

środa, 22 kwietnia 2015 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 1Q 2015

Rynek akcji

Finanse

Oczekujemy, iż wyniki banków w Polsce będą pod presją w 1Q'15 po obniżkach stóp procentowych, opłat interchange czy podwyżkach opłat BFG. Negatywny wpływ zostanie ograniczony lub co najmniej zrównoważony przez zyski jednorazowe (GNB, BZ WBK) czy sprzedaż papierów wartościowych. Ponadto, oczekujemy kwartalnej poprawy wyników w Kruku oraz PCM oraz wysokiej dynamiki w PZU napędzanej przez zyski z działalności lokacyjnej.

Paliwa

Spółki rafineryjne dzięki rekordowo wysokim marżom powinny zanotować bardzo dobre wyniki, choć na poziomie raportowanym będą one zainfekowane przez straty na zapasach. W PGNiG obrót i dystrybucja zasypią lukę po spadkach cen ropy w wydobyciu.

Energetyka

Pozytywnie powinny wyróżnić się Energa i PGE, ale w tym drugim przypadku wzrost zysków r/r będzie częściowo pochodną zaniżonej bazy odniesienia. Ujemne dynamiki EBITDA pojawiają się w przypadku CEZ i Tauronu.

Telekomunikacja, Media, IT

Agora zaraportuje dobre wyniki dzięki wysokiej sprzedaży w sieci Helios. TVN poprawi lekko wyniki dzięki umiarkowanym wzrostom na rynku reklamy TV. Wyniki Asseco Poland będą pod presją spadków w spółce matce. Spółki telekomunikacyjne i Cyfrowy Polsat zaraportują spadki wyników w 1Q'15 w wyniku presji cenowej na rynku, zwłaszcza w obszarze B2B.

Przemysł

W 1Q'15 oczekujemy, że na 48 obserwowanych spółek 31% poprawi zeszłoroczne rezultaty, a 27% pogorszy. Duża część, bo aż 42% przedstawi wyniki zbliżone do ubiegłorocznych (efekt wysokiej bazy). Wśród największych pozytywnych zaskoczeń widzielibyśmy spółki takie jak: Amica, BSC Drukarnia, Cognor, Feerum, Impexmetal, Kruszwica, Mercor oraz Vistal. Słabiej poradzą sobie naszym zdaniem AC Auto Gaz, Kopex, PKM Duda, Patentus, PGO, Radpol, Ropczyce oraz Zamet.

Budownictwo

W 1Q'15 prognozujemy silną poprawę wyników Unibepu oraz Elektrobudowy, spadek wyników Budimeksu ze względu na wysoką bazę oraz słabe wyniki w Erbudzie, zarówno nominalnie, jak i r/r.

Deweloperzy

Wyniki deweloperów komercyjnych silnie ucierpią w związku z osłabieniem kursu EUR/PLN. Po oczyszczeniu najsilniejszy wzrost zysku w Capital Park. Mało przekazań i słaby kwartał w Dom Development, lepszy wynik Robyga.

Handel

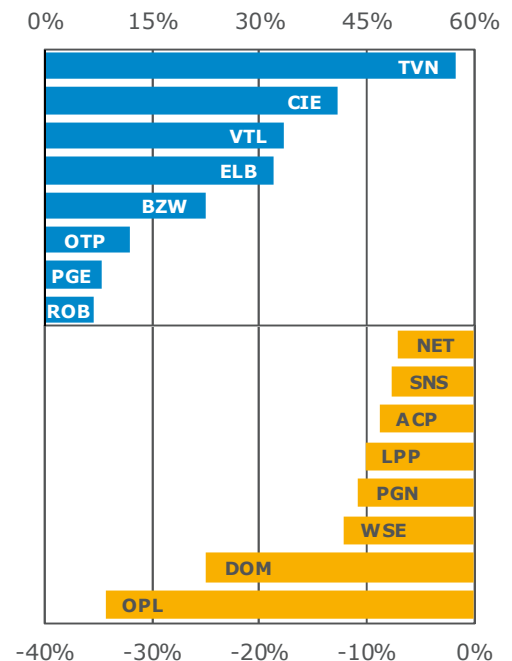
Na wyniki CCC negatywnie wpłynie mix sprzedażowy w 1Q'15, a rezultaty LPP będą pod presją dodatkowych wyprzedaży i ujemnych różnic kursowych. Na marże obydwu spółek negatywnie wpłynie umocnienie się USD/PLN.

Inne

Work Service może zaraportować spadek nominalnego EBIT ze względu na istotny wzrost kosztów SG&A.

WIG56 226
 Średnie P/E 201514,9
 Średnie P/E 201612,5
 Średni dzienny obrót (3 m-ce)812 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



*liczone za okres: 2Q'14-1Q'15 / 1Q'14-4Q'14

Departament Analiz:

Michał Marczak
 +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl

Kamil Kliszcz
 +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mdm.pl

Jakub Szkopek
 +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl

Piotr Zybala
 +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl

Michał Konarski
 +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl

Paweł Szpigiel
 +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl

Piotr Bogusz
 +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl

Spis treści

1. Banki	3
1.1. BZ WBK	3
1.2. Getin Noble Bank	3
1.3. Handlowy	4
1.4. ING BSK	4
1.5. Millennium	5
1.6. Pekao	5
1.7. PKO BP	6
1.8. Komerčni Bank	6
1.9. OTP Bank	7
2. Ubezpieczyciele	8
2.1. PZU	8
3. Sektor finansowy	9
3.1. Kruk	9
3.2. Prime Car Management	9
4. Paliwa, Chemia	10
4.1. Ciech	10
4.2. Lotos	10
4.3. MOL	11
4.4. PGNiG	11
4.5. PKN Orlen	12
4.6. Polwax	12
4.7. Synthos	13
5. Energetyka	14
5.1. CEZ	14
5.2. Enea	14
5.3. Energa	15
5.4. PGE	15
5.5. Tauron	16
6. Telekomunikacja	17
6.1. Netia	17
6.2. Orange Polska	17
7. Media	18
7.1. Agora	18
7.2. Cyfrowy Polsat	18
7.3. TVN	19
8. IT	20
8.1. Asseco Poland	20
9. Górnictwo i Metale	21
9.1. JSW	21
9.2. KGHM	21
9.3. LW Bogdanka	22
10. Przemysł	23
10.1. Elemental	23
10.2. Famur	23
10.3. Kernel	24
10.4. Kopex	24
10.5. Tarczyński	25
10.6. Vistal	25
11. Budownictwo	26
11.1. Budimex	26
11.2. Elektrobudowa	26
11.3. Erbud	27
11.4. Unibep	27
12. Deweloperzy	28
12.1. Capital Park	28
12.2. Dom Development	28
12.3. Echo Investment	29
12.4. GTC	29
12.5. Robyng	30
13. Handel	31
13.1. CCC	31
13.2. LPP	31
14. Inne	32
14.1. Work Service	32
15. Terminy publikacji raportów	33
16. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	34
17. Statystyki rekomendacji	35

Banki

Banki BZ WBK		Redukuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	378,55 PLN	P/E 2015	20,0	P/BV 2015	2,1		
		Cena docelowa	310,36 PLN	P/E 2016	16,2	P/BV 2016	2,0		
(mln PLN)		1Q'15P	4Q'14	1Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		1 038,2	1 071,0	867,8	-3,1%	19,6%	3 868,8	3 996,8	-3,2%
Wynik prowizyjny		467,2	471,9	441,9	-1,0%	5,7%	1 931,5	1 847,8	4,5%
WNDB		2 273,0	1 844,0	1 442,4	23,3%	57,6%	6 578,2	6 579,0	0,0%
Koszty operacyjne		-825,4	-833,8	-698,5	-1,0%	18,2%	-3 065,8	-3 027,5	1,3%
Wynik operacyjny*		1 423,9	986,5	733,2	44,3%	94,2%	3 414,2	3 475,2	-1,8%
Saldo rezerw		273,2	284,6	162,0	-4,0%	68,7%	862,7	836,6	3,1%
Zysk brutto		1 150,7	701,9	571,2	63,9%	101,5%	2 551,5	2 638,7	-3,3%
Zysk netto		880,4	445,2	449,5	97,7%	95,9%	1 871,1	1 914,7	-2,3%

*przed kosztami rezerw

Wysoki zysk jednorazowy w 1Q'15

BZ WBK zaraportuje wyniki za 1Q'15 28 kwietnia. Zysk netto za 1Q'15 prognozujemy na poziomie 880 mln PLN, +98% Q/Q oraz 96% R/R. Wyniki w 1Q'15 znajdują się pod silnym wpływem zysku jednorazowego (570 mln PLN brutto) ze sprzedaży części udziałów w ubezpieczycielach Aviva. Po oczyszczeniu wyników z zysków jednorazowych oczekujemy spadku wyniku netto na poziomie 6,0% Q/Q oraz 6,8% R/R. Oczekujemy, iż spadek stóp procentowych w październiku 2014 oraz marcu 2015 będzie mieć negatywny wpływ na

wynik odsetkowy (-3,1% Q/Q) w 1Q'15. Oczekujemy spadku marży odsetkowej (do średnich aktywów) na poziomie 15 p.b. Q/Q. Oczekujemy, iż bank zrealizuje zyski z papierów wartościowych dostępnych do sprzedaży, ale w mniejszej skali niż w 4Q'14 (wynik handlowy -30% Q/Q). Ponadto oczekujemy, iż saldo synergii kosztowych, kosztów integracji, niższych kosztów z Aviva oraz opłat BFG wpłynie na spadek kosztów na poziomie 1,0% Q/Q. Finalnie, oczekujemy spadku salda rezerw o 4,0% Q/Q, ale stabilnych kosztów ryzyka na poziomie 119 p.b. (do średnich kredytów brutto).

Banki Getin Noble Bank		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	1,72 PLN	P/E 2015	16,2	P/BV 2015	0,8		
		Cena docelowa	2,26 PLN	P/E 2016	9,4	P/BV 2016	0,8		
(mln PLN)		1Q'15P	4Q'14	1Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		285,5	322,8	363,7	-11,6%	-21,5%	1 333,4	1 430,5	-6,8%
Wynik prowizyjny		98,9	103,1	121,7	-4,0%	-18,7%	462,0	437,0	5,7%
WNDB		503,9	442,1	499,8	14,0%	0,8%	1 882,7	1 956,3	-3,8%
Koszty operacyjne		-248,1	-223,6	-234,7	11,0%	5,7%	-969,5	-923,0	5,0%
Wynik operacyjny*		255,7	218,5	265,1	17,0%	-3,5%	913,2	1 033,3	-11,6%
Saldo rezerw		147,1	188,6	157,1	-22,0%	-6,4%	654,3	733,0	-10,7%
Zysk brutto		108,6	29,9	108,0	263,7%	0,5%	258,9	300,2	-13,8%
Zysk netto		111,5	14,4	130,1	674,8%	-14,2%	281,8	360,0	-21,7%

*przed kosztami rezerw

Wyniki wsparte przez zdarzenia jednorazowe

Getin Noble Bank opublikuje wyniki za 1Q'15 15 maja. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 111,5 mln PLN (+7x Q/Q, ale -14,2% R/R). Średnie oczekiwania rynkowe nie są dostępne. Podobnie jak w poprzednim kwartale wyniki będą pod silnym wpływem obniżek stóp procentowych, a także dodatkowych odpisów wynikających z AQR oraz ze znaczącego osłabienia PLN do CHF w 1Q'15. Niemniej jednak, negatywny wpływ ww. zdarzeń zostanie zneutralizowany przez zysk jednorazowy związany z Getin Leasing (utrata kontroli oraz przeszacowanie wartości) w wysokości około 100 mln PLN, pozytywny efekt podatkowy związany z GL w wysokości około 20 mln PLN oraz odwrócenie rezerw po

sprzedaży znacznego portfela należności pomiędzy 4Q'14 oraz 1Q'15. Oczekujemy, iż wynik odsetkowy zanotuje spadek o 11,6% Q/Q do poziomu 285,5 mln PLN, zaś marża odsetkowa spadnie o 25 p.b. Q/Q (do średnich aktywów). Ponadto oczekujemy, iż niższe środowisko stóp procentowych będzie miało także negatywny wpływ na wynik prowizyjny banku, a w szczególności na produkty inwestycyjne co przełoży się na 4% spadek Q/Q. W 1Q'15 koszty operacyjne (+11% Q/Q) będą pod wpływem wyższej opłaty BFG. Finalnie oczekujemy, iż saldo rezerw zanotuje spadek o 22% Q/Q do poziomu 147,1 mln PLN przy założeniu, iż zdarzenia jednorazowe w kwartale praktycznie się wykluczą.

Banki Handlowy		Redukuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	111,40 PLN		P/E 2015	17,6		P/BV 2015	2,0
		Cena docelowa	95,35 PLN		P/E 2016	17,1		P/BV 2016	2,0
(mln PLN)		1Q'15P	4Q'14	1Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		254,9	264,6	293,1	-3,7%	-13,0%	1 086,1	1 163,9	-6,7%
Wynik prowizyjny		147,4	150,4	157,0	-2,0%	-6,1%	612,7	618,9	-1,0%
WNDB		560,1	574,0	620,7	-2,4%	-9,8%	2 349,3	2 423,8	-3,1%
Koszty operacyjne		-304,4	-327,3	-314,4	-7,0%	-3,2%	-1 241,6	-1 273,9	-2,5%
Wynik operacyjny*		255,7	246,6	306,2	3,7%	-16,5%	1 048,5	1 149,9	-8,8%
Saldo rezerw		2,4	-12,0	-2,4	n.m.	n.m.	31,0	-17,8	n.m.
Zysk brutto		253,3	258,7	308,6	-2,1%	-17,9%	1 017,5	1 167,7	-12,9%
Zysk netto		204,9	205,0	247,7	-0,1%	-17,3%	824,9	947,3	-12,9%

*przed kosztami rezerw

Wynik wsparty przez wynik handlowy

Bank Handlowy opublikuje swoje wyniki 6 maja. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 204,9 mln PLN (bez zmian Q/Q, ale -17,3% R/R). Oczekujemy, iż wyniki kolejny kwartał z rzędu będą wspierane przez wynik handlowy, który prognozujemy na poziomie 153 mln PLN (-1% Q/Q). Oczekujemy również spadku wyniku z działalności podstawowej, gdzie zarówno wynik odsetkowy (-3,7% Q/Q),

jak i wynik prowizyjny (-2,0% Q/Q) znajdują się pod presją związaną ze środowiskiem niższych stóp procentowych oraz spadku opłaty interchange. Jednocześnie szacujemy, iż spadek marży odsetkowej w 1Q'15 wyniesie 10 p.b. do poziomu 2,01% (do średnich aktywów). Saldo rezerw oczekujemy na poziomie 2,4 mln PLN, dzięki nadal wysokiej jakości aktywów. Oczekujemy, iż koszty operacyjne zanotują znaczną poprawę w 1Q'15 (-7,0% Q/Q).

Banki ING BSK		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	142,90 PLN		P/E 2015	17,3		P/BV 2015	2,0
		Cena docelowa	135,20 PLN		P/E 2016	14,7		P/BV 2016	1,8
(mln PLN)		1Q'15P	4Q'14	1Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		577,4	583,2	567,9	-1,0%	1,7%	2 413,0	2 330,2	3,6%
Wynik prowizyjny		246,4	248,9	276,1	-1,0%	-10,8%	992,0	1 062,9	-6,7%
WNDB		877,5	866,0	872,6	1,3%	0,6%	3 673,6	3 532,5	4,0%
Koszty operacyjne		-503,2	-488,5	-471,2	3,0%	6,8%	-2 026,4	-1 929,7	5,0%
Wynik operacyjny*		374,3	377,5	401,4	-0,8%	-6,7%	1 647,2	1 602,8	2,8%
Saldo rezerw		84,2	85,1	84,1	-1,0%	0,2%	321,2	267,7	20,0%
Zysk brutto		290,1	292,4	317,3	-0,8%	-8,6%	1 326,0	1 335,1	-0,7%
Zysk netto		235,1	230,8	254,6	1,8%	-7,7%	1 073,7	1 040,7	3,2%

*przed kosztami rezerw

Umiarkowana presja na wynik z działalności podstawowej

ING Bank Śląski zaraportuje wyniki za 1Q'15 7 maja. Prognozujemy, że zysk netto za 1Q 2015 wyniesie 235,1 mln PLN, +1,8% Q/Q, ale -7,7% R/R. Konsensus rynkowy jest jeszcze niedostępny. W porównaniu do 4Q'14 oczekujemy gorszych przychodów z działalności podstawowej (-1,0% Q/Q) ze względu na niższą opłatę interchange oraz cięcia stóp procentowych. Oczekujemy, iż wrażliwość banku

ING na cięcia stóp procentowych pozostanie niska, zaś sama marża odsetkowa spadnie o zaledwie 8 p.b. Q/Q do poziomu 2,30% w 1Q'15. Oczekujemy, iż bank w 1Q'15 zrealizował zyski z papierów wartościowych dostępnych do sprzedaży co pozytywnie wpłynie na wynik handlowy (+75% Q/Q). Ponadto, oczekujemy wzrostu kosztów operacyjnych o 3,0% w związku z podwyższoną opłatą BFG oraz lekkiego spadku salda rezerw o 1,0% Q/Q.

