

piątek, 13 lutego 2015 | opracowanie cykliczne

## Prognozy wyników kwartalnych: 4Q 2014

### Rynek akcji

#### Finanse

Oczekujemy, iż wyniki banków w Polsce będą pod presją ze względu na obniżki stóp procentowych w październiku oraz niższe opłaty interchange. Jednocześnie oczekujemy kolejnych strat w Erste Banku oraz OTP z powodu odpisów odpowiednio na Rumunię oraz Ukrainę. Presja na wyniki będzie także widoczna w PZU ze względu na niższy wynik lokacyjny w 4Q'14. Ponadto, oczekujemy solidnych wyników od Kruka.

#### Paliwa

Raportowane wyniki rafinerii będą pod presją odpisów na zapasach i ujemnych różnic kursowych, ale oczyszczone rezultaty powinny odzwierciedlać korzystne makro. W PGNiG spodziewamy się słabych wyników na wydobyciu oraz negatywnego wpływu USD/PLN na segment obrotu.

#### Energetyka

W spółkach energetycznych wyniki 4Q będą pod presją tworzonych rezerw aktuarialnych w związku ze spadkiem stopy dyskontowej. Oczyszczone rezultaty nie powinny przynieść niespodzianek w kontekście wyników poprzednich kwartałów.

#### Telekomunikacja, Media, IT

Asseco Poland poprawi istotnie linię EBITDA, jednak może zaraportować kolejne rezerwy dot. projektu ŚKUP. Wyniki Agory będą stabilne R/R dzięki dobrej sprzedaży w Heliosie.

#### Górnictwo i Metale

W spółkach węglowych pomimo poprawy wyników operacyjnych inwestorzy będą zwracali uwagę przede wszystkim na ocenę perspektyw 2015 ze strony zarządów. Spółkom wydobywczym pomaga słaby PLN, jedynie KGHM w kopalniach amerykańskich nie jest w stanie zamortyzować spadku cen metali.

#### Przemysł

W 4Q'14 oczekujemy, że 42% obserwowanych spółek przemysłowych poprawi zeszłoroczne rezultaty (wysoka baza porównawcza analogicznego okresu roku ubiegłego). Proporcja spółek poprawiających rezultaty będzie zbliżona do tej zanotowanej w 3Q'14 (43%). Oczekujemy jednocześnie, że 27% spółek pogorszy ubiegłoroczne rezultaty. Wśród kandydatów do największych pozytywnych zaskoczeń widzielibyśmy Cognor, Elemental Holding, Impexmetal, Kernel, Synthos, Ursus i Zetkama.

#### Budownictwo

W sektorze budowlanym czwarty kwartał jest sezonowo jednym z najlepszych. Szacujemy, że 8 na 10 analizowanych przez nas spółek budowlanych poprawiło wyniki. Szczególnie wysokiej dynamiki wzrostu zysku oczekujemy w Torpolu i Unibepie.

#### Deweloperzy

Spodziewamy się istotnego wzrostu wyników R/R w Robygu, Dom Development, LC Corp i J.W. Construction, a podobnych R/R wyników w Polnordzie, zaś bardzo słabych w Ronsonie. Bardzo słabe wyniki większości deweloperów komercyjnych, związane z odpisami wartości nieruchomości. Jedynie Echo powinno poprawić zyski w stosunku do ubiegłego roku.

#### Handel

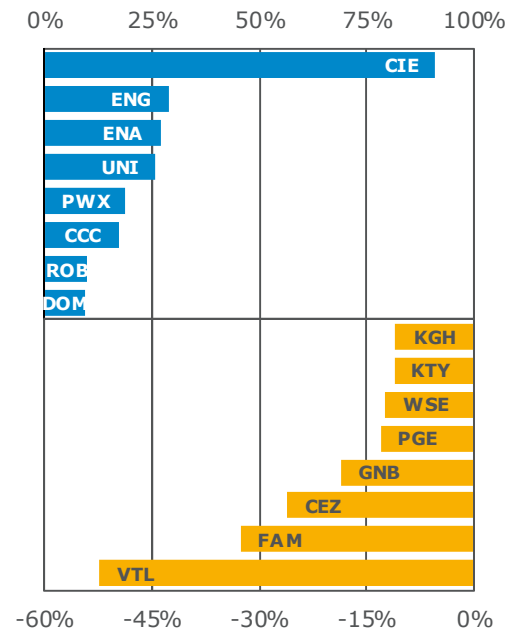
Oczekujemy bardzo dobrych wyników CCC, gdzie istotnej poprawie R/R powinny ulec zarówno przychody, jak i rentowność biznesu. Z drugiej strony oczekujemy słabych wyników LPP, będących w dalszym ciągu pod presją spadających przychodów z dywizji rosyjskiej i ukraińskiej.

#### Inne

Work Service zaraportuje istotny wzrost obrotów (+105% R/R) dzięki konsolidacji czterech przejętych spółek.

WIG .....52 140  
Średnie P/E 2014 .....16,1  
Średnie P/E 2015 .....13,6  
Średni dzienny obrót (3 m-ce) ...806 mln PLN

#### Dynamika EPS wybranych spółek\*



\*liczone za okres: 1Q-4Q'14 / 4Q'13-3Q'14

#### Departament Analiz:

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)

Kamil Kliszcz  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mdm.pl](mailto:kamil.kliszcz@mdm.pl)

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)

Piotr Zybala  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)

Paweł Szpigel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigel@mdm.pl)

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mdm.pl](mailto:piotr.bogusz@mdm.pl)

## Spis treści

<b>1. Banki</b> .....	<b>3</b>
1.1. Getin Noble Bank .....	3
1.2. PKO BP .....	3
1.3. Erste Bank .....	4
1.4. OTP Bank .....	4
<b>2. Ubezpieczyciele</b> .....	<b>5</b>
2.1. PZU .....	5
<b>3. Sektor finansowy</b> .....	<b>6</b>
3.1. Kruk .....	6
<b>4. Paliwa, Chemia</b> .....	<b>7</b>
4.1. Ciech .....	7
4.2. Lotos .....	7
4.3. MOL .....	8
4.4. PGNiG .....	8
4.5. Polwax .....	9
4.6. Synthos .....	9
<b>5. Energetyka</b> .....	<b>10</b>
5.1. CEZ .....	10
5.2. Enea .....	10
5.3. Energa .....	11
5.4. PGE .....	11
5.5. Tauron .....	12
<b>6. Telekomunikacja</b> .....	<b>13</b>
6.1. Netia .....	13
<b>7. Media</b> .....	<b>14</b>
7.1. Agora .....	14
<b>8. IT</b> .....	<b>15</b>
8.1. Asseco Poland .....	15
<b>9. Górnictwo i Metale</b> .....	<b>16</b>
9.1. JSW .....	16
9.2. KGHM .....	16
9.3. LW Bogdanka .....	17
<b>10. Przemysł</b> .....	<b>18</b>
10.1. Elemental .....	18
10.2. Famur .....	18
10.3. Kernel .....	19
10.4. Kęty .....	19
10.5. Kopex .....	20
10.6. Tarczyński .....	20
10.7. Vistal .....	21
<b>11. Budownictwo</b> .....	<b>22</b>
11.1. Elektrobudowa .....	22
11.2. Erbud .....	22
11.3. Unibep .....	23
<b>12. Deweloperzy</b> .....	<b>24</b>
12.1. Capital Park .....	24
12.2. Dom Development .....	24
12.3. Echo Investment .....	25
12.4. GTC .....	25
12.5. Robyng .....	26
<b>13. Handel</b> .....	<b>27</b>
13.1. CCC .....	27
13.2. LPP .....	27
<b>14. Inne</b> .....	<b>28</b>
14.1. Work Service .....	28
<b>15. Terminy publikacji raportów</b> .....	<b>29</b>
<b>16. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku</b> .....	<b>30</b>
<b>17. Statystyki rekomendacji</b> .....	<b>31</b>

## Banki

Banki		Kupuj							
Getin Noble Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	1,84 PLN	P/E 2014	11,9	P/BV 2014	0,9		
		Cena docelowa	2,26 PLN	P/E 2015	17,3	P/BV 2015	0,9		
(mIn PLN)		4Q'14P	3Q'14	4Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		329,1	379,6	346,9	-13,3%	-5,1%	1 436,8	1 297,8	10,7%
Wynik prowizyjny		106,5	105,7	116,0	0,8%	-8,2%	431,6	421,2	2,5%
WNDB		455,4	503,9	487,7	-9,6%	-6,6%	1 969,7	1 882,4	4,6%
Koszty operacyjne		-233,3	-227,5	-233,9	2,6%	-0,3%	-932,8	-880,1	6,0%
Wynik operacyjny*		222,1	276,4	253,8	-19,6%	-12,5%	1 036,9	1 002,4	3,4%
Saldo rezerw		176,0	224,0	152,1	-21,4%	15,7%	720,4	624,4	15,4%
Zysk brutto		46,2	52,5	101,7	-12,0%	-54,6%	316,6	377,9	-16,2%
Zysk netto		65,7	79,7	160,2	-17,6%	-59,0%	411,3	394,8	4,2%

\*przed kosztami rezerw

**Poprawa wyniku prowizyjnego oraz salda rezerw w 4Q'14**

Getin Noble Bank opublikuje wyniki za 4Q'14 23 marca. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 65,7 mln PLN (-17,6% Q/Q oraz -59,0% R/R). Podobnie jak w poprzednim kwartale wyniki będą pod wpływem pozytywnego efektu podatkowego związanego ze spółką leasingową, który szacujemy na około 27 mln PLN. Tak jak i w całym sektorze bankowym, oczekujemy znaczącej presji na marże w 4Q'14 (-29 p.b.) co

przełoży się na spadek wyniku odsetkowego o 13% Q/Q. Oczekujemy, iż niska wrażliwość banku na obniżkę opłat interchange pozwoli bankowi zanotować lekko lepszy wynik prowizyjny w 4Q'14 (+0,8% Q/Q). Koszty operacyjne powinny pozostać pod kontrolą w 4Q'14 wzrastając o 2,6% Q/Q ale pozostając płasko R/R. Po znaczącym wzroście salda rezerw w 3Q'14 spowodowanym badaniem jakości aktywów oczekujemy spadku (-21,4%) wspieranego przez sprzedaż portfeli kredytów niepracujących.

Banki		Kupuj							
PKO BP									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	32,53 PLN	P/E 2014	12,6	P/BV 2014	1,5		
		Cena docelowa	38,59 PLN	P/E 2015	15,0	P/BV 2015	1,4		
(mIn PLN)		4Q'14P	3Q'14	4Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		1 809,6	1 978,7	1 714,5	-8,5%	5,5%	7 467,2	6 722,0	11,1%
Wynik prowizyjny		721,3	726,8	814,8	-0,7%	-11,5%	2 937,1	3 005,8	-2,3%
WNDB		2 868,7	2 964,5	3 314,7	-3,2%	-13,5%	11 507,7	11 178,1	2,9%
Koszty operacyjne		-1 376,8	-1 337,2	-1 281,4	3,0%	7,4%	-5 182,5	-4 622,5	12,1%
Wynik operacyjny*		1 416,0	1 554,0	1 894,7	-8,9%	-25,3%	6 000,0	6 084,3	-1,4%
Saldo rezerw		563,7	475,2	683,2	18,6%	-17,5%	2 010,0	2 037,9	-1,4%
Zysk brutto		852,3	1 078,8	1 211,5	-21,0%	-29,6%	3 990,0	4 046,4	-1,4%
Zysk netto		683,8	873,4	938,3	-21,7%	-27,1%	3 215,3	3 229,8	-0,4%

\*przed kosztami rezerw

**Znaczący spadek zysku netto**

PKO BP opublikuje wyniki za 2014 rok 16 marca. Prognozujemy, że zysk netto PKO BP za 4Q 2014 wyniesie 683,8 mln PLN, -21,7 Q/Q oraz -27,1% R/R. Spadek zysku netto w 4Q'14 będzie głównie konsekwencją presji na wynik odsetkowy spowodowanej obniżeniem stóp procentowych. Prognozujemy, iż wynik odsetkowy spadnie o 8,5% Q/Q, zaś marża odsetkowa (do średnich aktywów) o 29 p.b. Q/Q, zgodnie z prognozą zarządu z 3Q'14. Ponadto, oczekujemy kontynuacji presji na wynik prowizyjny (-0,7% Q/Q) ze

względu na obniżkę opłaty interchange w 2H'14. Prognozujemy wzrost kosztów operacyjnych o 3,0% Q/Q napędzanych między innymi przez wyższe koszty integracji (57 mln PLN w 4Q'14 wobec 28 mln PLN w przeciągu 9M'14). W konsekwencji, oczekujemy, iż wskaźnik do dochodów pogorszy się z poziomu 47,6% w 3Q'14 do 50,6% w 4Q'14, wspierany lekko przez sprzedaż papierów wartościowych. Finalnie, prognozujemy sezonowy wzrost salda rezerw w 4Q'14 o 18,6% Q/Q oraz kosztów ryzyka do poziomu 121 p.b. (102 p.b. w 3Q'14).

Banki		Kupuj							
Erste Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	22,80 EUR		P/E 2014	-		P/BV 2014	1,0
		Cena docelowa	25,43 EUR		P/E 2015	12,3		P/BV 2015	0,9
(mIn EUR)		4Q'14P	3Q'14	4Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		1 126,5	1 126,0	1 169,2	0,0%	-3,7%	4 496,1	4 673,5	-3,8%
Wynik prowizyjny		459,3	465,8	462,8	-1,4%	-0,8%	1 832,1	1 810,0	1,2%
WNDB		1 655,2	1 653,3	1 690,2	0,1%	-2,1%	6 638,6	6 812,0	-2,5%
Koszty operacyjne		-946,5	-887,3	-971,7	6,7%	-2,6%	-3 730,2	-3 896,1	-4,3%
Wynik operacyjny*		638,0	464,8	309,8	n.m.	106,0%	1 357,5	2 148,7	-36,8%
Saldo rezerw		-519,3	-878,8	-529,4	-40,9%	-1,9%	-2 194,2	-1 774,4	23,7%
Zysk brutto		118,7	-414,0	-219,6	-	-	-836,8	374,3	-
Zysk netto		-31,1	-554,2	-370,3	-	-	-1 515,1	330,5	-

\*przed kosztami rezerw

### Kolejny kwartał ze stratą

Erste Bank opublikuje wyniki za 4Q'14 27 lutego. Oczekujemy, iż kolejny kwartał z rządu Erste Bank poniesie stratę netto w wysokości 31 mln EUR. Oczekujemy nadal podwyższonego salda rezerw w 4Q'14 w wysokości 519 mln EUR, chociaż na znacznie niższym poziomie niż w 3Q'14 (-41% Q/Q). Podwyższone saldo rezerw będzie skutkiem

kolejnych odpisów w Rumunii związanych ze sprzedażą portfeli NPL. Jednocześnie oczekujemy płaskiego wyniku na działalności podstawowej przy stabilnym wyniku odsetkowym i lekkiej presji na wynik prowizyjny (-1% Q/Q). Oczekujemy, iż podatki bankowe spadną o 54% w 4Q'14, zaś koszty operacyjne sezonowo wzrosną (+6,7% Q/Q).

Banki		Akumuluj							
OTP Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	4 411 HUF		P/E 2014	-		P/BV 2014	0,8
		Cena docelowa	4 048 HUF		P/E 2015	10,1		P/BV 2015	0,7
(mld HUF)		4Q'14P	3Q'14	4Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		141,5	158,6	158,9	-10,8%	-11,0%	620,1	653,8	-5,2%
Wynik prowizyjny		40,2	41,6	44,8	-3,2%	-10,2%	165,3	166,9	-1,0%
WNDB		63,0	50,0	54,6	25,9%	15,4%	216,9	220,7	-1,7%
Koszty operacyjne		103,7	101,2	107,5	2,4%	-3,5%	408,7	417,2	-2,0%
Wynik operacyjny*		100,8	107,4	106,0	-6,2%	-4,9%	428,3	457,4	-6,4%
Saldo rezerw		89,3	65,2	91,6	37,1%	-2,6%	286,8	272,5	5,2%
Zysk brutto		11,5	42,3	14,4	-72,7%	-19,9%	141,5	184,9	-23,5%
Zysk netto		-3,6	34,2	1,7	-	-	-116,5	64,2	-

\*przed kosztami rezerw

### Odpisy na Ukrainie zaważą na wyniku

OTP Bank zaraportuje swoje wyniki za 2014 rok 6 marca. Prognozujemy, iż strata netto OTP Bank wyniesie 3,6 mld HUF w 4Q'14 wobec zysku netto na poziomie 34 mld HUF w 3Q'14. Oczekujemy, iż strata w 4Q'14 będzie spowodowana dodatkowymi odpisami na Ukrainę w wysokości około 21 mld HUF, zaś cały wynik operacji na Ukrainie w 2014 roku wyniesie około -80 mld HUF. Dodatkowo, widzimy zagrożenie

dla naszej prognozy ze względu na potencjalny odpis goodwill'u związanego z Rosją (58,5 mld HUF). Jednocześnie, oczekujemy iż wynik brutto spadnie w 4Q'14 o 72,7% Q/Q ze względu na znaczący wzrost odpisów w kwartale (+37% Q/Q). Ponadto oczekujemy, iż gorszy wynik odsetkowy w kwartale (-11% Q/Q) ze względu na zmiany kursu RUB oraz AUH do HUF w 4Q'14.

