

**KOMENTARZ PORANNY**

**Co zrobi Moody's?**

Czwartkowa sesja była zdecydowanie spokojniejsza od poprzednich, jednak i tak główne indeksy na warszawskim parkiecie zamknęły się na czerwono. Blue chipy spadły o 0,1%, obniżając się do 1816,1 pkt. Pod kreską znalazły się również spółki z sWIG80. Strona podaźowa zdominowała także większe europejskie giełdy. DAX stracił na zamknięciu blisko 1,1%, francuski CAC40 spadł o 0,5%. Za oceanem inwestorzy zanotowali spokojny dzień – DJIA oraz S&P500 pozostały niemal bez zmian. W Azji dominował kolor czerwony – o ile w Chinach strata była kosmetyczna, o tyle Nikkei zanotował obniżkę o ok. 1%. Mocno tracą kontrakty terminowe. Futures na DAX spadają o ok. 0,7-0,8%, po 0,4-0,5% obniżają się kontrakty na amerykańskie indeksy. Na rynku surowcowym naszą uwagę zwraca ropa, której notowania są obecnie najwyższe od listopada. Dziś poznamy garść istotnych odczytów makro. Zaczniemy od wstępnego odczytu PKB i inflacji konsumenckiej w Niemczech. Przed południem dane o PKB opublikują również m.in. Polska, Włochy i strefa Euro. Z rodzimych informacji czeka nas jeszcze odczyt inflacji bazowej. Kluczowa dla kolejnych dni i obrazu GPW będzie jednak publikacja ratingu dla Polski, którą ogłosi agencja Moody's. Negatywna ocena naszego kraju zapewne odbiłyby się na kursach walut i przełożyła na spadki na rynku. W ocenie technicznej, dla WIG20 kluczowa jest obrona psychologicznego poziomu wsparcia na pułapie 1800 pkt., a jego przebicie mogłoby nas zepchnąć dalej do 1750-1770 pkt.

Adrian Górniak

**SKRÓT INFORMACJI ZE SPÓŁEK**

- **PCC Rokita:** wyniki 1Q'16 znacznie powyżej oczekiwań, EBITDA12m/netto12m 182/110 MPLN, rekordowy wolumen polioli [komentarz BDM];
- **Ciech:** Zarząd przekonany o układzie w CET Govora- podsumowanie konferencji wynikowej [komentarz BDM];
- **Paged:** wyniki 1Q'16 zgodne z oczekiwaniami [zaległy komentarz BDM];
- **Qumak:** mocno rozczarowujące wyniki za 1Q'16 [komentarz BDM];
- **Introl:** wyniki słabsze od oczekiwań [komentarz BDM]
- **Instal Kraków:** oczyszczone wyniki zgodne z oczekiwaniami, raportowane wyższe [komentarz BDM]
- **Agora:** wyniki 1Q'16 powyżej oczekiwań, zarząd rekomenduje 0,75 DPS (5,9% DY) [komentarz BDM];
- **JSW:** Wyniki 1Q'16 nieco lepsze od konsensusu;
- **CCC:** przy USD/PLN poniżej 4 PLN marża brutto spadnie w '16 o 1 pkt. proc. [komentarz BDM]
- **LPP:** w '16 powierzchnia ma wzrosnąć o 10% r/r, marża spadnie o 2 pkt. proc. [komentarz BDM]
- **Cognor:** cena w wezwaniu 0,97 PLN nie odpowiada wartości godziwej- Zarząd [komentarz BDM]
- **Rawplug:** wyniki 1Q'16 znacznie powyżej oczekiwań (+50% EBITDA vs oczek.) [komentarz BDM]

**WYKRES DNIA**

**Ratingi europejskich państw spoza strefy euro (dla długoterminowego długu zagranicznego)**

	Moody's	S&P	Fitch		Moody's	S&P	Fitch
Albania	B1	B+	-	Macedonia	-	BB-	BB+
Andorra	-	BBB-	BBB	Moldova	B3	-	-
Armenia	B1	NR	B+	Montenegro	Ba3	B+	-
Azerbajdżan	Ba1	BB+	BB+	Norway	Aaa	AAA	AAA
Belarus	Caa1	B-	B-	<b>Poland</b>	<b>A2</b>	<b>BBB+</b>	<b>A-</b>
Bosnia & Hercegowina	B3	B	NR	Romania	Baa3	BBB-	BBB-
Bulgaria	Baa2	BB+	BBB-	Russia	Ba1	BB+	BBB-
Croatia	Ba2	BB	BB	San Marino	-	-	BBB+
<b>Czech Republic</b>	<b>A1</b>	<b>AA-</b>	<b>A+</b>	Serbia	B1	BB-	B+
Denmark	Aaa	AAA	AAA	Sweden	Aaa	AAAU	AAA
Georgia	Ba3	BB-	BB-	Switzerland	Aaa	AAAU	AAA
<b>Hungary</b>	<b>Ba1</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	Turkey	Baa3	BB+u	BBB-
Iceland	Baa2	BBB+	BBB+	Ukraine	Caa3	B-	CCC
Liechtenstein	-	AAA	-	UK	Aa1	AAAU	AA+

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

	Notowania: czwartek, 12 maja 2016		
	Wartość	Zmiana	
		1D	YTD
WIG20	1 816,1	-0,1%	-2,3%
WIG30	2 023,7	-0,2%	-2,5%
mWIG40	3 516,4	0,1%	-1,4%
sWIG80	13 635,0	-0,3%	3,2%
WIG	46 022,0	-0,1%	-1,0%
WIG Banki	5 730,0	-0,4%	-5,9%
WIG Bud	2 832,9	1,1%	-3,2%
WIG Chemia	13 934,1	-0,5%	-15,3%
WIG Dew	1 624,0	0,3%	7,3%
WIG Energia	2 833,2	1,1%	-3,3%
WIG IT	1 707,6	-0,3%	5,9%
WIG Media	4 232,9	-0,5%	7,4%
WIG Paliwa	4 578,0	1,1%	2,5%
WIG Spoż	3 603,1	-0,6%	5,3%
WIG Surowce	2 048,0	-2,3%	4,7%
WIG Telco	749,0	0,6%	-7,3%
DAX	9 862,1	-1,1%	-8,2%
CAC40	4 293,3	-0,5%	-7,4%
BUX	26 850,5	0,0%	12,2%
S&P500	2 064,1	0,0%	1,0%
DJIA	17 720,5	0,1%	1,7%
Nasdaq Comp	4 737,3	-0,5%	-5,4%
Bovespa	53 241,3	0,9%	22,8%
Nikkei225	16 412,2	-1,4%	-13,8%
S&P/ASX 200	5 329,0	-0,6%	0,6%
Złoto	1 271,1	-0,1%	19,7%
Miedź	4 708,0	0,6%	0,1%
Ropa	46,7	1,0%	14,7%
EUR/PLN	4,41	-0,3%	3,4%
USD/PLN	3,88	0,1%	-1,3%
CHF/PLN	4,00	0,3%	1,9%
EUR/USD	1,14	-0,4%	4,8%
USD/JPY	109,0	0,4%	-9,4%