Banki Millennium		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	7,28 PLN		P/E 2015	15,4		P/BV 2015	1,5
		Cena docelowa	8,36 PLN		P/E 2016	12,1		P/BV 2016	1,4
(mIn PLN)		1Q'15P	4Q'14	1Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		344,6	348,6	355,3	-1,1%	-3,0%	1 382,1	1 454,1	-5,0%
Wynik prowizyjny		146,5	142,2	155,5	3,0%	-5,8%	624,6	611,7	2,1%
WNDB		558,5	557,5	575,0	0,2%	-2,9%	2 254,5	2 308,4	-2,3%
Koszty operacyjne		-287,4	-279,1	-274,8	3,0%	4,6%	-1 155,6	-1 111,4	4,0%
Wynik operacyjny*		252,7	261,7	269,1	-3,5%	-6,1%	995,1	1 104,2	-9,9%
Saldo rezerw		72,9	64,0	65,7	14,0%	11,0%	289,3	265,5	9,0%
Zysk brutto		179,7	197,7	203,4	-9,1%	-11,6%	705,8	838,7	-15,8%
Zysk netto		145,3	157,7	156,4	-7,8%	-7,1%	571,7	650,9	-12,2%

*przed kosztami rezerw

Wyższe saldo rezerw w 1Q'15

Bank Millennium zaraportuje wyniki za 1Q'15 27 kwietnia. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 145,3 mln PLN, czyli spadnie o 7,8% Q/Q oraz o 7,1% R/R. Konsensus dla wyników Banku Millennium nie jest jeszcze dostępny. Uważamy, iż na kwartalne pogorszenie wyników wpływ przede wszystkim będzie mieć podwyższony poziom salda rezerw związany z dotworzeniem rezerw na kredyty w CHF po uwolnieniu kursu przez szwajcarski bank centralny. W 1Q'15 prognozujemy wynik odsetkowy na poziomie 344,6 mln PLN, co oznacza spadek o 1,1% Q/Q. Oczekujemy, iż po październikowej obniżce stóp procentowych największy efekt na wynik odsetkowy już był widoczny w 4Q'14, zaś efektywne cięcie oprocentowania depozytów pozwoliło zmitygować efekt w 1Q'15. Oczekujemy presji na marżę

odsetkową na poziomie 7 p.b, która powinna znacząco się pogłębić w 2Q'15 ze względu na kolejne cięcia stóp. Negatywna dynamika wyniku odsetkowego zostanie według nas zrównoważona przez wzrost wyniku prowizyjnego, wspieranego przez wolumeny kredytowe, napływy do funduszy oraz wynik na prowizjach ubezpieczeniowych. Oczekujemy, iż w 1Q'15 pod presją znajdą się koszty całkowite (+3,4% Q/Q) ze względu na wyższą opłatę BFG, która pomimo wcześniejszych zapowiedzi zostanie rozłożona na cztery kwartały 2015 roku. Ponadto oczekujemy, iż saldo rezerw wzrośnie o 14,0% Q/Q oraz 11,0% R/R ze względu na dotworzenie rezerw na kredyty CHF. Przełoży się to na koszt ryzyka na poziomie 63 p.b. (do średnich kredytów brutto), który jest nadal znacząco poniżej średniej rynkowej.

Banki Pekao		Redukuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	192,30 PLN		P/E 2015	19,7		P/BV 2015	2,2
		Cena docelowa	166,96 PLN		P/E 2016	17,0		P/BV 2016	2,2
(mIn PLN)		1Q'15P	4Q'14	1Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		1 017,6	1 057,4	1 130,1	-3,8%	-0,1%	4 402,2	4 461,3	-1,3%
Wynik prowizyjny		474,7	499,7	512,9	-5,0%	-7,5%	2 078,9	2 043,7	1,7%
WNDB		1 767,6	1 826,3	1 770,8	-3,2%	-0,2%	7 136,2	7 284,9	-2,0%
Koszty operacyjne		-895,9	-844,4	-858,6	6,1%	4,3%	-3 514,0	-3 428,8	2,5%
Wynik operacyjny*		871,7	981,9	912,2	-11,2%	-4,4%	3 622,3	3 856,1	-6,1%
Saldo rezerw		134,5	135,2	147,5	-0,5%	-8,8%	531,1	559,6	-5,1%
Zysk brutto		737,1	846,7	764,7	-12,9%	-3,6%	3 091,2	3 296,5	-6,2%
Zysk netto		610,0	691,0	634,2	-11,7%	-3,8%	2 562,5	2 714,7	-5,6%

*przed kosztami rezerw

Wynik pod presją stóp procentowych oraz opłaty BFG

Bank Pekao opublikuje wyniki za 1Q'15 12 maja. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 610,0 mln PLN, czyli spadnie o 11,7% Q/Q oraz o 3,8% R/R. Oczekujemy znaczącej presji na działalność podstawową (-4,2% Q/Q oraz 9,2% R/R) ze względu na cięcie stóp procentowych w październiku 2014 oraz marcu 2015 roku oraz obniżenie opłaty interchange. Po spadku marży odsetkowej (do średnich aktywów) w 4Q'14 o 28 p.b. Q/Q, w 1Q'15 oczekujemy spadku o 15 p.b. Q/Q do poziomu 2,4%, co

przekłada się na spadek wyniku odsetkowego na poziomie 3,8% Q/Q. Aby zniwelować negatywny efekt obniżki stóp procentowych i opłat interchange oczekujemy, iż bank Pekao zrealizuje zyski na papierach wartościowych dostępnych do sprzedaży, co z kolei przełoży się na nieznaczny wzrost wyniku handlowego (+1,0% Q/Q) w 1Q'15 do poziomu 264 mln PLN. Oczekujemy, iż koszty całkowite wzrosną o 6,1% Q/Q oraz 4,3% R/R ze względu na podwyższoną opłatę BFG. Ponadto w ujęciu kwartalnym oczekujemy płaskiego salda rezerw oraz kosztów ryzyka (46 p.b. do średnich kredytów brutto).

Banki		Kupuj							
PKO BP									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	36,28 PLN		P/E 2015	16,7		P/BV 2015	1,6
		Cena docelowa	38,59 PLN		P/E 2016	12,1		P/BV 2016	1,4
(mIn PLN)		1Q'15P	4Q'14	1Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		1 742,4	1 865,4	1 739,8	-6,6%	0,1%	7 053,7	7 522,9	-6,2%
Wynik prowizyjny		696,2	717,7	705,4	-3,0%	-1,3%	2 923,4	2 933,5	-0,3%
WNDB		2 738,0	2 855,8	2 621,7	-4,1%	4,4%	11 053,8	11 494,8	-3,8%
Koszty operacyjne		-1 399,1	-1 439,4	-1 125,8	-2,8%	24,3%	-5 373,7	-5 245,1	2,5%
Wynik operacyjny*		1 238,9	1 317,4	1 422,4	-6,0%	-12,9%	5 377,8	5 901,4	-8,9%
Saldo rezerw		447,8	452,3	413,5	-1,0%	8,3%	2 096,1	1 898,7	10,4%
Zysk brutto		791,1	865,1	1 009,0	-8,5%	-21,6%	3 281,7	4 002,8	-18,0%
Zysk netto		651,7	722,6	802,6	-9,8%	-18,8%	2 716,3	3 254,1	-16,5%

*przed kosztami rezerw

Znaczący spadek zysku netto

PKO BP opublikuje wyniki za 1Q'15 11 maja. Prognozujemy zysk netto PKO BP za 1Q'15 na poziomie 651,7 mln PLN, -9,8% Q/Q oraz -18,8% R/R. Spadek zysku netto w 1Q'15 będzie głównie konsekwencją presji na wynik odsetkowy spowodowanej obniżeniem stóp procentowych zarówno w październiku, jak i w marcu. Prognozujemy, iż wynik odsetkowy spadnie o 6,6% Q/Q, zaś marża odsetkowa (do średnich aktywów) aż o 25 p.b. Q/Q, czyli na

porównywalnym poziomie jak w 4Q'14. Ponadto oczekujemy kontynuacji presji na wynik prowizyjny (-3,0% Q/Q) ze względu na obniżkę opłatę interchange, jak i ze względu na sezonowość. Biorąc pod uwagę wzrost opłaty BFG w 2015 roku, ale i sezonowo wyższe koszty w 4Q'14, oczekujemy spadku kosztów operacyjnych o 2,8% Q/Q. Ponadto prognozujemy spadek salda rezerw w 1Q'15 o 1,0% Q/Q oraz kosztów ryzyka (do średnich kredytów brutto) do poziomu 94 p.b. (97 p.b. w 4Q'14).

Banki		Redukuj							
Komerční Banka									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	5 485 CZK		P/E 2015	16,6		P/BV 2015	2,1
		Cena docelowa	4 549 CZK		P/E 2016	15,9		P/BV 2016	2,1
(mIn CZK)		1Q'15P	4Q'14	1Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		5 147,5	5 414,0	5 279,0	-4,9%	-2,5%	21 642,1	21 423,0	1,0%
Wynik prowizyjny		1 651,9	1 703,0	1 690,0	-3,0%	-2,3%	6 591,8	6 751,0	-2,4%
WNDB		7 479,3	7 810,0	7 566,0	-4,2%	-1,1%	30 669,5	30 676,0	0,0%
Koszty operacyjne		-3 131,5	-3 454,0	-3 124,0	-9,3%	0,2%	-13 068,8	-13 033,0	0,3%
Wynik operacyjny*		4 347,9	4 356,0	4 441,0	-0,2%	-2,1%	17 600,7	17 642,0	-0,2%
Saldo rezerw		232,1	211,0	518,0	10,0%	-55,2%	-1 602,0	-1 296,0	23,6%
Zysk brutto		4 164,9	4 048,0	3 843,0	2,9%	8,4%	15 752,3	16 031,0	-1,7%
Zysk netto		3 342,1	3 331,0	3 081,0	0,3%	8,5%	12 467,7	12 985,0	-4,0%

*przed kosztami rezerw

Presja na wynik podstawowy pozostaje

Komerční Banka opublikuje swoje wyniki za 1Q'15 6 maja. Przychody z działalności podstawowej Komerční nie będą porównywalne Q/Q oraz R/R ze względu na dekonsolidację funduszu transformacyjnego (ubezpieczenia społeczne), co będzie miało negatywny wpływ na wynik odsetkowy, pozytywny na wynik prowizyjny oraz wyzeruje wynik w linii świadczeń planów emerytalnych. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 3 342 mln CZK (płasko Q/Q, ale +8,5% R/R). Średnie oczekiwania rynkowe nie są jeszcze dostępne.

Oczekujemy, iż wyniki na działalności podstawowej spadną o 4,5% ze względu na utrzymującą się presję na wynik odsetkowy (niskie środowisko stóp procentowych) oraz sezonowo wyższy wynik prowizyjny w 4Q'14. Marża odsetkowa, według naszych prognoz, spadnie o 3 p.b. Q/Q (do średnich aktywów) na porównywalnych danych. Po stronie kosztowej oczekujemy spadku o 9,3% Q/Q (+0,2% R/R) po sezonowym wzroście w 4Q'14. Jednocześnie oczekujemy, iż koszt ryzyka utrzyma się na bardzo niskim poziomie 18 p.b. (do średnich kredytów brutto) w 1Q'15, co przełoży się na wzrost salda rezerw o 10% Q/Q.

Banki		Trzymaj							
OTP Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	5 787 HUF		P/E 2015	13,2		P/BV 2015	1,0
		Cena docelowa	4 048 HUF		P/E 2016	10,9		P/BV 2016	0,9
(mld HUF)		1Q'15P	4Q'14	1Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		143,2	156,7	162,2	-8,7%	-11,7%	551,0	635,3	-13,3%
Wynik prowizyjny		42,1	44,5	42,0	-5,4%	0,1%	162,6	169,6	-4,1%
WNDB		45,8	39,3	47,8	16,4%	-4,2%	215,1	193,3	11,3%
Koszty operacyjne		96,3	106,5	102,0	-9,5%	-5,6%	390,4	411,5	-5,1%
Wynik operacyjny*		92,6	89,6	107,9	3,4%	-14,2%	375,7	417,1	-9,9%
Saldo rezerw		66,1	77,3	68,9	-14,5%	-4,2%	215,2	274,7	-21,7%
Zysk brutto		26,5	12,3	39,0	115,4%	-31,9%	160,5	142,3	12,8%
Zysk netto		-6,0	11,0	6,0	n.m.	n.m.	110,0	-102,0	n.m.

*przed kosztami rezerw

Słaby wynik w Rosji i na Ukrainie

OTP Bank zaraportuje swoje wyniki za 1Q'15 15 maja. Prognozujemy, iż strata netto OTP Bank wyniesie 6,0 mld HUF w 1Q'15 wobec zysku netto na poziomie 6,0 mld HUF w 1Q'14 oraz 11,0 mld HUF w 4Q'14. Bank poniesie stratę na skutek zaksięgowania całego podatku bankowego w 1Q'15 w wysokości 28,7 mln HUF oraz dodatkowych odpisów na Ukrainę. Dodatkowo, oczekujemy straty netto na Ukrainie (-12,2 mld HUF wobec 21,1 mld HUF w 4Q'14) oraz znaczącego pogłębienia się straty w Rosji (-9,8 mld HUF wobec 1,8 mld HUF w 4Q'14). Strata na Ukrainie jak i w Rosji

spowodowana będzie znacznymi odpisami rezerw. Dodatkowo w Rosji oczekujemy bardzo stromego spadku wyniku odsetkowego (-29% Q/Q) spowodowanego wysokim środowiskiem stóp procentowych (stałe oprocentowanie kredytów dla klientów w Rosji), a także deprecjacją waluty. Jednocześnie, oczekujemy, że wszystkie pozostałe segmenty pozostaną dochodowe, zaś wynik Bułgarii osiągnie rekordowy poziom 14,3 mld HUF. Na poziomie skonsolidowanym oczekujemy presji na wynik odsetkowy (-8,7% Q/Q) oraz prowizyjny (-5,4% Q/Q), a także spadku salda rezerw (-14,5% Q/Q) oraz kosztów operacyjnych (-9,5% Q/Q).

Ubezpieczyciele

Ubezpieczyciele PZU		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	489,35 PLN		P/E 2015	15,3		P/BV 2015	3,2
		Cena docelowa	425,00 PLN		P/E 2016	-		P/BV 2016	-
(mIn PLN)		1Q'15P	4Q'14	1Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym									
	ubezpieczenia majątkowe	4 699,7	4 475,9	4 354,0	5,0%	7,9%	16 884,6	16 480,0	2,5%
	ubezpieczenia na życie	2 617,7	2 493,0	2 377,7	5,0%	10,1%	9 123,8	8 656,6	5,4%
	Odszkodowania i świadczenia netto	2 082,0	1 982,8	1 976,3	5,0%	5,3%	7 984,6	7 823,4	2,1%
	Koszty	-2 981,1	-3 129,8	-2 664,2	-4,7%	11,9%	-11 541,7	-11 161,2	3,4%
	Wynik techniczny	-932,2	-1 045,3	-841,7	-10,8%	10,8%	-3 674,7	-3 422,4	7,4%
	Wynik na działalności lokacyjnej	468,2	111,3	483,9	320,6%	-3,2%	1 212,9	1 665,1	-27,2%
	Zysk brutto	781,3	570,3	535,2	37,0%	46,0%	2 733,5	2 514,6	8,7%
	Zysk netto	1 103,3	471,2	979,6	134,1%	12,6%	3 691,7	4 120,5	-10,4%
		893,7	403,9	760,4	121,3%	17,5%	2 967,5	3 293,5	-9,9%

Silny wynik lokacyjny w 1Q'15

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 893,7 mln PLN, czyli wzrośnie o 121% Q/Q i 17,5% R/R. Dane w ujęciu R/R są nieporównywalne ze względu na konsolidację spółek zagranicznych oraz Link4. Tak wysoki wzrost zysku netto w ujęciu kwartalnym to zasługa silnego wyniku na działalności lokacyjnej na poziomie 781 mln PLN (+37% Q/Q). Składka przypisana brutto jest prognozowana przez nas na poziomie

4 700 mln PLN, oznacza to 5,0% wzrost Q/Q. Oczekujemy, iż w segmentach majątkowym oraz życiowym składka przypisana brutto wzrośnie o 5% Q/Q i będzie wspierana przez konsolidację nowego biznesu. Oczekujemy, iż odszkodowania netto spadną o 4,7% Q/Q, ale wzrosną o 12% R/R. Finalnie prognozujemy, że skonsolidowane koszty ogółem spadną o 10,8% Q/Q, ale wzrosną 10,8% R/R również za sprawą konsolidacji.

