

**KOMENTARZ PORANNY**

**Moody's nie taki straszny**

Inwestorzy w czasie ostatniej sesji wypatrywali ratingu, które miała opublikować agencja Moody's. Informacje wraz z uzasadnieniem dotarły do nas dopiero późnym wieczorem, a sama ocena nie była tak zła jak niektórzy zakładali. Ocena inwestycyjna pozostała utrzymana, zmianie uległa jedynie perspektywa (do negatywnej). Sam rynek podczas piątkowej sesji był dosyć spokojny. Blue chipy pozostały niema bez zmian, mWIG40 stracił 0,2%, natomiast sWIG80 zyskał niecałe 0,7%. W Europie najważniejsze indeksy zyskiwały – DAX poprawił się o 0,9%, FTSE wzrósł o 0,4%. Gorzej było natomiast za oceanem – S&P500 zamknął się ze stratą 0,9%, pod kreską znalazły się również Nasdaq i DJIA. W Azji, w Chinach i Tokio odnotowaliśmy symboliczne zwyki. Na rynku terminowym delikatnie zwyżkują kontrakty na amerykańskie indeksy. Póki co umacnia się względem głównych walut umacnia się rodzimy PLN. Mocno zyskuje również ropa (przed godz. 8:00 wzrosty na WTI wynoszą niemal 1,0%). Dzisiejszy kalendarz makro jest praktycznie pusty (dopiero pod koniec tygodnia opublikowane zostaną dane dla rodzimej koniunktury). Warto również zwrócić uwagę na dzień wolny w Niemczech, co może przełożyć się na dużo niższe obroty na GPW. Spodziewam się, że dzisiejsza sesja powinna być dosyć spokojna, z uwagi na brak inwestorów zza naszej zachodniej granicy. Rodzimi gracze zapewne będą się mocno przyglądać ostatnim raportom kwartalnym (dziś poznaliśmy wyniki m.in. Enei, Bogdanki, Emperii, PKP Cargo i LC Corpu). In plus może zadziałać także piątkowa decyzja Moody's. Z technicznego punktu widzenia w najbliższych dniach dla blue chipów istotna będzie obrona 1800 pkt., która może stanowić podwaliny pod odbicie i mocniejszy ruch w górę.

Adrian Górniak

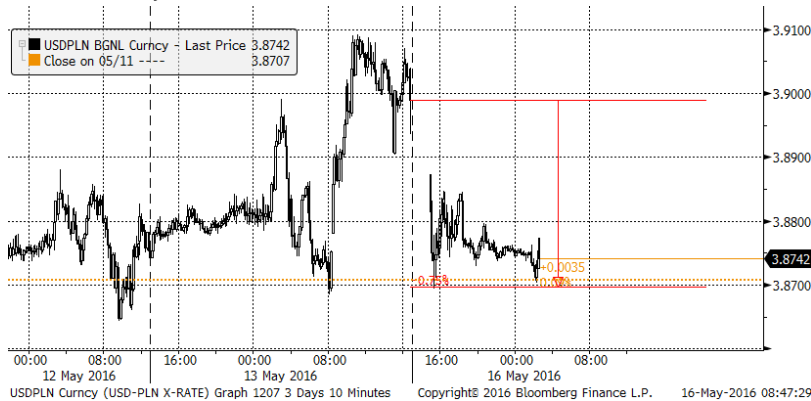
**SKRÓT INFORMACJI ZE SPÓŁEK**

- **Mostostal Zabrze:** Słabe wyniki, ale lekko powyżej naszych prognoz [komentarz BDM];
- **Libet:** Bardzo słabe wyniki, nawet jak na sezonowo słaby 1Q [komentarz BDM];
- **Voxel:** Słabsze r/r wyniki poniżej zysku brutto ze sprzedaży, spory wzrost SG&A (częściowo jednorazowy) [komentarz BDM];
- **Harper:** Spory wzrost przychodów, ale bardzo słaba marża brutto ze sprzedaży [komentarz BDM];
- **Selena FM:** Wyniki bliskie naszym prognozom, oczyszczone nawet powyżej [komentarz BDM];
- **WP.PL:** Wydatki na akwizycje w e-commerce mogą wynieść w '16 max. 120 mln PLN;
- **Handlowy:** Bank planuje przedstawić zaktualizowaną strategię w '16;
- **Emperia:** Wyniki 1Q'16 poniżej konsensusu;
- **Wasko:** Spółka opublikowała wyniki za 1Q'16 [komentarz BDM];
- **Enea:** Wyniki 1Q'16 nieznacznie powyżej konsensusu;
- **Comp:** Wyniki 1Q'16 znacznie słabsze r/r i od oczekiwań [komentarz BDM];
- **Elzab:** Spółka opublikowała wyniki za 1Q'16 [komentarz BDM];
- **Arctic:** Wyniki 1Q'16 znacznie powyżej konsensusu;
- **Stalprodukt:** Spółka opublikowała wyniki za 1Q'16 [komentarz BDM];

**WYKRES DNIA**

Złotówka umacnia się w reakcji na informację o utrzymaniu ratingu przez Moody's.

**USDPLN - intraday**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Notowania: piątek, 13 maja 2016			
	Wartość	Zmiana	
		1D	YTD
WIG20	1 815,4	0,0%	-2,4%
WIG30	2 020,9	-0,1%	-2,6%
mWIG40	3 510,6	-0,2%	-1,6%
sWIG80	13 727,3	0,7%	3,9%
WIG	46 063,7	0,1%	-0,9%
WIG Banki	5 798,5	1,2%	-4,7%
WIG Bud	2 832,3	0,0%	-3,2%
WIG Chemia	13 863,7	-0,5%	-15,8%
WIG Dew	1 617,5	-0,4%	6,9%
WIG Energia	2 845,7	0,4%	-2,8%
WIG IT	1 691,7	-0,9%	5,0%
WIG Media	4 253,7	0,5%	7,9%
WIG Paliwa	4 543,5	-0,8%	1,7%
WIG Spoż	3 591,3	-0,3%	5,0%
WIG Surowce	2 035,7	-0,6%	4,0%
WIG Telco	746,5	-0,3%	-7,6%
DAX	9 952,9	0,9%	-7,4%
CAC40	4 320,0	0,7%	-6,8%
BUX	26 556,4	-1,1%	11,0%
S&P500	2 046,6	-0,8%	0,1%
DJIA	17 535,3	-1,0%	0,6%
Nasdaq Comp	4 717,7	-0,4%	-5,8%
Bovespa	51 804,3	-2,7%	19,5%
Nikkei225	16 466,4	0,3%	-13,5%
S&P/ASX 200	5 358,9	0,6%	1,2%
Złoto	1 271,3	0,0%	19,7%
Miedź	4 613,0	-2,0%	-2,0%
Ropa	46,2	-1,0%	13,5%
EUR/PLN	4,40	-0,2%	3,3%
USD/PLN	3,90	0,6%	-0,7%
CHF/PLN	3,99	-0,1%	1,8%
EUR/USD	1,13	-0,7%	4,1%
USD/JPY	108,6	-0,3%	-9,6%

