	1 092,0	1 133,1	1 157,6	1 156,0	1 138,6	1 174,2	1 170,7	1 186,1	2,6%
P/E 12m	4,0	4,5	5,8	6,4	8,4	10,2	21,7	22,1	11,0	
EV/EBITDA 12m	3,5	3,0	2,5	5,1	5,5	7,5	8,3	8,0	6,6	
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

Źródło: BDM, spółka.

Kernel Holding nie przewiduje dużego wpływu rosyjskich sankcji na działalność grupy - prezes Andrey Verevskiy. "Obecnie nie widzimy dużego wpływu sankcji (na działalność spółki - PAP), nie prowadzimy znacznej

działalności w Rosji. (...) Sankcje nie będą miały znaczącego wpływu na efekty naszej działalności". Dodadł, że Kernel nie ma obecnie zaciągniętych kredytów w rosyjskich bankach.

Na początku listopada Rosja wprowadziła sankcje wobec 322 obywateli Ukrainy oraz wobec 68 ukraińskich podmiotów prawnych. Restrykcje przewidują blokowanie aktywów na terytorium Rosji i zakaz wywozu kapitału z Rosji na Ukrainę. Kernel, który ma jeden terminal zbożowy w porcie Taman w Rosji, znalazł się na liście firm objętych sankcjami. Kernel ma również terminal zbożowy w pobliżu Odessy nad Morzem Czarnym.

"Dzisiaj nie mamy żadnego ryzyka związanego z Morzem Czarnym. (...) Ostatnie zdarzenia raczej oceniamy w kategoriach wypadku, a nie eskalacji konfliktu między państwami i mam nadzieję, że tak zostanie. Może pewni politycy będą chcieli przenieść to na inny poziom, ale mam nadzieję, że tak się nie stanie i sytuacja się uspokoi i pozostanie to w kategoriach wypadku" - powiedział Verevskiy.

#### Feerum

W 1-3Q'18 Feerum odnotowało 7,82 mln PLN skonsolidowanego zysku wobec 6,08 mln PLN zysku rok wcześniej. Zysk operacyjny wyniósł 6,37 mln PLN wobec 7,32 mln PLN zysku rok wcześniej. Skonsolidowane przychody ze sprzedaży sięgnęły 100,66 mln PLN wobec 67,52 mln PLN rok wcześniej.

Portfel zamówień Feerum ma obecnie wartość ok. 351,9 mln PLN, z terminem realizacji w latach 2018-2020.

Feerum: osiągamy skalę, na którą długo pracowaliśmy. Prezes zaznacza, że Feerum ma potencjał, by realizować duże umowy zagraniczne. Do zdobywania zleceń potrzebne jest zaangażowanie instytucji finansowych – a to się poprawia- Parkiet

#### Ferrum

W 3Q'18 Ferrum miało 2,9 mln PLN straty netto vs 9,3 mln PLN straty rok temu. Strata EBIT wyniosła 0,7 mln PLN (-6,53 mln PLN przed rokiem) przy przychodach 89,6 mln PLN (71,0 mln PLN).

#### OncoArendi

W 1-3Q'18 OncoArendi Therapeutics odnotowało 2,64 mln PLN skonsolidowanej straty netto wobec 0,82 mln PLN straty rok wcześniej. Strata operacyjna wyniosła 3,1 mln PLN wobec 0,96 mln PLN straty rok wcześniej. Skonsolidowane przychody z działalności operacyjnej (ze sprzedaży, dotacji oraz pozostałe przychody operacyjne) sięgnęły 1,08 mln PLN wobec 1,06 mln PLN rok wcześniej.

#### Enter Air

W 3Q'18 spółka miała 63,2 mln PLN zysku netto vs 42,1 mln PLN przed rokiem, 78,4 mln PLN EBIT vs 54,3 mln PLN przed rokiem przy 573,2 mln PLN przychodów (409 mln PLN przed rokiem).