Usługi finansowe

Usługi finansowe Kruk		Akumuluj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	151,25 PLN		P/E 2015	14,7	P/BV 2015	3,4	
		Cena docelowa	143,10 PLN		P/E 2016	12,5	P/BV 2016	2,7	
(mIn PLN)		1Q'15P	4Q'14	1Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Przychody ogółem		123,6	120,4	120,1	3%	3%	553,3	487,9	13%
zakup wierzytelności		111,9	108,7	109,1	3%	3%	502,7	442,4	14%
inkaso		7,8	7,8	8,0	0%	-2%	35,5	31,7	12%
Koszty bezpośrednie i pośrednie		46,4	52,3	50,7	-11%	-8%	215,7	194,0	11%
Marża pośrednia		77,2	68,1	69,4	13%	11%	337,6	293,9	15%
Zysk operacyjny		51,8	42,1	51,8	23%	0%	237,0	208,2	14%
Zysk brutto		38,4	28,4	39,1	35%	-2%	179,7	152,8	18%
Zysk netto		38,2	25,7	40,0	49%	-4%	174,3	151,8	15%

Wzrost zysku netto w 1Q'15

Kruk udostępni wyniki za 1Q'15 10 maja. Oczekujemy, iż zysk netto Kruka wyniesie 38,2 mln PLN, +49% Q/Q, ale -4,4% R/R. Kwartalny wzrost zysku netto związany jest ze wzrostem marży pośredniej na nabytych pakietach wierzytelności (+14,5% Q/Q) wspartej dodatkowo przez rewaluację. Dodatkowo zakładamy również jedynie lekki spadek kosztów operacyjnych w 1Q'15 (-3,0% Q/Q) ze względu na ekspansję zagraniczną oraz koszty nowego

programu motywacyjnego. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Kruka, nakłady na wierzytelności w 1Q'15 wyniosły 43,9 mln PLN (Polska i zagranica) wobec 269 mln PLN w 1Q'14 (nabycie znaczącego portfela wierzytelności hipotecznych). Wartość nominalna nabytych wierzytelności wyniosła 511 mln PLN, co daje średnią cenę na poziomie 8,6%. Spłaty z tytułu obsługi portfeli nabytych wyniosły 187,3 mln PLN wobec 153,8 mln PLN w 1Q'14.

Usługi finansowe Prime Car Management		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	45,50 PLN		P/E 2015	10,6	P/BV 2015	1,1	
		Cena docelowa	65,00 PLN		P/E 2016	10,3	P/BV 2016	1,1	
(mIn PLN)		1Q'15P	4Q'14	1Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Przychody z tytułu leasingu		37,9	37,3	39,9	1,7%	-5,0%	149,7	155,3	-3,6
Przychody z tytułu prowizji		51,5	49,4	52,6	4,2%	-2,1%	210,4	201,5	4,4
Przychody odsetkowe		8,5	8,8	9,4	-3,1%	-9,3%	36,5	36,2	0,8
Przychody ogółem		138,4	133,7	139,5	3,5%	-0,8%	555,9	552,1	0,7
Koszty napraw i serwisu		42,3	41,8	39,6	1,3%	6,9%	171,0	164,2	4,2
Koszty ogółem		122,5	121,3	120,3	1,0%	1,8%	490,6	476,2	3,0
Wynik na sprzedaży poleasingowej		2,5	3,1	2,1	-20,7%	17,7%	9,9	9,8	1,6
Zysk netto		12,5	9,6	15,1	29,3%	-17,4%	51,3	62,6	-18,2

Wzrost wyniku w ujęciu kwartalnym

PCM (Grupa Masterlease) zaraportuje wyniki za 1Q'15 15 maja. Oczekujemy, iż zysk netto za 1Q'15 wyniesie 12,5 mln PLN, +29% Q/Q, ale -17% R/R. Oczekujemy, iż przychody wzrosną w 1Q'15 o 3,5% Q/Q przy jednoczesnym wzroście kosztów o 1,0% Q/Q. Jednocześnie oczekujemy, iż wyniki na leasingu dalej będą znajdować się pod presją,

szczególnie w linii przychodów odsetkowych (-3,1% Q/Q). Ponadto oczekujemy, iż marża serwisowa spadnie z poziomu 9 mln PLN w 1Q'14 do 6 mln PLN w 1Q'15, tak jak i marża na ubezpieczeniach (z 2,3 mln PLN do 1,8 mln PLN). Spodziewamy się, że zysk na re-marketingu spadnie w 1Q'15 do 2,5 mln PLN z 3,14 mln PLN w 4Q'14.

Paliwa, Chemia

Chemia Ciech		Redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	56,38 PLN		P/E 2015	17,5	EV/EBITDA 2015	7,1	
		Cena docelowa	46,90 PLN		P/E 2016	13,0	EV/EBITDA 2016	6,6	
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	830,8	845,0	-2%	3 133,8	3 243,9	-3%	3 272,6	3 133,8	4%
EBITDA	184,1	117,9	56%	574,9	524,8	10%	613,5	574,9	7%
Marża	22,16%	13,95%	-	18,34%	16,18%	-	18,75%	18,34%	-
EBIT	126,4	67,7	87%	364,1	320,3	14%	387,6	364,1	6%
Zysk brutto	93,4	26,6	251%	210,0	153,0	37%	281,2	210,0	34%
Zysk netto	75,6	6,4	-	170,1	167,1	2%	227,7	170,1	34%

Wyższe ceny sody i niższe koszty surowców

W 1Q'15 głównym motorem wzrostu zysków w ujęciu r/r powinny być wyższe ceny sody. Szacujemy że skala podwyżki może sięgnąć 8-10%, co poprawia strumień EBITDA segmentu sodowego o około 40 mln PLN. Spółka powinna również korzystać na niższych kosztach węgla oraz gazu. Oczekujemy, że w 1Q nie będzie jeszcze widoczny istotny wzrost wolumenów mimo rozbudowanych mocy ze względu na harmonogram ich uruchomienia oraz spadający popyt na sodę lekką. Ostatecznie EBITDA segmentu powinna sięgnąć 150 mln PLN vs. oczyszczone 100 mln PLN rok wcześniej. W obszarze organicznym również zakładamy

poprawę wyników r/r, ale głównie ze względu na zaniżoną bazę odniesienia (odpisy w 1Q'14 na -10 mln PLN). Nieco lepiej powinna wyglądać rentowność na środkach ochrony roślin, ale wciąż oczekujemy presji w obszarze żywic. Strumień EBITDA segmentu szacujemy na 36 mln PLN vs. 26,5 mln PLN rok wcześniej. W przypadku krzemianów i kosztów ogólnych nie zakładamy istotnych zmian r/r. Saldo na działalności finansowej również powinno być zbliżone do poprzednich kwartałów z niewielkim negatywnym wpływem różnic kursowych na należnościach w EUR. W naszych prognozach zakładamy nominalną stopę podatkową.

Paliwa Lotos		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	30,40 PLN		P/E 2015	16,9	EV/EBITDA 2015	8,0	
		Cena docelowa	26,80 PLN		P/E 2016	8,6	EV/EBITDA 2016	6,1	
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	5 386,7	7 177,0	-25%	20 129,2	28 501,9	-29%	21 853,5	20 129,2	9%
EBITDA	313,6	231,6	35%	1 419,3	-584,1	-	1 804,2	1 419,3	27%
Marża	5,82%	3,23%	-	7,05%	-2,05%	-	8,26%	7,05%	-
EBIT	106,4	17,3	-	610,5	-1 393,0	-	957,3	610,5	57%
Zysk brutto	-163,8	-21,1	-	416,8	-2 123,7	-	810,4	416,8	94%
Zysk netto	-132,7	-32,4	-	331,6	-1 466,3	-	651,3	331,6	96%

Makro w pełni widoczne w wynikach

Lotos w 1Q'15 powinien w pełni wykorzystać sprzyjające otoczenie makro w segmencie rafineryjnym. Rekordowa marża modelowa i wysoki średni kurs dolara zaowocują wygenerowaniem w tym obszarze 273 mln PLN EBITDA LIFO. Wynik mógłby być lepszy gdyby nie prognozowane przez nas ujemne operacyjne różnice kursowe na około -42 mln PLN. Raportowany rezultat może być osłabiony przez ujemny efekt LIFO (-56 mln PLN). Zakładana niewielka skala strat na zapasach mimo znacznego spadku średnich cen ropy q/q to efekt zawiązanych w 4Q'14 odpisów NRV, które w 1Q'15 powinny być częściowo rozwiązane. W segmencie wydobywczym oczekujemy utrzymania wolumenów, zarówno

jeśli chodzi o Polskę i Litwę, jak i szelf norweski, gdzie dominującą pozycję w produkcji ma gaz. Spadek cen ropy zaowocuje jednak pogorszeniem oczyszczonego strumienia EBITDA ze 118 mln PLN do 78 mln PLN. W obszarze detalicznym prognozujemy nieznaczny wzrost zysku EBITDA do 18,6 mln PLN. W efekcie skonsolidowana EBITDA LIFO powinna sięgnąć 370 mln PLN. Na działalności finansowej saldo będzie mocno ujemne (-270 mln PLN), na co obok kosztów odsetek złożą się ujemne różnice kursowe na kredycie dolarowym (-105 mln PLN) oraz straty na pozycjach zabezpieczających kurs USD/PLN (-112 mln PLN). W efekcie raportowany zysk netto będzie ujemny.

Paliwa MOL		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszczyk		Cena bieżąca	197,20 PLN	P/E 2015	16,9	EV/EBITDA 2015	5,5		
		Cena docelowa	174,00 PLN	P/E 2016	12,4	EV/EBITDA 2016	4,8		
(mld HUF)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	917,5	1 120,9	-18%	3 457,1	4 869,4	-29%	3 553,7	3 457,1	3%
EBITDA	77,7	114,2	-32%	483,5	409,0	18%	549,8	483,5	14%
Marża	8,47%	10,19%	-	13,98%	8,40%	-	0,00%	13,98%	-
EBIT	4,2	46,4	-	194,4	40,9	-	249,7	194,4	-
Zysk brutto	-21,5	31,4	-	165,9	-43,9	-	208,3	165,9	-
Zysk netto	-17,4	20,8	-	91,1	4,8	-	124,6	91,1	-

Spadek cen ropy zasypany przez marże rafineryjne

Oczyszczona EBITDA LIFO powinna w tym kwartale sięgnąć około 118 mld HUF vs. 104 mld HUF wypracowane rok wcześniej i 146 mld HUF w 4Q'14. Wzrost wyników r/r mimo znacznego spadku cen ropy to głównie efekt znacznie korzystniejszych warunków makro w segmencie rafineryjnym oraz braku kosztów związanych z zamykaniem rafinerii IES. EBITDA LIFO w tym obszarze powinna sięgnąć 42 mld HUF vs. 16,8 mld HUF w 1Q'14. Raportowany wynik będzie jednak osłabiony przez księgowe straty na zapasach, które szacujemy na -40 mld HUF. Pozytywnej kontrybucji w ujęciu r/r oczekujemy również w obszarze petrochemii, gdzie EBITDA powinna sięgnąć 13,6 mld HUF (5,4 mld HUF rok wcześniej), a więc poziomowi zbliżonego do 4Q'14. Utrzymanie

rezultatu q/q mimo spadku modelowej marży to efekt zaniżonej przez przestój remontowy bazy 4Q. W obszarze wydobywczym spodziewamy się oczywiście pogorszenia rentowności wraz ze spadkiem cen ropy i gazu (EBITDA oczyszczona 56 mld HUF vs. 78 mld HUF). Warunki makro powinny być nieco neutralizowane przez rosnący wolumen produkcji (104 mboe/d vs. 99,2 mboe/d). W segmencie gazowym strumień EBITDA prognozujemy na 15 mld HUF vs. -6 mld HUF rok temu, a poprawa to efekt braku strat na regulowanym handlu gazem w Chorwacji. Na działalności finansowej obok standardowych pozycji pojawią się naszym zdaniem straty na różnicach kursowych w związku z osłabieniem HUF do USD. W efekcie na poziomie netto koncern zaksięguje stratę.

Paliwa PGNiG		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszczyk		Cena bieżąca	6,15 PLN	P/E 2015	13,3	EV/EBITDA 2015	6,1		
		Cena docelowa	5,24 PLN	P/E 2016	14,0	EV/EBITDA 2016	6,2		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	12 637,1	9 537,0	33%	34 874,7	34 304,0	2%	33 716,7	34 874,7	-3%
EBITDA	2 023,9	2 181,0	-7%	6 323,4	6 345,0	0%	6 160,9	6 323,4	-3%
Marża	16,02%	22,87%	-	18,13%	18,50%	-	18,27%	18,13%	-
EBIT	1 354,9	1 558,0	-13%	3 631,1	3 843,0	-6%	3 377,9	3 631,1	-7%
Zysk brutto	1 168,9	1 520,0	-23%	3 301,9	3 626,0	-9%	3 187,1	3 301,9	-3%
Zysk netto	876,6	1 181,0	-26%	2 734,4	2 823,0	-3%	2 590,3	2 734,4	-5%

Dobre wyniki mimo strat na kontrakcie katarskim

W 1Q'15 PGNiG prawdopodobnie zaksięguje straty wynikające z aneksu do kontraktu katarskiego (wyrównanie różnicy pomiędzy ceną spot a formułą cenową), które szacujemy na około 200 mln PLN (przy założeniu równomiernego rozliczania wolumenu z umowy). Niemniej jednak z uwagi na korzystną strukturę koszyka (zastąpienie około 0,7 mld m³ gazu rosyjskiego dostawami z Niemiec), zyski na hedgingu oraz kary umowne od Gazpromu, wynik EBITDA segmentu obrotu powinien sięgnąć 210 mln PLN vs. 228 mln PLN rok wcześniej. W obszarze wydobywczym z uwagi na spadki cen ropy i gazu (częściowo neutralizowane przez wyższy wolumen sprzedaży związany z

przeprowadzoną akwizycją) oczekujemy obniżenia zysku EBITDA z 1,1 mld PLN do 0,87 mld PLN. W dystrybucji wolumen spadł o 3%, ale ze względu na zakładany brak kosztów bilansowania (w 1Q'14 -103 mln PLN) oraz lepsze dostosowanie taryfy do wolumenu (w 1Q'14 dynamika wolumenów wyniosła -17%, co nie było uwzględnione w taryfie) EBITDA powinna wzrosnąć z 625 mln PLN do 694 mln PLN. Lepszy rezultat powinna wypracować także PGNiG Termika, co będzie pochodną niższych cen węgla i wzrostu cen energii (EBITDA 252 mln PLN vs. 216 mln PLN). Na działalności finansowej wyniesie -186 mln PLN z uwagi na ujemne różnice kursowe na kredycie dolarowym w PGNiG Norway. Efektywną stopę podatkową przyjęliśmy na poziomie 25%.