## Ubezpieczyciele

Ubezpieczyciele PZU		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	502,80 PLN	P/E 2014	15,8	P/BV 2014	3,4		
		Cena docelowa	425,00 PLN	P/E 2015	15,7	P/BV 2015	3,4		
(mln PLN)		4Q'14P	3Q'14	4Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym		4 077,5	3 970,9	4 077,5	2,7%	0,0%	16 486,2	16 480,0	0,0%
ubezpieczenia majątkowe		2 115,7	2 014,9	2 141,5	5,0%	-1,2%	8 621,8	8 656,6	-0,4%
ubezpieczenia na życie		1 961,8	1 956,0	1 936,0	0,3%	1,3%	7 864,4	7 823,4	0,5%
Odszkodowania i świadczenia netto		-3 040,2	-2 993,8	-2 950,9	1,5%	3,0%	-11 452,1	-11 161,2	2,6%
Koszty		-922,9	-890,8	-990,1	3,6%	-6,8%	-3 552,4	-3 422,4	3,8%
Wynik techniczny		142,5	225,7	67,5	-36,9%	111,3%	1 244,2	1 665,1	-25,3%
Wynik na działalności lokacyjnej		407,7	805,4	627,2	-49,4%	-35,0%	2 570,9	2 488,1	3,3%
Zysk brutto		455,0	1 044,3	664,5	-56,4%	-31,5%	3 675,5	4 120,7	-10,8%
Zysk netto		368,6	843,5	528,2	-56,3%	-30,2%	2 932,4	3 293,7	-11,0%

### Spadek wyniku lokacyjnego w 4Q'14

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 368,6 mln PLN, czyli spadnie o 56,3% Q/Q i 30,2% R/R. Pomimo pełnej konsolidacji w 4Q'14 spółek RSA zagranicą oraz Link4 w Polsce wynik netto znajdzie się pod presją ze względu na spadek wyniku lokacyjnego (-49,4% Q/Q). Składka przypisana brutto jest prognozowana przez nas na poziomie 4 077,5 mln PLN, oznacza to +2,7% wzrost Q/Q.

Oczekujemy iż w segmencie majątkowym składka przypisana brutto wzrośnie 5% Q/Q wspierana przez konsolidację nowego biznesu, zaś w segmencie życiowym oczekujemy stabilizacji. Oczekujemy, iż odszkodowania netto wzrosną o 3% R/R oraz 2% Q/Q. Finalnie prognozujemy, że skonsolidowane koszty ogółem wzrosną o 3,6% Q/Q również za sprawą konsolidacji.

## Usługi finansowe

Usługi finansowe Kruk		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	122,00 PLN		P/E 2014	13,3		P/BV 2014	3,6
		Cena docelowa	143,10 PLN		P/E 2015	11,9		P/BV 2015	2,8
(mln PLN)		4Q'14P	3Q'14	4Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Przychody ogółem		128,5	103,8	103,4	24%	24%	496,1	405,6	22%
zakup wierzytelności		116,1	92,5	92,3	26%	26%	449,8	355,7	26%
inkaso		8,7	7,6	7,9	14%	11%	32,7	39,9	-18%
Koszty bezpośrednie i pośrednie		53,6	45,8	50,1	17%	7%	195,3	182,8	7%
Marża pośrednia		74,9	58,1	53,3	29%	41%	300,8	222,9	35%
Zysk operacyjny		44,2	37,5	34,8	18%	27%	210,3	152,9	38%
Zysk brutto		30,8	25,0	19,0	23%	62%	155,2	98,5	58%
Zysk netto		29,1	26,0	17,6	12%	65%	155,2	97,8	59%

### Lekki wzrost zysku netto w 4Q'14

Kruk udostępnił wyniki za 4Q'14 23 marca br. Oczekujemy, iż zysk netto Kruka wyniesie 29,1 mln PLN, +12% Q/Q oraz +65,3% R/R. Kwartalny wzrost zysku netto związany jest z zaksięgowaniem w 3Q'14 straty z tytułu rewaluacji w wysokości 13 mln PLN. Dodatkowo zakładamy również wzrost przychodów z tytułu inkasa oraz niskiego efektywnego

podatku dochodowego (5%). Oczekujemy znaczącego wzrostu kosztów operacyjnych w 4Q'14 o 58% Q/Q ze względu na ekspansję zagraniczną. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Kruka, wartość nakładów na wierzytelności nabyte łącznie w Polsce i zagranicą w 4Q'14 roku wyniosła 215,4 mln PLN zaś wartość nominalna wierzytelności nabytych wyniosła 1,58 mld PLN.

## Paliwa, Chemia

Chemia Ciech		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	49,14 PLN		P/E 2014	28,3	EV/EBITDA 2014	7,6	
		Cena docelowa	46,90 PLN		P/E 2015	15,2	EV/EBITDA 2015	6,5	
(mln PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	756,8	795,1	-5%	3 214,6	3 501,0	-8%	3 133,8	3 214,6	-3%
EBITDA	124,5	22,0	466%	503,9	356,3	-	574,9	503,9	14%
Marża	16,45%	2,77%	-	15,68%	10,18%	-	0,00%	15,68%	-
EBIT	74,8	-36,1	-	303,9	139,7	118%	364,1	303,9	20%
Zysk brutto	47,4	-66,6	-	137,6	-6,2	-	210,0	137,6	53%
Zysk netto	38,4	-18,7	-	94,5	49,4	91%	170,1	94,5	80%

## Sezonowy spadek q/q

W 4Q'14 nie oczekujemy większych zaskoczeń i odwrócenia tendencji obserwowanych w poprzednich kwartałach 2014 roku, aczkolwiek widoczne będą tradycyjne zjawiska sezonowe. W segmencie organicznym zakładamy niższą sprzedaż środków ochrony roślin, co w połączeniu z utrzymującą się presją w kategorii żywic zaowocuje spadkiem EBITDA do 8,6 mln PLN vs. 19,8 mln PLN (po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe) zanotowane kwartał wcześniej. W obszarze sodowym uwzględniamy nieco niższe wolumeny q/q (sygnalizowane niewielkie kłopoty z

instalacjami) oraz okresowy wzrost kosztów gazu w Niemczech w związku z odbiciem cen w notowaniach giełdowych, których waga w formule cenowej wynosi około 40% (prognoza EBITDA 118 mln PLN vs. 126 mln PLN kwartał wcześniej). Sezonowo słabszy wynik wygeneruje segment krzemianowy z uwagi na niższą sprzedaż lampionów (EBITDA 7 mln PLN vs. 10,8 mln PLN w 3Q'14). Na działalności finansowej zakładamy tylko koszty odsetkowe netto w kwocie 27 mln PLN. Ostatecznie więc po uwzględnieniu nominalnej stopy podatkowej zysk netto powinien sięgnąć 38 mln PLN.

Paliwa Lotos		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	24,49 PLN		P/E 2014	-	EV/EBITDA 2014	38,2	
		Cena docelowa	26,80 PLN		P/E 2015	13,7	EV/EBITDA 2015	7,2	
(mln PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	6 498,1	7 504,9	-13%	28 424,2	28 597,3	-1%	20 129,2	28 424,2	-29%
EBITDA	-559,5	101,8	-	-286,8	802,6	-	1 419,3	-286,8	-
Marża	-8,61%	1,36%	-	-1,01%	2,81%	-	7,05%	-1,01%	-
EBIT	-779,3	-67,9	-	-1 097,4	146,5	-	610,5	-1 097,4	-
Zysk brutto	-1 164,2	-57,0	-	-1 785,3	-62,0	-	416,8	-1 785,3	-
Zysk netto	-943,0	-24,4	-	-1 132,9	39,4	-	331,6	-1 132,9	-

## Negatywny wpływ odpisów na zapasach

Lotos już zapowiedział, że wyniki 4Q będą zainfekowane przez wysoki efekt LIFO i odpisy księgowe zapasów w łącznej kwocie -800 mln PLN. Czysta EBITDA LIFO segmentu rafineryjnego również może być nieco rozczarowująca w kontekście wysokiego benchmarku z uwagi na oczekiwane przez nas ujemne operacyjne różnice kursowe (-40 mln PLN) oraz negatywny efekt osłabienia złotego w końcówce grudnia (podobny efekt walutowy jak w 3Q) i ostatecznie szacujemy ją na 200 mln PLN (po odpisie byłoby to 100 mln PLN) vs. 219 mln PLN zanotowane kwartał wcześniej. W obszarze wydobywczym prognozujemy utrzymanie EBITDA z poprzedniego kwartału (po oczyszczeniu o odpisy), czyli na

poziomie 106 mln PLN. Będzie to możliwe mimo spadku cen ropy dzięki zakładanym wysokim wolumenom na projekcie norweskim, który ze względu na duży udział gazu jest mniej wrażliwy na ceny Brent. Nie można jednak wykluczyć, że raportowane wyniki segmentu będą obciążone jakimiś odpisami. W segmencie detalicznym zakładamy kontynuację pozytywnych trendów i strumień EBITDA na poziomie 25 mln PLN. Na działalności finansowej zgodnie z ostatnim komunikatem pojawi się około -270 mln PLN ujemnych różnic kursowych na kredytach dolarowych, co wraz z odsetkami (-52 mln PLN) i stratami na pozycjach zabezpieczających (-67 mln PLN) pogłębi stratę na poziomie netto do 943 mln PLN.

Paliwa MOL		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	11 900 HUF	P/E 2014	18,4	EV/EBITDA 2014	5,2		
		Cena docelowa	12 850 HUF	P/E 2015	13,6	EV/EBITDA 2015	4,8		
(mld HUF)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	892,3	1 358,9	-34%	4 587,2	5 401,1	-15%	3 457,1	4 587,2	-25%
EBITDA	63,7	127,4	-50%	434,1	520,4	-17%	483,5	434,1	11%
Marża	7,13%	9,38%	-	9,46%	9,63%	-	13,98%	9,46%	-
EBIT	-2,6	-41,8	-	167,3	-18,7	-	194,4	167,3	-
Zysk brutto	-12,6	-50,2	-	101,6	-55,8	-	165,9	101,6	-
Zysk netto	-10,2	4,9	-	63,2	21,6	-	91,1	63,2	-

### Spadek cen ropy neutralizowany przez rafinerię i wolumeny

Oczyszczona EBITDA LIFO powinna w tym kwartale sięgnąć około 104 mld HUF vs. 122 mld HUF wypracowane rok wcześniej i 164 mld HUF w 3Q'14. Pogorszenie rezultatów r/r to głównie efekt segmentu wydobywczego, gdzie ze względu na niższe ceny surowca prognozujemy obniżenie EBITDA z 89,7 mld HUF do 53,3 mld HUF. Oczekujemy jednak, że czynnikiem częściowo neutralizującym niższe ceny ropy powinno być odwrócenie negatywnych tendencji na wolumenach. W segmencie rafineryjnym zakładamy znaczną poprawę r/r (EBITDA LIFO 46 mld HUF vs. 22 mld HUF rok wcześniej) z uwagi na wyższe marże przerobowe oraz brak strat z zamkniętej rafinerii we Włoszech. Raportowany wynik

będzie jednak zainfekowany przeszacowaniem zapasów i ujemnymi operacyjnymi różnicami kursowymi, które szacujemy łącznie na -40 mld HUF. Petrochemia powinna jeszcze poprawić bardzo dobre wyniki za 3Q, gdyż benchmarkowe marże wzrosły q/q (13 mld HUF vs 11,8 mld HUF kwartał wcześniej). W segmencie gazowym oczekujemy 9 mld HUF EBITDA, a poprawa r/r to efekt lepszego wyniku w Chorwacji. Koszty ogólne i wyłączenia konsolidacyjne szacujemy na -15 mld HUF. Na działalności finansowej oczekujemy ujemnego salda z uwagi na koszty odsetkowe i ujemne różnice kursowe na zobowiązaniach. Ostatecznie Spółka powinna zaraportować stratę netto rzędu -10 mld HUF.

Paliwa PGNiG		Redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	4,48 PLN	P/E 2014	11,1	EV/EBITDA 2014	5,0		
		Cena docelowa	4,03 PLN	P/E 2015	12,0	EV/EBITDA 2015	5,6		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	10 963,5	9 117,0	20%	33 782,5	32 120,0	5%	28 652,1	33 782,5	-15%
EBITDA	471,3	804,0	-41%	5 457,3	5 612,0	-3%	5 449,2	5 457,3	0%
Marża	4,30%	8,82%	-	16,15%	17,47%	-	19,02%	16,15%	-
EBIT	-155,7	94,0	-	2 928,3	3 149,0	-7%	2 884,4	2 928,3	-1%
Zysk brutto	-322,9	0,0	-	2 546,1	2 709,0	-6%	2 659,7	2 546,1	4%
Zysk netto	-258,3	-161,0	-	1 876,7	1 918,0	-2%	2 211,4	1 876,7	18%

### Wyniki pod znakiem USD/PLN i taniej ropy oraz odpisów

PGNiG zapowiedziało, że wyniki 4Q będą obciążone odpisami w łącznej kwocie 627 mln PLN z czego 559 mln PLN to odpis środków trwałych lub nakładów w segmencie wydobywczym, a pozostałe 68 mln PLN to odpis zapasów gazu w segmencie obrotu. Raportowany wynik segmentu wydobywczego powinien więc sięgnąć -206 mln PLN, a zakładany spadek q/q (-364 mln PLN nie licząc odpisów) to obok standardowej sezonowości kosztów efekt niższych wolumenów i spadku cen ropy. W segmencie obrotu prognozujemy stratę rzędu

242 mln PLN w związku z osłabieniem się polskiej waluty, kosztami rezerwacji mocy przesyłowych na rurociągach, a także wspomnianymi odpisami na zapasach. W dystrybucji raportowany w ostatnim komunikacie mocny wzrost wolumenów (+16%) powinien zneutralizować koszty niezbilansowania z poprzednich kwartałów i dlatego EBIT szacujemy na 249 mln PLN. Na działalności finansowej oczekujemy wysokiego ujemnego salda (-167 mln PLN) z uwagi na ujemne różnice kursowe na pożyczce dolarowej w spółce norweskiej. W rezultacie wynik netto będzie ujemny.