#### BAH

Spółka opublikowała wyniki 3Q'18. Przychody wzrosły do 237,1 mln PLN, EBITDA wyniosła 14,2 mln PLN (-22% r/r), z kolei wynik netto obniżył się do 8,8 mln PLN.

##### BAH – wyniki 3Q'18 [mln PLN]

	3Q'17	3Q'18	zmiana r/r	3Q'18P BDM	odchylenie	3Q'18kons. PAP	odchylenie
Przychody ze sprzedaży	183,9	237,1	29,0%	230,1	3,1%	234,1	1,3%
EBITDA	18,3	14,2	-22,4%	18,8	-24,1%	18,1	-21,4%
EBIT	18,4	13,7	-25,5%	18,4	-25,4%	17,7	-22,6%
Wynik brutto	17,6	11,7	-33,7%	14,4	-18,7%	-	-
Wynik netto	15,4	8,8	-43,3%	11,7	-24,8%	12,6	-30,5%
marża EBITDA	10,0%	6,0%		8,2%		7,7%	
marża EBIT	10,0%	5,8%		8,0%		7,6%	
marża netto	8,4%	3,7%		5,1%		5,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Handel

Nowelizacja ustawy o zakazie handlu w niedziele i święta ma spowodować, że sklepy nie będą mogły pracować, udając placówki pocztowe. Takie zmiany w przepisach przyjęła w pierwszym czytaniu w czwartek sejmowa komisja polityki społecznej i rodziny.

Druga z poprawek ma pozwolić na sprzedaż w dni wolne od handlu nie tylko właścicielowi, ale także jego rodzinie.

#### Braster

Braster pracuje nad pozyskaniem kapitału i planuje na styczeń zwołanie kolejnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy, które będzie decydować o emisji akcji serii K bez prawa poboru- prezes Marcin Halicki. "Pracujemy nad pozyskaniem kapitału. W sierpniu informowaliśmy, że mamy plan pozyskania 50 mln PLN i to się nie zmienia. Tak naprawdę szukamy inwestorów zagranicznych. Na świecie długoletni rozwój projektów nie dziwi - a my jesteśmy świeżą, interesującą spółką. Mamy małe szanse, byśmy znaleźli inwestorów w Polsce" –

W ubiegły piątek akcjonariusze Brastera - w związku z brakiem wymaganego kworum - nie głosowali za podwyższeniem kapitału w drodze emisji akcji serii K z wyłączeniem prawa poboru.

PPK, GPW

Pracodawcy ostrożnie podchodzą do pracowniczych planów kapitałowych. Wielu z nich uderzą mocno po kieszeni. Dlatego nie zamierzają wpłacać więcej, niż wynosi ich obowiązkowa minimalna wpłata- Gazeta Wyborcza

Silvair

Spółka opublikowała raport za 3Q'18

Śródroczny skonsolidowany rachunek zysków i strat	nr noty	3 kwartał 01.07.2018 - 30.09.2018	9 miesięcy 01.01.2018 - 30.09.2018	rok 01.01.2017 - 31.12.2017	3 kwartał 01.07.2017 - 30.09.2017	9 miesięcy 01.01.2017 - 30.09.2017
A. Przychody	22	1	2	37	6	34
E. Wynik operacyjny		-798	-2 609	-2 327	-464	-1 448
I. Przychody finansowe		0	0	5	0	5
II. Koszty finansowe		-127	52	152	106	170
F. Wynik przed opodatkowaniem	29	-671	-2 662	-2 474	-570	-1 613
I. Podatek dochodowy		129	396	-529	32	-607
a) bieżący		12	14	4	0	4
b) odroczone		141	410	-525	32	-603
G. Zysk/(strata) netto za okres		-542	-2 266	-3 003	-538	-2 220
zysk/(strata) przypadający/(a) na:						
akcjonariuszy jednostki dominującej		-535	-2 256	-3 003	-538	-2 220
udziały niekontrolujące		-7	-10	0	0	0