Paliwa PKN Orlen		Trzymaj								
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	63,50 PLN		P/E 2015	10,3	EV/EBITDA 2015		6,6	
		Cena docelowa	55,50 PLN		P/E 2016	10,8	EV/EBITDA 2016		6,7	
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana	
Przychody	19 967,4	24 119,0	-17%	81 323,0	106 832,0	-24%	87 801,7	81 323,0	8%	
EBITDA	850,7	776,0	10%	5 678,6	-2 720,0	-	5 571,9	5 678,6	-2%	
Marża	4,26%	3,22%	-	6,98%	-2,55%	-	6,35%	6,98%	-	
EBIT	365,7	254,0	44%	3 692,3	-4 711,0	-	3 394,7	3 692,3	-8%	
Zysk brutto	207,8	154,0	35%	3 405,0	-6 246,0	-	3 232,9	3 405,0	-5%	
Zysk netto	156,6	64,0	145%	2 635,8	-5 811,0	-	2 522,6	2 635,8	-4%	

Bardzo dobry wynik rafinerii

Raportowany wynik operacyjny rafinerii w 1Q'15 będzie osłabiony przez przeszacowanie zapasów, które prognozujemy łącznie na ponad -625 mln PLN. Teoretycznie spadek średniej ceny ropy w PLN (zbliżony do 4Q'14) wskazywałby na większe straty na zapasach, szczególnie że Spółka będzie musiała uwzględnić na bilansie odkupioną „drogo” transzę zapasów obowiązkowych, ale staraliśmy się w prognozach uwzględnić fakt, że efekt LIFO w 4Q był wzmocniony korektą NRV. Oczyszczona EBITDA LIFO segmentu sięgnie naszym zdaniem 0,9 mld PLN (najwyższy poziom od 2Q'12), a mogłaby być nawet wyższa gdyby nie miesięczny przestój rafinerii w Mozejkach w marcu (najlepszym pod względem otoczenia makro). Niewykluczone, że raportowany wynik segmentu będzie dodatkowo wzmocniony księgowym zyskiem na transakcji zakupu 32% pakietu akcji Ceskiej Rafinerskiej. W naszych prognozach nie zakładamy jednak tego zdarzenia. W segmencie detalicznym oczekujemy presji na marże paliwowe, ale powinno to być z nawiązką skompensowane mocnymi wolumenem sprzedaży (sprzyjające warunki

pogodowe i spadek cen). W segmencie detalicznym prognozujemy EBITDA na poziomie 241 mln PLN vs. 234 mln PLN rok temu (wówczas wynik wzmocniony one-offem na 11 mln PLN). W obszarze petrochemii oczekujemy gorszych rezultatów r/r z uwagi na spadek marż modelowych, szczególnie w obszarze monomerów. Obawiamy się również spadku wolumenów w związku ze zjawiskiem obniżania stanów magazynowych u klientów w otoczeniu mocnego spadku cen. EBITDA LIFO powinna więc sięgnąć łącznie z Anwilem 506 mln PLN wobec 547 mln PLN rok wcześniej. Raportowane wyniki dodatkowo obciążą ujemny efekt LIFO w kwocie -62 mln PLN. Segment wydobywczy mimo wyższych wolumenów zanotuje naszym zdaniem stratę EBIT (-28 mln PLN) z uwagi na mocny spadek cen. Na poziomie działalności finansowej saldo powinno być lekko ujemne i szacujemy je na -158 mln PLN. Obok standardowych odsetek, złożą się na to ujemne różnice kursowe z przeszacowania zobowiązań za ropę oraz należności denominowanych w EUR (-400 mln PLN), które częściowo będą neutralizowane przez zyski na wycenie długu w EUR (288 mln PLN).

Paliwa Polwax		Kupuj								
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	19,12 PLN		P/E 2015	8,3	EV/EBITDA 2015		7,2	
		Cena docelowa	24,20 PLN		P/E 2016	8,1	EV/EBITDA 2016		6,7	
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana	
Przychody	46,3	-	-	257,2	258,2	0%	260,0	257,2	1%	
EBITDA	5,8	-	-	32,7	30,8	-	33,7	32,7	3%	
Marża	12,6%	-	-	12,7%	11,9%	-	0,0%	12,7%	-	
EBIT	5,0	-	-	29,9	27,7	8%	30,8	29,9	3%	
Zysk brutto	5,0	-	-	29,1	27,8	5%	30,0	29,1	3%	
Zysk netto	4,1	-	-	23,6	21,4	10%	24,3	23,6	3%	

Standardowy początek roku

Spółka nie publikowała sprawozdania za 1Q'14 (dostępne są dane za półrocze) stąd nie zamieściliśmy w powyższej tabeli bazy odniesienia dla prognoz na 1Q'15. Oczekujemy jednak, że zgodnie ze standardową dla Polwaxu sezonowością pierwszy kwartał roku będzie miał ograniczony wpływ na wyniki całoroczne. Podobnie jak to miało miejsce w poprzednich latach przychody nie powinny przekroczyć 20% sprzedaży prognozowanej na cały rok. Teoretycznie początek tego roku mógł być nieco trudniejszy z uwagi na mocne spadki cen petrochemikaliów i opóźnione zakupy przez klientów oczekujących korekty cenników, ale wydaje się, że od połowy kwartału wraz z odbiciem cen ropy sytuacja się

normalizowała. W naszych prognozach nie zakładamy zdarzeń jednorazowych stąd rentowność EBITDA jest nieco niższa niż ta notowana w 1H'14, kiedy saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +1,1 mln PLN. Po oczyszczeniu bazy odniesienia realizowana marża powinna być trochę korzystniejsza z uwagi na rosnącą sprzedaż specjalistycznych produktów dedykowanych do przemysłu. Na działalności finansowej saldo powinno być neutralne i zysk netto wyniesie 4,1 mln PLN, co stanowi 17% naszej rocznej prognozy. W prognozach nie uwzględniamy żadnych księgowych efektów związanych z rozliczaniem ostatnich akwizycji.

Chemia Synthos									
Kupuj									
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	4,90 PLN		P/E 2015	14,6	EV/EBITDA 2015	9,9		
	Cena docelowa	5,20 PLN		P/E 2016	11,9	EV/EBITDA 2016	8,8		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	975,8	1 279,6	-23,7%	4 737,6	4 618,8	2,6%	5601,9	4 737,6	18,2%
EBITDA	148,7	158,0	-5,9%	722,1	635,8	13,6%	722,0	722,1	0,0%
Marża	15,2%	12,3%		15,2%			12,9%	15,2%	
EBIT	106,8	120,8	-11,6%	562,7	479,6	17,3%	668,4	562,7	18,8%
Zysk brutto	98,9	121,3	-18,4%	516,4	427,1	20,9%	617,0	516,4	19,5%
Zysk netto	80,6	108,1	-25,4%	417,9	356,9	17,1%	517,0	417,9	23,7%

Wysoka baza w segmencie produktów styrenopochodnych

W 1Q'15 oczekujemy, że wolumen sprzedaży kauczuków syntetycznych wzrośnie o 2,8% r/r, a produktów styrenopochodnych spadnie o 2,9% r/r. Na niższe przychody ze sprzedaży wpływ powinny mieć niższe ceny kauczuków syntetycznych (-15,8% r/r w PLN) oraz produktów styrenopochodnych (EPS -34,3% r/r; HIPS -27,8% r/r; GPPS -30,4% r/r). Szacujemy, że sprzedaż w segmencie kauczuków syntetycznych spadnie o 19,4% r/r, natomiast styrenopochodnych o 31,4% r/r.

Wynikom w segmencie kauczuków syntetycznych sprzyjać może naszym zdaniem wyższy stosunek butadienu do ropy naftowej (1,64x vs. 1,55x w 4Q'14). Niestety cały czas marże zaniżać mogą obowiązujące formuły cenowe. Zakładamy, że w segmencie kauczuków syntetycznych Synthos generować

będzie EBITDA na poziomie 0,89 PLN/t wobec 0,93 PLN/t w 1Q'15 oraz 1,39 PLN/t w 4Q'14. W segmencie produktów styrenopochodnych oczekujemy, że EBITDA na tonę produktu wyniesie 0,33 PLN/t vs. 0,77 PLN/t w 1Q'14 oraz 0,23 PLN/t w 4Q'14.

Oczekujemy, że całkowity wynik EBITDA Grupy spadnie o 5,9% r/r.

Prognozujemy, że wynik netto 1Q'15 wyniesie 80,6 mln PLN i będzie o 25,4% r/r niższy.

Wynikom 1Q'15 towarzyszy wysoka baza w segmencie produktów styrenopochodnych (jedne z wyższych wyników EBITDA w ostatnim czasie). Naszym zdaniem nadal na wynikach 1Q'15 widoczny może być efekt na sprzedaży zapasów po niższych marżach niż wynikałoby to z otoczenia rynkowego (efekt obowiązujących formuł cenowych).

Energetyka

Energetyka CEZ		Redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	95,50 PLN		P/E 2015	14,6	EV/EBITDA 2015	8,3	
		Cena docelowa	84,00 PLN		P/E 2016	18,6	EV/EBITDA 2016	9,1	
(mIn CZK)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	50 312,1	53 157,0	-5%	210 528,1	200 657,0	5%	215 404,2	210 528,1	2%
EBITDA	19 647,7	21 237,0	-7%	64 250,1	64 651,0	-1%	58 344,0	64 250,1	-9%
Marża	39,05%	39,95%	-	30,52%	32,22%	-	0,00%	30,52%	-
EBIT	12 602,7	14 374,0	-12%	35 709,3	36 946,0	-3%	30 323,7	35 709,3	-15%
Zysk brutto	10 549,4	12 405,0	-15%	30 535,5	28 656,0	7%	24 063,1	30 535,5	-21%
Zysk netto	8 334,1	9 912,0	-16%	24 161,5	22 403,0	8%	19 040,2	24 161,5	-21%

Spadek r/r za sprawą cen energii

W 1Q'15 oczekujemy pogorszenia wyników w ujęciu r/r, co będzie związane przede wszystkim z niższą realizowaną ceną energii (około -5 EUR/MWh r/r). Dodatnich dynamik r/r można spodziewać się dopiero w drugim półroczu, co będzie związane zarówno z zaniżoną bazą odniesienia (odpisy), jak i wyższym wolumenem generacji po zakończonych inwestycjach w elektrowniach Ledvice i Prunerov. Tymczasem w 1Q'15 w segmencie wytwarzania (bez podziału geograficznego) EBITDA spadnie z 13,1 mld CZK do 11,1 mld CZK, a wspomniany spadek przychodów powinien

być częściowo neutralizowany przez zapowiedziane oszczędności (1,8 mld CZK w skali roku). W obszarze dystrybucji i sprzedaży zakładamy zbliżone rezultaty r/r (5,6 mld CZK EBITDA), gdyż niewielkie korekty na poziomie WACC powinny być skompensowane wyższym wolumenem. W segmencie wydobywczym możliwy jest niewielki spadek zysków z uwagi na gorsze ceny. Na działalności finansowej poza standardowymi pozycjami oczekujemy negatywnego wpływu ujemnych różnic kursowych w spółkach tureckich (osłabienie liry względem USD). Ostatecznie więc ujemna dynamika na zysku netto może sięgnąć -16%.

Energetyka Enea		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	16,54 PLN		P/E 2015	9,3	EV/EBITDA 2015	5,6	
		Cena docelowa	18,00 PLN		P/E 2016	9,9	EV/EBITDA 2016	6,4	
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	2 557,7	2 373,7	8%	9 917,4	9 855,4	1%	10 218,5	9 917,4	3%
EBITDA	474,8	461,5	3%	1 801,1	1 914,9	-6%	1 817,9	1 801,1	1%
Marża	18,56%	19,44%	-	18,16%	19,43%	-	17,79%	18,16%	-
EBIT	270,2	266,7	1%	1 090,8	1 186,5	-8%	1 093,9	1 090,8	0%
Zysk brutto	255,2	268,9	-5%	973,5	1 143,1	-15%	909,8	973,5	-7%
Zysk netto	206,7	208,2	-1%	788,6	908,3	-13%	736,9	788,6	-7%

Wyniki zniekształcone przez odpisy

Wyniki Grupy w 1Q'15 powinny być zbliżone r/r, aczkolwiek zakładamy nieco inne rozłożenie akcentów pomiędzy segmentami. Pozytywnej dynamiki spodziewamy się w obszarze wytwarzania (EBITDA 151 mln PLN vs. 124 mln PLN), gdzie z jednej strony Spółka będzie korzystać na wyższych cenach sprzedaży energii, a z drugiej będzie beneficjentem dalszych spadków kosztów spalania węgla. Negatywnym czynnikiem osłabiającym nieco te elementy będzie natomiast obniżony jednostkowy przychód z zielonych certyfikatów. W segmencie dystrybucji oczekujemy zbliżonych wyników r/r (EBITDA 296 mln PLN), gdyż nieco wyższe wolumeny zneutralizują spadek WACC i obniżony

zwrot z WRA. W segmencie detalicznym zakładamy spadek zysków (EBITDA 41 mln PLN vs. 58 mln PLN w 1Q'14) głównie z uwagi na wyższe koszty umarzenia świadectw pochodzenia (brak obowiązku certyfikatów żółtych i czerwonych rok wcześniej). Powinno to być jednak częściowo neutralizowane przez mniejszą presję na marże rynkowe i wzrost wolumenu. Na działalności finansowej zakładamy niewielkie ujemne saldo (-15 mln PLN), co oznacza wyraźną poprawę q/q (w 4Q'14 zaksięgowano koszty rezygnacji z transzy obligacji oraz wysokie koszty zwijania dyskonta). Ostatecznie zysk netto prognozujemy na poziomie bardzo zbliżonym do ubiegłorocznego.

Energetyka Energia		Trzymaj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	26,15 PLN	P/E 2015	12,3	EV/EBITDA 2015	6,5		
		Cena docelowa	23,40 PLN	P/E 2016	17,4	EV/EBITDA 2016	7,6		
(mln PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	Zmiana
Przychody	2 828,0	2 748,0	3%	10 627,5	10 590,6	0%	10 673,7	10 627,5	0%
EBITDA	662,2	643,2	3%	2 315,0	2 307,0	0%	2 059,7	2 315,0	-11%
Marża	23,42%	23,41%	-	21,78%	21,78%	-	19,30%	21,78%	-
EBIT	442,2	435,1	2%	1 405,0	1 446,2	-3%	1 113,4	1 405,0	-21%
Zysk brutto	396,2	393,7	1%	1 090,0	1 248,1	-13%	767,4	1 090,0	-30%
Zysk netto	320,2	312,1	3%	882,9	982,1	-10%	621,6	882,9	-30%

Wzrost zysków w dystrybucji

W 1Q'15 Energia powinna poprawić nieznacznie wyniki sprzed roku, a głównym motorem wzrostu będzie naszym zdaniem segment dystrybucji mimo spadku WACC i obniżenia przez URE zwrotu z WRA. Dobry rezultat w tym obszarze (EBITDA 494 mln PLN vs. 410 mln PLN przed rokiem) powinien wynikać ze wzrostu wolumenu, lepszego dopasowania kosztów i przychodów (fakturowanie rzeczywiste wprowadzone w połowie 2014 roku) oraz niższych kosztów operacyjnych (baza 1Q'14 była nieco zawyżona). W segmencie wytwarzania spodziewamy się spadku EBITDA (155 mln PLN vs. 184 mln PLN w 1Q'14) z uwagi na spadek

cen zielonych certyfikatów oraz jednorazowe zyski zaksięgowane rok temu na sprzedaży świadectw pochodzenia z zapasów. W obrocie w związku z wysoką produkcją energii w farmach wiatrowych Spółka może ponownie odczuć wysokie koszty realizacji obowiązku sprzedawcy z urzędu, co wraz z wyższymi kosztami umarzenia żółtych i czerwonych certyfikatów spowoduje spadek zysków r/r (EBITDA 24 mln PLN vs. 50 mln PLN rok wcześniej). Na działalności finansowej nie oczekujemy niespodzianek w stosunku do poprzednich kwartałów. Przy standardowej stopie podatkowej Energia powinna więc wypracować zysk netto nieznacznie powyżej poziomu z ubiegłego roku.