FW20: piątek, 13 maja 2016			
	Wartość	Zmiana 1D	
Kurs otwarcia	1 807	-16	-0,88%
Kurs zamknięcia	1 822	4	0,22%
Kurs min.	1 804	-6	-0,33%
Kurs max.	1 832	-7	-0,38%
Wolumen obrotu	11 945	-1 644	-12,10%
Otwarte pozycje	57 296	-589	-1,02%

System:				
Aktualna pozycja – krótka				
Sygnał otwarcia długiej– 1863				
Ostatnia zmiana sygnału z długiej na krótką - 1933				
Opory	1935	1975	2000	2038
Wsparcia	1800	1786	1727	1700

GPW PODSUMOWANIE

FW20 (1,807.00, 1,832.00, 1,804.00, 1,822.00, +4.00000)



WIG20 (1,812.82, 1,829.07, 1,807.73, 1,815.38, -0.70996)



Indeksy GPW						
Indeks	Open	Low	High	Close	Zmiana	Obrót
WIG20	1 812,8	1 807,7	1 829,1	1 815,4	0,0%	480
WIG30	2 018,9	2 014,3	2 034,6	2 020,9	-0,1%	513
MWIG40	3 521,8	3 521,8	3 521,8	3 510,6	-0,2%	108
SWIG80	13 707,3	13 502,8	13 521,8	13 727,3	0,7%	30
WIG-PL	46 867,3	46 867,3	47 021,0	46 915,2	0,1%	590
WIG	46 020,9	45 933,2	46 261,2	46 063,7	0,1%	598

WIG20	Cena	Mkt Cap	zmiana	
			1D	YTD
Alior	67,45	4 904	0,0%	1,4%
Asseco PL	51,55	4 279	-7,3%	-9,2%
BZ WBK	262,05	26 004	1,7%	-7,7%
CCC	171,00	6 566	1,3%	23,4%
Cyfrowy P.	22,56	14 428	0,0%	8,0%
Enea	10,85	4 790	0,0%	-4,0%
Energia	10,86	4 497	-0,4%	-14,1%
Eurocash	47,00	6 537	-4,5%	-3,1%
KGHM	63,01	12 602	-1,4%	-0,8%
Lotos	30,39	5 618	0,9%	12,6%
LPP	4 875,00	8 947	-2,6%	-12,2%
mBANK	311,35	13 151	-1,0%	-0,8%
Orange	5,92	7 769	-0,2%	-9,8%
Pekao	151,25	39 699	2,1%	5,4%
PGE	12,88	24 083	1,0%	0,7%
PGNIG	5,01	29 559	-2,1%	-2,5%
PKN Orlen	68,75	29 405	-0,4%	1,3%
PKOBP	23,58	29 475	1,9%	-13,7%
PZU	34,00	29 360	-0,2%	-0,1%
Tauron	2,67	4 679	-0,7%	-7,3%

mWIG40	Cena	Mkt Cap	zmiana	
			1D	YTD
Amica	180,80	1 406	0,3%	4,6%
Amrest	220,00	4 667	-0,2%	5,8%
Aparator	30,28	1 002	3,0%	3,9%
Azoty	77,00	7 638	-0,4%	-14,3%
Bioton	9,80	841	-0,5%	-12,4%
Bogdanka	43,80	1 490	-0,5%	8,4%
Boryszew	5,30	1 272	0,2%	6,2%
Budimex	180,00	4 595	-1,0%	-7,4%
CD Projekt	25,69	2 439	0,4%	-0,6%
Ciech	65,50	3 452	0,2%	-3,0%
Comarch	142,00	1 155	-0,2%	-0,2%
Echo	6,85	2 827	-1,9%	2,1%
Emperia	57,00	703	-0,3%	-0,6%
Forte	65,84	1 574	0,2%	10,7%
GetinNoble	0,51	1 352	0,0%	-7,3%
GPW	37,41	1 570	0,1%	-7,1%
GTC	7,00	3 222	1,4%	-2,8%
Grajewo	31,33	2 027	-0,3%	2,7%
Handlowy	72,00	9 407	-1,1%	-12,2%
Hawe	0,65	174	0,0%	-3,0%
ING BSK	117,10	15 235	-0,2%	-6,5%
Integer	71,01	551	-7,8%	-16,9%
Intercars	256,50	3 634	3,1%	14,7%
JSW	17,24	2 024	7,1%	10,5%
Kernel	51,76	4 124	-0,3%	-0,5%
Kęty	341,50	3 224	0,0%	6,1%
Kruk	190,90	3 344	0,3%	3,0%
Medicalg	267,90	926	0,0%	-1,6%
Millennium	4,67	5 665	-1,9%	-15,7%
Netia	4,82	1 678	-0,8%	-4,6%
Neuca	328,30	1 482	-0,4%	6,4%
Orbis	59,55	2 744	-0,8%	-1,3%
PCM	40,50	482	1,2%	9,3%
PKP Cargo	35,40	1 585	-2,3%	-21,3%
Robyg	3,14	826	-1,6%	3,0%
Sanok	59,10	1 589	0,0%	2,8%
Synthos	3,89	5 147	-1,5%	-2,3%
Trakcja	11,78	605	2,4%	-10,8%
Uniwheels	141,00	1 748	-2,1%	-5,4%
Wawel	1 045,00	1 567	-0,7%	2,9%