	FW20: czwartek, 12 maja 2016		
	Wartość	Zmiana 1D	
Kurs otwarcia	1 823	7	0,39%
Kurs zamknięcia	1 818	-11	-0,60%
Kurs min.	1 810	0	0,00%
Kurs max.	1 839	8	0,44%
Wolumen obrotu	13 589	-2 153	-13,68%
Otwarte pozycje	57 885	860	1,51%

System:				
Aktualna pozycja – krótka				
Sygnał otwarcia długiej– 1872				
Ostatnia zmiana sygnału z długiej na krótką - 1933				
Opory	1935	1975	2000	2038
Wsparcia	1800	1786	1727	1700

GPW PODSUMOWANIE



Indeksy GPW						
Indeks	Open	Low	High	Close	Zmiana	Obrót
WIG20	1 817,3	1 812,6	1 837,1	1 816,1	-0,1%	394
WIG30	2 027,3	2 021,4	2 045,2	2 023,7	-0,2%	426
MWIG40	3 522,4	3 617,7	3 699,7	3 516,4	0,1%	104
SWIG80	13 675,5	3 512,2	3 541,3	13 635,0	-0,3%	25
WIG-PL	47 199,3	46 869,8	47 199,3	46 869,8	-0,1%	508
WIG	46 090,3	45 969,6	46 409,7	46 022,0	-0,1%	519

WIG20	Cena	Mkt Cap	zmiana	
			1D	YTD
Alior	67,48	4 906	1,3%	1,5%
Asseco PL	55,60	4 615	-0,8%	-2,1%
BZ WBK	257,65	25 568	-0,9%	-9,3%
CCC	168,75	6 480	-0,1%	21,8%
Cyfrowy P.	22,56	14 428	-0,7%	8,0%
Enea	10,85	4 790	0,0%	-4,0%
Energa	10,90	4 513	-1,5%	-13,8%
Eurocash	49,20	6 843	-0,2%	1,4%
KGHM	63,88	12 776	-2,0%	0,6%
Lotos	30,13	5 570	0,4%	11,6%
LPP	5 005,00	9 185	-6,6%	-9,9%
mBANK	314,50	13 284	2,7%	0,2%
Orange	5,93	7 782	1,2%	-9,6%
Pekao	148,20	38 898	-1,0%	3,3%
PGE	12,75	23 839	2,4%	-0,3%
PGNIG	5,12	30 208	-1,3%	-0,4%
PKN Orlen	69,05	29 533	2,2%	1,8%
PKOBP	23,15	28 938	-0,8%	-15,3%
PZU	34,06	29 412	1,1%	0,1%
Tauron	2,69	4 714	0,7%	-6,6%

mWIG40	Cena	Mkt Cap	zmiana	
			1D	YTD
Amica	180,30	1 402	-0,9%	5,7%
Amrest	220,50	4 678	0,2%	5,6%
Aparator	29,40	973	-1,0%	1,4%
Azoty	77,30	7 668	-1,0%	-14,0%
Bioton	9,85	846	0,3%	-13,1%
Bogdanka	44,00	1 497	0,8%	14,0%
Boryszew	5,29	1 270	1,0%	6,0%
Budimex	181,90	4 644	2,7%	-5,2%
CD Projekt	25,60	2 431	0,0%	0,0%
Ciech	65,35	3 444	-0,1%	-4,9%
Comarch	142,35	1 158	1,5%	0,9%
Echo	6,98	2 881	0,7%	5,8%
Emperia	57,17	705	-1,4%	-0,3%
Forte	65,74	1 571	-1,0%	10,5%
GetinNoble	0,51	1 352	2,0%	-7,3%
GPW	37,36	1 568	0,5%	-4,1%
GTC	6,90	3 175	-0,9%	-6,3%
Grajewo	31,41	2 032	0,4%	0,1%
Handlowy	72,80	9 512	-0,9%	-11,2%
Hawe	0,65	174	0,0%	-3,0%
ING BSK	117,30	15 261	-0,6%	-5,3%
Integer	77,00	598	-1,3%	-8,3%
Intercars	248,90	3 526	1,4%	12,6%
JSW	16,09	1 889	-6,9%	8,3%
Kernel	51,90	4 136	-0,5%	-4,1%
Kęty	341,50	3 224	1,3%	7,7%
Kruk	190,30	3 333	-0,5%	1,5%
Medicalg	268,00	926	1,5%	-2,0%
Millennium	4,76	5 774	2,4%	-14,5%
Netia	4,86	1 692	-1,2%	-3,6%
Neuca	329,50	1 487	2,0%	6,3%
Orbis	60,00	2 765	-0,2%	-3,1%
PCM	40,02	477	-2,2%	8,4%
PKP Cargo	36,22	1 622	0,1%	-19,2%
Robyg	3,19	839	1,6%	6,7%
Sanok	59,10	1 589	0,0%	6,1%
Synthos	3,95	5 227	0,3%	-1,5%
Trakcja	11,50	591	-1,3%	-12,7%
Uniwheels	144,00	1 786	-0,2%	-3,9%
Wawel	1 052,00	1 578	0,1%	5,8%