Energetyka PGE		Trzymaj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	21,43 PLN	P/E 2015	12,3	EV/EBITDA 2015	6,3		
		Cena docelowa	20,10 PLN	P/E 2016	13,5	EV/EBITDA 2016	7,1		
(mln PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	7 416,4	6 929,0	7%	27 975,9	28 137,0	-1%	28 464,9	27 975,9	2%
EBITDA	2 145,3	1 714,0	25%	7 326,0	8 184,0	-10%	7 300,1	7 326,0	0%
Marża	28,93%	24,74%	-	26,19%	29,09%	-	25,65%	26,19%	-
EBIT	1 362,3	975,0	40%	4 264,5	5 096,0	-16%	4 144,9	4 264,5	-3%
Zysk brutto	1 330,3	982,0	35%	4 030,3	4 613,0	-13%	3 670,5	4 030,3	-9%
Zysk netto	1 077,5	789,0	37%	3 259,4	3 638,0	-10%	2 968,0	3 259,4	-9%

Wyższe ceny i zaniżona baza odniesienia

W ubiegłym roku w 1Q PGE zawiązało 154 mln PLN rezerw na PDO oraz zaksięgowano około 136 mln PLN rezerw na darmowe CO₂ (a jeszcze wówczas nie otrzymane), co obniża bazę odniesienia. W tym roku takich zdarzeń nie zakładamy, a dodatkowo wyniki powinny być wsparte wyższą ceną sprzedaży energii (+10 PLN/MWh). Zakładamy także nieznaczny wzrost wolumenów produkcji w elektrowniach na węgiel brunatny, co sugerują dane PSE. W tym kontekście EBITDA segmentu wytwarzania powinna sięgnąć 1,26 mld PLN vs. 0,8 mld PLN rok wcześniej. Prognoza uwzględnia 125 mln PLN przychodów z rekompensat KDT (rok temu 131 mln PLN). W segmencie OZE zakładamy

wyższą generację wiatrową, ale będzie to zneutralizowane zawiązką przez niższe ceny certyfikatów zielonych, stąd spodziewamy się niewielkiego spadku EBITDA w tym obszarze (100 mln PLN vs. 110 mln PLN rok wcześniej). W dystrybucji oczekujemy stabilnych wyników (600 mln PLN EBITDA). W segmencie hurtowym spodziewamy się niewielkiego spadku zysków (spadkowy trend cenowy na TGE), ale powinno to być nadrobione w detalu, gdzie Spółka zmieniła strategię handlową. W efekcie połączony strumień EBITDA z tych obszarów powinien sięgnąć 150 mln PLN vs. 167 mln PLN rok wcześniej. Na działalności finansowej nie oczekujemy niestandardowych zdarzeń, co przy nominalnej stopie podatkowej implikuje zysk netto bliski 1,1 mld PLN.

Energetyka									
Tauron									
Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca	4,94 PLN		P/E 2015	8,4	EV/EBITDA 2015	5,2		
	Cena docelowa	6,10 PLN		P/E 2016	8,4	EV/EBITDA 2016	5,5		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	5 007,0	4 887,3	2%	18 875,3	18 440,8	2%	19 468,9	18 875,3	3%
EBITDA	938,3	1 088,2	-14%	3 575,6	3 627,0	-1%	3 814,1	3 575,6	7%
Marża	18,74%	22,27%	-	18,94%	19,67%	-	19,59%	18,94%	-
EBIT	509,7	632,4	-19%	1 675,0	1 830,1	-8%	1 859,8	1 675,0	11%
Zysk brutto	429,7	557,6	-23%	1 272,5	1 498,2	-15%	1 277,9	1 272,5	0%
Zysk netto	343,8	395,9	-13%	1 030,7	1 180,9	-13%	1 035,1	1 030,7	0%

Zawyżona baza w obrocie

W 1Q'15 oczekujemy ujemnej dynamiki zysków Grupy w ujęciu r/r, co w dużym stopniu będzie związane ze spadkiem zysków w segmencie handlowym. Przypominamy, że rok temu jeszcze nie funkcjonował obowiązek umarzania żółtych i czerwonych certyfikatów, który obciąży marżę kwotą 70 mln PLN. Dodatkowo powinniśmy obserwować jeszcze presję na marże handlowe (te spadały na przestrzeni zeszłego roku), co tylko częściowo będzie neutralizowane przez spadek kosztów umarzania zielonych certyfikatów. W efekcie prognozujemy EBITDA segmentu na poziomie 150 mln PLN vs. 238 mln PLN rok wcześniej (1Q'14 wyraźnie odstawał od pozostałych kwartałów 2014 roku). W segmencie dystrybucji oczekujemy zbliżonych wyników r/r (558 mln PLN EBITDA), gdyż oszczędności kosztowe i wzrost aktywów powinny wypełnić lukę z tytułu spadku WACC i obniżonego

przez URE stopnia zwrotu z WRA. W obszarze wytwarzania z jednej strony spodziewamy się niższych przychodów z rezerwy operacyjnej (wyższy poziom kontraktacji elektrowni), ale z drugiej zakładamy wyższe ceny sprzedaży. Oczekujemy także, iż Spółka wykorzystywała bardzo niskie ceny spotowe na rynku do zakupu energii w miejsce własnej produkcji generując na tym atrakcyjną marżę. W efekcie EBITDA segmentu powinna wzrosnąć do 80 mln PLN vs. 67,5 mln PLN zanotowane rok wcześniej. Słabiej r/r wypadnie segment wydobywczy (-13 mln PLN EBITDA vs. 20 mln PLN w 1Q'14) z uwagi na niższe ceny węgla. Pogorszenia spodziewamy się również w segmencie ciepła z uwagi na dekonsolidację EC Nowa (EBITDA 80 mln PLN vs. 129 mln PLN rok wcześniej). Na działalności finansowej nie zakładamy żadnych nietypowych pozycji i w efekcie prognozujemy niecałe 344 mln PLN zysku netto.

Telekomunikacja

Telekomunikacja Netia		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	5,80 PLN	P/E 2015	101,0	EV/EBITDA 2015	5,2		
		Cena docelowa	5,80 PLN	P/E 2016	64,6	EV/EBITDA 2016	5,4		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	394,1	434,4	-9,3%	1 562,3	1 674,0	-6,7%	1 512,0	1 562,3	-3,2%
EBITDA	110,4	126,0	-12,4%	421,8	738,7	-42,9%	397,3	421,8	-5,8%
Marża	28,0%	29,0%	-	27,0%	44,1%	-	26,3%	27,0%	-
EBIT	4,7	20,7	-77,5%	41,6	157,4	-73,5%	55,6	41,6	33,4%
Zysk brutto	-1,3	16,1	-108,3%	24,7	126,4	-80,5%	38,6	24,7	56,4%
Zysk netto	-1,3	11,0	-112,2%	20,0	174,8	-88,6%	31,3	20,0	56,4%

Kolejny kwartał negatywnych tendencji przychodowych

W 1Q'14 spodziewamy się utrzymania negatywnych tendencji z poprzedniego kwartału. ARPU z usług głosowych na własnej sieci powinno wykazać spadek do poziomu 33,6 PLN (-13% R/R), a na dzierżawionej infrastrukturze powinno być na stabilnym poziomie R/R (zakładamy 43,1 PLN). Zakładamy spadek liczby użytkowników na koniec okresu do 1,29 mln (-11% R/R), co wynika ze spadku abonentów na liniach dzierżawionych o blisko 36 tys. w kwartale. Przychody z usługi transmisji danych powinny dalej spadać R/R ze względu na znaczne odpływy abonentów podłączonych w

formule Bitstream Access i Local Loop Unbundling. ARPU z usług transmisji danych powinno wynieść 55,5 PLN (zakładamy niewielki spadek Q/Q). Spadek obrotów będzie zrekomensowany zmniejszeniem się bazy kosztowej: szacujemy spadki COGS do 278 mln PLN (tj. ponad 5% R/R) przez kolejne oszczędności w ramach programu Netia Lajt. Estymujemy spadki także na kosztach ogólnego zarządu i sprzedaży (razem ok. 9 mln PLN). Zysk EBITDA wyniesie 110 mln PLN (skorygowana EBITDA będzie na poziomie 114 mln PLN). Przy ujęciu kosztów finansowych netto na poziomie 6,0 mln PLN strata netto powinna być na poziomie 1,3 mln PLN.

Telekomunikacja Orange Polska		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	10,42 PLN	P/E 2015	49,1	EV/EBITDA 2015	5,1		
		Cena docelowa	8,40 PLN	P/E 2016	54,1	EV/EBITDA 2016	5,5		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	2 930,0	2 995,0	-2,2%	11 681,9	12 212,0	-4,3%	11 512,8	11 681,9	-1,4%
EBITDA	960,8	951,0	1,0%	3 575,0	4 076,0	-12,3%	3 378,5	3 575,0	-5,5%
Marża	32,8%	31,8%	-	30,6%	33,4%	-	29,3%	30,6%	-
EBIT	190,8	391,0	-51,2%	721,4	986,0	-26,8%	689,5	721,4	-4,4%
Zysk brutto	107,8	272,0	-60,4%	343,9	581,0	-40,8%	311,9	343,9	-9,3%
Zysk netto	87,3	271,0	-67,8%	278,5	535,0	-47,9%	252,7	278,5	-9,3%

Oczyszczona EBITDA 8% niższa R/R w wyniku presji konkurencyjnej w segmencie B2B

Estymujemy spadek przychodów z usług telefonii komórkowej o 5% R/R do poziomu 1 365 mln PLN w wyniku spadku ARPU z usług detalicznych do 25,3 PLN z 28,2 PLN rok wcześniej, przy nieznacznym wzroście bazy abonenckiej. Większe spadki zakładamy w obszarze telefonii stacjonarnej o 8,4% R/R, co będzie spowodowane: (1) spadkiem łącz POTS i ISDN o 85 tys. przy spadku detalicznego ARPU z usług głosowych telefonii stacjonarnej do 39,8 PLN oraz (2) spadku obrotów z rozwiązań teleinformatycznych dla przedsiębiorstw i usług hurtowych w wyniku istotnej presji konkurencyjnej na

rynku B2B. Przychody ogółem estymujemy na 2 930 mln PLN (-2% R/R). Bazę kosztową w okresie szacujemy na stabilnym poziomie R/R, na wyniki dodatkowo wpłynie rozpoznanie księgowego zysku na rozwiązaniu stosunku pracy w wysokości 82 mln PLN. Stąd wynik EBITDA wyniesie 961 mln PLN, jednak skorygowana EBITDA (nie mamy wiedzy czy spółka uzna 82 mln PLN jako zdarzenie jednorazowe) wyniesie 879 mln PLN i będzie 8% niższa R/R, przy rentowności 30% (vs. 951 mln PLN w 1Q'14 przy rentowności 31,8%). Wynik ten uznajemy za mało satysfakcjonujący. Zysk netto szacujemy na poziomie 87 mln PLN.

Media

Media Agora		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	11,49 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	8,4		
		Cena docelowa	8,20 PLN	P/E 2016	-	EV/EBITDA 2016	8,4		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	267,1	254,0	5,1%	1 094,8	1 102,4	-0,7%	1 127,0	1 094,8	2,9%
EBITDA	21,1	14,2	48,0%	79,0	77,7	1,6%	81,2	79,0	2,8%
Marża	0,0%	5,6%	-	7,2%	7,1%	-	7,2%	7,2%	-
EBIT	-3,0	-9,6	-68,4%	-12,1	-18,3	-34,0%	-7,7	-12,1	-36,2%
Zysk brutto	-2,2	-9,8	-77,8%	-15,8	-17,9	-11,8%	-12,1	-15,8	-23,4%
Zysk netto	-2,2	-9,6	-77,4%	-17,9	-11,0	62,4%	-14,8	-17,9	-17,4%

Wzrost dzięki ożywieniu na rynku reklamy i dobremu repertuarowi w kinach

W 1Q'15 spodziewamy się wzrostu przychodów w grupie o 5,1% R/R. Kolejny kwartał spodziewamy się spadków w segmencie Prasa, którego obroty szacujemy na 66,7 mln PLN (-3,6% R/R) przy założeniu wyniku rozpowszechniania płaconego *Wyborczej* w wysokości 198 tys. sztuk. Istotnych wzrostów obrotów oczekujemy w segmentach (1) Film i Książka w wyniku dobrego repertuaru kinowego (szacujemy ilość sprzedanych biletów na 2,7 mln oraz spodziewamy się

wzrostów średniej ceny biletu i średniego wydatku w barach na jeden bilet) oraz (2) Internet ze względu na wzrosty na rynku reklamy i istotną powierzchnię innych portali reklamowych sprzedawanych przez Agorę. W 1Q'15 spodziewamy się zysku operacyjnego na poziomie -3,0 mln PLN. Dobry wynik EBIT Heliosa zostanie osłabiony spadkami w segmencie Prasa. Zwracamy także uwagę na segment Internet, który pomimo wzrostów na rynku reklamy online może wygenerować niższy R/R zysk operacyjny (podobnie jak w 4Q'14).

Media Cyfrowy Polsat		Redukuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	25,10 PLN	P/E 2015	20,0	EV/EBITDA 2015	7,5		
		Cena docelowa	21,80 PLN	P/E 2016	16,3	EV/EBITDA 2016	6,9		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	2 395,0	722,8	231,4%	9 756,5	7 409,9	31,7%	10 006,8	9 756,5	2,6%
EBITDA	936,4	281,4	232,8%	3 562,5	2 738,3	30,1%	3 668,2	3 562,5	3,0%
Marża	39,1%	38,9%	-	36,5%	37,0%	-	36,7%	36,5%	-
EBIT	466,4	218,9	113,1%	1 761,4	1 442,4	22,1%	2 027,2	1 761,4	15,1%
Zysk brutto	191,4	112,6	70,1%	960,7	314,2	205,8%	1 192,1	960,7	24,1%
Zysk netto	172,3	98,2	75,5%	804,1	292,5	174,9%	985,7	804,1	22,6%

Dalsze spadki EBITDA pomimo wysokiej sprzedaży sprzętu i przeksięgowaniu kosztów prowizji w Metelem

Ze względu na konsolidację Polkomtela wyniki za 1Q'15 nie są porównywalne R/R. Przychody szacujemy na 2 395 mln PLN, tj. 2,0% wyżej R/R. Spodziewamy się spadku przychodów detalicznych od klientów indywidualnych o 6% R/R do 1 176 mln PLN w wyniku spadku ARPU detalicznego, co zostanie zrekomensowane: wzrostem obrotów hurtowych w grupie oraz wzrostem przychodów ze sprzedaży sprzętu (co dodatkowo wpływa na poprawę marży księgowej EBITDA). Bazę kosztową szacujemy na 1 475 mln PLN (vs.

1 342 mln PLN w 1Q'14), co będzie wynikać przede wszystkim ze wzrostu kosztów własnych sprzedanego sprzętu oraz kosztów technicznych i rozliczeń międzyoperatorskich (zakładamy zużycie 45 mln GB w kwartale kupionych od Midasa po obniżonej w marcu stawce za 1 GB). Wynik EBITDA powinien wynieść 936 mln PLN, tj. 7% niżej R/R vs. proforma. Spodziewamy się, że spółka przeksięguje z kosztów w bilans 40 mln PLN kosztów prowizji dla sprzedawców. Wynik EBITDA interpretujemy więc negatywnie. Przy amortyzacji na poziomie 470 mln PLN i 275 mln PLN kosztów finansowych zysk brutto wyniesie 191 mln PLN, a netto 172 mln PLN.

Media TVN		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	16,80 PLN		P/E 2015	14,6	EV/EBITDA 2015	12,6	
		Cena docelowa	19,00 PLN		P/E 2016	15,0	EV/EBITDA 2016	11,8	
(mln PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	368,1	351,8	4,6%	1692,8	1593,8	6,2%	1740,5	1692,8	2,8%
EBITDA	97,3	95,8	1,6%	599,5	548,8	9,2%	624,3	599,5	4,1%
Marża	26,4%	27,2%	-	35,4%	34,4%	-	35,9%	35,4%	-
EBIT	79,3	78,7	0,8%	530,7	477,3	11,2%	555,9	530,7	4,7%
Zysk brutto	123,0	2,3	5295,2%	468,9	197,1	137,9%	454,1	468,9	
Zysk netto	120,0	11,1	977,7%	388,9	189,4	105,4%	376,9	388,9	-3,1%

Lekki wzrost oczyszczonej EBITDA, zysk na przeszacowaniu długu

W 1Q'14 spodziewamy się umiarkowanych wzrostów na rynku reklamy telewizyjnej na poziomie + 4% R/R. Na tym tle przychody związane z reklamą TVN powinny wzrosnąć w nieznacznie szybszym tempie i przełożyć się na obroty w kwartale równe 368 mln PLN (+ 4,6% R/R). Bazę kosztową szacujemy na 304 mln PLN przy uwzględnieniu: (1) 108 mln PLN kosztów produkcji własnej, (2) 10 mln PLN jednorazowych kosztów związanych z transakcją sprzedaży pakietu większościowego TVN, (3) kosztów wynagrodzeń na

poziomie 47 mln PLN. Wynik jednostek stowarzyszonych zakładamy na 15 mln PLN, co przy 44 mln PLN kosztów finansowych (uwzględniając zysk w wysokości 96 mln PLN w wyniku przeszacowania wartości długu TVNu denominowanego w EUR) powinno przełożyć się na zysk netto na poziomie 123,0 mln PLN i 120,0 mln PLN zysku netto dla jednostki dominującej. Zwracamy uwagę, że wynik EBITDA skorygowany o wyniki nC+ i Onetu oraz o jednorazowe koszty transakcji jest estymowany przez nas na 92,3 mln PLN, czyli na poziomie 6% wyższym R/R, co interpretujemy neutralnie w przypadku TVN.