Przemysł petrochemiczny Polwax		Kupuj								
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	17,80 PLN		P/E 2014	8,3	EV/EBITDA 2014	7,6		
		Cena docelowa	24,20 PLN		P/E 2015	7,7	EV/EBITDA 2015	6,8		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana	
Przychody	91,7	87,4	5%	267,6	241,1	11%	257,2	267,6	-4%	
EBITDA	9,6	10,0	-5%	32,9	27,5	-	32,7	32,9	-1%	
Marża	10,4%	11,5%	-	12,3%	11,4%	-	12,7%	12,3%	-	
EBIT	8,7	9,5	-8%	29,8	24,9	20%	29,9	29,8	0%	
Zysk brutto	9,2	10,0	-8%	29,7	24,3	-	29,1	29,7	-2%	
Zysk netto	7,5	8,5	-12%	23,7	20,0	19%	23,6	23,7	0%	

### Rok zamknięty wysokim wynikiem

Po bardzo dobrym 3Q trudno będzie naszym zdaniem powtórzyć wysokie dynamiki r/r, szczególnie że Spółka sygnalizowała przesunięcie części kontraktu z siecią Biedronka pomiędzy kwartałami. Niemniej jednak liczymy na kontynuację pozytywnych trendów w kategorii parafin dedykowanych dla przemysłu (przypominamy jednak, że w tej kategorii często obserwujemy falowanie sprzedaży i błędem byłoby założenie utrzymania przychodów z 3Q, a przypominamy, że w 4Q'13 sprzedaż w tej kategorii wyniosła 12 mln PLN, czyli była niewiele mniejsza niż ta zanotowana w

3Q'14 na poziomie 13 mln PLN). Konserwatywnie zakładamy jednak, że nie pozwoli to na zneutralizowanie nieco mniejszej kontrybucji zniczy w ujęciu r/r. Przypominamy również, że w 4Q'13 Polwax zawiązał około 1,1 mln PLN odpisów na zapasy produktów i w naszych prognozach uwzględniamy także ujemny wynik na pozostałej działalności operacyjnej netto. Na działalności finansowej saldo powinno być dodatnie z uwagi na księgowanie odsetek od należności z Jeronimo Martins. Ostatecznie więc roczny wynik netto powinien przekroczyć nasze pierwotne założenia i wynieść 23,7 mln PLN. Będzie to miało istotne znaczenie w kontekście tegorocznej dywidendy.

Chemia Synthos		Kupuj								
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	4,33 PLN		P/E 2014	15,9	EV/EBITDA 2014	9,3		
		Cena docelowa	5,20 PLN		P/E 2015	12,9	EV/EBITDA 2015	8,9		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana	
Przychody	1 240,8	1 364,8	-9,1%	4 816,1	5 359,3	-10,1%	4 768,8	4 816,1	-1,0%	
EBITDA	192,2	151,1	27,2%	699,5	605,3	15,6%	753,3	699,5	7,7%	
Marża	15,5%	11,1%		14,5%	11,3%		15,8%	14,5%		
EBIT	155,7	117,0	33,1%	547,6	453,0	20,9%	593,9	547,6	8,4%	
Zysk brutto	79,0	125,1	-36,9%	449,8	467,1	-3,7%	547,6	449,8	21,7%	
Zysk netto	61,2	59,6	2,8%	359,5	416,9	-13,8%	443,2	359,5	23,3%	

### Wyniki wyraźnie lepsze w segmencie kauczuków i lateksów

W 4Q'14 oczekujemy, że wolumen sprzedaży kauczuków syntetycznych w Grupie Synthos spadnie o 25,5% r/r do 80 tys. ton, co przełoży się na 23,7% spadek obrotów generowanych przez segment kauczuków i lateksów. W przypadku produktów styrenopochodnych oczekujemy 3,6% r/r wzrostu wolumenu sprzedaży (do 69,3 tys. ton), co przy lekko spadkowych r/r cenach produktów powinno się przełożyć na 1,8% r/r spadek przychodów ze sprzedaży segmentu.

Obserwowany w 4Q'14 spadek cen ropy przełożył się na zwiększenie ilorazu butadienu i nafty do poziomu 1,59x vs. 1,29x w 4Q'13 (1,45x w 3Q'14, 1,47x w 2Q'14 oraz 1,44x w 1Q'14). To z kolei powinno przełożyć się na nieco lepsze wyniki w segmencie kauczuków i lateksów (oczekujemy

wzrostu EBITDA na tonę sprzedanego produktu do poziomu 1,4 tys. PLN/t z 0,33 tys. PLN/t w 4Q'13 (EBITDA 112 mln PLN +2,2x r/r). W przypadku produktów styrenopochodnych oczekujemy, że wartość EBITDA na tonę produktu w 4Q'14 spadnie do poziomu 0,37 tys. PLN/t z 0,93 tys. PLN/t, co wynikać będzie z wysokich cen styrenu w 2H'14 i substytucji tych produktów. Szacujemy, że EBITDA segmentu spadnie o 59% r/r.

Na poziomie działalności finansowej w wynikach za 4Q'14 rok uwzględniamy 25 mln PLN kosztów emisji obligacji na kwotę 350 mln EUR (na poziomie kosztów finansowych) oraz 42,2 mln PLN z tytułu sprzedaży akcji Rovese (cena wezwania niższa od bilansowej). Środki ze sprzedaży akcji Rovese uwzględniamy w przepływach pieniężnych za 2014 rok. Wynikom za 4Q'14 sprzyjać będzie niska baza rezultatów, jaka miała miejsce w analogicznym okresie rok wcześniej.

## Energetyka

Energetyka CEZ		Redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	89,17 PLN	P/E 2014	10,7	EV/EBITDA 2014	7,0		
		Cena docelowa	84,00 PLN	P/E 2015	13,2	EV/EBITDA 2015	7,7		
(mIn CZK)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	51 635,8	55 462,0	-7%	198 650,8	217 273,0	-9%	210 528,1	198 650,8	6%
EBITDA	17 606,7	14 714,0	20%	67 089,7	73 699,0	-9%	64 250,1	67 089,7	-4%
Marża	34,10%	26,53%	-	33,77%	33,92%	-	30,52%	33,77%	-
EBIT	10 739,7	7 253,0	48%	39 562,7	45 755,0	-14%	35 709,3	39 562,7	-10%
Zysk brutto	8 349,7	5 720,0	46%	32 743,7	44 440,0	-26%	30 535,5	32 743,7	-7%
Zysk netto	6 763,2	3 475,0	95%	26 576,2	35 885,0	-26%	24 161,5	26 576,2	-9%

### Uгода z Albanią wesprze wyniki

W 4Q'14 nie oczekujemy niespodzianek w wynikach CEZ i zakładamy, że Spółka wykona roczną prognozę EBITDA na poziomie 72 mld CZK (uwzględnia to odpisy dokonane w 9M'2014 na kwotę 5,3 mld CZK których w naszych kalkulacjach nie dodajemy do amortyzacji stąd nasza prognoza EBITDA to 67 mld CZK). W segmencie wytwarzania obciążeniem może być nieco niższa od zakładanej produkcja w elektrowniach jądrowych, ale nie zakładamy już ujemnego wpływu transakcji pochodnych z rynku CO<sub>2</sub>, co pozwoli na wypracowanie EBITDA rzędu 9,2 mld CZK vs. oczyszczone 10,4 mld CZK rok wcześniej. W dystrybucji spodziewamy się

kontynuacji trendów widocznych w poprzednich kwartałach, a dodatkowo sezonowego efektu wolumenowego, co przełoży się na niewielki wzrost czystego strumienia EBITDA q/q do 5,5 mld CZK. Dodatkowo będzie to wzmocnione 2,5 mld CZK z tytułu ugody podpisanej z rządem albańskim w sprawie odsprzedaży spółki dystrybucyjnej. W kopalniach prognozujemy stabilny zysk EBITDA q/q (1,2 mld CZK). Na działalności finansowej obok standardowych pozycji mogą pojawić się straty ze spółek tureckich wynikające z osłabienia waluty względem USD. W efekcie raportowany zysk netto sięgnie w całym roku 26,5 mld CZK.

Energetyka Enea		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	16,75 PLN	P/E 2014	8,1	EV/EBITDA 2014	4,7		
		Cena docelowa	18,00 PLN	P/E 2015	9,4	EV/EBITDA 2015	5,7		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	2 453,3	2 363,3	4%	9 680,5	9 150,5	6%	9 917,4	9 680,5	2%
EBITDA	253,8	282,6	-10%	1 769,5	1 658,8	7%	1 840,6	1 769,5	4%
Marża	10,35%	11,96%	-	18,28%	18,13%	-	18,56%	18,28%	-
EBIT	91,5	95,3	-4%	1 083,1	897,0	21%	1 130,2	1 083,1	4%
Zysk brutto	86,5	106,8	-19%	1 105,8	945,2	17%	1 013,7	1 105,8	-8%
Zysk netto	72,7	68,2	7%	908,7	715,4	27%	821,1	908,7	-10%

### Wyniki zniekształcone przez odpisy

W 4Q'14 oczekujemy kilku zdarzeń jednorazowych, które obciążą raportowane rezultaty. W segmencie wytwarzania EBIT szacujemy na 10 mln PLN vs. 80 mln PLN rok wcześniej, co obok słabszego sezonu grzewczego i niższych cen sprzedaży będzie pochodną zapowiedzianych przez Zarząd odpisów nakładów poniesionych na biogazownie (szacujemy je na około 30 mln PLN). W dystrybucji Spółka powinna poprawić wynik operacyjny r/r (71 mln PLN vs. 3 mln PLN) z uwagi na zaniżoną bazę odniesienia (rezerwy na bezumowne korzystanie z gruntów i zobowiązania umowne na około 70 mln PLN). We wspomnianych dwóch segmentach oczekujemy też negatywnego wpływu aktualizacji stopy dyskontowej w rezerwach aktuarialnych oraz możliwych kosztów programu

dobrowolnych odejść. W segmencie obrotu spodziewamy się poprawy q/q (sezonowość wolumenów oraz spadek cen zielonych certyfikatów), ale nie będą to istotne wzrosty a EBIT powinien być zbliżony r/r (14,5 mln PLN EBIT), choć należy pamiętać że rok temu Spółka zaksięgowiała około 40 mln PLN kosztów z tytułu niezbilansowania. Na działalności finansowej w tym kwartale spodziewamy się niewielkiego ujemnego salda, nie tylko ze względu na wzrost długu netto, ale również z uwagi na możliwe koszty przeskalowania programu emisji obligacji (jednorazowy odpis części prowizji przygotowawczej). Ostatecznie jednak wynik netto powinien być nieznacznie wyższy r/r i w całym roku przekroczy 0,9 mld PLN.

Energetyka Energia		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	21,15 PLN	P/E 2014	8,9	EV/EBITDA 2014	5,3		
		Cena docelowa	23,40 PLN	P/E 2015	9,9	EV/EBITDA 2015	5,6		
(mln PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	2 443,8	2 891,8	-15%	10 236,1	11 429,2	-10%	10 627,5	10 236,1	4%
EBITDA	476,4	464,1	3%	2 308,9	1 965,5	17%	2 315,0	2 308,9	0%
Marża	19,50%	16,05%	-	22,56%	17,20%	-	21,78%	22,56%	-
EBIT	269,4	261,7	3%	1 461,2	1 194,8	22%	1 405,0	1 461,2	-4%
Zysk brutto	205,0	206,9	-1%	1 244,7	1 022,4	22%	1 090,0	1 244,7	-12%
Zysk netto	174,3	153,0	14%	982,7	764,0	29%	882,9	982,7	-10%

### Bez większych zaskoczeń

W całym roku Energia wbrew wcześniejszym „schładzającym” komentarzom Zarządu powinna wypracować 2,3 mld PLN EBITDA. Wyniki zostaną co prawda zainfekowane dodatkowymi rezerwami aktuarialnymi z uwagi na niższą stopę dyskontową, ale ich skalę szacujemy na około 30 mln PLN. Obciążą one głównie segment dystrybucji, który z tego względu oraz ze względu na nieco zawyżoną bazę odniesienia powinien zanotować spadek EBIT r/r (164 mln PLN vs. 264 mln PLN). W segmencie wytwarzania zakładamy utrzymanie wyników w elektrowniach systemowych, nieco słabszy

rezultat w obszarze ciepłowniczym oraz nadal gorsze od standardowych wolumeny w OZE. Łączny EBIT z generacji szacujemy na 102 mln PLN vs. 119 mln PLN kwartał wcześniej. W segmencie obrotu zakładamy sezonową poprawę marż, ale wciąż wynik operacyjny nie powinien przekroczyć 20 mln PLN. Standardowo część marży handlowej pojawi się w przychodach nieprzypisanych, które szacujemy na 5 mln PLN. Saldo na działalności finansowej powinno być zbliżone q/q i w efekcie zysk netto prognozujemy na 174 mln PLN.

Energetyka PGE		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	19,57 PLN	P/E 2014	10,4	EV/EBITDA 2014	4,7		
		Cena docelowa	20,10 PLN	P/E 2015	11,2	EV/EBITDA 2015	5,8		
(mln PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	6 830,8	7 563,3	-10%	27 687,8	30 144,9	-8%	27 975,9	27 687,8	1%
EBITDA	1 688,8	1 289,0	31%	8 075,8	8 017,8	1%	7 326,0	8 075,8	-9%
Marża	24,72%	17,04%	-	29,17%	26,60%	-	26,19%	29,17%	-
EBIT	892,8	561,3	59%	4 947,8	5 060,4	-2%	4 264,5	4 947,8	-14%
Zysk brutto	883,8	578,9	53%	4 498,8	5 059,2	-11%	4 030,3	4 498,8	-10%
Zysk netto	715,8	496,3	44%	3 599,8	4 118,5	-13%	3 259,4	3 599,8	-9%

### Baza odniesienia zaniżona przez rezerwy

PGE podała już, że wstępnie szacuje roczny strumień EBITDA na 8,1 mld PLN a zysk netto na 3,6 mld PLN. Niewiadomą pozostają więc jedynie szczegółowe rozbicie tych wyników na poszczególne segmenty. Szacujemy, że wysokie ceny spotowe w 4Q pozwolą na wypracowanie dobrych wyników w obszarze wytwarzania, mimo oczekiwanej dodatkowej rezerwy rekultywacyjnej (około 200 mln PLN) oraz rezerw na PDO (236 mln PLN w całej Grupie). EBIT segmentu szacujemy na 573 mln PLN. W obszarze dystrybucyjnym

również zakładamy poprawę wyników w ujęciu r/r (237 mln PLN vs. 216 mln PLN) z uwagi na oszczędności kosztowe. W segmencie handlu detalicznego wciąż zakładamy stratę operacyjną rzędu -60 mln PLN z uwagi na ujemne marże w grupie nowo pozyskanych klientów. Segment hurtowy powinien wypracować rezultat zbliżony q/q, podobnie jak obszar energii odnawialnej. Na działalności finansowej zakładamy niewielkie ujemne saldo z uwagi na różnice kursowe na zobowiązaniach walutowych. Ostatecznie jednak zysk netto powinien przekroczyć 0,7 mld PLN.

Energetyka										
Tauron										
Kupuj										
Analityk: Kamil Kliszczyk	Cena bieżąca	5,02 PLN		P/E 2014	7,4	EV/EBITDA 2014	4,3			
	Cena docelowa	6,10 PLN		P/E 2015	8,5	EV/EBITDA 2015	5,2			
(mln PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana	
Przychody	4 592,5	4 886,1	-6%	18 195,6	19 131,1	-5%	18 875,3	18 195,6	4%	
EBITDA	717,1	662,3	8%	3 632,4	3 661,5	-1%	3 575,6	3 632,4	-2%	
Marża	15,62%	13,56%	-	19,96%	19,14%	-	18,94%	19,96%	-	
EBIT	261,8	222,3	18%	1 808,8	1 934,1	-6%	1 675,0	1 808,8	-7%	
Zysk brutto	181,8	139,9	30%	1 494,3	1 683,6	-11%	1 272,5	1 494,3	-15%	
Zysk netto	147,3	93,3	58%	1 196,0	1 308,3	-9%	1 030,7	1 196,0	-14%	

### Wynik obciążony rezerwami aktuarialnymi

W 4Q'14 z uwagi na aktualizację stopy dyskontowej spodziewamy się zwiększenia rezerwy aktuarialnej na świadczenia pracownicze. W 4Q'2012 przy spadku wspomnianej stopy z 5,75% do 4,0% negatywny wpływ na EBIT sięgnął 122 mln PLN, tak więc tym razem ten efekt szacujemy na około 100 mln PLN, który powinien rozłożyć się proporcjonalnie na segmenty wg stanu zatrudnienia. Najbardziej może być to widoczne w przypadku dystrybucji, gdzie ujemny wpływ szacujemy na -40 mln PLN i w efekcie EBIT w tym obszarze spadnie z 275 mln PLN do 222 mln PLN. W przypadku wytwarzania powinno to być skompensowane zyskami ze sprzedaży energii po wysokich cenach na rynku

spotowym oraz standardową sezonowością wolumenów i dlatego prognozujemy EBIT na zbliżonym poziomie q/q (-45 mln PLN). W kopalniach po uwzględnieniu wypłat nagród rocznych również oczekujemy straty, która będzie jednak tylko nieznacznie wyższa r/r (-34 mln PLN vs. -23 mln PLN) gdyż niższe ceny powinien neutralizować wyższy wolumen. Segment obrotu powinien utrzymać marżę q/q (EBIT 99 mln PLN), podobnie jak OZE (EBIT 43 mln PLN). Sezonowej poprawy rezultatów oczekujemy w segmencie ciepłowniczym (82 mln PLN EBIT). Na działalności finansowej saldo powinno być zbliżone q/q i w efekcie Tauron powinien poprawić wynik netto r/r, choć przypominamy że rok temu był on obciążony rezerwą na CO<sub>2</sub>.