Źródło: raport 3Q'18

Ursus

Spółka opublikowała raport za 3Q'18

	Nota	01.01.2018- 30.09.2018 niebadane	01.01.2017- 30.09.2017 niebadane	01.07.2018- 30.09.2018 niebadane	01.07.2017- 30.09.2017 niebadane
<b>Działalność kontynuowana</b>					
Przychody ze sprzedaży produktów	2.10.1	97 853	157 086	54 491	64 483
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	2.10.1	44 553	74 298	12 752	25 815
<b>Przychody ze sprzedaży</b>		<b>142 406</b>	<b>231 384</b>	<b>67 243</b>	<b>90 298</b>
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	2.10.2	(109 784)	(120 159)	(68 090)	(45 454)
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	2.10.2	(38 032)	(60 968)	(9 732)	(21 642)
<b>Koszt własny sprzedaży</b>		<b>(147 816)</b>	<b>(181 127)</b>	<b>(77 822)</b>	<b>(67 096)</b>
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>		<b>(5 410)</b>	<b>50 257</b>	<b>(10 579)</b>	<b>23 202</b>
<b>Zysk (strata) brutto</b>		<b>(54 826)</b>	<b>3 374</b>	<b>(26 840)</b>	<b>4 925</b>
Podatek dochodowy	2.15	3 521	(326)	(278)	24
<b>Zysk (strata) netto z działalności kontynuowanej</b>		<b>(51 305)</b>	<b>3 048</b>	<b>(27 118)</b>	<b>4 949</b>
<b>Zysk / (strata) netto za okres</b>		<b>(51 305)</b>	<b>3 048</b>	<b>(27 118)</b>	<b>4 949</b>
<b>Inne całkowite dochody:</b>					
Wycena instrumentów finansowych (polityka zabezpieczeń)		-	3 916	-	-
<b>Inne całkowite dochody netto</b>		<b>-</b>	<b>3 916</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>CAŁKOWITY DOCHÓD ZA OKRES</b>		<b>(51 305)</b>	<b>6 964</b>	<b>(27 118)</b>	<b>4 949</b>
<b>Zysk ogółem przypadający na</b>					
- udziały nie dające kontroli		(4 662)	(249)	(3 111)	1 207
- akcjonariuszy jednostki dominującej		(46 643)	3 297	(24 007)	3 742
<b>Całkowity dochód przypadający na</b>					
- udziały nie dające kontroli		(4 662)	(249)	(3 111)	1 207
- akcjonariuszy jednostki dominującej		(46 643)	7 213	(24 007)	3 742

Ursus gotowy do sprzedaży fabryk lub całego biznesu ciągników. Widzi szansę w autobusach elektrycznych-prasa

Indykpol

Spółka opublikowała raport za 3Q'18

	Nota	01.07.2018 - 30.09.2018	01.01.2018 - 30.09.2018	01.07.2017 - 30.09.2017	01.01.2017 - 30.09.2017
<b>Działalność kontynuowana</b>					
Przychody ze sprzedaży produktów	18.1	204 057	626 346	302 570	908 905
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	18.1	7 510	23 183	19 775	42 778
		-			
<b>Przychody ze sprzedaży</b>		<b>211 566</b>	<b>649 530</b>	<b>322 345</b>	<b>951 683</b>
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>		<b>101</b>	<b>103 665</b>	<b>4 759</b>	<b>11 421</b>
Koszty finansowe netto	18.5	862	(288)	(991)	(3 485)
<b>Zysk (strata) brutto</b>		<b>983</b>	<b>103 377</b>	<b>3 768</b>	<b>7 936</b>
Podatek dochodowy	25	70	20 116	465	888
<b>Zysk (strata) netto z działalności kontynuowanej</b>		<b>913</b>	<b>83 261</b>	<b>3 303</b>	<b>7048</b>
<b>Działalność zaniechana</b>		<b>(107)</b>	<b>(676)</b>		
<b>Zysk / (strata) netto za okres</b>		<b>806</b>	<b>82 585</b>	<b>3 303</b>	<b>7 048</b>
<b>Inne całkowite dochody netto</b>		<b>1 014</b>	<b>488</b>	<b>(780)</b>	<b>460</b>
Zabezpieczenia przepływów pieniężnych		1 014	488		
<b>CAŁKOWITY DOCHÓD ZA ROK OBROTOWY</b>		<b>7 509</b>	<b>2 523</b>	<b>2 523</b>	<b>7 508</b>