IT

IT		Trzymaj							
Asseco Poland									
Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca	61,02 PLN	P/E 2015	14,7	EV/EBITDA 2015	7,7		
		Cena docelowa	59,00 PLN	P/E 2016	14,6	EV/EBITDA 2016	7,5		
(mln PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	1 581,4	1 413,9	11,8%	6 443,6	6 231,9	3,4%	6 664,9	6 443,6	3,4%
EBITDA	210,8	210,2	0,3%	918,3	905,1	1,5%	926,6	918,3	0,9%
Marża	13,3%	14,9%	-	14,3%	14,5%	-	13,9%	14,3%	-
EBIT	142,7	145,1	-1,7%	656,2	636,7	3,1%	667,4	656,2	1,7%
Zysk brutto	115,6	164,4	-29,7%	633,5	648,1	-2,2%	644,2	633,5	1,7%
Zysk netto	65,4	96,9	-32,5%	345,6	358,4	-3,6%	348,0	345,6	0,7%

Spadki zysku netto w wyniku słabej sprzedaży spółki matki

W 1Q'14 spodziewamy się istotnego wzrostu nominalnego EBIT z tytułu świadczenia usług dla ZUS, zgodnie z zapowiedziami spółki w 1Q'14. Z drugiej strony pozostałe przychody w segmencie Administracja Publiczna mogą być w spółce matce pod presją. Zwracamy także uwagę na wysoką bazę przychodową w energetyce i telekomunikacji w 1Q'14 (Asseco sprzedawało system AUMS do Polkomtela, zakończyło centralizację systemów bilingowych w Tauronie, uruchomiło funkcjonalności GUD-K dla Tauronu i Enei). Stąd zakładamy pogorszenie się przychodów spółki matki do poziomu ok. 51 mln PLN. W grupie spodziewamy się: (1) wzrostów sprzedaży i rentowności w grupie Formula, na

której przetłumaczone wyniki korzystny wpływ będzie też mieć aprecjacja USD vs. PLN, (2) wzrostów rentowności w grupie ASEE, (3) spadków w segmencie zachodnioeuropejskim oraz (4) straty w R-Style Softlab (tutaj z kolei będzie widoczny niekorzystny wpływ deprecjacji RUB vs. PLN). Ostatecznie spodziewamy się płaskiego R/R wyniku EBITDA oraz zysku netto na poziomie 65,4 mln PLN. Nie zakładamy potencjalnego odpisu na należności od Mostostal Warszawa w wysokości ok. 10 mln PLN według doniesień prasowych. W 1Q'14 Asseco Poland zaksięgowало 28,1 mln PLN jednorazowego zysku na odwróceniu odpisów aktualizujących bony dłużne w Prokom Investments, stąd skorygowany zysk netto był na poziomie 68,8 mln PLN, tj. 5% wyższym od naszej prognozy dla 1Q'15.

Górnictwo i Metale

Górnictwo węgla JSW		Trzymaj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	16,45 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	4,8		
		Cena docelowa	27,00 PLN	P/E 2016	-	EV/EBITDA 2016	2,5		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	1 882,4	1 663,7	13,1%	8 064,5	6 814,9	18,3%	8 733,4	8 064,5	8,3%
EBITDA	180,5	210,3	-14,2%	718,4	521,2	37,8%	1 387,4	718,4	93,1%
Marża	9,6%	12,6%		8,9%	7,6%		15,9%	8,9%	
EBIT	-169,5	-90,2	87,9%	-604,9	-774,8	-21,9%	76,3	-604,9	-112,6%
Zysk brutto	-191,5	-114,9	66,7%	-769,1	-882,2	-12,8%	-95,1	-769,1	-87,6%
Zysk netto	-157,0	-88,5	77,4%	-598,1	-1 079,2	-44,6%	-73,9	-598,1	-87,6%

Najgorsze nadal przed JSW

W pierwszym kwartale otoczenie zewnętrzne dla spółki było relatywnie dobre dobre w porównaniu z kolejnymi kwartałami roku, które zapowiadają się bardzo trudne. Cena benchmarkowa węgla koksowego na rynku azjatyckim wyniosła 117 USD/t (-1,7% q/q), co w połączeniu z osłabieniem PLN w relacji do USD powoduje, że efektywna cena złotówkowa węgla wyniosła 435 PLN/t w porównaniu z 400 PLN w 4Q (ostateczny przychód na tonę może być nieznacznie niższy, ze względu na to że spółce może być trudno przenieść na klientów wahania cen walut). Ceny referencyjne na 2Q spadły jednak do poziomu zaledwie 110

USD/t, a ceny spotowe będące zapowiedzią 3Q oscylują poniżej 90 USD/t. Uwzględniając premie kontrakt 3M vs. spot (12 USD/t) oznacza to, że w 3Q można oczekiwać efektywnej ceny sprzedaży węgla koksowego na poziomie 390 PLN/t. W 1Q spółka poniesie dodatkowe koszty/straty związane z prowadzoną akcją strajkową (szacunki zarządu to 100 mln PLN). W prognozie nie zakładamy żadnych odpisów aktywów. Wynik kwartału będzie miał znaczenie historyczne, to jak wyniki zostaną odebrane zależeć będzie od tego co „nowy” zarząd powie na temat przyszłych kwartałów i restrukturyzacji spółki.

Metale KGHM		Kupuj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	117,00 PLN	P/E 2015	10,0	EV/EBITDA 2015	5,5		
		Cena docelowa	127,00 PLN	P/E 2016	9,4	EV/EBITDA 2016	5,3		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	4 045,2	3 800,0	6,5%	23 666,8	20 492,0	15,5%	24 064,2	23 666,8	1,7%
EBITDA	973,1	924,0	5,3%	5 539,0	5 311,0	4,3%	5 735,4	5 539,0	3,5%
Marża	24,1%	24,3%		23,4%	25,9%		23,8%	23,4%	
EBIT	768,7	718,0	7,1%	3 642,1	3 676,0	-0,9%	3 741,1	3 642,1	2,7%
Zysk brutto	759,7	712,0	6,7%	3 329,5	3 098,0	7,5%	3 419,7	3 329,5	2,7%
Zysk netto	547,9	507,0	8,1%	2 341,8	2 450,0	-4,4%	2 479,5	2 341,8	5,9%

Pomaga słaby PLN

1Q przyniósł spadek średniej ceny miedzi do zaledwie 5 805 USD/t tj. aż o 14,2% mniej niż w ostatnim kwartale 2014. Średnie ceny srebra były niższe w ujęciu q/q o 12,1% i wyniosły 544 USD/kg. Większą część tych negatywnych trendów zamortyzowało osłabienie PLN w relacji do USD (10% q/q), w efekcie czego cena złotówkowa miedzi wyniosła

ok. 21 600 PLN/t vs. 22 840 PLN w 4Q2014. W prognozie zakładamy, że na poziomie jednostkowym wolumen sprzedaży miedzi wyniesie 142 tys. ton, a srebra 280 ton. Jednostkowy koszt produkcji ukształtuje się na poziomie 18 050 PLN/t. Na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że kopalnie dawnej Quadra wygenerują ujemny wynik netto (-25 mln PLN) przy EBITDA na poziomie 180 mln PLN.

Górnictwo węgla LW Bogdanka									
Kupuj									
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	84,20 PLN		P/E 2015	11,7	EV/EBITDA 2015	5,0	
		Cena docelowa	121,50 PLN		P/E 2016	10,8	EV/EBITDA 2016	4,8	
(mln PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	440,2	481,5	-8,6%	2 016,9	2 013,6	0,2%	2 288,5	2 016,9	13,5%
EBITDA	186,7	173,7	7,5%	706,3	750,0	-5,8%	743,6	706,3	5,3%
Marża	42,4%	36,1%		35,0%	37,2%		32,5%	35,0%	
EBIT	74,7	86,0	-13,0%	318,6	362,3	-12,1%	344,6	318,6	8,1%
Zysk brutto	68,7	79,2	-13,2%	301,9	345,9	-12,7%	327,8	301,9	8,6%
Zysk netto	55,7	62,6	-11,1%	244,5	272,4	-10,2%	265,5	244,5	8,6%

Trudny rynek

W 1Q wydobycie węgla wyniosło zaledwie 1,99 mln ton, tj. o 11% mniej niż przed rokiem i o 22% mniej niż w 4Q. Potwierdziły się wcześniejsze zapowiedzi zarządu o tym, że trudna sytuacja na rynku węgla negatywnie wpłynie na wolumen sprzedaży (1,95 mln ton) spółki, która będzie dostosowywać produkcję do zdolności absorpcyjnych rynku. W naszej prognozie zakładamy, że średni zrealizowany przychód na tonę sprzedanego węgla wyniesie 208 PLN, tj. o

2,3% mniej niż w 4Q. Spółka będzie „ratowała” cenę kosztem wolumenu. Jednostkowy koszt produkcji szacujemy na 182 PLN/t. W prognozie nie zakładamy większych jednorazowych zdarzeń. Ważnym elementem publikacji wyników za 1Q powinna być deklaracja zarządu dotycząca poziomu rekomendowanej dywidendy z zysku za 2014. W naszych prognozach zakładamy, że będzie to 4 PLN na akcję (DY: 4,7%).

Przemysł

Przemysł Elemental		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	3,65 PLN	P/E 2015	14,9	EV/EBITDA 2015	9,7		
		Cena docelowa	4,00 PLN	P/E 2016	13,8	EV/EBITDA 2016	8,1		
(mln UAH)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	212,7	173,5	22,5%	1 310,9	772,3	69,7%	1 313,0	1 310,9	0,2%
EBITDA	13,6	11,1	22,7%	63,9	41,2	55,1%	72,7	63,9	13,7%
Marża	6,4%	6,4%		4,9%	5,3%		5,5%	4,9%	
EBIT	11,3	10,2	11,5%	54,9	34,9	57,2%	63,5	54,9	15,9%
Zysk brutto	10,5	9,6	9,2%	51,6	32,2	60,2%	60,9	51,6	17,9%
Zysk netto	9,2	9,2	-0,2%	39,0	31,1	25,3%	42,1	39,0	7,7%

Poprawa dzięki akwizycjom

W 1Q'15 oczekujemy, że skonsolidowany wolumen ze sprzedaży wyniesie 45,4 tys. ton (+25% r/r). Zakładamy, że w okresie 1Q'15 Spółka konsolidować będzie w pełni EMP Recycling oraz Metal Holding. Zakładamy jednocześnie, że Evciler konsolidowany będzie przez jeden miesiąc.

W ujęciu złotówkowym w 1Q'15 średnia cena miedzi wzrosła o 0,9% r/r, aluminium o 28,5% r/r, ołowiu o 5,7% r/r, cynku o 25,4% r/r, chromu o 26,5% r/r oraz niklu o 20,0% r/r. Spadek zanotowały jedynie złotówkowe ceny cyny (-0,5% r/r.). Spodziewamy się, że mix produktowy 1Q'15 przesunie

się w kierunku metali mniej wartościowych, co powodować będzie, że wzrost cen metali kolorowych nie w pełni przełoży się na wzrost obrotów ogółem.

Wartościowo naszym zdaniem EBITDA powinna wzrosnąć w 1Q'15 o 22,7% r/r.

Na poziomie wyniku netto oczekujemy stabilnego r/r rezultatu (do 9,2 mln PLN). Na poziomie netto zakładamy, że zysk akcjonariuszy mniejszościowych wyniesie 0,8 mln PLN (udział akcjonariuszy niekontrolujących EMP, Metal holding oraz Evciler).

Przemysł elektromaszynowy

Famur

Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	2,83 PLN	P/E 2015	9,1	EV/EBITDA 2015	4,1		
		Cena docelowa	4,00 PLN	P/E 2016	8,6	EV/EBITDA 2016	3,8		
(mln PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	203,5	174,7	16,5%	938,0	708,8	32,3%	978,5	938,0	4,3%
EBITDA	73,0	70,8	3,1%	313,2	275,9	13,5%	318,5	313,2	1,7%
Marża	35,9%	40,5%		33,4%	38,9%		32,6%	33,4%	
EBIT	34,9	32,4	7,5%	184,6	121,9	51,4%	196,0	184,6	6,2%
Zysk brutto	38,2	35,9	6,5%	188,0	113,3	66,0%	198,5	188,0	5,6%
Zysk netto	30,9	29,0	6,6%	149,8	100,3	49,4%	160,8	149,8	7,3%

Wyniki wyższe r/r, dzięki kontraktom eksportowym

W 1Q'15 oczekujemy 16,5% r/r wzrostu przychodów ze sprzedaży Grupy. Spodziewamy się, że w 1Q'15 Spółka zaksięguje ostatnie dostawy kontraktu dla klienta kazachskiego oraz rosyjskiego, dzięki czemu obroty segmentu kompleksów ścianowych wzrosną o 100,1% r/r. Oczekujemy natomiast niższych obrotów w segmencie systemów transportu (o 31,7% r/r), na co wpływ ma zakończenie wykonywania kontraktów dla klientów zagranicznych. Największego spadku obrotów oczekujemy w segmencie kompleksów chodnikowych, co związane jest ze słabą koniunkturą na krajowym rynku wydobywczym węgla (spadek marż połączony z przestojami w JSW; -45,8% r/r).

Zakładamy, że wynik brutto ze sprzedaży spadnie w 1Q'15 o 17,9% r/r, co wynikać będzie z niższej marżowości wykonywanych kontraktów. W 1Q'14 na poziomie pozostałej działalności operacyjnej Spółka zaksięgowała 20 mln PLN rezerw na poczet restrukturyzacji Grupy (połączenie Remag i Famur S.A.). W 1Q'15 liczymy że saldo pozostałej działalności operacyjnej będzie zbliżone do zera.

W 1Q'15 oczekujemy, że Famur zaksięguje 4,0 mln PLN zysku z tytułu wyceny transakcji zabezpieczających kursy walutowe. Spółka na koniec 2014 roku posiadała kontrakty forward na sprzedaż EUR na kwotę 97,6 mln PLN.

Oczekujemy, że wynik EBITDA Grupy w 1Q'15 wzrośnie o 3,1% r/r, a zysk netto o 6,6% r/r.

Potencjalną niespodzianką przy wynikach za 1Q'15 może być ogłoszenie wypłaty dywidendy z zysku za 2014 rok.