KOMENTARZ POPOŁUDNIOWY

Spora zmienność, ale obroty pozostają niskie

Czwartkowa sesja przyniosła inwestorom sporo emocji. Od rana obroty były niskie, byliśmy zatem podatni na spore zmiany kursów bez potrzeby zaangażowania dużego kapitału. Tym razem oznaczało to ruchy zgodnie z kierunkiem wyznaczonym przez nasze otoczenie. To pozwoliło nam na wygenerowanie sporego wzrostu wraz z otoczeniem w pierwszej połowie sesji, a gdy po rozpoczęciu notowań w USA doszło do mocnego odwrótu na wielu rynkach (giełdy/surowce), WIG20 bardzo szybko utracił całą dzisiejszą zdobycz i zakończył dzień 0,11% spadkiem. Istotnym tematem dla inwestorów były ponownie wyniki finansowe. To przez rozczarowujący raport kwartalny o 6,6% spadły akcje LPP, a PZU mimo wyniku gorszego od oczekiwań mocno odbiło po porannej przecenie i zakończyło dzień 1% nad kreską. Na szerokim rynku ponownie dużo działa się na walorach JSW, tym razem po sporych wahaniami w trakcie sesji ostatecznie straciły na wartości 6,8%. W związku z raportem finansowym, który górnicza spółka opublikuje dziś po sesji, jutro zapewne znowu nie będzie można narzekać na niską zmienność. Wracając do WIG20 dzisiejsza sesja niczego nie zmieniła w obrazie technicznym. Indeks kontynuuje trend spadkowy zainicjowany na początku kwietnia i nadal można zakładać, że w strefie 1800-1850 punktów ten ruch powinien się zakończyć, lub przynajmniej powinno dojść do mocnej kontry popytu.

Piotr Kaczmarek, CFA

INFORMACJE ZE SPÓŁEK

PCC Rokita

Spółka opublikowała raport za 1Q'16

*BDM: Wyniki są zdecydowanie lepsze od naszych oczekiwań. Na poziomie EBITDA zaskoczenie wynosi +24% (52 mln PLN), a w przypadku zysku netto 40% (30 mln PLN). W relacji do 1Q'15 (obciążonego przez przełączenie systemów elektrolizy) dynamika EBITDA wyniosła aż 128% r/r po wzroście o 48% r/r w 4Q'15. W raporcie zarząd zwraca uwagę na rekordowy wolumen sprzedaży polioli w związku z bardzo dużym popytem z sektora meblowego (spółka zapowiedziała w tym obszarze kolejne inwestycje w moce produkcyjne), niskie koszty propylenu i zdecydowany wzrost wolumenów w alkaliach. Przez znaczny wzrost należności (duża sprzedaż) i zmniejszenie zobowiązań handlowych (przesunięcie z 4Q'15) CFO na poziomie 9,8 mln PLN (-2,4 mln PLN w 1Q'15), a dług netto nieznacznie rośnie z 303 mln PLN do 325 mln PLN (1,8x EBITDA12m).*

*Mocnej, dwucyfrowej dynamiki EBITDA oczekujemy również w 2Q'16. W rezultacie nasza prognoza na 2016 rok z ostatniego raportu analitycznego (grudzień'15) na poziomie ok. 170 mln PLN EBITDA wydaje się bardzo konserwatywna. Za ostatnie 12 miesięcy EBITDA wynosi już 182,2 mln PLN wobec 153 mln PLN za 2015 rok, a zysk netto 109,5 mln PLN (9,5% MC !) wobec 84,8 mln PLN za 2015 rok.*

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	różnica
Przychody	253,8	281,6	10,9%	264,8	6,3%
Wynik brutto na sprzedaży	44,2	73,5	66,3%	61,7	19,0%
EBITDA	22,9	52,0	127,5%	41,9	24,1%
EBIT	10,9	37,5	244,6%	27,5	36,4%
Zysk brutto	7,1	32,3	353,5%	23,6	36,9%
Zysk netto	4,9	29,7	500,4%	21,3	39,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,4%	26,1%		23,3%	
Marża EBITDA	9,0%	18,5%		15,8%	
Marża EBIT	4,3%	13,3%		10,4%	
Marża zysku netto	1,9%	10,6%		8,0%	

P/E 12m	10,5
EV/EBITDA 12m	8,1

Źródło: BDM, spółka

Qumak

Spółka opublikowała raport za 1Q'16

*BDM: Wyniki Qumaka w 1Q'16 okazały się fatalne. Tak jak wspominaliśmy w naszym raporcie z 22 grudnia 2015 (Redukuj z cena docelową 7,82 PLN), rok 2016 powinien przynieść silną erozję wyników począwszy już od 1Q', jednak jej skala przekroczyła nasze oczekiwania. Ponadto należy zwrócić uwagę na bardzo słaby cash flow operacyjny w wyniku którego z blisko 60 mln PLN gotówki netto po 4Q'15 zostało obecnie niespełna 20 mln PLN. Kolejne kwartały raczej nie przyniosą przełomu, gdyż Qumak jest mocno uzależniony od koniunktury na rynku zamówień publicznych, a ta bez szybkiego uruchomienia środków z nowej perspektywy finansowej UE się nie poprawi. Przedstawiciele spółki zapowiedzieli poprawę marż dzięki komercjalizacji produktów własnych, jednak do tej pory Qumakowi nie udało się osiągnąć sukcesu w tym obszarze.*

Wyniki Qumak w 1Q'16

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	odchylenie
Przychody	106,31	75,1	-29,37%	96,6	-22,28%
EBITDA	4,2	-5,7	-234,65%	0,4	-
EBIT	3,5	-6,8	-295,75%	-0,7	-
Zysk netto	2,6	-7,2	-378,89%	-0,7	-
marża EBITDA	3,97%	-7,58%		0,38%	
marża EBIT	3,26%	-9,03%		-0,73%	
marża netto	2,43%	-9,61%		-0,76%	

Źródło: BDM, spółka

Paged

Spółka opublikowała raport za 1Q'16

*BDM: wyniki są zgodne z naszymi oczekiwaniami jak i konsensusem. Gdyby wyłączyć DTP z porównywalnego 1Q'15 (w 1Q'16 DTP było wykazywane w działalności zaniechanej) EBITDA spada o ok. 5% r/r (wysoka baza w segmencie sklejk). Wyższy zysk netto to głównie efekt odwróconego podatku. CFO na poziomie 26,8 mln PLN, dług netto spada z 404 mln PLN do 356 mln PLN (2,41 EBITDA12m), przez brak konsolidacji zadłużenia DTP. Wpływ z tytułu sprzedaży pakietu akcji (86,6 mln PLN) spółka otrzymała w 2Q'16. Konferencja z Zarządem dziś o 10:00 (Polonia Palace).*