Zysk ogółem przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

	806	82 585	3 304	7 048
--	-----	--------	-------	-------

Źródło: raport 3Q'18

Baltona

Spółka opublikowała raport za 3Q'18

	Nota	01.07.2018- 30.09.2018 (niebadane)	01.07.2017- 30.09.2017 (niebadane)	01.01.2018- 30.09.2018 (niebadane)	01.01.2017- 30.09.2017 (niebadane)
Przychody ze sprzedaży	5	158 595	90 477	361 692	280 573
Pozostałe przychody	7	438	87	565	1 035
<b>Razem przychody z działalności operacyjnej</b>		<b>159 033</b>	<b>90 564</b>	<b>362 257</b>	<b>281 608</b>
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>		<b>4 685</b>	<b>3 366</b>	<b>2 445</b>	<b>2 506</b>
Przychody finansowe		157	(135)	336	738
Koszty finansowe		(1 184)	(509)	(2 122)	(1 197)
<b>Koszty finansowe netto</b>	8	<b>(1 027)</b>	<b>(644)</b>	<b>(1 786)</b>	<b>(459)</b>
<b>Wynik na sprzedaży udziałów jednostek podporządkowanych</b>		<b>2 316</b>	<b>-</b>	<b>2 316</b>	<b>-</b>
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>		<b>5 974</b>	<b>2 722</b>	<b>2 975</b>	<b>2 047</b>
Podatek dochodowy	9	(848)	(264)	(1 312)	(302)
<b>Zysk netto za okres sprawozdawczy</b>		<b>5 126</b>	<b>2 458</b>	<b>1 663</b>	<b>1 745</b>
<b>Inne całkowite dochody</b>					
<b>Pozycje, które mogą być przeniesione do rachunku zysków i strat</b>					
Różnice kursowe z przeliczenia jednostek działających za granicą		(251)	(165)	(94)	(365)
<b>Inne całkowite dochody netto za okres sprawozdawczy</b>		<b>(251)</b>	<b>(165)</b>	<b>(94)</b>	<b>(365)</b>
<b>Całkowite dochody ogółem za okres sprawozdawczy</b>		<b>4 875</b>	<b>2 293</b>	<b>1 569</b>	<b>1 380</b>
<b>Zysk / (Strata) przypadająca na:</b>					
Właścicieli Jednostki Dominującej		3 919	2 370	1 186	2 099
Udziały niekontrolujące		1 207	88	477	(354)

Źródło: raport 3Q'18

ATM Grupa

Spółka opublikowała raport za 3Q'18

	od 01.07.2018 r. do 30.09.2018 r.	od 01.01.2018 r. do 30.09.2018 r.	od 01.07.2017 r. do 30.09.2017 r.	od 01.01.2017 r. do 30.09.2017 r.
			<i>przekształcone</i>	<i>przekształcone</i>
<b>Przychody ze sprzedaży i dochody z dotacji</b>				
Przychody ze sprzedaży usług	49.062	152.353	84.465	174.509
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	1	1	12	96
Dochód z dotacji	141	429	222	457
	<b>49.204</b>	<b>152.783</b>	<b>84.699</b>	<b>175.062</b>
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>6.631</b>	<b>17.009</b>	<b>17.692</b>	<b>26.669</b>
Przychody finansowe	122	484	182	564
Koszty finansowe	(318)	(987)	(193)	(1.058)
Udział w inwestycjach rozliczanych metodą praw własności	(610)	13.121	(237)	(48)
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>5.825</b>	<b>29.627</b>	<b>17.444</b>	<b>26.127</b>
Podatek dochodowy	(1.160)	(3.286)	(3.204)	(4.932)
<b>Zysk netto roku obrotowego</b>	<b>4.665</b>	<b>26.359</b>	<b>14.140</b>	<b>21.194</b>
Pozostałe dochody całkowite	-	-	-	-
<b>Dochody całkowite razem</b>	<b>4.665</b>	<b>26.359</b>	<b>14.140</b>	<b>21.194</b>
<b>z tego:</b>				
- przypadające na akcjonariuszy jednostki dominującej	4.797	26.536	13.886	20.925
- przypadające na udziały niekontrolujące	(132)	(177)	254	269
<b>Zysk netto roku obrotowego</b>	<b>4.665</b>	<b>26.359</b>	<b>14.140</b>	<b>21.194</b>
<b>z tego:</b>				
- przypadające na akcjonariuszy jednostki dominującej	4.797	26.536	13.886	20.925
- przypadające na udziały niekontrolujące	(132)	(177)	254	269