## Telekomunikacja

Telekomunikacja Netia		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	5,89 PLN	P/E 2014	-	EV/EBITDA 2014	4,9		
		Cena docelowa	5,80 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	5,3		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	403,2	450,6	-10,5%	1673,1	1876,0	-10,8%	1562,3	1673,1	-6,6%
EBITDA	256,0	115,1	122,4%	611,3	532,8	14,7%	421,8	611,3	-31,0%
Marża	63,5%	25,5%	-	36,5%	28,4%	-	27,0%	36,5%	-
EBIT	152,1	6,1	-	190,1	92,8	-	41,6	190,1	-
Zysk brutto	149,5	0,9	-	171,6	64,4	-	24,7	171,6	-
Zysk netto	149,5	10,4	-	164,3	46,3	-	20,0	164,3	-

**Skorygowana EBITDA -2% R/R dzięki restrukturyzacji kosztów operacyjnych**

W 3Q'14 spodziewamy się utrzymania negatywnych tendencji z poprzedniego kwartału. ARPU z usług głosowych na własnej sieci powinno wykazać spadek do poziomu 33,9 PLN (-14% R/R), a na dzierżawionej infrastrukturze powinno być na stabilnym poziomie R/R (zakładamy 44,0 PLN). Zakładamy spadek liczby użytkowników na koniec okresu do 1,33 mln (-10,3% R/R), co wynika ze spadku abonentów na liniach dzierżawionych o blisko 32 tys. w kwartale. Zakładamy wpływ oferty Gigakabłówki (na sieci HFC dawnego Aster, którą Netia kupiła od UPC Polska), jednak przychody z usługi transmisji danych powinny dalej spadać R/R ze względu na znaczne odpływy abonentów podłączonych w formule Bitstream Access i Local Loop Unboundling. ARPU z usług

transmisji danych powinno wynieść 56,4 PLN (zakładamy niewielki wzrost Q/Q). Spadek obrotów będzie zrekomensowany zmniejszeniem się bazy kosztowej: szacujemy spadki COGS o 34 mln PLN (tj. ponad 10% R/R) przez kolejne oszczędności w ramach programu Netia Lajt. Estymujemy spadki także na kosztach ogólnego zarządu i sprzedaży (razem ok. 16 mln PLN). Zysk EBITDA wyniesie 256,0 mln PLN (skorygowana EBITDA będzie na poziomie 121,4 mln PLN). Zysk ten będzie zanieczyszczony o (1) koszty restrukturyzacji oraz o (2) 145 mln PLN zapłaty od Orange Polska z tytułu ugody dwóch operatorów z listopada 2014 r. Koszty finansowe netto ulegną zmniejszeniu dzięki poprawie sytuacji bilansowej. Zysk netto wyniesie 149,5 mln PLN.

**Media**

Media Agora		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	9,10 PLN	P/E 2014	-	EV/EBITDA 2014	5,7		
		Cena docelowa	8,20 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	6,8		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	308,7	300,3	2,8%	1077,5	1073,9	0,3%	1094,8	1077,5	1,6%
EBITDA	38,1	38,6	-1,2%	89,9	103,4	-13,0%	79,0	89,9	-12,2%
Marża	12,4%	12,9%	-	8,3%	9,6%	-	7,2%	8,3%	-
EBIT	14,3	15,1	-5,2%	-5,0	7,3	-	-12,1	-5,0	-
Zysk brutto	14,0	15,2	-8,0%	-5,0	4,8	-	-15,8	-5,0	-
Zysk netto	11,3	10,2	11,6%	-9,3	0,6	-	-17,9	-9,3	-

**Stabilna R/R EBITDA dzięki mocnym wynikom Heliosa**

W 4Q'14 spodziewamy się wzrostu przychodów w grupie o 2,8% R/R. Istotne spadki przychodów reklamowych w prasie i czasopiśmie zostaną nadrobione przez dobrą sprzedaż w Heliosie. W Polsce sprzedano 40,2 mln biletów do kina, tj. 11% więcej R/R. Sprzedaż biletów na film „Bogowie” 2,15 mln, na film „Miasto” przybyło 1,74 mln widzów. Wyniki 4Q'14 zostały wsparte przez kolejną część Hobbita z wynikiem 1,29 mln biletów. Spodziewamy się, że w sieci Helios w 4Q'14 sprzedano 2,7 mln wejściówek, tj. 17% więcej R/R, co powinno przy lekkim wzroście cen przełożyć

się na wynik 45,7 mln PLN. W sieci Helios obserwujemy także od kilku kwartałów wzrosty wysokomarżowych przychodów z barów na 1 sprzedany bilet. Segment Outdoor powinien zanotować stabilne R/R obroty (co jest wynikiem relatywnie słabym na tle rosnącego rynku reklamowego, 14%-owego wzrostu oczekujemy w segmencie Internetu. Z drugiej strony spodziewamy się istotnego wzrostu kosztów operacyjnych do poziomu 294 mln PLN (vs. 285 mln PLN rok wcześniej), co będzie wynikać głównie z większych nakładów na wynagrodzenia i reklamę w segmencie Internet oraz ze wzrostu kosztów w Heliosie. Ostatecznie wynik EBITDA szacujemy na 38,1 mln PLN, czyli na stabilnym R/R poziomie.

## IT

IT Asseco Poland		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	53,66 PLN	P/E 2014	12,4	EV/EBITDA 2014	7,2		
		Cena docelowa	59,00 PLN	P/E 2015	12,9	EV/EBITDA 2015	7,0		
(mln PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	1788,1	1709,7	4,6%	6182,2	5898,1	4,8%	6443,6	6182,2	4,2%
EBITDA	254,2	194,5	30,7%	915,3	875,0	4,6%	918,3	915,3	0,3%
Marża	14,2%	11,4%	-	14,8%	14,8%	-	14,3%	14,8%	-
EBIT	189,3	128,0	47,9%	650,1	610,5	6,5%	656,2	650,1	0,9%
Zysk brutto	185,3	296,8	-37,6%	658,9	754,1	-12,6%	633,5	658,9	-3,9%
Zysk netto	97,4	131,5	-25,9%	358,2	393,9	-9,1%	345,6	358,2	-3,5%

### Wysokie wyniki w 4Q'14, możliwe odpisy dot. projektu ŚKUP

W 4Q'14 spodziewamy się kontynuacji pozytywnych tendencji z poprzedniego kwartału. Przychody powinny wzrosnąć o 4,6% R/R dzięki wysokim obrotom Sapiens International i Magic Software z grupy Formula (szacujemy że rynek izraelski wygeneruje blisko 800 mln PLN przychodów vs. 660 mln PLN w 4Q'13) i przy utrzymaniu stabilnych w miarę rentowności przełoży się na 64 mln PLN zysku operacyjnego. Rynek polski powinien wygenerować 494 mln PLN obrotów (vs. 559 mln PLN w 4Q'13), jednak przy mniejszych obrotach na sprzęcie spodziewamy się stabilnego R/R zysku EBIT na poziomie 87 mln PLN, czyli istotnie więcej od 53 mln PLN

osiągniętych w 4Q'13 (przypominamy, że w 4Q'13 wyniki matki Asseco zostały obniżone przez rozpoznanie 28 mln PLN rezerwy na naprawy gwarancyjne dot. projektu Śląskiej Karty Usług). Ostatecznie zysk EBITDA szacujemy na na poziomie 254 mln PLN vs. 195 mln PLN w 4Q'13 (+31% R/R). Zwracamy uwagę, że we wrześniu zarząd KZK GOP nałożył na Asseco Poland 4,2 mln PLN kary za opóźnienia we wdrażaniu Karty, a w grudniu Asseco Poland poinformowało o możliwości otrzymania kolejnych za opóźnienia przy projekcie ŚKUP, którego odbiór trzeciego etapu właśnie trwa. W naszych prognozach nie założyliśmy etapu dalszych odpisów na projekt.

## Górnictwo i Metale

Górnictwo węgla JSW		Trzymaj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	21,20 PLN	P/E 2014	-	EV/EBITDA 2014	5,8		
		Cena docelowa	27,00 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	3,0		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	1 941,9	1 901,3	2,1%	6 723,2	7 632,2	-11,9%	8 473,6	6 723,2	26,0%
EBITDA	57,8	242,5	-76,2%	564,2	1 382,1	-59,2%	1 160,4	564,2	105,7%
Marża	3,0%	12,8%		8,4%	18,1%		13,7%	8,4%	
EBIT	-292,2	-36,5	-	-731,8	201,9	-	-157,6	-731,8	-
Zysk brutto	-314,2	-50,9	-	-834,9	109,7	-	-316,7	-834,9	-
Zysk netto	-257,6	-42,1	-	-638,6	77,3	-	-246,3	-638,6	-

### Operacyjnie poprawa, strajk głównym tematem

Biorąc pod uwagę ceny węgla koksowego i koksu przeliczane na PLN ostatni kwartał roku powinien być dla spółki lepszy niż poprzednie dwa. Przy cenie benchmarkowej węgla australijskiego na poziomie 119 USD/t cena złotówkowa węgla z JSW powinna wynieść ok. 400 PLN/t, tj. o 1,3% więcej niż w 3Q. 4Q powinien również przynieść wzrost zarówno wolumenu produkcji do 4,2 mln ton węgla ogółem (m.in. pełny kwartał Knurowa, wzrost wydobycia po uporaniu się z problemami geologicznymi) i 1 mln ton koksu. Pozytywny wpływ na wolumen sprzedaży będzie mieć włączenia Knurowa do sieci sprzedaży JSW oraz stopniowe

zmniejszanie zapasów nagromadzonych w wymienionej kopalni. W segmencie koksowym sezonowo 4Q jest nieznacznie lepszy wolumenowo niż 2Q i 3Q (wielkość sprzedaży na poziomie 1 mln ton). Spółka poinformowała o odpisie na trwałą utratę wartości kopalni Krupiński na kwotę 224 mln PLN, co obciąży wynik kwartału. Biorąc pod uwagę obawy rynku o konieczność przeprowadzenia ratunkowej emisji akcji jednym z kluczowych elementów wyników będzie poziom raportowanej gotówki na koniec roku (prognozujemy 690 mln PLN). W kontekście toczącego się strajku wyniki mają drugorzędne znaczenie.

Metale KGHM		Kupuj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	113,40 PLN	P/E 2014	9,2	EV/EBITDA 2014	4,7		
		Cena docelowa	127,00 PLN	P/E 2015	10,9	EV/EBITDA 2015	5,1		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	4 183,4	4 905,0	-14,7%	21 874,1	24 110,0	-9,3%	22 991,0	21 874,1	5,1%
EBITDA	964,3	1 292,0	-25,4%	5 506,7	5 952,0	-7,5%	5 192,2	5 506,7	-5,7%
Marża	23,0%	26,3%		25,2%	24,7%		22,6%	25,2%	
EBIT	759,5	1 087,0	-30,1%	3 599,5	4 372,0	-17,7%	3 140,3	3 599,5	-12,8%
Zysk brutto	750,5	1 115,0	-32,7%	3 421,2	4 235,0	-19,2%	2 948,7	3 421,2	-13,8%
Zysk netto	532,3	813,0	-34,5%	2 462,8	3 033,0	-18,8%	2 074,2	2 462,8	-15,8%

### PLN pomaga części polskiej, w Int. słabo

Ostatni kwartał roku przyniósł spadek średniej ceny miedzi do 6 574 USD/t (-2,8% q/q), co jednak z nawiązką zostało zamortyzowane osłabieniem średniego kursu USD/PLN (-7,1% q/q). W przypadku srebra ceny dolarowe spadły q/q o 19,3% do zaledwie 536 USD/kg, a w efekcie cena denominowana w PLN była niższa q/q o 13,6%. W prognozie zakładamy wolumen sprzedaży miedzi na poziomie 143 tys. ton, a srebra 285 ton. Jednostkowy koszt produkcji po wyłączeniu produktów ubocznych wyniesie 18 500 PLN. Biorąc pod uwagę te czynniki na poziomie jednostkowym spółka powinna wykazać 964 mln PLN zysku EBITDA, tj. o

17% mniej w stosunku do poprzedniego kwartału. Na transakcjach zabezpieczających zakładamy, że spółka zrealizuje wynik bliski 0 PLN. Słabszych wyników należy oczekiwać na poziomie KGHM International, gdzie nie będzie występował efekt osłabienia lokalnej waluty w relacji do USD. Oceniamy, że z wyjątkiem kopalni Robinson pozostałe kopalnie już w 4Q mogły generować straty. W efekcie wynik EBITDA KGHM International powinien obniżyć się do 18 mln USD w porównaniu z 39 mln USD w poprzednim kwartale. Dodatkowo można oczekiwać, że KGHM utworzy odpisy aktualizujące wartość aktywów zlokalizowanych w Ameryce Pn (powyżej 200 mln PLN).



Górnictwo węgla LW Bogdanka									
Kupuj									
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	97,00 PLN	P/E 2014	11,8	EV/EBITDA 2014	5,3		
		Cena docelowa	121,50 PLN	P/E 2015	10,8	EV/EBITDA 2015	5,0		
(mln PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	563,0	481,5	16,9%	2 053,3	1 899,8	8,1%	2 224,9	2 053,3	8,4%
EBITDA	214,7	206,6	3,9%	731,8	754,9	-3,1%	781,4	731,8	6,8%
Marża	38,1%	42,9%		35,6%	39,7%		35,1%	35,6%	
EBIT	122,7	117,2	4,6%	358,8	424,8	-15,5%	393,7	358,8	9,7%
Zysk brutto	114,5	112,8	1,5%	343,8	413,7	-16,9%	378,7	343,8	10,1%
Zysk netto	91,6	105,0	-12,8%	278,5	329,7	-15,5%	306,7	278,5	10,1%

### Dobry kwartał, obawy o 2015

Wydobycie w 4. kwartale wyniosło 2,56 mln ton węgla handlowego, tj. o 7,7% więcej niż w 3Q i 21,5% więcej w ujęciu r/r. W naszej prognozie szacujemy przychód na tonę sprzedanego węgla na poziomie 210 PLN (-5,2% r/r) i +0,6% q/q. Oczekujemy, że uruchomienie zakładu przeróbki mechanicznej mokrej pozwoli zwiększyć kaloryczność produkowanego węgla o ok. 3%, co przy spadającej cenie węgla za GJ pozwoli na wyhamowanie spadku przychodu na tonę. W prognozie zakładamy jednostkowy koszt wydobycia na poziomie 171 PLN/t, tj. o 0,8% mniej w stosunku do 4Q'13. Dobre wyniki spółki mają znaczenie historyczne,

inwestorzy będą przede wszystkim oczekiwali na ocenę zarządu co do ryzyka nieuplasowania na rynku dodatkowo wyprodukowanego wolumenu w roku 2015 (+1 mln ton), a także jak głębokiego spadku cen można oczekiwać w br. (w naszej prognozie zakładamy -3,5% za GJ) w kontekście trudnej sytuacji w kopalniach śląskich. Ważnym elementem konferencji z zarządem będą również deklaracje dotyczące dywidendy oraz średnioterminowej polityki spółki w tym względzie. Biorąc pod uwagę niepewną sytuację na Śląsku i zakończenie w 1H'15 programu inwestycyjnego, naszym zdaniem prawdopodobieństwo wypłaty wyższej dywidendy jest wysokie.