Przemysł spożywczy Kernel		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca Cena docelowa	37,73 PLN 31,00 PLN	P/E 2015 P/E 2016	8,9 7,1	EV/EBITDA 2015 EV/EBITDA 2016	5,3 4,7		
(mln USD)	3Q'15P	3Q'14	różnica	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	594,3	675,0	-11,9%	1 880,5	2393,3	-21,4%	1 987,5	1 880,5	5,7%
EBITDA	77,1	30,0	157,0%	266,8	223,0	19,6%	284,5	266,8	6,6%
Marża	13,0%	4,4%		14,2%	9,3%		14,3%	14,2%	
EBIT	55,9	9,6	481,7%	173,6	128,7	34,9%	194,2	173,6	11,9%
Zysk brutto	-37,3	-37,0	-	96,8	-90,4	-	122,1	96,8	26,1%
Zysk netto	-35,5	-25,1	-	91,0	-98,3	-	113,5	91,0	24,8%

Spadek wolumenu sprzedaży w wybranych segmentach

W 1Q'15 (3Q'15) wolumen sprzedaży oleju słonecznikowego luzem spadł o 6% r/r do poziomu 249,2 tys. ton, a oleju butelkowanego wzrósł o 5% r/r do 23,8 tys. ton. Sprzedaż zbóż wzrosła o 2% r/r do 1331,7 tys. ton, a wielkość eksportu zboża poprzez terminale wzrosła o 18% r/r do 1222,0 tys. ton. Wolumen przerabianego słonecznika spadł o 1% r/r, a dynamika drugi kwartał z rzędu była ujemna. Powyższe dane sprzedażowe naszym zdaniem implikować będą przychody 1Q'15 (3Q'15) na poziomie 594,3 mln USD (-11,9% r/r). Oczekujemy wyniku EBITDA Grupy w 1Q'15 (3Q'15) w okolicach 77,1 mln USD (+157,0% r/r). Naszym zdaniem poprawa wartości EBITDA nastąpi w segmentach oleju słonecznikowego luzem (+5% r/r; efekt poprawy marży w rezultacie osłabienia lokalnej waluty) oraz produkcji rolnej (+16,0 mln USD vs. -21,5 mln USD; pozytywny wpływ

osłabienia UAH do USD). Spadku wyniku EBITDA oczekujemy w segmentach oleju butelkowanego (-16% r/r; wysoka baza analogicznego okresu rok wcześniej), handlu zbożem (-72% r/r; spadek marży na sprzedaży zboża, brak zwrotu VAT dla eksporterów), usług przechowywania zboża (-83% r/r; spadek wartości UAH do USD; podczas gdy ceny segmentu są kwotowane w UAH).

Według naszych szacunków wynik brutto segmentu wyniesie w 1Q'15 (3Q'15) -37,3 mln USD (-37,0 mln USD rok wcześniej), co wynikać będzie z dużego ujemnego efektu osłabienia lokalnej waluty. Spadek wartości UAH do USD powoduje ujemne przeszacowanie należnego w UAH zwrotu VAT dla eksporterów. Łączny efekt spadku UAH do USD szacujemy w 1Q'15 (3Q'15) na 76,2 mln USD. Oczekujemy, że wynik netto wyniesie -35,5 mln USD (vs. -25,1 mln USD rok wcześniej).

Przemysł elektromaszynowy Kopex		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca Cena docelowa	9,99 PLN 11,40 PLN	P/E 2015 P/E 2016	13,7 12,5	EV/EBITDA 2015 EV/EBITDA 2016	4,7 4,5		
(mln PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	328,9	377,3	-12,8%	1 351,5	1 430,5	-5,5%	1 384,1	1 351,5	2,4%
EBITDA	61,6	72,2	-14,7%	247,5	291,7	-15,2%	248,0	247,5	0,2%
Marża	18,7%	19,1%		18,3%	20,4%		17,9%	18,3%	
EBIT	23,7	34,9	-32,3%	106,8	139,9	-23,7%	111,5	106,8	4,4%
Zysk brutto	27,4	35,1	-21,9%	85,1	134,5	-36,8%	91,0	85,1	7,0%
Zysk netto	21,8	25,9	-15,7%	67,4	105,9	-36,4%	72,2	67,4	7,1%

Wysoka baza roku ubiegłego przy spadającym portfelu zamówień

W 1Q'15 głównym czynnikiem wpływającym na spadek wyników będzie spadek portfela zamówień. Ten na koniec 4Q'14 czwarty kwartał z rzędu odnotował spadkową dynamikę, z czego największy spadek miał miejsce w segmentach maszyn i urządzeń górniczych (-32,6% r/r) oraz urządzeń elektrycznych oraz energetycznych (-26,6% r/r). Backlog segmentu usług górniczych w 4Q'14 zanotował 14,8% r/r spadek wartości.

W 1Q'15 oczekujemy, że największą ujemną dynamikę zanotuje segment maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-32,4% r/r) oraz maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (-21,9% r/r). Segment usług górniczych zanotuje według nas stabilne obroty (-0,4% r/r). Spadek obrotów, oraz mniejsze obciążenie mocy

produkcyjnych przyczyni się naszym zdaniem do spadku wyniku EBITDA Grupy (o 14,7% r/r) oraz rentowności (z 19,1% do 18,7%). Naszym zdaniem w 1Q'15 wynik brutto ze sprzedaży Gry spadnie o 22,3% r/r, z czego największy spadek będzie miał miejsce w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa (-35,9% r/r).

Pozytywnie na wyniki powinno działać umocnienie PLN do EUR. Spółka na koniec 4Q'14 miała zabezpieczoną pozycję walutową na sprzedaż 2,6 mln USD oraz 66,1 mln EUR. Biorąc pod uwagę 4% umocnienie PLN do EUR w 1Q'15 naszym zdaniem Spółka powinna odnotować 10,2 mln PLN pozytywnego wpływu wyceny transakcji zabezpieczających. Naszym zdaniem wynik netto Grupy Kopex w 1Q'15 spadnie o 15,7% r/r. Dług netto szacujemy, że wyniesie 350 mln PLN (1,2x EBITDA12m).

Przemysł spożywczy Tarczyński		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	13,90 PLN	P/E 2015	10,9	EV/EBITDA 2015	6,6		
		Cena docelowa	15,00 PLN	P/E 2016	10,3	EV/EBITDA 2016	6,2		
(mln PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	111,8	108,9	2,7%	540,5	494,4	9,3%	592,0	540,5	9,5%
EBITDA	10,0	9,9	1,1%	42,4	41,8	1,4%	43,5	42,4	2,7%
Marża	9,0%	9,1%		7,8%	8,5%		7,8%	7,8%	
EBIT	4,8	4,8	0,5%	23,3	21,6	7,8%	25,1	23,3	7,6%
Zysk brutto	3,1	3,4	-8,0%	17,8	15,0	19,1%	18,9	17,8	5,9%
Zysk netto	2,5	2,6	-4,5%	14,4	11,7	23,6%	15,3	14,4	5,9%

Wyraźna poprawa rentowności, zniekształcona przez koszty kampanii reklamowej

W 1Q'15 spodziewamy się, że Spółka o 3,5% r/r zwiększy sprzedaż produktów przetworzonych do poziomu 5,9 tys. ton. Zwiększeniu sprzedaży sprzyjać będzie wczesna data Świąt Wielkanocnych (początek kwietnia), co przełożyło się na większe zakupy produktów wędliniarskich w 1Q'15 (w 2014 roku większość sprzedaży przypadła na 2Q). Średnie ceny produktów w 1Q'15 naszym zdaniem będą się kształtować na zbliżonym do ubiegłorocznego poziomie (18,8 PLN/kg), co z jednej strony wynikać będzie ze spadku cen produktów w efekcie niższych cen mięsa, z drugiej zaś z rosnącego udziału produktów bardziej przetworzonych. Spodziewamy się, że udział sprzedaży mięsa surowego w 1Q'15 spadnie praktycznie do zera (wycofanie się z niskomargowej działalności).

W 1Q'15 średnie ceny mięsa wieprzowego wyniosły 1,38 EUR/kg i były o 9,8% r/r niższe (5,80 PLN/kg -9,6% r/r).

Niskie ceny mięsa, w szczególności w styczniu i lutym, naszym zdaniem przełożą się na wzrost rentowności brutto ze sprzedaży (+12,9% r/r). Szacujemy, że w 1Q'15 na każdym kilogramie sprzedanego produktu Tarczyński zarabiać będzie 5,1 PLN wobec 6,1 PLN w 4Q'14 oraz 4,7 PLN w 1Q'14.

Na poziomie kosztów marketingu negatywny wpływ na wyniki będą miały wydatki związane z kampanią reklamową (1,5 mln PLN wobec 0,3 mln PLN w 1Q'14). W ubiegłym roku większość wydatków związanych z reklamą miała miejsce w 2Q'14, natomiast w 2015 roku przypadną one prawdopodobnie na pierwszy kwartał (kampania reklamowa przed świętami).

Uważamy, że w 1Q'15 Spółka zanotuje niższy ujemny przepływ gotówki z działalności operacyjnej, co związane jest z mniejszymi zakupami zapasów mięsa na okres wakacyjny. Spółka zdecydowała, że w bieżącym roku zakupy mięsa stanowiąc będą jedynie 1/3 tych, jakie zostały zrealizowane w roku ubiegłym.

Metale Vistal		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	12,27 PLN	P/E 2015	9,9	EV/EBITDA 2015	7,7		
		Cena docelowa	16,40 PLN	P/E 2016	7,3	EV/EBITDA 2016	6,4		
(mln PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	88,3	71,4	23,7%	334,2	322,4	3,7%	355,4	334,2	6,3%
EBITDA	8,2	9,3	-11,9%	41,4	39,6	4,6%	46,4	41,4	12,0%
Marża	9,2%	13,0%		12,4%	12,3%		13,0%	12,4%	
EBIT	4,9	6,1	-20,5%	25,7	27,1	-5,3%	30,7	25,7	19,4%
Zysk brutto	9,2	5,2	76,7%	19,5	16,3	19,5%	25,1	19,5	28,8%
Zysk netto	7,4	3,3	122,3%	17,2	12,3	40,4%	23,4	17,2	36,0%

Wyraźnie wyższa sprzedaż przy niższych marżach

Na koniec 2014 roku portfel zamówień Vistal wyniósł 245,9 mln PLN i był o +11% r/r wyższy oraz +13,5% q/q wyższy. Na przestrzeni 4Q'14 spadek backlogu miał miejsce w segmencie infrastruktury krajowej (-33% q/q), natomiast wzrost w segmentach budownictwa (+175% q/q), Marine&Offshore (+51,6% q/q) oraz infrastruktury zagranicznej (+4,9% q/q). Wyraźny wzrost w zakresie umów będących w finalnej fazie negocjacji miał miejsce w segmencie infrastruktury zagranicznej (+415,0% q/q). Naszym zdaniem zdobyty na koniec 4Q'14 portfel zamówień pozwoli na 64,0% wzrost przychodów ze sprzedaży w segmencie infrastruktury oraz 125,6% r/r wzrost w segmencie budownictwa. Niższy portfel zamówień Marine&Offshore przełoży się na spadek obrotów w segmencie o 40,5% r/r.

Mimo wyraźnej wyższej sprzedaży naszym zdaniem rentowność brutto ze sprzedaży spadnie (większa wartość niższej marżowej infrastruktury w miejsce wysokomargowego Marine&Offshore) i wyniesie 13,7 mln PLN (-4,9% r/r).

Oczekujemy, że wynik EBITDA wyniesie w 1Q'15 8,2 mln PLN (-11,9% r/r).

Na poziomie działalności finansowej pozytywny wpływ na wynik będzie miało umocnienie PLN do EUR. Szacujemy, że przy portfelu kredytów w EUR o wartości 85,5 mln PLN wartość przeszacowania na przestrzeni 1Q'15 wyniesie 3,5 mln PLN.

Szacujemy, że wynik netto sięgnie w 1Q'15 7,4 mln PLN i będzie ponad dwukrotnie wyższy niż w 1Q'14. Oczekujemy, że dług netto na koniec 1Q'15 wyniesie około 170 mln PLN (4,4x EBITDA'12m).

Budownictwo

Budownictwo Budimex		Trzymaj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	167,55 PLN	P/E 2015	22,8	EV/EBITDA 2015	11,2		
		Cena docelowa	162,70 PLN	P/E 2016	15,3	EV/EBITDA 2016	8,2		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	826,9	834,0	-0,9%	4 953,2	4 949,9	0,1%	5 927,5	4 953,2	19,7%
EBITDA	42,5	58,6	-27,4%	245,9	270,3	-9,1%	363,6	245,9	47,9%
Marża	5,1%	7,0%	-	5,0%	5,5%	-	6,1%	5,0%	-
EBIT	37,2	52,5	-29,2%	223,6	247,3	-9,6%	341,6	223,6	52,8%
Zysk brutto	39,9	54,4	-26,6%	231,3	242,6	-4,7%	345,9	231,3	49,6%
Zysk netto	32,3	42,8	-24,4%	187,3	192,0	-2,4%	280,2	187,3	49,6%

Wysoka baza z ubiegłego roku nie do pobicia

Pierwszy kwartał jest sezonowo najslabszym w spółkach budowlanych. Powinno być to widoczne w wynikach Budimeksu w Q1'15, które będą znacznie niższe niż w ostatnim kwartale ubiegłego roku. Ze względu na wyjątkowo wysoką bazę, Budimex prawdopodobnie nie zbliży się do wyników osiągniętych w Q1'14. Po pierwsze, w Q1'15 spółka rozliczyła w wynikach 109 mieszkań, podczas gdy w Q1'14 było to niemal 400 szt. Po drugie, w Q1'14 Budimex osiągnął ponad 10% marży brutto ze sprzedaży segmentu budowlanego – poziom trudny do osiągnięcia w długim

terminie. Prognozujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą w Q1'15 827 mln PLN, zysk operacyjny 37 mln PLN, a zysk netto 32 mln PLN. Mimo że wynik Q1'15 może być o ponad 20% niższy r/r uważamy, że nasza całoroczna prognoza 187 mln PLN zysku netto nie jest zagrożona. Choć początek roku nie przyniósł spółce wielu nowych kontraktów w segmencie infrastrukturalnym, Budimex systematycznie zwiększa portfel szybszych kontraktów kubaturowych, stąd w perspektywie całego 2015 r. można w naszej ocenie liczyć na umiarkowany wzrost przychodów ze sprzedaży.

Budownictwo Elektrobudowa		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	119,50 PLN	P/E 2015	15,3	EV/EBITDA 2015	9,4		
		Cena docelowa	112,90 PLN	P/E 2016	13,7	EV/EBITDA 2016	8,8		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	242,7	184,4	31,6%	1 351,7	1 108,3	22,0%	1 385,9	1 351,7	2,5%
EBITDA	12,1	2,6	362,7%	68,4	49,3	38,8%	72,3	68,4	5,6%
Marża	5,0%	1,4%	-	5,1%	4,4%	-	5,2%	5,1%	-
EBIT	8,8	-0,6	-	55,1	35,7	54,1%	58,5	55,1	6,2%
Zysk brutto	7,0	-1,7	-	47,7	33,5	42,2%	53,3	47,7	11,8%
Zysk netto	5,5	-3,2	-	37,2	27,3	36,1%	41,5	37,2	11,8%

Niska baza ubiegłego roku łatwa do pobicia

Prace na dużych kontraktach Elektrobudowy (EC Tychy, stacje Buczyna i Skawina) są dużo bardziej zaawansowane niż w tym samym okresie ubiegłego roku, stąd spółka nie powinna mieć trudności ze zwiększeniem przychodów ze sprzedaży w Q1'15. Liczymy na utrzymanie dobrej rentowności segmentów wytwarzania oraz dystrybucji energii. Ponadto spodziewamy się zmniejszenia silnie ujemnej marży segmentu przemysłu, która leżała u podstaw

straty finansowej w pierwszym kwartale ubiegłego roku. Nie spodziewamy się istotnych zmian poziomu gotówki netto Elektrobudowy w Q1'15, podobnie jak w perspektywie całego 2015 r. Zakładając że Elektrobudowa zrealizuje naszą prognozę wzrostu zysku netto w Q1'15 o 8,7 mln PLN r/r do 5,5 mln PLN, nasza całoroczna prognoza przewidująca 37,2 mln PLN zysku netto (+9,9 mln PLN r/r) wydaje się dość konserwatywna. Widzimy potencjał do podniesienia całorocznej prognozy wyników Elektrobudowy.