Źródło: raport 3Q'18



**Remak**

Spółka opublikowała raport za 3Q'18

**Wybrane dane finansowe [MPLN]**

	3Q'17	3Q'18	zmiana r/r
Przychody	43,0	57,6	34,0%
Zysk brutto	4,7	5,8	25,2%
EBITDA	3,8	4,2	10,3%
EBIT	3,2	1,7	-45,6%
Zysk netto	2,2	1,6	-30,0%
Marża brutto	11%	10%	
Marża EBITDA	9%	7%	
Marża netto	5%	3%	
Kapitał własny	14,9	24,1	
CFO	-14,9	5,2	
Dług netto	16,7	-11,6	

P/E 12m	2,8
EV/EBITDA 12m	0,8
EV/EBITDA skoryg 12m*	3,5

Źródło: BDM, spółka. \*- po uwzględnieniu 44,2 MPLN za ZCP Energomontaż Wrocław (1 rata na koniec '18)

**Groclin**

Priorytetem Groclinu obniżka zadłużenia. Zarząd liczy się z przejściowym spadkiem przychodów, co będzie efektem ograniczania nisko rentownych kontraktów- Prakiet

**Eko Export**

Spółka opublikowała wyniki za 3Q'18

**Eko Export – wyniki 3Q'18 [mln PLN]**

	3Q'17	3Q'18	zmiana r/r	1-3Q'17	1-3Q'18	zmiana r/r
Przychody	7,5	8,2	8,6%	18,8	24,6	30,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	2,0	2,7	34,2%	6,0	7,2	19,3%
EBIT	-0,1	0,4	-	0,9	1,1	16,0%
Zysk (strata) brutto	0,1	-0,4	-	2,5	1,5	-37,3%
Zysk (strata) netto	-0,2	-0,3	-	1,7	0,9	-47,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	26,6%	32,9%		31,9%	29,1%	
Marża EBIT	-0,7%	4,9%		5,0%	4,4%	
Marża zysku netto	-2,1%	-3,6%		9,2%	3,7%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka

**TXM, Redan**

TXM pracuje nad optymalizacją sieci sprzedaży, planuje zamknięcie 20 najbardziej nierentownych sklepów - Bogusz Kruszyński, p.o. prezesa TXM i prezes Redanu. TXM chce też poprawić rotację towarów i kontynuować cięcie kosztów. "66 sklepów Textilmarket przynosi straty licząc ostatnie 12 miesięcy w wysokości łącznie 4 mln PLN. To są najnowsze sklepy, o powierzchni średnio ok. 350 m kw., często w małych galeriach, z relatywnie wyższymi czynszami i niższą sprzedażą z metra. (...) Będziemy eliminować te sklepy, które się da, bo często umowy są dość twarde. Dla części będziemy szukać alternatywnych najemców" –

TXM planuje dalsze zmniejszanie kosztów sieci handlowej oraz centrali. "To nie jest proste zadanie, bo na 14 mln PLN kosztów miesięcznie 9 mln PLN to koszty utrzymania sklepów, w tym wynagrodzenia i czynsze" - powiedział Kruszyński. Poinformował, że spółka planuje też wzrost rotacji zapasów oraz wzrost sprawności sklepów.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki, PAP