**Wybrane dane finansowe [mln PLN]**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	różnica	1Q'16P kons.	różnica
Przychody	203,7	204,2	0,2%	190,4	7,2%	202,9	0,6%
Wynik brutto na sprzedaży	59,3	51,7	-12,7%	50,2	3,1%		
EBITDA	39,1	30,7	-21,5%	30,9	-0,5%	32,2	-4,7%
EBIT	30,5	22,3	-26,9%	20,9	6,9%	22,2	0,6%
Zysk brutto	33,4	21,7	-35,1%	17,0	27,7%		
Zysk netto	25,9	26,5	2,4%	17,6	50,7%	18,9	40,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,1%	25,3%		26,3%			
Marża EBITDA	19,2%	15,0%		16,2%		15,9%	
Marża EBIT	15,0%	10,9%		11,0%		10,9%	
Marża zysku netto	12,7%	13,0%		9,2%		9,3%	
P/E* 12m		10,4					
EV/EBITDA 12m		7,9					

\*- po oczyszczeniu o odpis 53 MPLN w 4Q'15

Źródło: BDM, spółka

Daniel Mzyk zrezygnował z funkcji prezesa Pagedu, decyzja wejdzie w życie z końcem czerwca. Jego miejsce w zarządzie ma zająć Tomasz Modzelewski, obecny prezes Zelmera.

*BDM: informacja oczekiwana od ostatniej konferencji wynikowej za 4Q'15. Zmiana ma na celu lepszy nadzór nad powiększającą się strukturą grupy kapitałowej (spółka zapowiedziała kolejne przejęcia).*

**Introl**

Spółka opublikowała wyniki z 1Q'16

*BDM: Wyniki są słabsze od naszych oczekiwań. Zakładaliśmy, że uda się powtórzyć EBITDA z 1Q'15. Kolejny raz rosną koszty SG&A, tym razem o 1,3 mln PLN r/r. Dobry cash flow operacyjny +20,8 mln PLN.*

**Wyniki Introl [mln PLN]**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16 P BDM	odchyl
Przychody ze sprzedaży	83,8	91,4	9,0%	84,9	7,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	16,6	15,9	-4,1%	16,7	-4,9%
EBITDA	8,2	6,8	-17,0%	8,0	-15,1%
EBIT	6,4	5,0	-22,5%	6,2	-19,4%
Zysk (strata) brutto	6,0	4,5	-25,5%	5,7	-21,2%
Zysk (strata) netto	6,3	3,9	-38,0%	4,6	-15,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,8%	17,4%		19,7%	
Marża EBITDA	9,8%	7,4%		9,4%	
Marża EBIT	7,7%	5,5%		7,3%	
Marża zysku netto	7,5%	4,3%		5,4%	

Źródło: BDM S.A., spółka

**Instal Kraków**

Spółka opublikowała wyniki z 1Q'16

*BDM: Wyniki oczyszczone są zgodne z naszymi prognozami na poziomie EBIT (zysk na sprzedaży). Raportowana EBITDA podwyższona przez dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (+2,4 mln PLN). Przychody w części budowlanej spadły nawet mocniej niż zakładaliśmy (jedynie 10,2 mln PLN, strata na sprzedaży naszym zdaniem wynikiem braku możliwości pokrycia wszystkich kosztów stałych przy tak mocnym ograniczeniu backlogu – skończyły się realizowane w poprzednich kwartałach kontrakty energetyczne), co odbiło się na przychodach skonsolidowanych. Cash flow operacyjny: -10,8 mln PLN, głównie wskutek wzrostu zapasów na bilansie jednostkowym (realizacji projektów deweloperskich).*

*W komentarzu zarząd wskazuje, że niski backlog może powodować ujemną rentowność segmentu budowlanego w 1H'16. Jednak ogłoszone w ostatnim okresie postępowania przetargowe w sektorze wodno-ściekowym oraz toczące się już postępowania przetargowe instalacji około blokowych w sektorze energetycznym mogą znacząco poprawić portfel zamówień, a w konsekwencji polepszyć sprzedaż i rentowność w 2H'16 oraz w najbliższych dwóch latach. Spółka zakłada także dobrą sprzedaż mieszkań w kolejnych kwartałach.*

**Wyniki Instal Kraków [mln PLN]**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16 P BDM	odchyl.
Przychody	115,9	70,0	-39,6%	81,4	-14,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	11,1	9,3	-16,0%	6,9	34,4%
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>5,0</b>	<b>1,9</b>	<b>-61,2%</b>	<b>1,8</b>	<b>9,3%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6,8</b>	<b>5,0</b>	<b>-27,0%</b>	<b>2,5</b>	<b>99,7%</b>
EBIT	6,1	4,3	-29,3%	1,7	150,1%
Zysk (strata) brutto	6,3	4,3	-30,9%	1,7	154,3%
Zysk (strata) netto	4,0	2,9	-28,2%	1,3	118,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	9,6%	13,3%		8,5%	
Marża EBITDA	5,9%	7,1%		3,0%	
Marża EBIT	5,3%	6,2%		2,1%	
Marża zysku netto	3,5%	4,2%		1,6%	

Źródło: BDM S.A., spółka

**Wyniki wg segmentów [mln PLN]**

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
<b>Wyniki spółki</b>									
Przychody	93,6	125,7	176,0	170,7	115,9	114,7	138,7	121,8	70,0
Zysk brutto ze sprzedaży	7,9	12,9	14,9	14,6	11,1	5,4	11,8	6,5	9,3
rentowność	8,4%	10,3%	8,5%	8,6%	9,6%	4,7%	8,5%	5,3%	13,3%
Zysk na sprzedaży	2,6	4,2	9,0	7,4	5,0	-1,8	6,2	0,4	1,9
rentowność	2,8%	3,4%	5,1%	4,4%	4,3%	-1,5%	4,5%	0,3%	2,8%
EBIT	3,6	4,3	8,8	-1,7	6,1	-2,2	5,1	2,1	4,3
rentowność	3,9%	3,4%	5,0%	-1,0%	5,3%	-1,9%	3,7%	1,7%	6,2%
EBITDA	4,3	4,9	9,5	-0,7	6,8	-1,4	5,9	2,8	5,0
rentowność	4,5%	3,9%	5,4%	-0,4%	5,9%	-1,2%	4,3%	2,3%	7,1%
<b>Usługi budowlane i projektowe</b>									
Przychody	39,8	71,4	110,5	102,3	49,9	52,2	72,8	39,7	10,2
Zysk na sprzedaży	0,9	1,1	3,0	1,5	-2,7	-8,4	-0,3	-5,0	-2,2
rentowność	2,2%	1,5%	2,7%	1,5%	-5,4%	-16,2%	-0,4%	-12,5%	-21,8%
<b>Deweloperka</b>									
Przychody	10,5	7,0	11,0	7,3	19,1	12,4	10,4	14,7	15,8
Zysk na sprzedaży	2,4	1,3	2,8	1,5	6,1	4,1	3,1	2,9	2,4
rentowność	22,6%	19,2%	25,0%	20,1%	31,8%	33,2%	29,8%	19,7%	15,2%
<b>Rynek niemiecki</b>									
Przychody	12,3	24,2	4,5	38,1	17,8	19,1	21,0	22,1	18,4
Zysk na sprzedaży	0,7	1,3	0,4	2,2	1,2	1,5	1,3	0,8	1,4
rentowność	5,3%	5,4%	8,5%	5,9%	7,0%	7,8%	6,1%	3,4%	7,6%
<b>Frapol</b>									
Przychody	28,0	22,7	49,3	22,3	26,6	29,7	33,9	39,5	22,8
Zysk na sprzedaży	0,2	0,6	3,4	2,4	0,7	1,6	2,5	2,0	0,2
rentowność	0,8%	2,6%	6,8%	10,7%	2,6%	5,3%	7,4%	5,1%	1,1%
<b>Pozostałe</b>									
Przychody	3,0	0,5	0,7	0,6	2,6	1,3	0,7	5,7	2,7
Zysk na sprzedaży	-1,5	-0,1	-0,6	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	0,1
rentowność	-51,5%	-14,5%	-77,1%	-35,1%	-13,3%	-38,7%	-41,9%	-5,8%	3,6%