KOMENTARZ POPOŁUDNIOWY

Nareszcie poznamy rating

Piątkowe notowania nie przyniosły większych zmian na GPW. WIG20 poruszał się w zakresie wycieczonym na dwóch poprzednich sesjach i nadal czuć było atmosferę oczekiwania na wieczorną decyzję o ratingu Polski. Ostatecznie indeks blue chips zakończył dzień neutralną zmianą o -0,04% przy podobnych do standardu z ostatnich dni obrotach 479 mln zł. Wśród pozytywów warto wymienić ruch w górę akcji Pekao SA (+2%) poparty wyraźną zwyżką obrotów (73 mln zł). Najslabszy wynik w WIG20 odnotowały walory Eurocash spadające o 4,4% po publikacji wyników, a w oczekiwaniu na publikację za IQ kolejny spadek zanotowały akcje KGHM (-1,3%). Na szerokim rynku ponownie spory obrót i zmienność obserwujemy na akcjach JSW – tym razem podrożały o 7,1% po publikacji niezłego raportu finansowego. Dzisiejsza sesja była ostatnim dniem wyczekiwania na decyzję ratingową Moody's. Przyznam szczerze, że nie przypominam sobie równie wielkiego oczekiwania w Polsce na komunikat agencji ratingowej, nie tylko wśród inwestorów, ale przede wszystkim ze strony pozarynkowej – w mediach i wśród polityków. Dodając do tego trendy z ostatnich tygodni wydaje się, że zmiana ratingu jest już mocno zdyskontowana w cenach, a reakcja złotówki i giełdy w przyszłym tygodniu zdaje się być potencjalnie dużo bardziej atrakcyjna dla inwestorów grających na umocnienie rodzimych aktywów. Brak ciekawych wydarzeń na początku przyszłego tygodnia – bez wątplenia przez to kolejne dni na GPW będą dużo ciekawsze niż mijający tydzień.

Piotr Kaczmarek, CFA

**INFORMACJE ZE SPÓŁEK**

<b>Lotos</b>	Robert Pietryszyn nowym prezesem spółki. Wcześniej był p.o. prezesa.
<b>WP.PL</b>	Wirtualna Polska może wydać w tym roku na akwizycje w e-commerce do 120 mln PLN. Przejścia są planowane tylko w tym sektorze. Spółka chce uruchomić projekt telewizyjny WP1 przed świętami Bożego Narodzenia. Wirtualna Polska informowała wcześniej, że jej strategicznym celem jest osiągnięcie 50 proc. przychodów i EBITDA z rynku e-commerce.
<b>Netia</b>	Netia we wrześniu rozpocznie wdrażanie programu Local Netia. Będzie on polegał na stworzeniu sieci lokalnych firm partnerskich, które mają być blisko klienta. Programy pilotażowe Local Netia wypadają obiecująco, a w ocenie spółki projekt niesie za sobą dużo synergii kosztowych oraz potencjału do poprawy jakości obsługi oraz efektywności sprzedażowej.
<b>Mennica</b>	MetLife OFE zwiększył swój udział w Mennicy Polskiej do 5,49 proc. udziału w kapitale zakładowym. Wcześniej fundusz miał 4,9%.
<b>Unibep</b>	Unibep zawarł kontrakt na wybudowanie w technologii modułowej budynku w ramach inwestycji pod nazwą "Dockside bygg C" w Norwegii. Wartość umowy to 15,124 mln PLN.
<b>Alumetal</b>	Alumetal zakontraktował 97% zabudżetowanych wydatków inwestycyjnych związanych z budową zakładu na Węgrzech. Spółka ocenia, że projekt przebiega zgodnie z planem, zarówno jeśli chodzi o harmonogram, jak i budżet inwestycji.  Spółka zamierza w kolejnych kwartałach, podobnie jak w 1Q'16, koncentrować się na marżach, a nie na wolumenach. Spółka pozytywnie ocenia perspektywy 2016 roku.
<b>PCM</b>	Aviva OFE ma ponad 10% akcji spółki.
<b>CEZ</b>	Grupa CEZ jest zainteresowana aktywami ciepłowniczymi EDF w Polsce.
<b>Asseco Poland</b>	Grupa Asseco Poland ocenia, że jej portfel zamówień daje podstawy do patrzenia z optymizmem na perspektywy tego roku. Udział rynków zagranicznych w backlogu jest podobny jak w strukturze sprzedaży. Backlog na 2016 r. ma obecnie wartość 5,62 mld PLN (+15% r/r).
<b>PHN</b>	Polski Holding Nieruchomości jest w trakcie aktualizacji strategii, przede wszystkim chce zagospodarować istniejący majątek, skupiając się na najmie. Jak podał wiceprezes Piotr Staroń, spółka podtrzymuje plany przeprowadzenia programu emisji obligacji o wartości 500-600 mln PLN. Pierwsza transza miałaby wynieść 150 mln PLN.
<b>Agora</b>	Agora zweryfikowała część celów strategicznych ogłoszonych w 2014 r., ze względu na szybszą realizację pierwotnych założeń. Zarząd nadal ocenia perspektywy na 2016 r. pozytywnie, choć jest nastawiony mniej optymistycznie niż na początku roku.  Prezes przypomniał, że w przypadku segmentu prasy nowe cele zostały ogłoszone kilka miesięcy temu (obecnie cel 90 tys. prenumerat cyfrowych wobec poprzednio 75 tys.).  Ponadto spółka zakłada obecnie, że Stopklatka TV będzie w 2016 r. rentowna, a w dłuższym terminie będzie systematycznie poprawiać rentowność i oglądalność.  Nowy kanał telewizyjny Metro, o charakterze filmowym, dokumentalnym i lifestyle'owym, ma ruszyć na multipleksie cyfrowym MUX-8 w 4Q'16. W ciągu 4-5 lat nakłady inwestycyjne na nowy kanał wyniosą 20-30 mln PLN. W tym czasie ma on osiągnąć rentowność oraz oglądalność powyżej 1%.  W przypadku segmentu internet spółka zmieniła wskaźniki realizacji celów. Zakłada obecnie osiągnięcie 34 mln zł zysku EBIT w 2018 r. Wcześniej spółka zakładała, że marża EBIT tego segmentu wyniesie w 2018 r. 20% (24,2 mln PLN w '15).  Nowym celem segmentu radio jest wyższa marża EBIT. Ma ona wynieść w 2017 r. 12-15% wobec 9% zakładanych wcześniej.  Mimo, że zarząd Agory zarekomendował, by w tym roku spółka wypłaciła 0,75 PLN dywidendy na akcję, to podtrzymuje politykę dywidendową, która zakłada wypłatę 0,5 PLN na akcję, w kolejnych latach
<b>Handlowy</b>	Bank Handlowy planuje w 4Q'16 przedstawić aktualizację strategii. Bank nie wyklucza, że jego ROE na koniec 2016 roku będzie dwucyfrowe.