## Przemysł

Przemysł Elemental		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	3,40 PLN	P/E 2014	17,7	EV/EBITDA 2014	14,1		
		Cena docelowa	4,00 PLN	P/E 2015	13,9	EV/EBITDA 2015	9,1		
(mIn UAH)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	260,9	240,2	8,6%	814,3	859,6	-5,3%	1 310,9	814,3	61,0%
EBITDA	7,7	7,7	0,8%	40,4	28,6	41,2%	63,9	40,4	58,1%
Marża	3,0%	3,2%		5,0%	3,3%		4,9%	5,0%	
EBIT	6,5	6,7	-3,2%	35,0	25,7	35,9%	54,9	35,0	56,8%
Zysk brutto	5,8	4,8	19,6%	33,1	25,0	32,1%	51,6	33,1	56,2%
Zysk netto	5,1	4,7	8,5%	30,6	24,4	25,1%	39,0	30,6	27,7%

### Istotna poprawa na wyniku netto

W 4Q'14 oczekujemy, że na wartość wygenerowanego obrotu pozytywny wpływ będą miały utrzymujące się wysokie ceny metali kolorowych w ujęciu PLN (aluminium w 4Q'14 +22% r/r, ołów +3% r/r, cynk +27% r/r, miedź +0,7% r/r). Negatywnie z kolei na wielkość generowanych obrotów wpływ miało wycofywanie się Spółki z nisko marżowego handlu hurtowego metali kolorowych na rzecz zbierania i przetwarzania metali kolorowych z odzysku (w drugim przypadku dyskonto sprzedawanych frakcji do notowań metali kolorowych jest wyższe ze względu na fakt, że frakcje

są bardziej zanieczyszczone i niejednorodne jak w przypadku hurtowego handlu).

Mimo wyższych wolumenów sprzedaży oczekujemy stabilnych wyników na poziomie działalności operacyjnej. Wyższy natomiast naszym zdaniem powinien być wynik netto, jako że Spółka przeniosła w 2014 roku efekt na polityce zabezpieczeń kursów metali z poziomu działalności finansowej do działalności operacyjnej.

W 4Q'14 wśród zakupionych podmiotów przedmiotem konsolidacji jak na razie będzie litewski podmiot EMP Recycling.

Przemysł elektromaszynowy Famur		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	3,35 PLN	P/E 2014	18,8	EV/EBITDA 2014	6,3		
		Cena docelowa	4,00 PLN	P/E 2015	10,8	EV/EBITDA 2015	4,9		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	163,2	243,9	-33,1%	613,6	1 176,4	-47,8%	938,0	613,6	52,9%
EBITDA	65,2	74,8	-12,8%	254,2	384,7	-33,9%	313,2	254,2	23,2%
Marża	40,0%	30,7%		41,4%	32,7%		33,4%	41,4%	
EBIT	26,7	38,6	-30,8%	100,3	224,6	-55,4%	184,6	100,3	84,1%
Zysk brutto	23,9	56,0	-57,3%	99,8	240,8	-58,5%	185,2	99,8	85,5%
Zysk netto	19,3	62,5	-69,0%	90,0	207,6	-56,7%	149,8	90,0	66,5%

### Ostatni kwartał spadkowej dynamiki wyników

W 4Q'14 oczekujemy, że przychody segmentu kompleksów ścianowych wprawdzie spadną o 32% r/r, ale będą na wyraźnie wyższym q/q poziomie (+44% q/q) dzięki realizacji kontraktu eksportowego do Rosji za kwotę 84 mln PLN. Oczekujemy, że w okresie 4Q'14 Famur zaksięguje połowę wyników związanych z wyżej wymienioną umową. W segmentach kombajnów chodnikowych oraz systemów transportu oczekujemy stabilnej względem wcześniejszych kwartałów sprzedaży (odpowiednio -2,4% q/q oraz +4,4% q/q).

W efekcie zwiększenia obłożenia mocy w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa spodziewamy się, że wynik brutto ze sprzedaży wzrośnie w 4Q'14 o 11,6% r/r oraz 28,9% q/q.

Jednocześnie zakładamy, że Spółka na poziomie pozostałej działalności operacyjnej zaksięguje około 5 mln PLN rezerw i odpisów (te niemal zawsze towarzyszyły wynikom za ostatni kwartał roku obrotowego).

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy, że Spółka zaksięguje 2,5 mln PLN starty z tytułu wyceny transakcji zabezpieczających kursy walut (w 4Q'14 USD i EUR umacniały się względem PLN).

W 1Q'15 Famur wchodzi w okresy znacząco niższej bazy rezultatów, co zestawiając z faktem, że Spółka podpisała znaczącą ilość kontraktów eksportowych powinno powodować odwrócenie obserwowanych w ostatnim roku tendencji na wynikach. Liczymy, że wyniki zaczną się poprawiać począwszy od 1Q'15.

Przemysł spożywczy Kernel		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	31,75 PLN	P/E 2014	-	EV/EBITDA 2014	6,1		
		Cena docelowa	31,00 PLN	P/E 2015	7,6	EV/EBITDA 2015	4,8		
(mIn USD)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	743,9	725,5	2,5%	1 880,5	2 393,3	-21,4%	1 987,5	1 880,5	5,7%
EBITDA	91,6	58,4	57,0%	266,8	223,0	19,6%	284,5	266,8	6,6%
Marża	12,3%	8,0%		14,2%	9,3%		14,3%	14,2%	
EBIT	70,5	31,2	125,9%	173,6	128,7	34,9%	194,2	173,6	11,9%
Zysk brutto	27,3	-15,2	-	96,8	-90,4	-	122,1	96,8	26,1%
Zysk netto	26,6	-9,1	-	91,0	-98,3	-	113,5	91,0	24,8%

### Sprzyja niska ubiegłoroczna baza rezultatów

Według raportu bieżącego Kernel wolumen sprzedaży oleju luzem w 2Q'15 (4Q'14) wyniósł 278,1 tys. ton i był o 6,2% r/r wyższy, a oleju butelkowanego 34,2 tys. ton (+12,6% r/r) (efekt wysokiej produkcji w poprzednim kwartale). Wyższa sprzedaż miała miejsce również w obrębie segmentu handlu zbożem (1402,9 tys. ton; +5,1% r/r) oraz eksportu poprzez terminale portowe (1437,5; +13,3% r/r). Elewatory Kernel w IH'15 (2H'14) przyjęły łącznie 2 477,9 tys., ton (+1,3% r/r).

Według naszych szacunków łączne przychody ze sprzedaży w 2Q'15 (4Q'14) wyniosą 693,0 mln USD (+2,2% r/r). Największy wzrost obrotów będzie miał miejsce w segmencie usług przeładunku zboża i usług transportowych (+22,5% r/r). Segment handlu oleju luzem powinien zanotować 13% spadek obrotów (efekt spadku cen oleju w ujęciu USD).

Szacujemy, że EBITDA Grupy w 2Q'15 (4Q'14) wyniesie 91,6 mln USD (+57,0% r/r). Oczekujemy, że największa skala

poprawy wyników dotyczyć będzie segmentu rolnego, który w 2Q'14 (4Q'13) zanotował 42 mln USD straty EBITDA w efekcie ujemnych rewaluacji aktywów biologicznych (w bieżącym roku dzięki wyższym zbiorom z hektara segment powinien notować pozytywny wynik na poziomie EBITDA). W 2Q'15 (4Q'14) oczekujemy, że EBITDA segmentu wyniesie +3,5 mln USD. Naszym zdaniem EBITDA segmentu sprzedaży oleju luzem spadnie o 11% r/r (efekt niższych marży na tłoczeniu oleju względem poprzedniego kwartału i analogicznego okresu roku ubiegłego), a handlu zbożem wzrośnie o 141% (do 9,1 mln USD) (efekt wyższych marży na sprzedaży zbóż).

Wynik EBIT 2Q'15 (4Q'14) według nas wyniesie 70,5 mln USD i będzie o 125,9% r/r wyższy. Na poziomie działalności finansowej oczekujemy ujemnego wpływu osłabienia UAH do USD i przeszacowania należności VAT od Skarbu Państwa w kwocie 24 mln USD. W rezultacie wynik netto 2Q'15 (4Q'14) wyniesie 26,6 mln USD vs. -9,1 mln USD rok wcześniej.

Metale Kęty		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	299,80 PLN	P/E 2014	16,1	EV/EBITDA 2014	9,6		
		Cena docelowa	275,80 PLN	P/E 2015	14,5	EV/EBITDA 2015	8,9		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	459,8	422,2	8,9%	1 799,6	1 593,8	12,9%	1 958,8	1 799,6	8,8%
EBITDA	61,9	50,3	23,1%	315,0	225,9	39,5%	335,3	315,0	6,4%
Marża	13,5%	11,9%		17,5%	14,2%		17,1%	17,5%	
EBIT	39,5	29,3	35,0%	232,1	144,9	60,1%	250,8	232,1	8,1%
Zysk brutto	34,8	26,3	31,9%	212,7	134,1	58,7%	239,4	212,7	12,6%
Zysk netto	27,8	49,6	-44,0%	175,2	153,5	14,1%	193,9	175,2	10,7%

### Dynamika wzrostu spowalnia

Według wstępnych prognoz przedstawionych przez Zarząd Grupy Kęty w 4Q'14 Spółka osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie 455 mln PLN, co oznacza około 6% r/r. Największe segmenty zanotowały wzrosty przychodów ze sprzedaży, w tym: Segment Wyrobów Wyciskanych o 13% r/r, a Segment Systemów Aluminiowych o 8% r/r. Przychody ze sprzedaży w Segmencie Opakowań Giętkich były na porównywalnym do zeszłego roku poziomie. W mniejszych segmentach (Segment Akcesoriów Budowlanych i Segment Usług Budowlanych) odnotowano spadki odpowiednio o 5% r/r i 15% r/r.

Skonsolidowany zysk operacyjny 4Q'14 wyniósł 41 mln PLN (+40% r/r), zysk EBITDA 63 mln PLN (+25% r/r). Saldo działalności finansowej w okresie 4Q'14 będzie miało wynik

ujemny i wyniesie -5,5 mln PLN (-3 mln PLN w 4Q'13). W konsekwencji Spółka szacuje, iż zysk netto 4Q'14 wyniesie około 29,5 mln PLN (-40,5% r/r – efekt zaksięgowania tarczy podatkowej w 4Q'13). Narastająco po 12 miesiącach Spółka osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie 1 799,6 mln PLN (prognoza Zarządu 1780 mln PLN), EBITDA 315 mln PLN (prognoza Zarządu 305 mln PLN) i zysk netto 175,2 mln PLN (prognoza Zarządu 170 mln PLN). Na koniec 2014 roku dług netto Grupy Kapitałowej wyniesie około 210 mln PLN. Nasze prognozy nie odbiegają znacząco od szacunków przedstawionych przez Zarząd Spółki. Naszym zdaniem warto obserwować rentowność segmentu systemów aluminiowych, może być pod presją rosnących cen zakupów aluminium w PLN (aluminium + premia producencka).

**Przemysł elektromaszynowy  
Kopex**
**Trzymaj**

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	10,82 PLN		P/E 2014	7,9		EV/EBITDA 2014	4,4	
	Cena docelowa	11,40 PLN		P/E 2015	14,8		EV/EBITDA 2015	4,9	
<b>(mIn PLN)</b>	<b>4Q'14P</b>	<b>4Q'13</b>	<b>zmiana</b>	<b>2014P</b>	<b>2013</b>	<b>zmiana</b>	<b>2015P</b>	<b>2014P</b>	<b>zmiana</b>
Przychody	295,5	420,5	-29,7%	1 368,4	1 395,1	-1,9%	1 255,1	1 368,4	-8,3%
EBITDA	65,2	72,8	-10,4%	292,4	241,4	21,2%	231,5	292,4	-20,8%
Marża	22,1%	17,3%		21,4%	17,3%		18,4%	21,4%	
EBIT	27,6	30,4	-9,0%	141,6	91,2	55,2%	90,9	141,6	-35,8%
Zysk brutto	21,4	27,1	-20,8%	128,7	80,5	59,8%	68,8	128,7	-46,6%
Zysk netto	17,0	26,2	-35,2%	101,6	67,6	50,3%	54,2	101,6	-46,7%

**Wysoka baza analogicznego okresu roku ubiegłego**

W 4Q'14 oczekujemy wzrostu obrotów w segmencie usług górniczych (+5,5% r/r – efekt wysokiego portfela zamówień) oraz maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych (+24,2% r/r – efekt niskiej bazy analogicznego okresu roku ubiegłego). Wyraźnego spadku obrotów oczekujemy w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (-36,1% r/r – efekt wysokiej bazy porównawczej roku ubiegłego, połączonej ze spadającym portfelem zamówień Spółki) oraz segmencie górnictwa odkrywkowego (-14,2% r/r – efekt sprzedaży części prowadzonej działalności w 2014 roku).

Spodziewamy się, że w rezultacie spadających obrotów wynik brutto ze sprzedaży obniży się o 17,3% r/r do poziomu 63 mln PLN. W efekcie szacujemy, że EBITDA Grupy w 4Q'14 wyniesie 65,2 mln PLN (-10,4% r/r), a EBIT 27,6 mln PLN (-9,0% r/r).

Na poziomie wyniku netto nie spodziewamy się aby Spółka powtórzyła niską stopę podatkową zanotowaną w 4Q'13 (jedynie 2,7% wysokości wyniku brutto). W rezultacie oczekujemy, że wynik netto spadnie bardziej niż wynikało to z dynamiki wyniku operacyjnego (wynik netto 17,0 mln PLN; -35,2% r/r).

W 4Q'14 zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Zarządu Kopex powinien odnotować płatności z tytułu wykonywanego w ostatnim roku kontraktu argentyńskiego.

**Przemysł spożywczy  
Tarczyński**
**Kupuj**

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	13,80 PLN		P/E 2014	16,4		EV/EBITDA 2014	7,7	
	Cena docelowa	15,00 PLN		P/E 2015	10,8		EV/EBITDA 2015	6,5	
<b>(mIn PLN)</b>	<b>4Q'14P</b>	<b>4Q'13</b>	<b>zmiana</b>	<b>2014P</b>	<b>2013</b>	<b>zmiana</b>	<b>2015P</b>	<b>2014P</b>	<b>zmiana</b>
Przychody	114,5	118,3	-3,2%	484,8	448,3	8,2%	540,5	484,8	11,5%
EBITDA	9,2	9,6	-4,2%	39,2	32,9	19,1%	42,4	39,2	8,1%
Marża	8,1%	8,2%		8,1%	7,3%		7,8%	8,1%	
EBIT	4,0	4,3	-5,6%	19,1	17,3	10,3%	23,3	19,1	22,0%
Zysk brutto	2,3	3,0	-23,1%	12,2	11,9	2,8%	17,8	12,2	45,7%
Zysk netto	1,9	2,1	-12,7%	7,4	9,3	-20,4%	14,4	7,4	94,7%

**Wyniki obciążone przez integrację nowego zakładu**

W 4Q'14 oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Tarczyński spadną o 3,2% r/r w rezultacie 6,1% r/r niższych cen (wyraźnie niższe ceny mięsa wieprzowego) oraz nieznacznie rosnących wolumenów sprzedaży produktów przetworzonych (+4,0% r/r). Na wielkość realizowanych obrotów i marży w Grupie mogła naszym zdaniem wpływ mieć integracja z nowo otwieranym zakładem w Ujeźdźcu. Oczekujemy, że mimo niższych o 2 mln PLN kosztów marketingu marża EBITDA 4Q'14 utrzymać się będzie na nieco niższym r/r poziomie (-4,2%

r/r). Pozytywny wpływ na kształtowanie się marży na produkcji miały naszym zdaniem wyraźnie niższe ceny mięsa wieprzowego na rynku niemieckim (-17,8% r/r). Wynik netto powinien być na poziomie około 2 mln PLN.

Spodziewamy się, że zadłużenie netto na koniec 2014 roku wyniesie około 147 mln PLN (3,7x EBITDA'14).

Przy wynikach za 4Q'14 Zarząd poinformować może o pozytywnym wpływie kształtowania się cen surowca mięsnego na wyniki operacyjne w 2015 roku. Niewykluczone, że Spółka zgromadzi zapasy surowca w 1Q'15, aby zneutralizować efekt sezonowo wyższych cen w okresie wakacyjnym.