Źródło: BDM S.A., spółka

**Ciech**

Podsumowanie konferencji z Zarządem

**BDM:**

- globalny/europejski rynek sody zbilansowany;
- ceny sody lekko rosną w EUR i PLN, spadają w USD (średnio bez zmian w 1Q'16);
- spółka nie ma nowych informacji o stanie inwestycji Ciner w Turcji, ale przygotowuje się na zwiększenie podaży sody kalcynowanej w ilości 3,3 mln ton w perspektywie 2 lat;
- inwestycje zgodnie z planem;
- wpływ na słaby CFO miało ograniczenie faktoringu (efekt 80 mln PLN);

**Sytuacja CET Govora:**

- obecnie prowadzona jest upadłość układowa, co nie rzutuje na dostawę pary i produkcję sody;
- układ jest raczej pewny bo CET dostarcza ciepło do miasta, a główny klient Oltchim z sukcesem kończy proces upadłości;
- Ciech Govora odbiera 25% pary technologicznej CET, reszta Oltchim;
- spółka nigdy nie myślała o wygaszeniu produkcji w Govorze.

**Synthos**

Spółka opublikowała raport za 1Q'16- zaległy komentarz z czwartku

**BDM:** oczyszczona EBITDA jest zgodna z naszymi oczekiwaniami (135 mln PLN vs 138 mln PLN oczek.). Raportowane wyniki obciążą odpisy na zapasach SSBP i katalizatorze w styrenie (łącznie 15 mln PLN). Pozytywne zaskakuje wysoki przychód i marża brutto ze sprzedaży (+10% oczek.). Spółka wykorzystała korzystny spread butadien Azja-Europa zwiększając udziały na rynkach zagranicznych w segmencie

kauczuków (rekordowy wolumen). Wysoką marżę brutto obciążyły przede wszystkim koszty zarządu (+5 mln PLN vs oczek- wzrost zatrudnienia i płac), co zapewne wynika z fabryki SSBR, która przez trwający okres aprobaty produktów nie generowała wyraźnej sprzedaży. Dodatkowo niższy wynik w segmencie kauczuków (EBIT 33 mln PLN vs 70 mln PLN oczek.) i bardzo dobry w styrenowym (25 mln PLN EBIT vs -5 mln PLN oczek) sugeruje, że to głównie segment kauczukowy cierpi na braku dostaw z Litvinova (uruchomienie krakera 3Q'16). Wysoka sprzedaż zwiększyła zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, przez co dług netto nieznacznie rośnie z 685 mln PLN do 712 mln PLN (1,1x EBITDA12m).

**Wybrane dane finansowe [mln PLN]**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	różnica	1Q'16P kons.	różnica
Przychody	974,1	1018	4,5%	924,4	10,1%	960,8	6,0%
Wynik brutto na sprzedaży	137,1	175	27,6%	158,7	10,2%		
EBITDA	101,8	120	17,8%	137,6	-12,8%	137,3	-12,6%
EBITDA adj.	101,8	135	32,6%	37,6	-1,9%		
EBIT	63,5	71	11,8%	81,1	-12,5%	90,4	-21,5%
Zysk brutto	100,6	57	-43,3%	80,2	-28,9%		
Zysk netto	91,6	50	-45,4%	72,2	-30,7%	69,9	-28,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,1%	17,2%		17,2%			
Marża EBITDA	10,5%	11,8%		14,9%		14,3%	
Marża EBIT	6,5%	7,0%		8,8%		9,4%	
Marża zysku netto	9,4%	4,9%		7,8%		7,3%	
P/E 12m		13,8					
EV/EBITDA 12m		9,2					

Źródło: BDM, spółka

**Stalprofil**

Spółka opublikowała raport za 1Q'16

BDM: Dane są słabe na co rynek powinien być już przygotowany. Niemniej sam odczyt jest nieco poniżej naszych oczekiwań głównie z uwagi na słabsze niż sądziliśmy marże w segmencie handlu (Stalprofil jednostkowy; zakładaliśmy wynik EBIT na poziomie ok. 1.1 mln PLN a jest strata rzędu 0.5 mln PLN).

Oceniamy, że zapoczątkowane w połowie marca'16 dynamiczne wyższe cennikowe zasadniczo zmieniają perspektywę dla dystrybutorów stali w najbliższych kwartałach (nawet w sytuacji nadejścia korekty tego ruchu). Tym samym według nas przed Stalprofilem pojawia się wyjątkowa szansa na istotną odbudowę marż handlowych (dodatkowo w rezultatach za 2-3Q'16 spodziewamy się pozytywnego efektu sprzedaży asortymentu z wcześniejszą niską ceną zakupu).