<b>Emperia</b>	W 1Q'16 spółka miała 7,6 mln PLN zysku netto (konsensus 13,5 mln PLN), 21,2 mln PLN EBITDA (27,4 mln PLN) przy 605,5 mln PLN sprzedaży (606,2 mln PLN).																																																																																											
<b>Selena</b>	W 1Q'16 spółka miała 6,5 mln straty netto (-7,8 mln PLN przed rokiem), 4 mln PLN straty EBIT (-7,8 mln PLN) przy 178,7 mln PLN sprzedaży (185,8 mln PLN).																																																																																											
<b>XTB</b>	W 1Q'16 spółka miała 31,9 mln PLN zysku netto (49,8 mln PLN przed rokiem) przy 82,8 mln PLN sprzedaży (95,5 mln PLN).																																																																																											
<b>PKP Cargo</b>	W 1Q'16 spółka miała 65 mln PLN straty netto (24,3 mln PLN zysku przed rokiem), 61,8 mln PLN straty EBIT (+32,4 mln PLN) przy 1,034 mld PLN przychodów (0,899 mld PLN).																																																																																											
<b>Bogdanka</b>	W 1Q'16 spółka miała 54,1 mln PLN zysku netto (32,5 mln PLN przed rokiem), 78,9 mln PLN EBIT (48,2 mln PLN) przy 420,6 mln PLN sprzedaży (428,3 mln PLN).																																																																																											
<b>Enea</b>	W 1Q'16 spółka miała 290,4 mln PLN zysku netto (265,3 mln PLN przed rokiem), 388,6 mln PLN EBIT (327,3 mln PLN) przy 2,937 mld PLN przychodów (2,446 mld PLN).																																																																																											
<b>Elektrotim</b>	W 1Q'16 spółka miała 3 mln PLN straty netto (-1,5 mln PLN przed rokiem), 2,1 mln PLN straty EBIT (-1,7 mln PLN) przy 47,8 mln PLN przychodów (48,4 mln PLN).																																																																																											
<b>Konsorcjum Stali</b>	W 1Q'16 spółka miała 5,3 mln PLN zysku netto (6,5 mln PLN przed rokiem), 6,9 mln PLN EBIT (8,6 mln PLN) przy 256,4 mln PLN przychodów (284,4 mln PLN).																																																																																											
<b>ZE PAK</b>	Q 1Q'16 spółka miała 74 mln PLN zysku netto (35 mln PLN przed rokiem), 114,4 mln PLN EBIT (37,8 mln PLN) przy 680 mln PLN przychodów (755,2 mln PLN).																																																																																											
<b>Polimex</b>	<p>Spółka opublikowała wyniki z 1Q'16</p> <p><i>BDM: Wyniki sporo powyżej naszych prognoz i 1Q'15. Dobre wyniki na poziomie operacyjnym w produkcji oraz energetyce (po skorygowaniu marży w dół w 4Q'15), minimalna strata w infrastrukturze. Słaby cash flow operacyjny: -85,1 mln PLN (+12,3 mln PLN w 1Q'15), w dużej mierze oczekiwany, biorąc pod uwagę poziom zaangażowania największych kontraktów energetycznych.</i></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="7">Wyniki Polimex [mln PLN]</th> </tr> <tr> <th></th> <th>1Q'15</th> <th>1Q'16</th> <th>zmiana r/r</th> <th>1Q'16P BDM</th> <th>odchyl.</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Przychody ze sprzedaży</td> <td>511,0</td> <td>642,0</td> <td>25,6%</td> <td>533,5</td> <td>20,3%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Zysk brutto ze sprzedaży</td> <td>40,8</td> <td>55,8</td> <td>36,6%</td> <td>37,3</td> <td>49,4%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Zysk na sprzedaży</td> <td>18,1</td> <td>32,1</td> <td>77,8%</td> <td>16,9</td> <td>90,5%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>22,4</td> <td>46,0</td> <td>105,7%</td> <td>23,5</td> <td>96,1%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>17,5</td> <td>37,6</td> <td>114,8%</td> <td>15,8</td> <td>137,1%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Zysk (strata) brutto</td> <td>10,2</td> <td>29,1</td> <td>184,9%</td> <td>10,3</td> <td>181,8%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Zysk (strata) netto</td> <td>9,9</td> <td>26,3</td> <td>165,9%</td> <td>8,4</td> <td>213,8%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Marża zysku brutto ze sprzedaży</td> <td>8,0%</td> <td>8,7%</td> <td></td> <td>7,0%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Marża EBITDA</td> <td>4,4%</td> <td>7,2%</td> <td></td> <td>4,4%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Marża EBIT</td> <td>3,4%</td> <td>5,9%</td> <td></td> <td>3,0%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Marża zysku netto</td> <td>1,9%</td> <td>4,1%</td> <td></td> <td>1,6%</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>Źródło: BDM S.A., spółka</p>	Wyniki Polimex [mln PLN]								1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	odchyl.		Przychody ze sprzedaży	511,0	642,0	25,6%	533,5	20,3%		Zysk brutto ze sprzedaży	40,8	55,8	36,6%	37,3	49,4%		Zysk na sprzedaży	18,1	32,1	77,8%	16,9	90,5%		EBITDA	22,4	46,0	105,7%	23,5	96,1%		EBIT	17,5	37,6	114,8%	15,8	137,1%		Zysk (strata) brutto	10,2	29,1	184,9%	10,3	181,8%		Zysk (strata) netto	9,9	26,3	165,9%	8,4	213,8%		Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,0%	8,7%		7,0%			Marża EBITDA	4,4%	7,2%		4,4%			Marża EBIT	3,4%	5,9%		3,0%			Marża zysku netto	1,9%	4,1%		1,6%		
Wyniki Polimex [mln PLN]																																																																																												
	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	odchyl.																																																																																							
Przychody ze sprzedaży	511,0	642,0	25,6%	533,5	20,3%																																																																																							
Zysk brutto ze sprzedaży	40,8	55,8	36,6%	37,3	49,4%																																																																																							
Zysk na sprzedaży	18,1	32,1	77,8%	16,9	90,5%																																																																																							
EBITDA	22,4	46,0	105,7%	23,5	96,1%																																																																																							
EBIT	17,5	37,6	114,8%	15,8	137,1%																																																																																							
Zysk (strata) brutto	10,2	29,1	184,9%	10,3	181,8%																																																																																							
Zysk (strata) netto	9,9	26,3	165,9%	8,4	213,8%																																																																																							
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,0%	8,7%		7,0%																																																																																								
Marża EBITDA	4,4%	7,2%		4,4%																																																																																								
Marża EBIT	3,4%	5,9%		3,0%																																																																																								
Marża zysku netto	1,9%	4,1%		1,6%																																																																																								