Przemysł									
Vistal									
Kupuj									
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	9,98 PLN		P/E 2014	9,9	EV/EBITDA 2014	7,9		
	Cena docelowa	16,40 PLN		P/E 2015	8,1	EV/EBITDA 2015	6,9		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	71,4	77,0	-7,2%	298,0	283,4	5,2%	334,2	298,0	12,1%
EBITDA	9,4	5,5	69,6%	37,4	34,2	9,3%	41,4	37,4	10,5%
Marża	13,2%	7,2%		12,6%	12,1%		12,4%	12,6%	
EBIT	5,0	3,1	61,7%	23,4	23,5	-0,3%	25,7	23,4	9,5%
Zysk brutto	0,1	1,6	-	14,5	15,5	-6,4%	19,5	14,5	34,5%
Zysk netto	0,1	10,6	-	9,6	20,4	-53,1%	17,2	9,6	80,5%

### Wyniki wyższe na wynikach operacyjnych, odpis na poziomie netto

W 4Q'14 oczekujemy wyższej o 34,4% r/r sprzedaży w segmencie infrastruktury (efekt wysokiego backlogu infrastruktury krajowej i zagranicznej na koniec 3Q'14) oraz 52,5% spadku obrotów w segmencie marine&offshore (efekt spadającego portfela zamówień na koniec 3Q'14). Oczekujemy, że całkowite obroty będą o 6,5% niższe q/q oraz 7,2% r/r niższe.

Oczekujemy, że pozytywnie na poziom rentowności wpłynąć powinno wykonywanie kontraktów z zakresu infrastruktury zagranicznej, jakie zdobywane były w okresie 3Q'14 oraz 4Q'14. Marża brutto ze sprzedaży segmentu naszym zdaniem

wzrośnie do 20% w 4Q'14 vs. 18,6% w 3Q'14. W przypadku segmentu marine&offshore oczekujemy, że marża brutto ze sprzedaży wyniesie 25% vs. 35,1% w 3Q'14. Całkowity wynik brutto ze sprzedaży szacujemy, że w 4Q'14 wyniósł 13,4 mln PLN (-8,4% q/q oraz +18,8% r/r).

Spodziewamy się, że wynik EBITDA Grupy wzrośnie o 69,6% r/r do poziomu 9,4 mln PLN.

W działalności finansowej oczekujemy, że Spółka odpisze 3 mln PLN z tytułu ugody z konsorcjum budowlanym JP Avax, dla którego Vistal wykonywał prace na kontraktach drogowych przed 2013 rokiem. Cała kwota sporu (około 6 mln PLN) zasilą konta Vistal w 4Q'14.

## Budownictwo

Budownictwo Elektrobudowa		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	100,50 PLN	P/E 2014	17,7	EV/EBITDA 2014	10,3		
		Cena docelowa	112,90 PLN	P/E 2015	12,8	EV/EBITDA 2015	8,1		
(mln PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	366,2	270,9	35,2%	1 123,0	905,6	24,0%	1 351,7	1 123,0	20,4%
EBITDA	18,6	19,1	-2,7%	51,0	38,7	31,8%	68,4	51,0	34,1%
Marża	5,1%	7,1%	-	4,5%	4,3%	-	5,1%	4,5%	-
EBIT	15,3	16,2	-5,6%	37,5	24,6	52,6%	55,1	37,5	46,7%
Zysk brutto	13,9	17,2	-19,3%	34,7	25,9	34,0%	47,7	34,7	37,3%
Zysk netto	10,7	11,7	-8,5%	27,0	17,2	57,0%	37,2	27,0	37,6%

### Zysk powyżej prognoz zarządu

Prognoza zarządu Elektrobudowy na 2014 r. zakłada osiągnięcie skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży w wysokości 1,23 mld PLN oraz skonsolidowanego zysku netto w wysokości 23,0 mln PLN. Pomimo oczekiwanej znacznej dynamiki przychodów w Q4'14 (366 mln PLN, +35% r/r), nasza całoroczna prognoza sprzedaży Elektrobudowy za 2014 r. jest o 9% niższa niż prognoza zarządu i wynosi 1,12 mld PLN. Prognozowany wzrost przychodów w Q4'14 wynika głównie z realizacji dużych kontraktów w PSE i Tauronu, które nie miały dużego udziału w ubiegłorocznych wynikach. Szacujemy, że nawet w przypadku nieosiągnięcia zakładanych przez zarząd przychodów, Elektrobudowa powinna przekroczyć prognozy zarządu na poziomie zysku netto. Do takich wniosków skłania poprawiająca się na przestrzeni 2014 r. rentowność Elektrobudowy oraz fakt, że

czwarty kwartał jest zwykle najsilniejszym kwartałem spółki, w którym kumulują się przychody i osiągane są najwyższe marże. W latach 2012-2013 czwarty kwartał generował średnio 70% całorocznego zysku netto. Szacujemy, że w 2014 r. ostatni kwartał będzie słabszy pod względem osiągniętych marż zarówno r/r jak i q/q, co wynika przede wszystkim z wyjątkowo wysokiej bazy. Marżę operacyjną Elektrobudowy za Q4'14 szacujemy na 4,2%, co odzwierciedla nasze długoterminowe założenia odnośnie marż osiągniętych przez Elektrobudowę. Spodziewamy się, że wynik spółki z działalności prowadzonej w Rosji będzie bliski zera, podobnie jak wynik segmentu przemysłu. Zyski będą wygenerowane przez segmenty wytwarzania oraz dystrybucji energii. Zysk netto za Q4'14 szacujemy na 10,7 mln PLN (-8% r/r), a zysk netto za cały 2014 r. na 27 mln PLN (+57% r/r).

Budownictwo Erbud		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	27,53 PLN	P/E 2014	14,9	EV/EBITDA 2014	7,5		
		Cena docelowa	34,50 PLN	P/E 2015	12,6	EV/EBITDA 2015	6,4		
(mln PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	446,1	400,5	11,4%	1 583,4	1 225,1	29,2%	1 642,1	1 583,4	3,7%
EBITDA	16,4	14,0	16,7%	48,5	40,1	21,0%	54,8	48,5	12,9%
Marża	3,7%	3,5%	-	3,1%	3,3%	-	3,3%	3,1%	-
EBIT	14,4	11,8	22,5%	40,6	32,4	25,2%	46,7	40,6	15,1%
Zysk brutto	11,7	8,6	36,3%	32,5	23,8	36,2%	38,2	32,5	17,6%
Zysk netto	8,6	7,4	15,1%	23,6	17,5	35,2%	27,9	23,6	18,0%

### Wzrost przychodów i marż

Na koniec września 2014 r. Erbud posiadał portfel zamówień na kolejne 3 miesiące w kwocie 430 mln PLN. W samym październiku spółka podpisała jeszcze kilka znaczących kontraktów. Warunki pogodowe w Q4'14 były korzystne, stąd szacujemy że spółka zdołała osiągnąć w ostatnim kwartale 2014 r. przychody w wysokości 446 mln PLN (+11% r/r). Liczymy ponadto na lekką poprawę marży z działalności operacyjnej do 3,2% vs. 2,9% w Q4'13 oraz wzrost zysku operacyjnego do 14,4 mln PLN (+22% r/r). W szczególności liczymy na poprawę wyników segmentu kubaturowego,

którego rentowność była wyjątkowo niska w Q4'13. Nie liczylibyśmy natomiast na powtórzenie bardzo dobrych wyników segmentów inżynieryjnego, energetycznego oraz deweloperskiego, które w Q4'13 wygenerowały ponad 80% wyniku operacyjnego. Zakładając brak zdarzeń jednorazowych w wynikach Erbudu, zysk netto za Q4'14 szacujemy na 8,6 mln PLN. Były to najlepszy pod względem wyników kwartał 2014 r. i zarazem o 15% lepszy od analogicznego okresu 2013 r. W całym 2014 r. szacujemy wzrost wyniku netto o 35% r/r do 23,6 mln PLN.

Budownictwo									
Unibep									
Kupuj									
Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca	8,80 PLN		P/E 2014	16,3	EV/EBITDA 2014	9,2		
	Cena docelowa	10,40 PLN		P/E 2015	12,7	EV/EBITDA 2015	7,8		
(mln PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	335,4	228,8	46,6%	1 084,3	920,5	17,8%	1 253,1	1 084,3	15,6%
EBITDA	10,6	9,7	8,6%	31,8	34,0	-6,5%	41,2	31,8	29,6%
Marża	3,1%	4,3%	-	2,9%	3,7%	-	3,3%	2,9%	-
EBIT	8,9	8,2	9,0%	25,0	28,1	-11,0%	34,6	25,0	38,5%
Zysk brutto	9,4	6,3	49,9%	27,4	23,1	18,8%	32,0	27,4	16,6%
Zysk netto	6,4	2,5	153,4%	18,9	13,6	38,5%	24,3	18,9	28,4%

### Dynamiczne odbicie z niskiej bazy

Unibep jest kolejną spółką budowlaną, która w naszej opinii skorzystała w końcu 2014 r. z silnego portfela zamówień i sprzyjających warunków atmosferycznych. W Q4'14 prognozujemy wzrost skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży aż o 47% r/r do 335 mln PLN. Szczególnie mocny wzrost przychodów ze sprzedaży nastąpił w segmentach kubaturowym oraz deweloperskim. Mimo spadku marży operacyjnej, czego przyczyną jest niska rentowność kontraktów zagranicznych, Unibep powinien według nas poprawić wynik operacyjny o 9% r/r do 8,9 mln PLN. Znacznie silniejszej dynamiki oczekujemy na poziomie zysku brutto (9,4 mln PLN, +50% r/r) oraz zysku netto

przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej (6,4 mln PLN, +153% r/r). Przyczyną tego są m.in.: (1) spadek kursu NOK/PLN w Q4'14, co negatywnie odbiło się na marży brutto ze sprzedaży segmentu domów modułowych, ale jednocześnie wpłynęło na zysk z wyceny instrumentów zabezpieczających, wykazany w działalności finansowej, (2) niższa r/r stawka podatku dochodowego, która w Q4'13 wyniosła aż 29%, (3) niższy r/r zysk akcjonariuszy mniejszościowych, (4) poprawa pozycji gotówkowej w ujęciu r/r oraz spadek oprocentowania kredytów, skutkujące spadkiem kosztów finansowych. W całym 2014 r. prognozujemy 18,9 mln PLN zysku netto przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej (+38% r/r).



## Deweloperzy

Deweloperzy <b>Capital Park</b>		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	3,97 PLN	P/E 2014	44,5	P/BV 2014	0,4		
		Cena docelowa	6,70 PLN	P/E 2015	25,4	P/BV 2015	0,4		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	15,8	9,4	68,5%	51,6	38,8	32,9%	73,6	51,6	42,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	11,0	6,5	69,9%	36,8	29,3	25,6%	54,5	36,8	48,3%
Marża	69,3%	68,7%	-	71,2%	75,4%	-	74,0%	71,2%	-
EBIT bez rewaluacji	4,6	6,0	-24,1%	17,5	16,1	8,2%	39,1	17,5	123,9%
Rewaluacja	-78,2	-15,4	-	-65,5	24,3	-	-4,4	-65,5	-
EBIT	-73,7	-9,4	-	-48,1	40,4	-	34,8	-48,1	-
Zysk brutto	-85,5	-8,3	-	-70,7	28,1	-	29,1	-70,7	-
Zysk netto	-84,7	-2,9	-	-77,2	25,6	-	16,5	-77,2	-

### Znaczna strata na wycenie nieruchomości

Prognozujemy, że wyniki Capital Park za Q4'14 będą zdominowane znaczącym odpisem wartości nieruchomości w kwocie 78 mln PLN (0,74 PLN/akcję). Na koniec września 2014 r. wartość nieruchomości inwestycyjnych w bilansie Capital Park wyniosła 1,59 mld PLN, z czego większość była wyceniana metodą dochodową. Uważamy, że aktualizacja rynkowych parametrów wyceny nieruchomości (docelowe czynsze, docelowe wskaźniki pustostanów) wpłynie negatywnie na wycenę nieruchomości spółki. Ostatnia aktualizacja powyższych parametrów miała miejsce w wynikach za 2013 r., a na przestrzeni 2014 r. otoczenie rynkowe na rynku biurowym w Warszawie uległo pogorszeniu. Jednocześnie prognozujemy wzrost NOI spółki o 70% r/r do 11 mln PLN, co wynika głównie z oddania do użytku w połowie ubiegłego roku budynku Eurocentrum I.

Proces zasiedlania Eurocentrum I przez kolejnych najemców jeszcze się nie zakończył i w kolejnych kwartałach oczekujemy dalszej poprawy NOI Capital Park. Szacujemy poprawę oczyszczonego o rewaluację i wycenę programu managerskiego wyniku EBIT spółki o 7% r/r. Dynamika oczyszczonego EBIT jest dużo niższa niż dynamika NOI, co wynika ze znacznie wyższych kosztów administracyjnych w ujęciu r/r. Koszty administracyjne w Capital Park podlegają znaczącym wahaniom w ujęciu kwartalnym, a w Q4'13 miały wyjątkowo niską wartość (0,8 mln PLN vs. prognozowane 5,1 mln PLN w Q4'14). Stratę netto za Q4'14 szacujemy na 85 mln PLN, a wartość kapitałów własnych na koniec 2014 r. na 897 mln PLN (NAVPS=8,56 PLN). Po uwzględnieniu szacowanej przez nas utraty wartości aktywów, spółka jest notowana obecnie na P/BV=0,46x i pozostaje jedną z najtańszych spółek w sektorze deweloperskim.

Deweloperzy <b>Dom Development</b>		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	46,86 PLN	P/E 2014	20,4	P/BV 2014	1,4		
		Cena docelowa	57,90 PLN	P/E 2015	15,5	P/BV 2015	1,3		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	253,0	212,6	19,0%	774,5	676,4	14,5%	823,8	774,5	6,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	60,2	54,4	10,7%	154,1	157,1	-1,9%	187,6	154,1	21,8%
Marża	23,8%	25,6%	-	19,9%	23,2%	-	22,8%	19,9%	-
EBIT bez rewaluacji	39,2	35,7	9,9%	71,3	73,3	-2,7%	95,3	71,3	33,6%
Rewaluacja	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	39,2	35,7	9,9%	71,3	73,3	-2,7%	95,3	71,3	33,6%
Zysk brutto	38,0	33,7	12,8%	70,8	69,7	1,6%	92,8	70,8	31,0%
Zysk netto	30,8	25,9	18,8%	56,9	54,4	4,6%	75,1	56,9	31,9%

### Mocne zakończenie roku

W Q4'14 Dom Development przedprzedał netto 531 mieszkań, poprawiając wolumen o 14% r/r oraz 7% q/q. Był to jeden z najlepszych (o ile nie najlepszy) wyników sprzedażowych w historii spółki. W ostatnim kwartale ub.r. spółka zakończyła budowę trzech etapów na łącznie ponad 560 mieszkań (2 etapy Żoliborza Artystycznego oraz kolejny etap inwestycji Derby). Większość lokali z powyższych inwestycji zostało rozliczonych jeszcze w Q4'14. Ponadto Dom Development rozliczył w wynikach prawie 100 lokali z wysokomarżowej inwestycji Saska. Łącznie deweloper przekazał klientom i rozliczył w wynikach Q4'14 618 lokali (+25% r/r), co według naszych szacunków pozwoliło na

osiągnięcie przychodów w wysokości 253 mln PLN przy marży deweloperskiej nieco poniżej 24%. Zakładając brak nietypowych zdarzeń jednorazowych, przy kosztach administracyjnych w wysokości około 21 mln PLN, zerowym saldzie pozostałej działalności operacyjnej i lekko ujemnym saldzie działalności finansowej, prognozujemy zysk netto Dom Development za Q4'14 w wysokości 30,8 mln PLN (+19% r/r) oraz 56,9 mln PLN w całym 2014 r. (+5% r/r). Spodziewamy się bardzo dobrej pozycji gotówkowej na koniec 2014 r. (CFO powyżej 100 mln PLN, wskaźnik dług netto/kapitał własny ~ 5-10%) oraz zakładamy przeznaczenie całości zysku za 2014 r. na wypłatę dywidendy w 2015 r.