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	realizacja	2015	2016P
Przychody	158.7	141.9	-11%	131.2	108%	649.9	723.6
Wynik brutto na sprzedaży	14.9	10.0	-33%	10.8	92%	40.2	76.2
<b>EBITDA</b>	<b>4.6</b>	<b>2.1</b>	<b>-54%</b>	<b>2.8</b>	<b>75%</b>	<b>0.7</b>	<b>39.4</b>
EBIT	1.9	-0.7	---	0.2		-10.4	28.4
Saldo finansowe	-0.6	-1.0	---	-0.2		-1.3	-0.9
Wynik brutto	1.2	-1.7	---	0.0		-11.7	27.6
Wynik netto	2.1	-1.5	---	0.0		-10.0	22.3
<b>Wynik netto przypisany akcjonariuszom</b>	<b>1.7</b>	<b>-1.4</b>	<b>---</b>	<b>0.0</b>		<b>-8.7</b>	<b>19.0</b>
Marża brutto ogółem	9.4%	7.0%		8.2%		6%	11%
Marża EBITDA	2.9%	1.5%		2.2%		0%	5%

**Netia**

W 1Q'16 spółka miała 107,1 mln PLN EBITDA (zgodnie z oczekiwaniami)

**PHN**

W 1Q'16 spółka miała 13,2 mln PLN EBIT vs 11,3 mln PLN konsensus

**Agora**

Spółka opublikowała raport za 1Q'16

BDM: Dane są powyżej naszych założeń na poziomie EBITDA i poniżej na poziomie wyniku netto. Ogółem oceniamy raport umiarkowanie pozytywnie z tym, że zwracamy uwagę że kolejne odczyty będą wymagające dla spółki. Niepokojąca jest erozja wyniku w segmencie prasa oraz internet zaobserwowana w 1Q'16. Budujące są odczyty o wynikach segmentu kino.

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	realizacja	2015	2016P	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>282.8</b>	<b>288.5</b>	<b>2%</b>	<b>302.8</b>	<b>95%</b>	<b>1 189.3</b>	<b>1 213.8</b>	<b>2%</b>
Sprzedaż usług reklamowych	115.5	121.7	5%	126.9	96%	562.4	592.7	5%
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	37.6	34.7	-8%	33.5	104%	144.8	133.2	-8%
Sprzedaż biletów do kin	50.9	57.9	14%	60.3	96%	162.2	179.5	11%
Sprzedaż usług poligraficznych	39.1	37.0	-5%	38.7	96%	156.2	154.7	-1%
Pozostała sprzedaż	39.7	37.2	-6%	43.4	86%	163.7	153.7	-6%
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>280.3</b>	<b>285.5</b>	<b>2%</b>	<b>302.3</b>	<b>94%</b>	<b>1 170.6</b>	<b>1 218.7</b>	<b>4%</b>
Materiały i energia	55.6	54.3	-2%	59.8	91%	225.6	231.6	3%
Amortyzacja	23.4	25.0	7%	24.5	102%	102.0	100.0	-2%
Koszty pracownicze	76.5	79.5	4%	81.2	98%	317.3	332.6	5%
Reprezentacja i reklama	18.9	16.1	-15%	20.0	81%	87.4	88.3	1%
Inne	105.9	110.6	4%	116.8	95%	438.3	466.3	6%
<b>EBITDA</b>	<b>25.9</b>	<b>28.0</b>	<b>8%</b>	<b>25.0</b>	<b>112%</b>	<b>120.7</b>	<b>95.1</b>	<b>-21%</b>
Prasa	3.2	-2.8	---	0.6	-501%	27.0	11.1	-59%
Druk	5.6	3.0	-46%	4.0	75%	18.1	15.3	-15%
Internet	4.4	3.1	-29%	5.3	58%	29.6	32.9	11%
Radio	0.9	2.5	172%	2.3	107%	16.2	19.9	23%
Reklama Zewnętrzna	3.4	7.4	119%	5.0	147%	30.3	33.2	10%
Film i książka	22.3	24.1	8%	22.0	110%	60.4	52.6	-13%
<b>EBIT</b>	<b>2.5</b>	<b>3.0</b>	<b>20%</b>	<b>0.5</b>	<b>569%</b>	<b>18.7</b>	<b>-4.9</b>	<b>-126%</b>
Saldo finansowe	-0.4	-5.4	---	-5.6	97%	-1.1	-5.9	459%
Udział w zyskach jedn. stow.	-0.7	-0.3	---	-0.1	296%	-0.9	0.9	-197%
<b>Wynik netto</b>	<b>-0.2</b>	<b>-7.2</b>	<b>---</b>	<b>-5.1</b>	<b>140%</b>	<b>15.3</b>	<b>-10.0</b>	<b>-165%</b>

Zarząd rekomenduje 0,75 PLN dywidendy/akcję (DY 5,9%)

*BDM: Jest to informacja pozytywna i potwierdza jeden z głównych zamierzeń obecnego zarządu, czyli powrotu do polityki dywidendowej. W poprzednich okresach zamiast dywidendy spółka przeprowadziła skup akcji własnych.*

#### JSW

W 1Q'16 EBITDA wyniosła 112 mln PLN wobec 99,2 mln PLN konsensusu. Niższe były przychody

#### MCI

MCI zamierza stworzyć nowe fundusze. Atrakcyjne są spółki z branży „fintech” czyli wykorzystujące nowoczesne technologie w płatnościach.

#### Newag

Prezydium Wojewódzkiej Rady Dialogu Społecznego w Katowicach zaapelowało do szefów grupy PKP oraz spółki Newag o podjęcie rozmów o sprzedaży gliwickiego zakładu Newagu na rzecz jednej ze spółek PKP. Ma to być sposób na utrzymanie ponad 350 miejsc pracy przy produkcji lokomotyw na Śląsku.

#### Ergis

Akcje Ergisu są niedoszacowane, a godziwa cena akcji Ergisu powinna wynosić ok. 7 PLN (obecnie 4,4 PLN)- Prezes. Spółka nie poprawi wyników w 2Q'16 z uwagi na wysoką bazę.

#### Selvita

W związku ze zleceniem przed FDA dodatkowych badań, pierwsza faza badań klinicznych nad cząsteczką SEL24 może rozpocząć się we wrześniu, a nie jak wcześniej planowano, w lipcu – prezes.

Portfel podpisanych kontraktów Selvity na 2016 r. wynosi obecnie 42,4 mln PLN (+13% r/r).

#### PGE

PGE analizuje nowe projekty wytwórcze na rynku, ale nie podjęła żadnych decyzji inwestycyjnych -prezes. Spółka nie wyklucza współpracy z innymi grupami.