**Mostostal Zabrze**

Spółka opublikowała raport za 1Q'16

*BDM: Wyniki są generalnie słabe (głównie w podstawowym segmencie montażowo-produkcyjnym), ale wypadły lekko powyżej naszych prognoz (poziom przychodów oraz marża brutto ze sprzedaży). Saldo pozostałej działalności operacyjnej: +2,7 mln PLN (rok temu +1,6 mln PLN), zakładaliśmy podobny poziom w prognozach (rozpoznano m.in. zysk na sprzedaży nieruchomości). Cash flow operacyjny: -4,3 mln PLN (vs -12,2 mln PLN w 1Q'15).*

**Wyniki MS Zabrze [mln PLN]**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	odchyl.
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>172,1</b>	<b>167,2</b>	<b>-2,9%</b>	<b>161,2</b>	<b>3,7%</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	14,1	12,1	-14,0%	11,0	9,8%
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>3,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-88,5%</b>	<b>-0,6</b>	-
Saldo PPO/PKO	1,6	2,7	64,6%	2,9	-8,9%
EBITDA	8,6	6,6	-23,2%	6,0	11,1%
EBIT	5,1	3,1	-39,9%	2,3	31,3%
Zysk (strata) brutto	3,4	1,6	-51,9%	1,3	21,3%
Zysk (strata) netto	1,8	0,9	-	0,9	-1,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,2%	7,2%		6,8%	
Marża EBITDA	5,0%	4,0%		3,7%	
Marża EBIT	3,0%	1,8%		1,4%	
Marża zysku netto	1,1%	0,6%		0,6%	

Źródło: BDM S.A., spółka

**Wyniki wg segmentów [mln PLN]**

Wyniki spółki	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
<b>Przychody</b>	<b>118,8</b>	<b>120,9</b>	<b>150,7</b>	<b>184,7</b>	<b>158,2</b>	<b>215,1</b>	<b>241,0</b>	<b>248,4</b>	<b>172,1</b>	<b>174,8</b>	<b>214,3</b>	<b>196,9</b>	<b>167,2</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	10,4	7,8	12,5	15,1	15,1	19,2	21,2	18,3	14,1	11,1	15,2	17,2	0,0
rentowność	8,7%	6,4%	8,3%	8,2%	9,5%	8,9%	8,8%	7,4%	8,2%	6,4%	7,1%	8,7%	0,0%
EBIT	1,9	2,4	6,3	4,5	7,7	9,2	10,5	5,4	5,1	13,5	4,9	3,3	0,0
rentowność	1,6%	2,0%	4,2%	2,4%	4,8%	4,3%	4,4%	2,2%	3,0%	7,7%	2,3%	1,7%	0,0%
<b>EBIT skoryg</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,1</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>8,0</b>	<b>10,4</b>	<b>7,3</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>	<b>0,0</b>
rentowność	-0,7%	-2,6%	0,7%	1,9%	2,6%	3,7%	4,3%	3,0%	2,0%	-0,4%	2,0%	2,6%	0,0%
EBITDA	5,2	5,8	9,6	8,1	11,0	12,8	14,2	9,2	8,6	16,9	8,3	-11,0	0,0
rentowność	4,4%	4,8%	6,4%	4,4%	6,9%	5,9%	5,9%	3,7%	5,0%	9,7%	3,9%	-5,6%	0,0%
<b>Montaż-produkcja</b>	<b>1Q'13</b>	<b>2Q'13</b>	<b>3Q'13</b>	<b>4Q'13</b>	<b>1Q'14</b>	<b>2Q'14</b>	<b>3Q'14</b>	<b>4Q'14</b>	<b>1Q'15</b>	<b>2Q'15</b>	<b>3Q'15</b>	<b>4Q'15</b>	<b>1Q'16</b>
Przychody	65,2	64,0	87,1	115,2	100,6	145,0	167,5	164,0	107,2	103,7	113,6	108,9	85,0
EBIT	1,3	-1,9	0,4	3,3	6,8	6,5	6,7	3,8	3,2	9,9	3,5	-1,8	0,1
rentowność	2,0%	-2,9%	0,4%	2,9%	6,7%	4,5%	4,0%	2,3%	3,0%	9,5%	3,1%	-1,6%	0,2%
<b>Konstrukcje przemysłowe</b>	<b>1Q'13</b>	<b>2Q'13</b>	<b>3Q'13</b>	<b>4Q'13</b>	<b>1Q'14</b>	<b>2Q'14</b>	<b>3Q'14</b>	<b>4Q'14</b>	<b>1Q'15</b>	<b>2Q'15</b>	<b>3Q'15</b>	<b>4Q'15</b>	<b>1Q'16</b>
Przychody	29,8	28,0	24,3	23,5	24,1	21,4	20,3	23,6	22,0	21,6	21,2	25,4	29,4
EBIT	1,0	1,4	0,9	0,7	0,9	0,6	0,1	0,5	0,0	-1,7	0,3	2,1	1,3
rentowność	3,4%	5,2%	3,6%	2,8%	3,7%	3,0%	0,6%	2,1%	0,2%	-8,1%	1,6%	8,1%	4,5%
<b>Ogólne i inżynieryjne</b>	<b>1Q'13</b>	<b>2Q'13</b>	<b>3Q'13</b>	<b>4Q'13</b>	<b>1Q'14</b>	<b>2Q'14</b>	<b>3Q'14</b>	<b>4Q'14</b>	<b>1Q'15</b>	<b>2Q'15</b>	<b>3Q'15</b>	<b>4Q'15</b>	<b>1Q'16</b>
Przychody	18,3	27,0	36,7	44,0	30,9	45,1	48,9	57,0	39,3	45,4	75,2	56,7	47,7
EBIT	-1,7	2,1	-0,2	2,4	0,4	1,3	2,4	1,2	1,1	2,7	1,5	3,2	0,6
rentowność	-9,0%	7,9%	-0,6%	5,5%	1,3%	2,8%	4,8%	2,1%	2,8%	6,0%	2,0%	5,6%	1,2%
<b>Inne</b>	<b>1Q'13</b>	<b>2Q'13</b>	<b>3Q'13</b>	<b>4Q'13</b>	<b>1Q'14</b>	<b>2Q'14</b>	<b>3Q'14</b>	<b>4Q'14</b>	<b>1Q'15</b>	<b>2Q'15</b>	<b>3Q'15</b>	<b>4Q'15</b>	<b>1Q'16</b>
Przychody	5,5	1,8	2,3	2,2	2,6	3,5	4,3	3,8	3,5	4,2	4,4	5,9	5,1
EBIT	0,7	0,6	0,7	-2,4	0,7	0,6	0,7	-0,6	0,7	1,5	0,0	-0,1	0,4
rentowność	13,1%	33,5%	29,2%	-113,1%	25,4%	17,4%	15,4%	-16,5%	19,3%	35,1%	0,8%	-1,5%	7,4%
<b>Wyłączenia</b>	<b>1Q'13</b>	<b>2Q'13</b>	<b>3Q'13</b>	<b>4Q'13</b>	<b>1Q'14</b>	<b>2Q'14</b>	<b>3Q'14</b>	<b>4Q'14</b>	<b>1Q'15</b>	<b>2Q'15</b>	<b>3Q'15</b>	<b>4Q'15</b>	<b>1Q'16</b>
Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,5	0,0	4,6	0,5	-1,1	0,1	0,7	0,6	0,1	1,2	-0,5	-0,1	0,6