Deweloperzy Echo Investment		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	6,54 PLN	P/E 2014	5,3	P/BV 2014	0,8		
		Cena docelowa	8,00 PLN	P/E 2015	19,9	P/BV 2015	0,8		
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	183,0	122,2	49,8%	555,5	528,7	5,1%	610,9	555,5	10,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	89,0	62,4	42,6%	311,1	294,1	5,8%	325,5	311,1	4,6%
Marża	48,7%	51,1%	-	56,0%	55,6%	-	53,3%	56,0%	-
EBIT bez rewaluacji	53,3	42,1	26,6%	213,1	222,6	-4,3%	247,5	213,1	16,1%
Rewaluacja	73,0	-32,0	-	510,2	271,2	88,1%	-37,7	510,2	-
EBIT	126,3	10,0	1159,1%	723,3	493,8	46,5%	209,9	723,3	-71,0%
Zysk brutto	28,3	-0,6	-	519,8	312,3	66,5%	150,9	519,8	-71,0%
Zysk netto	23,7	1,7	1317,8%	478,6	309,1	54,8%	135,8	478,6	-71,6%

### Neutralne wyniki Q4'14

Nie spodziewamy się, że wyniki Echo za Q4'14 wzbudzą większe emocje, choć może pojawić się w nich kilka nietypowych zdarzeń. Przychody oraz zyski z podstawowej działalności (wynajem powierzchni oraz sprzedaż mieszkań) powinny być wyraźnie lepsze r/r. Przyczynił się do tego przede wszystkim segment mieszkaniowy - przekazania lokali w wysokomarżowej inwestycji w Warszawie na Mokotowie. Szacujemy, że cały 2014 r. Echo zakończyło z przychodami na poziomie 555 mln PLN (+5% r/r) oraz zyskiem brutto ze sprzedaży w kwocie 311 mln PLN (+6% r/r). Spodziewamy się, że portfel pracujących nieruchomości Echo może ulec umiarkowanej przecenie (pomijając efekt różnic kursowych) na skutek przyjęcia niższych docelowych czynszów, niemniej widzimy też szansę na dodatnie przeszacowanie niektórych nieruchomości w budowie, w przypadku których wzrósł wskaźnik wynajęcia powierzchni (np. West Gate we Wrocławiu). Szacujemy, że ujemna rewaluacja starego

portfela oraz dodatnia rewaluacja inwestycji w budowie miały netto neutralny wpływ na wyniki spółki w Q4'14, a ostateczna kwota rewaluacji, którą szacujemy na 73 mln PLN w przybliżeniu odzwierciedla wpływ umocnienia kursu EUR/PLN w Q4'14. Ujemny wpływ wyceny kredytów walutowych oraz instrumentów zabezpieczających szacujemy na około 48 mln PLN. W wynikach Echo za Q4'14 spodziewamy się ponadto zdarzeń o jednorazowym charakterze: (1) odpis na 15 mln PLN w związku z przekazaniem części gruntów pod drogi publiczne (pozostała działalność operacyjna), (2) koszty zamknięcia instrumentów zabezpieczających oraz prowizje związane z zawieraniem przez spółkę znaczącymi umowami kredytowymi na łącznie 30 mln PLN. Zysk netto Echo w Q4'14 szacujemy na 24 mln PLN, a w całym 2014 r. na 479 mln PLN. Rekordowe wyniki spółki w minionym roku nie wynikały jedynie z ogromnego przeszacowania nieruchomości w Q1'14. Spodziewamy się, że zysk brutto ze sprzedaży za 2014 r. również osiągnął najwyższą wartość w historii spółki.

Deweloperzy GTC		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	4,66 PLN	P/E 2014	-	P/BV 2014	0,8		
		Cena docelowa	6,60 PLN	P/E 2015	12,9	P/BV 2015	0,8		
(mIn EUR)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	31,2	32,9	-5,0%	125,7	131,1	-4,1%	129,8	125,7	3,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	20,4	19,7	3,8%	81,9	84,0	-2,5%	84,0	81,9	2,6%
Marża	65,3%	59,8%	-	65,1%	64,1%	-	64,7%	65,1%	-
EBIT bez rewaluacji	15,1	15,7	-3,7%	68,8	68,3	0,7%	70,5	68,8	2,5%
Rewaluacja	-121,5	-110,0	-	-189,8	-189,7	-	18,3	-189,8	-
EBIT	-106,4	-94,3	-	-121,1	-121,4	-	88,8	-121,1	-
Zysk brutto	-128,2	-106,0	-	-187,0	-172,6	-	35,1	-187,0	-
Zysk netto	-104,6	-80,8	-	-163,4	-146,8	-	30,5	-163,4	-

### Duża strata na wycenie już uwzględniona w kursie akcji

W połowie stycznia spółka poinformowała, że wyniki Q4'14 zostaną obciążone znaczącym odpisem wartości nieruchomości o szacunkowej kwocie 132 mln EUR. Oznaczałoby to najwyższy kwartalny odpis aktywów od Q3'11. Szczegóły odnośnie dokonanych odpisów zostały przez nas opisane w komentarzu z 19 stycznia oraz Strategii Inwestycyjnej z 26 stycznia. Inwestorzy mieli w ostatnich tygodniach wystarczająco dużo czasu, by przeanalizować wpływ dokonanych odpisów na wycenę akcji GTC, stąd nie spodziewamy się gwałtownej reakcji rynku na słabe wyniki Q4. Nasza cena docelowa dla akcji GTC uwzględnia fakt dokonania odpisów. Szacujemy, że w 2015 r. portfel aktywów zagrożonych odpisami będzie źródłem straty na

wycenie wynoszącej około 40 mln EUR. Jednocześnie oczekujemy dodatniego przeszacowania galerii handlowych w Warszawie w kwocie ok. 50 mln EUR, co jednak jest uwarunkowane uzyskaniem pozwolenia na budowę oraz rozpoczęciem budowy tych obiektów. Pomijając kwestię odpisów wartości nieruchomości, wyniki operacyjne nie powinny znacząco różnić się od osiągniętych w minionych kwartałach. Oczyszczony o rewaluację zysk operacyjny szacujemy na 15,1 mln EUR (-4% r/r) w Q4'14 oraz 68,8 mln EUR (+1% r/r) w całym 2014 r. Stratę netto za Q4'14 szacujemy na 104,6 mln EUR vs. 80,8 mln EUR straty netto w Q4'13. Cash flow z działalności operacyjnej w Q4'14 szacujemy na około 20 mln EUR (ok. 15 mln EUR przed zmianami w kapitale obrotowym).

Deweloperzy Robyg									
Kupuj									
Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca	2,23 PLN		P/E 2014	17,5	P/BV 2014		1,3	
	Cena docelowa	2,95 PLN		P/E 2015	12,9	P/BV 2015		1,3	
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	121,8	117,0	4,2%	406,1	485,9	-16,4%	410,1	406,1	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	20,6	24,8	-17,1%	70,9	90,8	-21,9%	73,7	70,9	4,0%
Marża	16,9%	21,2%	-	17,5%	18,7%	-	18,0%	17,5%	-
EBIT bez rewaluacji	18,7	12,1	54,7%	49,0	52,6	-6,8%	65,7	49,0	34,0%
Rewaluacja	0,0	0,0	-	11,1	4,0	176,8%	0,0	11,1	-100,0%
EBIT	18,7	12,1	54,7%	60,1	56,6	6,1%	65,7	60,1	9,4%
Zysk brutto	15,7	9,5	64,3%	50,4	44,3	13,7%	57,2	50,4	13,5%
Zysk netto	11,6	8,6	35,9%	33,3	26,1	27,8%	45,2	33,3	35,5%

### Rekordowa liczba przekazania

W ostatnim kwartale 2014 r. Robyg rozliczył w wynikach 690 lokali vs. 269 lokali w Q4'13. Największa w historii spółki liczba przekazania oznacza, że wyniki Q4'14 były dobre, choć nie spektakularne. Szacujemy, że Robyg wypracował w Q4'14 przychody w wysokości 121,8 mln PLN (+4% r/r), EBIT w wysokości 18,7 mln PLN (+55% r/r) oraz zysk netto w wysokości 11,6 mln PLN (+36% r/r). Bardzo wysoka liczba przekazanych lokali w Q4'14 mogłaby sugerować, że dynamika wyników w Q4'14 powinna być wyższa, jednak trzeba pamiętać, że na przestrzeni ostatniego roku znacząco zmieniła się charakterystyka projektów rozliczanych w wynikach spółki. Szacujemy, że: (1) około 45% lokali przekazanych w Q4 2014 r. pochodziło z projektów JV, w których Robyg posiada połowę udziałów, podczas gdy w

Q4'13 100% lokali dotyczyło projektów własnych, (2) jednostkowa wartość mieszkania w projektach realizowanych samodzielnie, rozliczanych w wynikach Q4'14, była o około 1/4 niższa r/r ze względu na większy udział inwestycji gdańskich. Choć nie jesteśmy zwolennikami obecnej strategii Robyga, polegającej na realizacji najbardziej dochodowych warszawskich projektów w formule JV, należy dostrzec również pozytywne aspekty tej strategii. Na przestrzeni ostatnich dwóch lat Robyg obniżył zadłużenie o około 40%, podczas gdy osiągnięte wolumeny sprzedaży wzrosły około dwukrotnie. W 2014 r. Robyg wciąż raportował wyniki poniżej swojego potencjału prezentowanego przez bieżące wolumeny przedsprzedaży mieszkań. Szacujemy, że na przestrzeni najbliższych dwóch lat spółka będzie w stanie podwoić zysk netto zaprezentowany w 2014 r.

## Handel

Handel CCC		Akumuluj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	155,45 PLN		P/E 2014	28,6	EV/EBITDA 2014	21,1	
		Cena docelowa	158,00 PLN		P/E 2015	24,7	EV/EBITDA 2015	17,3	
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	680,7	583,4	17%	2 010,6	1 643,1	22%	2 537,2	2 010,6	26%
EBITDA*	137,8	101,8	35%	311,6	203,4	53%	375,5	311,6	21%
Marża	20,2%	17,5%	-	15,5%	12,4%	-	1,1%	15,5%	-
EBIT*	127,9	92,1	39%	272,3	167,5	63%	326,2	272,3	20%
Zysk brutto*	120,0	86,4	39%	250,0	151,3	65%	291,4	250,0	17%
Zysk netto*	98,5	67,6	46%	209,0	125,2	67%	241,9	209,0	16%

\*wartości oczyszczone

**Dobre wyniki pomimo niesprzyjających warunków pogodowych**

Oczekujemy 99 mln PLN oczyszczonego zysku netto w 4Q'14 (vs. 70 mln PLN w 4Q'13). Sprzedaż spółki w 4Q'14 była pod wyraźną presją niesprzyjających warunków pogodowych (zwłaszcza w okresie październik-listopad) i wyniosła 642 mln PLN (+10% r/r). Jednakże dzięki zrealizowaniu dużej części sprzedaży po pierwszych cenach, jak również poprzez kontynuowanie polityki wprowadzania selektywnych promocji, oczekujemy że spółka poprawiła marżę brutto na sprzedaży o 0,5p.p. r/r do 53,2% w 4Q'14. Ponadto oczekujemy kontynuacji solidnej kontroli kosztów wynikającej z braku obowiązku wypłacania premii sprzedażowych za 2Q'14 (bardzo słaba sprzedaż we wrześniu) oraz z mniejszych kosztów logistyki w 4Q'14. Szacujemy, że koszty SG&A/mkw. powinny obniżyć się o

11% r/r do 256 PLN. Całkowite koszty SG&A powinny wynieść 228 mln PLN w 4Q'14 (w wartości tej uwzględniamy jednorazową płatność 6 mln PLN za doradztwo w sprawie rozpoznania wartości marek). Uwzględniając powyższe zdarzenia oczekujemy oczyszczonego zysku EBIT na poziomie 128 mln PLN w 4Q'14 vs. 92 mln PLN w 4Q'13. Dodatkowo oczekujemy, że spółka rozpozna 172 mln PLN aktywa podatkowego oraz że rozliczy jednorazową kwotę podatku w wysokości 27 mln PLN (kwota 143 mln PLN zostanie dopisana do linii podatku jako wartość dodatnia). Szacujemy, że zysk netto wyniesie 247 mln PLN w 4Q'14, natomiast oczyszczony zysk netto będzie na poziomie 99 mln PLN w 4Q'14. W ujęciu rocznym, oczekujemy przychodów na poziomie 2 011 mln PLN oraz 209 mln oczyszczonego zysku netto (zgodnie ze zrewidowanymi planami zarządu).

Handel LPP		Sprzedaj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	7510,00 PLN		P/E 2014	34,9	EV/EBITDA 2014	18,2	
		Cena docelowa	6400,00 PLN		P/E 2015	33,9	EV/EBITDA 2015	18,7	
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	1 393,8	1 267,0	10%	4 758,1	4 116,3	16%	5 448,6	4 758,1	15%
EBITDA	270,5	302,9	-11%	773,4	764,1	1%	751,9	773,4	-3%
Marża	19,4%	23,9%	-	16,3%	18,6%	-	13,8%	16,3%	-
EBIT	222,5	261,4	-15%	583,3	615,9	-5%	531,1	583,3	-9%
Zysk brutto	192,1	220,8	-13%	478,4	524,2	-9%	497,3	478,4	4%
Zysk netto	155,1	181,5	-15%	389,6	430,9	-10%	401,0	389,6	3%

**Dalsza presja biznesu rosyjskiego i ukraińskiego na wyniki Grupy**

Szacujemy, że spółka wypracuje niższy wynik r/r zarówno na poziomie EBIT (223 mln PLN, -15% r/r), jak i na poziomie zysku netto (155 mln PLN, -14,5% r/r). Wyniki sprzedażowe spółki były nadal pod wyraźną presją spadających przychodów z segmentu rosyjskiego i ukraińskiego (silna dewaluacja RUB oraz UAH), spadającej efektywności sprzedaży/mkw. w Polsce oraz niesprzyjających warunków pogodowych. Oczekujemy, że spółka wypracowała 1 394 mln PLN przychodów w 4Q'14 (zgodnie z miesięcznymi raportami sprzedażowymi), co stanowi 10% wzrost r/r. Porównując ten wynik z naszymi szacunkami wzrostu powierzchni sprzedażowej (+22% r/r), oczekujemy spadku efektywności sprzedaży/średnia ilość mkw. o 13,5% r/r do 661 PLN na poziomie Grupy. Ponadto oczekujemy spadku marży brutto na sprzedaży o 1,7p.p. r/r do 56,8% w 4Q'14, co było efektem wyższych kosztów COGS (sprzedaż towarów zakupionych po wyższym kursie USD), zawężania się marży na rynku rosyjskim w wyniku gwałtownej dewaluacji rubla

(brak możliwości tak szybkiego podnoszenia cen towarów przez LPP) oraz wcześniejszego wprowadzenia mocnych wyprzedaży. Negatywny efekt spadku marż może być częściowo złagodzony przez oczekiwane obniżenie się kosztów SG&A/mkw. o 8,2% r/r do 254 PLN (renegocjacja umów czynszowych oraz mniejsze koszty ponoszone w Rosji i na Ukrainie w lokalnej walucie). Oczekujemy, że koszty sprzedaży i zarządu powinny wynieść 589 mln PLN w 4Q'14, co będzie odpowiadało 42% prognozowanego przychodu w 4Q'14. Podobnie jak w poprzednich kwartałach 2014 roku oczekujemy, że działalność finansowa netto będzie pod presją strat z tytułu dewaluacji RUB oraz UAH. Kurs RUB/PLN spadł średnio o 24% r/r w 4Q'14 (vs. 11% spadku r/r w 3Q'14), natomiast kurs UAH/PLN spadł o 38% r/r w 4Q'14 (vs. 36% spadku r/r w 3Q'14). Szacujemy, że negatywny wpływ przewalutowań wyniesie 25 mln PLN w 4Q'14, a całkowity wynik na działalności finansowej osiągnie -30 mln PLN w 4Q'14. Biorąc wszystkie powyższe czynniki pod uwagę, oczekujemy zysku netto na poziomie 155 mln PLN na koniec 4Q'14 (-14,5% r/r).