PGE wkrótce poinformuje o rekomendacji dywidendy. Zgodnie z polityką dywidendową może wypłacić 0,92-1,15 PLN/akcję.

#### Tauron

Tauron chce być w przyszłości spółką dywidendową i zamierza zrobić wszystko, żeby było go stać na wypłatę dywidendy również w kolejnych latach. Warunkiem jest jednak brak ryzyka naruszenia kowenantów. Na koniec 2015 roku wskaźnik dług netto/EBITDA wyniósł 2,2x, a na koniec 1Q'16 wzrósł on do 2,5x. Warunki umowy z obligatariuszami przewidywały, że wskaźnik ten nie może przekroczyć poziomu 3,0x.

#### CCC

CCC po utworzeniu spółki dystrybucyjnej w Serbii nie planuje w najbliższych czasie podobnych działań w innych krajach. Myśli natomiast o sprzedaży franczyzowej na nowych rynkach zagranicznych. Otwarcia pierwszych sklepów planuje na wiosnę 2017 r.

Przy kursie USD/PLN poniżej 4 PLN marża brutto CCC spadnie o 1 pkt proc. w '16. W 2015 roku marża brutto wyniosła 55%.

*BDM: CCC planuje zwiększyć powierzchnię handlową w '16 o blisko 100 tys. mkw., co implikuje dynamikę rzędu 27% r/r. Duży udział w rozbudowie będą miały rynki polski oraz region DACH. Z wypowiedzi zarządu wynika, że poza Serbią w latach 2016-17 grupa nie wejdzie na żaden nowy rynek (wykluczona jest również ekspansją w państwach Europy Zachodniej, do momentu osiągnięcia rentowności w Niemczech i Austrii). Grupa uważnie przygląda się także regionowi byłych republik radzieckich, jednak wejście na ten rynek mogłoby się odbyć jedynie poprzez franczyzę.*

*Wypowiedzi ubytku marży brutto o ok. 1 p.p. r/r dotyczą segmentu stacjonarnego (na poziomie skonsolidowanym na ubytek rentowności wpływa mocno niższa marża w e-commerce). W naszej ocenie spadek pierwszej marży może być większy i mieścić się w przedziale 1,5-2,0 p.p., jednak wiele zależy od tego czy CCC będzie przenosić ceny na klienta i miksu sprzedażowego (większy udział obuwia skórzanego będzie przekładał się na obronę marży).*

#### LPP

W 2016 r. wzrost powierzchni LPP może wynieść ok. 10% r/r. Marża brutto spadnie o 2 pkt. proc.

LPP liczy, że w tym roku sprzedaż like-for-like w Polsce będzie dodatnia, a wzrost będzie jednocyfrowy. Obecnie sprzedaż LFL w dół ciągnie Reserved.

LPP nie planuje wzrostu poziomów wypłacanej dywidendy w przyszłym roku.

*BDM: Sytuacja w LPP ma bardziej niekorzystny obraz niż wcześniej zakładaliśmy. Poza wynikami, które były dla nas sporym rozczarowaniem bardzo dużym problemem pozostaje sytuacja we flagowym koncepcie spółki (Reserved). O ile zagranicą marka, podobnie jak inne brandy, radzi sobie stosunkowo dobrze, o tyle w Polsce Reserved zanotowało sprzedaż porównywalną na poziomie -10%! W naszej ocenie wypracowanie dodatnich lfl w skali całego roku może być dużym wyzwaniem, jeśli grupie nie uda się załagodzić erozji sprzedaży marki.*

*Ostatnie odbicie na USD/PLN wywarło dodatkową presję na spółce, co będzie mieć niestety wyraźne, negatywne przełożenie na tegoroczną rentowność. Istnieje jednak duże prawdopodobieństwo, że przy założeniu braku obniżek cen przez grupę Inditex, LPP zrealizuje swoje zapowiedzi (ubytek 2 p.p. r/r).*

*LPP ograniczyło także plany rozbudowy powierzchni sieci. Wcześniej zarząd wskazywał na plan zwiększenia o 11-13%, jednak obecnie został on rewidowany do ok. 10%, co jest w dużej mierze efektem opóźnień w budowie obiektów handlowych na rynkach białoruskim i kazachskim (rozwój poprzez franczyzę).*

#### PKO BP

Komisja Nadzoru Finansowego ocenia, że PKO BP spełnia kryteria do wypłaty dywidendy za 2015 rok, zaleca zatrzymanie co najmniej 50% zysku.

#### PZU

PZU planuje ogłosić nową politykę dywidendową na przełomie sierpnia i września.

PZU liczy, że kolejne kwartały 2016 roku przyniosą kontynuację spadku powtarzalnych kosztów administracyjnych.

PZU liczy, że zysk netto w 2Q'16 będzie wyższy q/q.

#### Górnictwo

W pierwszym kwartale tego roku każda tona wydobytego przez polskie kopalnie węgla kamiennego przyniosła średnio ok. 30 zł strat; średnia cena tego surowca była o ponad 16% r/r niższa. Wydobycie i sprzedaż węgla wzrosły - ARP

#### Asbis

Asbis w kolejnych kwartałach spodziewa się dalszej poprawy przepływów z działalności operacyjnej i uzyskania dodatnich przepływów w całym roku. Spadek kosztów obserwowany w 1Q'16 ma być kontynuowany. Spółka chce się koncentrować na rozwiązaniach z wartością dodaną.

#### Cognor

Cena w ogłoszonym przez głównego akcjonariusza wezwaniu na akcje Cognoru (0,97 PLN) nie odpowiada ich wartości godziwej - Zarząd.

*BDM: Oceniamy, że ogłoszone wezwanie na wszystkie obecne walory spółki przez obecnego głównego akcjonariusza jest wyrazem wiary w dobre perspektywy Cognoru (dodatkowo zwracamy uwagę, że Cognor w grudniu '15 wykupił spory pakiet obligacji własnych za 53.8% nominalu). Cena zaproponowana w wezwaniu jest z naszego punktu widzenia bardzo korzystna dla PS Holdco. Deklaracji o pozostawieniu spółki w publicznym obrocie (w sytuacji zakupu nawet 100% walorów) związana jest z wyemitowaniem przez spółkę obligacji zamiennych na akcje. Na koniec 2015 roku łączna wartość nominalu obligacji pozostających do rozliczenia wynosiła 23.104 mln EUR.*

#### PA Nova

PA Nova oczekuje, że mimo spadku przychodów z usług budowlanych widocznego w 1Q'16, w całym roku będą one nie niższe niż przed rokiem, kiedy wyniosły ok. 81 mln PLN. Obroty z najmu mogą wynieść ponad 70 mln PLN.