Źródło: BDM S.A., spółka

**Libet**

Spółka opublikowała raport za 1Q'16

*BDM: Wyniki są bardzo słabe i wyraźnie poniżej oczekiwań. Ujemna EBITDA zdarzała się w sezonowo najstarszym 1Q, gdy spółka miała 10-15 mln PLN sprzedaży, ale nie w przypadku, gdy jest to >30 mln PLN. Kolejny raz rosną znacznie koszty SG&A. Cash flow operacyjny: +0,1 mln PLN (vs -4,5 mln PLN rok temu).*

*Zwracamy uwagę, że w sprawozdaniu za 2015 rok spółka informowała, że zmianie uległy zasady rozliczania kosztów stałych występujących w miesiącach, w których nie występuje produkcja ze względu na sezonowość branży (obecnie koszty stałe dotyczące miesięcy nieprodukcyjnych mogą być aktywowane tylko w ramach danego roku obrotowego - nie mogą być natomiast przenoszone pomiędzy poszczególnymi latami). Wyniki porównywalne za 1Q'15 pozostały jednak bez zmian – na tej podstawie wydaje nam się, że wyniki 1Q'16 są po prostu bardzo słabe.*

**Wyniki Libet [mln PLN]**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	odchyl
Przychody	33,0	33,1	0,3%	29,7	11,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,7	0,4	-93,7%	3,6	-89,9%
Zysk na sprzedaży	-3,2	-10,5	-	-4,8	-
EBITDA	1,7	-4,4	-	0,9	-
EBIT	-3,5	-10,1	-	-4,9	-
Zysk (strata) brutto	-5,0	-11,6	-	-6,3	-
Zysk (strata) netto	-4,0	-9,3	-	-5,1	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,3%	1,1%		12,0%	
Marża EBITDA	5,2%	-13,3%		2,9%	
Marża EBIT	-10,6%	-30,6%		-16,6%	
Marża zysku netto	-12,1%	-28,2%		-17,1%	

Źródło: BDM S.A., spółka

**Voxel**

Spółka opublikowała raport za 1Q'16

*BDM: Wyniki są słabsze r/r i poniżej naszych prognoz. Zwraca uwagę wzrost kosztów SG&A o 1,9 mln PLN r/r (pod koniec 1Q'16 miały miejsce zmiany w zarządzie – odprawy wyniosły 1,0 mln PLN – nie uwzględnialiśmy w naszych prognozach).*

**Wyniki Voxel [mln PLN]**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	26,0	28,7	10,5%	28,6	0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	7,7	8,1	5,5%	9,2	-11,4%
- usługi med. + radiofarmaceutyki	5,1	5,4	6,3%	6,2	-13,0%
- IT	2,4	2,6	4,6%	2,9	-12,7%
- pozostałe	0,1	0,1	-5,2%	0,0	-
Zysk na sprzedaży	3,5	2,1	-41,0%	4,8	-57,2%
EBITDA	7,5	5,7	-23,0%	8,5	-32,6%
EBIT	4,1	2,6	-36,1%	5,2	-49,9%
Zysk (strata) brutto	3,2	2,1	-35,0%	4,6	-54,9%
Zysk (strata) netto	3,2	1,5	-52,2%	3,8	-59,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,7%	28,3%		32,0%	
Marża EBITDA	9,4%	8,9%		10,2%	
Marża EBIT	15,7%	9,1%		18,2%	
Marża zysku netto	12,2%	5,3%		13,1%	