**Inne**

Inne		Kupuj							
Work Service									
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	19,79 PLN		P/E 2014	43,6	EV/EBITDA 2014	16,4	
		Cena docelowa	21,90 PLN		P/E 2015	27,5	EV/EBITDA 2015	12,6	
(mIn PLN)	4Q'14P	4Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	553,0	269,4	105,2%	1 777,0	918,4	93,5%	2 357,4	1 777,0	32,7%
EBITDA	32,8	20,5	60,4%	92,7	52,8	75,6%	124,9	92,7	34,8%
Marża	5,9%	7,6%	-	5,2%	5,7%	-	5,3%	5,2%	-
EBIT	29,8	19,2	55,5%	83,3	48,0	73,5%	112,4	83,3	35,0%
Zysk brutto	24,1	15,9	52,0%	62,1	32,9	88,9%	94,4	62,1	51,9%
Zysk netto	11,2	13,8	-18,6%	31,2	26,5	17,7%	48,5	31,2	55,8%

**Wysoki podatek i istotne udziały mniejszości**

W 4Q'14 spodziewamy się wzrostu przychodów Work Service o ponad 105% do poziomu 553 mln PLN, ze względu na konsolidację czterech spółek: Antal International, Work Express i Prohuman oraz spółki niemieckiej. Marża brutto na sprzedaży powinna oscylować wokół 12,0% (wzrost o 1 p.p. Q/Q). Spodziewamy się dalszego wzrostu kosztów SG&A do kwoty 36,8 mln PLN (vs. 32,4 mln PLN w 3Q'14 i 24,5 mln

PLN rok wcześniej). Zysk EBIT w wysokości 29,8 mln PLN obniżamy o 5,6 mln PLN kosztów finansowych netto. Zakładamy efektywną stopę podatku dochodowego na poziomie 19%, co implikuje zysk netto na poziomie 19,6 mln PLN. Szacujemy, że kolejny kwartał zajdzie sytuacja, gdzie zysk mniejszości stanowi ponad 40% zysku netto dla spółki. Przy takim założeniu zysk netto dla jednostki dominującej szacujemy na 11,2 mln PLN (-18% R/R).

## Terminy publikacji raportów

Spółka	4Q 2014	2014	1Q 2015
AGORA	2015-02-20	2015-04-01	2015-05-11
ASSECO POLAND	-	2015-03-13	2015-05-13
CAPITAL PARK	-	2015-03-19	2015-05-14
CCC	2015-02-24	2015-04-30	2015-05-15
CEZ	2015-03-03	2015-04-30	2015-05-12
CIECH	2015-03-23	2015-03-23	2015-05-15
COMARCH	2015-03-02	2015-04-30	2015-05-15
CYFROWY POLSAT	-	2015-03-04	2015-05-14
DOM DEVELOPMENT	-	2015-02-26	2015-04-24
ECHO	2015-03-02	2015-04-22	2015-05-14
ELEKTROBUDOWA	-	2015-03-20	2015-05-15
ELEMENTAL	-	2015-03-20	2015-05-15
ENEA	2015-03-20	2015-03-20	2015-05-15
ENERGA	2015-03-13	2015-03-13	2015-05-12
ERBUD	2015-03-02	2015-04-30	2015-05-14
ERSTE BANK	-	2015-02-27	2015-05-07
FAMUR	2015-03-02	2015-04-30	2015-05-15
GETIN NOBLE BANK	-	2015-03-23	2015-05-15
GLOBAL CITY HOLDINGS	-	2015-03-27	-
GTC	-	2015-03-23	2015-05-14
JSW		2015-03-19	2015-05-15
KERNEL	2015-02-27	-	2015-05-28
KĘTY	-	2015-03-20	2015-04-22
KGHM	-	2015-03-19	2015-05-14
KOPEX	2015-02-25	2015-03-30	2015-05-28
KRUK	-	2015-03-23	2015-05-15
LOTOS	2015-03-06	2015-03-06	2015-04-29
LPP	2015-02-19	2015-04-16	2015-05-12
LW BOGDANKA	-	2015-03-12	2015-04-30
MOL	2015-02-24	2015-02-24	2015-05-08
NETIA	2015-02-19	2015-02-19	2015-05-14
OTP BANK	-	2015-03-06	2015-05-15
PGE	2015-02-17	2015-02-17	2015-05-06
PGNiG	2015-03-05	2015-03-05	2015-05-08
PKN ORLEN	2015-01-23	2015-03-26	2015-04-23
PKO BP	-	2015-03-12	2015-05-11
POLWAX	2015-03-18	2015-03-18	2015-05-14
PZU	-	2015-03-18	2015-05-13
ROBYG	-	2015-03-19	2015-05-14
SYNTHOS	-	2015-03-23	2015-05-15
TARCZYŃSKI	-	2015-03-20	2015-05-15
TAURON	2015-03-12	2015-03-12	2015-05-14
UNIBEP	-	2015-03-20	2015-05-15
VISTAL	-	2015-03-20	2015-05-15
WORK SERVICE	-	2015-03-20	2015-05-15

Źródło: Spółki

**Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2014	2015	2014	2015
<b>Banki</b>										
BZ WBK	Redukuj	2015-01-26	343,15	310,36	328,00	-5,4%	16,2	17,3		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2015-01-26	1,80	2,26	1,84	+22,8%	11,9	17,3		
HANDLOWY	Redukuj	2015-01-26	108,80	95,35	109,00	-12,5%	14,8	17,3		
ING BSK	Trzymaj	2015-01-26	136,50	135,20	141,35	-4,4%	17,9	17,1		
MILLENNIUM	Akumuluj	2015-01-26	7,50	8,36	7,23	+15,6%	13,5	15,3		
PEKAO	Redukuj	2015-01-26	179,00	166,96	187,05	-10,7%	18,3	19,2		
PKO BP	Kupuj	2015-01-26	33,00	38,59	32,53	+18,6%	12,6	15,0		
KOMERCNI BANKA	Redukuj	2014-12-11	4920	4549 CZK	5399	-15,7%	16,1	16,4		
ERSTE BANK	Kupuj	2015-01-26	19,98	25,43 EUR	22,80	+11,6%	-	12,3		
RBI	Kupuj	2015-01-26	10,21	18,27 EUR	13,86	+31,8%	-	11,6		
OTP BANK	Akumuluj	2015-01-26	3779	4048 HUF	4411	-8,2%	-	10,1		
<b>Ubezpieczyciele</b>										
PZU	Trzymaj	2013-11-06	468,00	425,00	502,80	-15,5%	15,8	15,7		
<b>Usługi finansowe</b>										
KRUK	Kupuj	2015-01-26	113,00	143,10	122,00	+17,3%	13,3	11,9		
<b>Paliwa, Chemia</b>										
CIECH	Trzymaj	2015-01-26	48,40	46,90	49,14	-4,6%	28,3	15,2	7,6	6,5
LOTOS	Trzymaj	2015-01-08	26,56	26,80	24,49	+9,4%	-	13,7	38,2	7,2
MOL	Akumuluj	2015-01-08	153,60	174,00	161,90	+7,5%	18,4	13,6	5,2	4,8
PGNiG	Redukuj	2015-01-08	4,38	4,03	4,48	-10,0%	11,1	12,0	5,0	5,6
PKN ORLEN	Akumuluj	2015-01-08	49,94	55,50	55,94	-0,8%	-	9,1	-	6,0
POLWAX	Kupuj	2014-11-06	15,05	24,20	17,80	+36,0%	8,3	7,7	7,6	6,8
SYNTHOS	Kupuj	2015-01-26	4,07	5,20	4,33	+20,1%	15,9	12,9	9,3	8,9
<b>Energetyka</b>										
CEZ	Redukuj	2015-01-26	88,30	84,00	89,17	-5,8%	10,7	13,2	7,0	7,7
ENEA	Akumuluj	2015-01-26	16,96	18,00	16,75	+7,5%	8,1	9,4	4,7	5,7
ENERGA	Trzymaj	2015-01-26	23,30	23,40	21,15	+10,6%	8,9	9,9	5,3	5,6
PGE	Trzymaj	2014-12-05	20,02	20,10	19,57	+2,7%	10,4	11,2	4,7	5,8
TAURON	Kupuj	2015-01-26	5,01	6,10	5,02	+21,5%	7,4	8,5	4,3	5,2
<b>Telekomunikacja</b>										
NETIA	Trzymaj	2015-01-26	5,70	5,80	5,89	-1,5%	171,9	102,5	4,9	5,3
ORANGE POLSKA	Trzymaj	2015-01-26	8,20	8,40	8,49	-1,1%	21,7	40,0	3,8	4,4
<b>Media</b>										
AGORA	Trzymaj	2015-01-26	8,35	8,20	9,10	-9,9%	-	-	5,7	6,8
CYFROWY POLSAT	Redukuj	2015-01-26	22,90	21,80	22,79	-4,3%	36,7	18,1	9,9	7,1
GLOBAL CITY HOLDINGS	w trakcie aktualizacji	2014-05-13	34,30	-	40,30	-	-	-	-	-
TVN	Akumuluj	2015-01-26	17,60	19,00	16,87	+12,6%	25,3	14,6	13,2	12,6
<b>IT</b>										
ASSECO POLAND	Akumuluj	2015-01-26	53,80	59,00	53,66	+10,0%	12,4	12,9	7,2	7,0
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	117,80	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	12,96	-	-	-	-	-
<b>Górnictwo i Metale</b>										
JSW	Trzymaj	2015-01-26	20,40	27,00	21,20	+27,4%	-	-	5,8	3,0
KGHM	Kupuj	2015-01-26	108,25	127,00	113,40	+12,0%	9,2	10,9	4,7	5,1
LW BOGDANKA	Kupuj	2015-01-26	99,00	121,50	97,00	+25,3%	11,8	10,8	5,3	5,0
<b>Przemysł</b>										
ELEMENTAL	Kupuj	2015-01-08	3,28	4,00	3,40	+17,6%	17,7	13,9	14,1	9,1
FAMUR	Kupuj	2015-01-26	3,28	4,00	3,35	+19,4%	18,8	10,8	6,3	4,9
KERNEL	Trzymaj	2015-01-26	32,48	31,00	31,75	-2,4%	-	7,6	6,1	4,8
KĘTY	Trzymaj	2015-01-26	280,00	275,80	299,80	-8,0%	16,1	14,5	9,6	8,9
KOPEX	Trzymaj	2015-01-26	10,82	11,40	10,82	+5,4%	7,9	14,8	4,4	4,9
TARCZYŃSKI	Kupuj	2015-01-26	12,75	15,00	13,80	+8,7%	16,4	10,8	7,7	6,5
VISTAL	Kupuj	2015-01-26	9,59	16,40	9,98	+64,3%	9,9	8,1	7,9	6,9
<b>Budownictwo</b>										
BUDIMEX	Akumuluj	2015-01-26	153,25	162,70	157,35	+3,4%	22,2	21,4	9,5	10,1
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-01-26	81,22	112,90	100,50	+12,3%	17,7	12,8	10,3	8,1
ERBUD	Kupuj	2015-01-22	25,20	34,50	27,53	+25,3%	14,9	12,6	7,5	6,4
UNIBEP	Kupuj	2015-01-22	8,59	10,40	8,80	+18,2%	16,3	12,7	9,2	7,8
<b>Deweloperzy</b>										
CAPITAL PARK	Kupuj	2014-10-22	4,59	6,70	3,97	+68,8%	44,5	25,4	36,4	41,1
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2015-01-26	46,70	57,90	46,86	+23,6%	20,4	15,5	16,1	12,5
ECHO	Kupuj	2014-10-22	6,25	8,00	6,54	+22,3%	5,3	19,9	7,8	26,6
GTC	Kupuj	2015-01-26	4,91	6,60	4,66	+41,6%	-	12,9	-	13,3
ROBYG	Kupuj	2015-01-26	2,16	2,95	2,23	+32,3%	17,5	12,9	13,0	11,3
<b>Handel</b>										
CCC	Akumuluj	2014-12-19	140,00	158,00	155,45	+1,6%	18,2	17,8	20,7	17,3
LPP	Sprzedaj	2015-01-26	7716	6400	7510	-14,8%	34,9	33,9	18,2	18,7
<b>Inne</b>										
WORK SERVICE	Kupuj	2015-01-26	18,11	21,90	19,79	+10,7%	43,6	27,5	16,4	12,6

## Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Agora	Trzymaj	Redukuj	8,20	2015-01-26
Asseco Poland	Akumuluj	Akumuluj	59,00	2015-01-26
Astarta	Zawieszona	Trzymaj	-	2015-01-26
Boryszew	Zawieszona	Redukuj	-	2015-01-26
Budimex	Akumuluj	Kupuj	162,70	2015-01-26
BZ WBK	Redukuj	Sprzedaj	310,36	2015-01-26
CEZ	Redukuj	Redukuj	84,00	2015-01-26
Ciech	Trzymaj	Trzymaj	46,90	2015-01-26
Cyfrowy Polsat	Redukuj	Redukuj	21,80	2015-01-26
Dom Development	Kupuj	Kupuj	57,90	2015-01-26
Elektrobudowa	Kupuj	Kupuj	112,90	2015-01-26
Enea	Akumuluj	Trzymaj	18,00	2015-01-26
Energa	Trzymaj	Trzymaj	23,40	2015-01-26
Erbud	Kupuj	Kupuj	34,50	2015-01-22
Erste Bank	Kupuj	Trzymaj	25,43 EUR	2015-01-26
Famur	Kupuj	Kupuj	4,00	2015-01-26
Getin Noble Bank	Kupuj	Akumuluj	2,26	2015-01-26
GTC	Kupuj	Kupuj	6,60	2015-01-26
Handlowy	Redukuj	Sprzedaj	95,35	2015-01-26
Impexmetal	Zawieszona	Kupuj	-	2015-01-26
ING BSK	Trzymaj	Trzymaj	135,20	2015-01-26
JSW	Trzymaj	Trzymaj	27,00	2015-01-26
Kernel	Trzymaj	Trzymaj	31,00	2015-01-26
Kęty	Trzymaj	Trzymaj	275,80	2015-01-26
KGHM	Kupuj	Trzymaj	127,00	2015-01-26
Kopex	Trzymaj	Kupuj	11,40	2015-01-26
Kruk	Kupuj	Kupuj	143,10	2015-01-26
LPP	Sprzedaj	Redukuj	6 400	2015-01-26
LW Bogdanka	Kupuj	Trzymaj	121,50	2015-01-26
Millennium	Akumuluj	Trzymaj	8,36	2015-01-26
Netia	Trzymaj	Trzymaj	5,80	2015-01-26
Orange Polska	Trzymaj	Redukuj	8,40	2015-01-26
OTP Bank	Akumuluj	Trzymaj	4 048 HUF	2015-01-26
Pekao	Redukuj	Redukuj	166,96	2015-01-26
PKO BP	Kupuj	Kupuj	38,59	2015-01-26
RBI	Kupuj	Kupuj	18,27 EUR	2015-01-26
Robyg	Kupuj	Kupuj	2,95	2015-01-26
Rovese	Zawieszona	Sprzedaj	-	2015-01-26
Synthos	Kupuj	Kupuj	5,20	2015-01-26
Tarczyński	Kupuj	Kupuj	15,00	2015-01-26
Tauron	Kupuj	Akumuluj	6,10	2015-01-26
TVN	Akumuluj	Kupuj	19,00	2015-01-26
Unibep	Kupuj	Kupuj	10,40	2015-01-22
Vistal	Kupuj	Kupuj	16,40	2015-01-26
Work Service	Kupuj	Kupuj	21,90	2015-01-26

## Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	1	2,0%	0	0,0%
Redukuj	7	14,0%	4	13,8%
Trzymaj	13	26,0%	7	24,1%
Akumuluj	9	18,0%	5	17,2%
Kupuj	23	46,0%	14	48,3%



#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

#### Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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

**KUPIJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Polwax.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP S.A.).

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

#### Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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



Michał Marczak  
członek zarządu  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, surowce, metale

#### Departament analiz:

Kamil Kliszczyk  
wicedyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kliszczyk@mdm.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski  
tel. +48 22 438 24 03  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)  
banki

Jakub Szkopek  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

Paweł Szpigiel  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mdm.pl](mailto:piotr.bogusz@mdm.pl)  
handel

#### Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mdm.pl](mailto:piotr.gawron@mdm.pl)

Piotr Dudziński  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 22  
[piotr.dudzinski@mdm.pl](mailto:piotr.dudzinski@mdm.pl)

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

#### Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA  
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych  
tel. +48 22 697 48 47  
[lukasz.wojtowicz@mdm.pl](mailto:lukasz.wojtowicz@mdm.pl)

Dom Maklerski mBanku S.A.  
Departament analiz  
ul. Senatorska 18  
00-075 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

#### Maklerzy:

Krzysztof Bodek  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mdm.pl](mailto:krzysztof.bodek@mdm.pl)

Michał Jakubowski  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

Tomasz Jakubiec  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mdm.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mdm.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

Anna Łagowska  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

Paweł Majewski  
tel. +48 22 697 49 68  
[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

Adam Mizera  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

Adam Prokop  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mdm.pl](mailto:adam.prokop@mdm.pl)

Michał Roźmiej  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)

#### Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)