*BDM: Tak jak oczekiwaliśmy 1Q'16 był słaby w ujęciu przychodowym. W perspektywie całego roku liczymy, że grupie uda się uzupełnić backlog mniejszymi kontraktami i zakładamy wzrost przychodów w segmencie generalnego wykonawstwa do ok. 90 mln PLN. W segmencie najmu nasze założenia są zbieżne z prognozami zarządu. Pozytywną kontrybucję będzie wносить galeria Galena w Jaworznie. Liczymy, że PA Nova wypracuje w '16 ok. 160-170 mln PLN przychodów oraz ok. 24-25 mln PLN zysku netto.*

**Redan**

Redan liczy na poprawę wyników w obu segmentach działalności w 2016 r. W związku z wezwaniem na akcje Redanu rozważana jest możliwość przesunięcia planowanego IPO spółki zależnej TXM na jesień.

*BDM: Już w zeszłym roku Redan podjął intensywne działania w segmencie modowym, które miały przełożyć się na wypracowanie zysku operacyjnego, jednak nie przyniosły one efektów. W naszej ocenie jest to efekt zbyt małej skali prowadzonego biznesu dla marek Troll i Top Secret. Znacznie lepiej wygląda sytuacja w segmencie dyskontowym, który utrzymuje pierwszą marżę w przedziale 42-45% i ma niską ekspozycję na wahania USD/PLN. Spółka liczy na wsparcie wyników poprzez rozwój na rynku rumuńskim, który charakteryzuje się znacznie wyższą (3x) sprzedażą z mkw. niż w Polsce. Tym samym liczymy, że już w '16 będzie widoczna zdecydowana poprawa wyników finansowych na poziomie całej grupy.*

**Alior**

Alior Bank ocenia, że osiągnięcie w 2016 roku 322 mln PLN zysku netto z konsensusu analityków jest możliwe do osiągnięcia. Bank nie wyklucza, że wynik może być wyższy- Prezes.

**Intercars**

W 1Q'16 spółka miała 80,2 mln PLN EBITDA (+22% oczek), 50,9 mln PLN zysku netto (+25,6% oczek.) przy przychodach 1,303 mld PLN (+1,7% oczek.).

**Unibep**

W 1Q'16 spółka miała 7,9 mln PLN EBIT wobec 5,8 mln PLN konsensusu.

**Alumetal**

W 1Q'16 spółka miała 35,8 mln PLN EBITDA wobec 28,9 mln PLN konsensusu.

**Kopex**

W 1Q'16 spółka miała stratę EBIT 15,7 mln PLN wobec zysku 13,7 mln PLN w 1Q'15

**Rawiplug**

*Spółka opublikowała wyniki za 1Q'16*

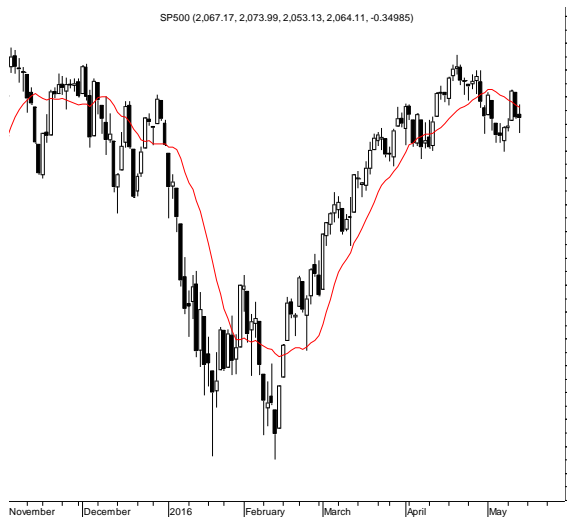
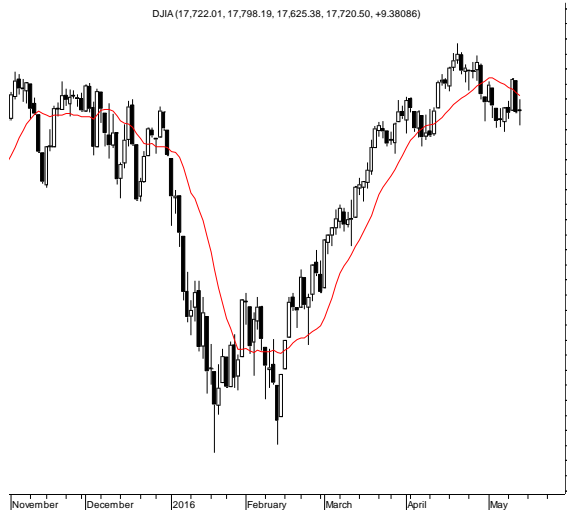
*BDM: wyniki są bardzo mocne, 50% wyższe od naszych oczekiwań na poziomie EBITDA i 8% na przychodach. W 1Q'16 spółka korzystała na niskich cenach tworzyw/stali. Otoczenie surowcowe w kolejnych kwartałach jest już mniej korzystne.*

**Wybrane dane finansowe [mln PLN]**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	różnica
Przychody	162,2	175,5	8,2%	162,2	8,2%
Wynik brutto na sprzedaży	47,5	58,6	23,4%	48,7	20,4%
EBITDA	12,6	22,6	78,9%	15,0	50,1%
EBIT	6,3	16,4	160,2%	8,6	91,0%
Zysk brutto	4,1	13,3	226,1%	6,1	119,6%
Zysk netto	2,6	10,0	287,7%	5,1	94,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,3%	33,4%		30,0%	
Marża EBITDA	7,8%	12,9%		9,3%	
Marża EBIT	3,9%	9,4%		5,3%	
Marża zysku netto	1,6%	5,7%		3,2%	

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

**RYNKI ZAGRANICZNE**



Wydział Analiz i Informacji Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice, Tel.: 032 208 14 12, analizy@bdm.com.pl

Opracowanie ma charakter czysto informacyjny i zostało opracowane na podstawie informacji uznanych przez autorów za wiarygodne. Zawarte w nim komentarze są subiektywnymi poglądami autorów. Opracowanie i zawarte w nim komentarze nie są podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinny być tak interpretowane. Publikowanie w prasie lub w Internecie całości lub części opracowania wymaga zgody sporządzających raport.