Źródło: BDM S.A., spółka



**Harper**

Spółka opublikowała wyniki z 1Q'16

*BDM: Kolejne słabe wyniki. Wzrost sprzedaży (na wszystkich głównych rynkach), ale też mocny spadek marży brutto ze sprzedaży. Na oczyszczonym EBIT spółka ma stratę. Dług netto: 100,7 mln PLN.*

**Wyniki Harper [mln PLN]**

	1Q'14	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	50,5	42,2	49,1	16,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	15,3	12,9	12,0	-7,0%
Zysk na sprzedaży	2,0	-0,1	-1,7	-
EBITDA	4,3	2,3	4,0	70,7%
EBIT	2,1	-0,1	0,5	--
Zysk (strata) brutto	1,4	-0,6	-0,3	--
Zysk (strata) netto	16,3	-1,4	0,0	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,3%	30,6%	24,4%	
Marża EBITDA	8,5%	5,6%	8,1%	
Marża EBIT	4,2%	-0,1%	0,9%	
Marża zysku netto	32,4%	-3,2%	0,1%	

Źródło: BDM S.A., spółka

**Selena FM**

Spółka opublikowała raport za 1Q'16

*BDM: Wyniki bliskie naszym prognozom, oczyszczone nawet powyżej. Sezonowo 1Q jest najstarszy w roku. Strata na sprzedaży jest minimalna (-0,3 mln PLN) – w poprzednich latach wynosiła co najmniej kilka mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -3,7 mln PLN (głównie -2,3 mln PLN na odpisie na należności – na konferencji po 4Q'15 spółka sygnalizowała zaostrzenie polityki w zakresie terminów dokonywania odpisów w tym obszarze). Saldo różnic kursowych jest ujemne: -1,1 mln PLN (kluczowy dla różnic rubel w 2Q'16 notuje umocnienie). Cash flow operacyjny +11,2 mln PLN (vs -3,5 mln PLN w 1Q'15).*

*Zwracamy uwagę, że od początku 2016 roku kluczowe polskie spółki grupy rozpoczęły pracę w systemie informatycznym klasy ERP. Wdrożenie systemu spowodowało opóźnienia w wysyłkach wyrobów gotowych z zakładów produkcyjnych do klientów. Aktualnie system znajduje się w fazie stabilizacji. Wdrożenie systemu powinno pozwolić na oszczędności m.in. w obszarze zarządzania dostawami, produkcją i magazynem.*

*Ceny podstawowych surowców używanych do produkcji artykułów chemii budowlanej przez cały rok 2015 i 1Q'16 wykazywały dużą stabilność z lekkimi spadkami (z wyjątkiem surowców do produkcji uszczelnaczy). W 2Q'16 spółka oczekuje utrzymania się tego trendu. Na 2H'16 oczekiwany jest natomiast „pewien wzrost cen” na większość surowców do produkcji pian i silikonów. Jednocześnie spółka wdraża nowe produkty o wyższej marży jednostkowej.*

**Wyniki Selena FM [mln PLN]**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	odchyl
Przychody ze sprzedaży	185,8	178,7	-3,8%	169,9	5,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	55,0	57,8	5,0%	54,6	5,9%
Zysk na sprzedaży	-3,9	-0,3	-	-1,7	-
PPO/PKO	-3,9	-3,7	-	-3,2	15,8%
EBITDA	-1,6	1,6	-	1,7	-8,5%
EBIT	-7,8	-4,0	-	-4,9	-
Zysk (strata) brutto	-6,4	-6,5	-	-6,9	-
Zysk (strata) netto	-7,8	-6,5	-	-5,6	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,6%	32,3%		32,1%	
Marża EBITDA	-0,8%	0,9%		1,0%	
Marża EBIT	-4,2%	-2,2%		-2,9%	
Marża zysku netto	-4,2%	-3,6%		-3,3%	

Źródło: BDM S.A., spółka

**LC Corp**

Spółka wypracowała w 1Q'16 ok. 86,3 mln PLN przychodów, ok. 32,0 mln PLN EBIT i 18,3 mln PLN zysku netto. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł 11,3 mln PLN (vs -38,4 mln PLN w 1Q'15).

**Helio**

Po trzech kwartałach roku obrotowego 2015/16 spółka wypracowała 106,8 mln PLN przychodów, ok. 5,7 mln PLN EBIT i 3,9 mln PLN zysku netto.

**Wasko**

Spółka opublikowała wyniki za 1Q'16.

**Wyniki Wasko w 1Q'16**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	
Przychody	115,8	44,6	-61,5%	69,9	-36,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	21,4	9,2	-57,0%	11,9	-22,6%
EBITDA	16,8	2,8	-83,4%	5,2	-45,8%
EBIT	13,4	-0,7	-	1,1	-
Zysk netto	10,6	-0,4	-	1,0	-
marża brutto ze sprzedaży	18,47%	20,63%		17,01%	
marża EBITDA	14,52%	6,28%		7,39%	
marża EBIT	11,58%	-1,57%		1,63%	
marża netto	9,12%	-0,90%		1,41%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

*BDM: Tak jak oczekiwaliśmy w 1Q'16 Wasko weszło w okres raportowania słabszych rezultatów. Przyczyną jest brak przetargów z nowej perspektywy finansowej UE i bardzo wysoka baza z 1Q'15, na którą wpłynęło ostateczne rozliczenie budowy Dolnośląskiej Sieci Szerokopasmowej, skala spowolnienia s segmencie administracji publicznej okazała się jednak większa niż pierwotnie przypuszczaliśmy. Okresowe spowolnienie nie powinno negatywnie wpłynąć na sytuację płynnościową spółki, gdyż w dalszym ciągu posiada ona prawie 54 mln PLN gotówki netto.*

**Impel**

Przychody w 1Q'16 wyniosły 481,1 mln PLN, EBIT spadł do 6,4 mln PLN (w 1Q'15 ok. 9,3 mln PLN). Wynik netto był bliski 2,7 mln PLN.

**Inpro**

Deweloper wypracował w 1Q'16 ok. 41,6 mln PLN przychodów oraz niemal 4,0 mln PLN EBIT. Wynik netto wzrósł do 2,8 mln PLN.

**Comp**

Spółka opublikowała wyniki za 1Q'16.

**Wyniki Compu w 1Q'16**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	
Przychody	142,5	92,1	-35,4%	104,0	-11,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	47,4	27,4	-42,2%	26,4	3,8%
EBITDA	21,0	6,4	-69,6%	7,8	-17,9%
EBIT	16,7	0,8	-95,2%	2,7	-70,4%
Zysk netto	9,5	-3,4	-	0,7	-
marża brutto ze sprzedaży	33,2%	29,8%		25,4%	
marża EBITDA	14,8%	6,9%		7,5%	
marża EBIT	11,7%	0,9%		2,6%	
marża netto	6,7%	-3,7%		0,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

*BDM: Wyraźnie słabsze wyniki r/r są rezultatem splotu dwóch czynników. Pierwszym z nich jest wysoka baza w segmencie retail z zeszłego roku, kiedy to nowe grupy podatników w Polsce zostały objęte obowiązkiem posiadania kas fiskalny, co wywołało zwiększony popyt na urządzenia produkowane przez Comp. W tym roku taka sytuacja nie miała miejsca, a dodatkowo na wynikach segmentu IT odbija się spowolnienie w administracji publicznej. Kolejne okresy nie powinny już skutkować tak silną erozją wyników, a w 2H'16 możliwa jest nawet ich odbudowa.*



**Elzab**

Spółka opublikowała wyniki za 1Q'16.

**Wyniki Elzabu w 1Q'16**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	
Przychody	39,2	21,5	-45,1%	25,3	-15,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	13,6	7,4	-45,8%	8,5	-13,0%
EBITDA	8,9	3,8	-56,8%	4,0	-3,8%
EBIT	7,9	2,6	-66,9%	2,9	-7,9%
Zysk netto	4,8	0,6	-86,9%	2,1	-70,5%
marża brutto ze sprzedaży	34,7%	34,3%		33,5%	
marża EBITDA	22,7%	17,8%		15,7%	
marża EBIT	20,2%	12,2%		11,3%	
marża netto	12,3%	2,9%		8,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

*BDM: Tak jak oczekiwaliśmy 1Q'16 skutkowało wyraźnym pogorszeniem wyników w ujęciu r/r. Powodem jest brak dużych fiskalizacji zarówno w Polsce jak i na rynkach zagranicznych, na których Elzab sprzedaje swoje produkty.*

**Elektrobudowa**

Spółka wypracowała w 1Q'16 ok. 214,8 mln PLN przychodów, ok.2,5 mln PLN EBIT i 1,6 mln PLN zysku netto.

**Arctic Paper**

Spółka wypracowała w 1Q'16 ok. 778,6 mln PLN przychodów oraz 41,4 mln PLN EBIT (konsensus zakładał 28,9 mln PLN). Wynik netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł 8,3 mln PLN.

**Tesgas**

Spółka wypracowała w 1Q'16 ok. 10,1 mln PLN przychodów. Strata EBIT wyniosła ok. 1,7 mln PLN, natomiast na poziomie netto ponad 1,8 mln PLN.

**Stalprodukt**

Spółka podała dane za 1Q'16.

**Wyniki Stalprodukt w 1Q'16**

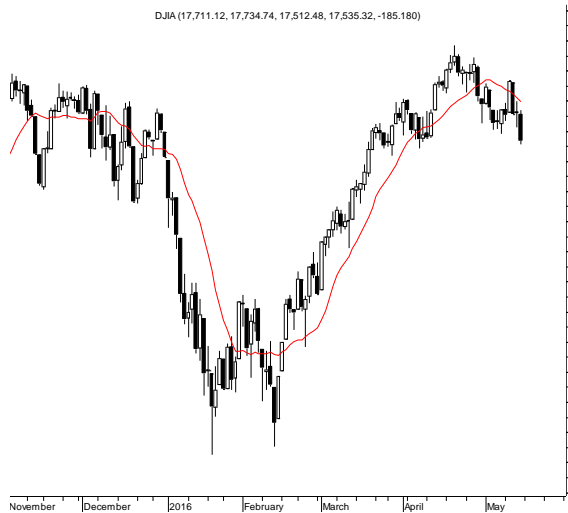
	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	realizacja	2015	2016P
Przychody	751.1	679.7	-10%	757.4	90%	3 128.3	3 029.5
segment blach	156.7	156.1	0%	176.8	88%	664.0	670.8
segment profili	166.2	142.4	-14%	141.3	101%	658.0	632.2
segment cynku	377.8	345.5	-9%	386.6	89%	1 601.4	1 512.9
Wyniki segmentów	103.7	123.7	19%	82.9	149%	469.8	289.8
segment blach	29.8	41.5	39%	36.8	113%	174.7	126.2
segment profili	4.0	2.5	-39%	1.4	174%	23.6	21.8
segment cynku	66.2	74.4	12%	42.1	177%	252.0	124.2
<b>EBITDA</b>	<b>110.2</b>	<b>114.2</b>	<b>4%</b>	<b>86.3</b>	<b>132%</b>	435.5	310.7
EBIT	74.5	80.2	8%	49.4	162%	292.2	161.1
Saldo finansowe	-10.7	7.9	---	3.5	226%	-3.9	11.8
<b>Wynik netto</b>	<b>42.0</b>	<b>65.7</b>	<b>56%</b>	<b>43.5</b>	<b>151%</b>	<b>220.0</b>	<b>142.7</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

*BDM: Wyniki okazały się wyższe niż nasze założenia. Odchylenie w segmencie blach i profili traktujemy jako niewielkie. Istotne zaskoczenie in plus występuje w segmencie cynku. Sądzymy, że jest to efekt wdrożonej wcześniej polityki zabezpieczeń (bowiem ceny cynku w 1Q'16 zachowywały się słabo). Zakładamy, że kolejne kwartały przyniosą już erozję wyników spółki w ujęciu r/r (coraz mniejszy efekt polityki zabezpieczeń w segmencie cynku; drożący wsad do produkcji wyrobów końcowych ze stali).*

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.