Budownictwo Erbud		Trzymaj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	33,14 PLN		P/E 2015	15,2	EV/EBITDA 2015	7,7	
		Cena docelowa	34,50 PLN		P/E 2016	13,1	EV/EBITDA 2016	6,9	
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	290,9	283,6	2,6%	1 642,1	1 693,8	-3,1%	1 694,9	1 642,1	3,2%
EBITDA	5,0	7,6	-34,1%	54,8	52,7	4,0%	59,8	54,8	9,1%
Marża	1,7%	2,7%	-	3,3%	3,1%	-	3,5%	3,3%	-
EBIT	2,7	6,1	-55,5%	46,7	43,8	6,7%	51,5	46,7	10,3%
Zysk brutto	1,3	3,3	-59,1%	38,2	36,5	4,6%	44,1	38,2	15,6%
Zysk netto	1,0	1,3	-24,7%	27,9	27,2	2,6%	32,2	27,9	15,6%

Slabe otwarcie roku

Spodziewamy się, że Erbud nie rozpieści inwestorów wynikami za Q1'15. Spółka rozpoczęła rok z wyższym backlogiem na najbliższe 12 miesięcy, niemniej baza przychodowa z Q1'14 jest na dość wysokim poziomie. Ponadto kilka potencjalnie wysokomarżowych kontraktów z segmentu inżynierskiego miało warunkowy charakter i zapewne nie były realizowane w pierwszych miesiącach 2015 r. Początek 2014 r. charakteryzowała wysoka marża segmentu kubaturowego w Polsce, która wyraźnie spadła w kolejnych kwartałach roku. Nie zakładalibyśmy, że Erbud powróci do wysokiej rentowności na początku 2015 r. W konsekwencji, spodziewamy się wyraźnego spadku zysku

operacyjnego spółki o 55% r/r do 2,7 mln PLN. Spadek wyników będzie, według nas, widoczny również na poziomie zysku netto, choć tu różnica nie powinna być aż tak wyraźna. Szacujemy, że spółka osiągnie zdecydowanie lepsze saldo wyniku na działalności finansowej m.in. ze względu na silniejszą pozycję gotówkową oraz rozpozna niższy podatek dochodowy, który w ubiegłym roku okazał się wyjątkowo wysoki. Podsumowując, szacujemy 1,0 mln PLN zysku netto za Q1'15. Wysoka sezonowość wyników Erbudu skłania, by nie wyciągać po pierwszym kwartale wniosków na cały rok. Spodziewamy się jednak, że wyniki Q1'15 nie dostarczą wielu argumentów do kupna.

Budownictwo Unibep		Trzymaj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	10,13 PLN		P/E 2015	14,6	EV/EBITDA 2015	8,9	
		Cena docelowa	10,40 PLN		P/E 2016	11,4	EV/EBITDA 2016	7,1	
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	253,4	201,3	25,9%	1 253,1	1 079,7	16,1%	1 357,7	1 253,1	8,3%
EBITDA	6,7	4,4	51,4%	41,2	32,1	28,5%	51,5	41,2	25,0%
Marża	2,6%	2,2%	-	3,3%	3,0%	-	3,8%	3,3%	-
EBIT	5,1	2,7	85,3%	34,6	25,1	37,6%	44,8	34,6	29,5%
Zysk brutto	5,3	5,0	5,1%	32,0	27,6	16,1%	41,9	32,0	30,9%
Zysk netto	4,0	2,9	41,0%	24,3	19,8	22,8%	31,1	24,3	28,0%

Wyniki lepsze r/r

Szacujemy zauważalny wzrost wyników Unibepu w Q1'15 w ujęciu r/r. Za poprawę powinny odpowiadać segmenty domów modułowych oraz deweloperski, które na początku ubiegłego roku charakteryzowały się niską rentownością. W podstawowym segmencie kubaturowym prognozujemy wzrost przychodów o około 20%, jednak ze względu na niższą rentowność, segment osiągnie zapewne niższy wynik r/r. Spadek rentowności segmentu kubaturowego w ujęciu r/r wynika z wysokiej bazy ubiegłego roku, kiedy spółka rozliczała wysokomarżowy kontrakt na Białorusi. Agregując lepsze wyniki ze sprzedaży domów modułowych i

deweloperskiego oraz słabszą kubaturę, spodziewamy się zbliżonego r/r wyniku brutto ze sprzedaży. Wynik na poziomie EBIT powinien być jednak zdecydowanie lepszy, zakładając, że spółka nie rozpozna kosztów o jednorazowym charakterze, które pomniejszyły ubiegłoroczny wynik spółki. Spodziewamy się lekko dodatniego salda z działalności finansowej, z uwagi na silną pozycję gotówkową spółki na koniec ubiegłego roku oraz zysk z wyceny instrumentów zabezpieczających kontrakty norweskie. Szacujemy, że spółka zamknie kwartał zyskiem netto na poziomie około 4,0 mln PLN, co oznaczałoby 41% wzrost w ujęciu r/r.

Deweloperzy

Deweloperzy Capital Park		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	4,67 PLN	P/E 2015	29,9	P/BV 2015	0,5		
		Cena docelowa	6,70 PLN	P/E 2016	18,2	P/BV 2016	0,5		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	18,8	10,3	81,9%	73,6	54,8	34,3%	126,6	73,6	71,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	14,1	7,6	84,6%	54,5	41,5	31,3%	94,9	54,5	74,2%
Marża	75,0%	73,9%	-	74,0%	75,7%	-	75,0%	74,0%	-
EBIT bez rewaluacji	8,0	1,1	640,8%	39,1	25,8	51,6%	82,9	39,1	111,8%
Rewaluacja	-64,0	7,4	-	-4,4	-61,0	-	-19,8	-4,4	-
EBIT	-56,0	8,5	-	34,8	-35,2	-	63,0	34,8	81,4%
Zysk brutto	-45,7	4,0	-	29,1	-64,4	-	46,3	29,1	59,3%
Zysk netto	-31,8	4,4	-	16,5	-61,5	-	27,6	16,5	67,6%

Strata w wyniku osłabienia EUR/PLN, silna poprawa na oczyszczonych wynikach

Na wyniki deweloperów komercyjnych w Q1'15 silny negatywny wpływ będzie miało osłabienie kursu EUR/PLN o ponad 4% vs. umocnienie o 0,6% w Q1'14. Prognozujemy stratę na wycenie nieruchomości Capital Park w następstwie zmiany kursu w kwocie 61 mln PLN i jednocześnie zysk na wycenie kredytów walutowych w wysokości ok. 16 mln PLN. Oczyszczone wyniki finansowe spółki powinny być znacznie lepsze r/r. EBIT oczyszczony o przeszacowania nieruchomości

oraz wycenę programu motywacyjnego szacujemy na 9,5 mln PLN vs. 2,8 mln PLN w Q1'14, a oczyszczony zysk przed opodatkowaniem na 4,0 mln PLN vs. 1,1 mln PLN. Lepsze wyniki operacyjne są przede wszystkim następstwem oddania do użytku w połowie ubiegłego roku biurowca Eurocentrum I o powierzchni najmu 42 tys. m² oraz poprawy obłożenia w niektórych obiektach z portfela spółki. Kolejny skokowy wzrost wyników Capital Park jest spodziewany wraz z oddaniem do użytkowania inwestycji Royal Wilanów, co jest zaplanowane na Q3'15.

Deweloperzy Dom Development		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	48,00 PLN	P/E 2015	15,8	P/BV 2015	1,4		
		Cena docelowa	57,90 PLN	P/E 2016	12,5	P/BV 2016	1,3		
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	71,2	198,7	-64,1%	823,8	784,3	5,0%	875,3	823,8	6,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	16,7	32,6	-48,9%	187,6	152,0	23,4%	214,0	187,6	14,1%
Marża	23,4%	16,4%	-	22,8%	19,4%	-	24,4%	22,8%	-
EBIT bez rewaluacji	-5,6	8,9	-	95,3	69,0	38,1%	119,1	95,3	24,9%
Rewaluacja	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	-5,6	8,9	-	95,3	69,0	38,1%	119,1	95,3	24,9%
Zysk brutto	-5,7	11,7	-	92,7	69,4	33,6%	118,0	92,7	27,2%
Zysk netto	-4,6	9,3	-	75,1	55,7	34,8%	95,5	75,1	27,2%

Strata na otwarciu roku

Dom Development prawdopodobnie rozpocznie 2015 rok od straty, czego przyczyną jest niewielki potencjał do przekazania mieszkań. W pierwszych miesiącach br. spółka nie zakończyła budowy żadnej inwestycji i przekazała łącznie 190 lokali z projektów, których budowa zakończyła się we wcześniejszych kwartałach (m. in. Derby – 77, Saska – 30, Żoliborz Artystyczny – 29). Szacujemy, że pozwoli to na wypracowanie ok. 71 mln PLN przychodów oraz 17 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (marża deweloperska: 23,4%). Przy kosztach administracyjnych w wysokości około

21-22 mln PLN oznacza to stratę operacyjną w wysokości około 6 mln PLN. Przy umiarkowanym zadłużeniu wynik na działalności finansowej powinien oscylować w okolicach zera. Szacujemy, że strata netto Dom Development w Q1'15 wyniesie 4,6 mln PLN, co jest spójne z przekazem zarządu z lutowej konferencji. Wyniki Dom Development będą w 2015 r. bardzo nierównomiernie rozkładać się między kwartałami. Nie wykluczone, że całe pierwsze półroczne zakończy się stratą netto, a około 90% wyniku zostanie wypracowane w ostatnim kwartale br.

Deweloperzy Echo Investment		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	6,71 PLN		P/E 2015	20,4		P/BV 2015	0,8
		Cena docelowa	8,00 PLN		P/E 2016	12,4		P/BV 2016	0,8
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	130,4	111,8	16,6%	610,9	579,3	5,5%	778,7	610,9	27,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	76,7	66,0	16,3%	325,5	322,1	1,1%	383,2	325,5	17,7%
Marża	58,8%	59,0%	-	53,3%	55,6%	-	49,2%	53,3%	-
EBIT bez rewaluacji	56,7	45,3	25,4%	247,5	216,5	14,3%	302,7	247,5	22,3%
Rewaluacja	-146,5	444,9	-	-37,7	453,9	-	58,2	-37,7	-
EBIT	-89,8	490,1	-	209,9	670,3	-68,7%	360,9	209,9	72,0%
Zysk brutto	-45,1	444,6	-	150,9	449,1	-66,4%	247,5	150,9	64,0%
Zysk netto	-40,3	408,5	-	135,8	406,7	-66,6%	222,8	135,8	64,0%

Negatywny wpływ osłabienia EUR/PLN

Ze względu na ponad 4-pocentowy spadek kursu EUR/PLN w Q1'15 wyniki Echo za pierwszy kwartał mogą być słabe. Przy portfelu ukończonych nieruchomości o wartości prawie 1 mld EUR, ujemna wycena nieruchomości z tytułu zmiany kursu wyniesie około 165 mln PLN. Zakładamy również dodatnie przeszacowanie nieruchomości znajdujących się w budowie o kwotę +20 mln PLN, co jednak nie uratuje wyników spółki w Q1'15. Przeszacowaniu ulegną również kredyty walutowe, refinansujące nieruchomości pracujące. Dodatni wpływ tego przeszacowania na wynik finansowy prognozujemy na około 75 mln PLN. Przypominamy, że w pierwszym kwartale 2014 r. Echo dokonało dostosowania wartości bilansowych

swoich nieruchomości do realiów rynkowych, co skutkowało potężnym jednorazowym przeszacowaniem nieruchomości o prawie 450 mln PLN. Po oczyszczeniu wyników spółki o wycenę aktywów, prognozujemy wzrost zysku operacyjnego Echo o około 25% r/r do 57 mln PLN (wyższe przychody i zyski segmentów mieszkaniowego oraz segmentu wynajmu powierzchni biurowej) oraz wzrost oczyszczonego zysku brutto o około 140% do 24 mln PLN. Stratę netto za Q1'15 szacujemy na około 40 mln PLN. Podsumowując, przyczyną słabszych wyników Echo w Q1'15 będą przeszacowania, których źródło jest przewidywalne i niezależne od spółki, stąd negatywna reakcja inwestorów w przypadku realizacji naszej prognozy nie byłaby uzasadniona.

Deweloperzy GTC		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	5,84 PLN		P/E 2015	20,4		P/BV 2015	1,0
		Cena docelowa	6,60 PLN		P/E 2016	9,7		P/BV 2016	0,9
(mIn EUR)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	29,5	31,0	-4,7%	115,4	124,3	-7,2%	114,0	115,4	-1,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	20,1	19,9	1,2%	80,2	81,1	-1,1%	81,3	80,2	1,3%
Marża	68,1%	64,1%	-	69,5%	65,3%	-	71,3%	69,5%	-
EBIT bez rewaluacji i SOP*	15,3	15,6	-2,1%	65,9	67,5	-2,4%	66,5	65,9	0,9%
Rewaluacja	0,0	-2,0	-	7,8	-194,4	-	35,3	7,8	350,0%
EBIT	15,3	14,9	2,9%	73,7	-124,3	-	101,7	73,7	38,1%
Zysk brutto	2,8	3,0	-7,0%	26,1	-194,5	-	59,2	26,1	127,1%
Zysk netto	2,5	-1,1	-	25,2	-183,8	-	53,1	25,2	111,1%

SOP – Stock Option Plan

Stabilny wynik z najmu i brak znacznych przeszacowań

Spodziewamy się, że wyniki GTC za Q1'15 nie wzbudzą większych emocji. Nie ma powodów, by wynik z najmu powierzchni zmienił się istotnie w stosunku do Q4'14. Sprzedaż Centrum Biurowego Kazimierz nieco obniży przychody z najmu dewelopera, niemniej nastąpi to dopiero w kolejnych kwartałach. W stosunku do Q1 ubiegłego roku wyniki segmentu najmu powinny być nieco lepsze, a prognozowany przez nas spadek przychodów ze sprzedaży o

5% r/r przypisać należy segmentowi mieszkaniowemu, który ulega coraz większej marginalizacji. Po oczyszczeniu o rewaluację oraz wycenę programu opcji dla zarządu, wynik operacyjny GTC szacujemy na 15,3 mln EUR (-2% r/r). Nie spodziewamy się istotnych przeszacowań wartości nieruchomości w Q1'15, po bardzo silnych odpisach aktywów dokonanych w Q4'14. Zysk netto kwartału szacujemy na 2,5 mln EUR, co oznaczałoby umiarkowaną poprawę w stosunku do Q1 ubiegłego roku.

Deweloperzy Robyg									
Kupuj									
Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca	2,43 PLN		P/E 2015	14,1		P/BV 2015	1,4	
	Cena docelowa	2,95 PLN		P/E 2016	9,4		P/BV 2016	1,3	
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	67,4	137,7	-51,1%	410,1	409,3	0,2%	474,3	410,1	15,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	12,3	23,9	-48,3%	73,7	73,0	1,0%	99,4	73,7	34,8%
Marża	18,3%	17,3%	-	18,0%	17,8%	-	20,9%	18,0%	-
EBIT bez rewaluacji	9,6	18,6	-48,6%	65,7	51,2	28,3%	91,1	65,7	38,7%
Rewaluacja	0,0	0,0	-	0,0	9,3	-100,0%	0,0	0,0	-
EBIT	9,6	18,6	-48,6%	65,7	60,5	8,6%	91,1	65,7	38,7%
Zysk brutto	7,1	15,9	-55,5%	57,2	52,0	9,9%	83,4	57,2	45,8%
Zysk netto	11,0	8,1	35,7%	45,2	42,3	6,8%	67,5	45,2	49,5%

One-off podatkowy poprawi wyniki Q1

Przedsprzedając 534 lokale w Q1'15 Robyg był liderem wśród spółek giełdowych. Spółka zrealizowała po pierwszych trzech miesiącach 2015 r. 26% naszej całorocznej prognozy przedsprzedaży mieszkań, co postrzegamy jako bardzo dobry wynik. Liczba przekazanych lokali (350 szt. vs. 411 w Q1'14) nie była już tak spektakularna, niemniej powinna pozwolić na wypracowanie przyzwoitych wyników Q1. Szacujemy, że jedynie około 150 mieszkań zostało przekazanych w inwestycjach samodzielnych Robyga (konsolidowanych metodą pełną), co tłumaczy spadek przychodów o 51% r/r do 67 mln PLN. Wynik na projektach JV szacujemy na 7,6 mln PLN vs. 4,8 mln PLN w Q1'14. Nie przewidujemy żadnych nietypowych zdarzeń w pozostałej działalności operacyjnej. Wynik EBIT dewelopera szacujemy na około 10 mln PLN, a zysk brutto na około 7 mln PLN. Mimo że według naszej prognozy zysk przed opodatkowaniem jest o

56% niższy r/r, spodziewamy się osiągnięcia przez Robyg zysku netto o 36% wyższego r/r w kwocie 11 mln PLN. Są tego dwie przyczyny. Po pierwsze, w ubiegłym roku spółka zaksięgowwała wysoki efektywny podatek dochodowy, co nie powinno powtórzyć się w Q1'15. Co więcej, w Q1'15 spodziewamy się utworzenia aktywa podatkowego w kwocie ponad 5 mln PLN w następstwie umów, które spółka opisywała w raporcie bieżącym z 13 marca. Po drugie, w Q1'14 Robyg wykazał wysoki zysk akcjonariuszy mniejszościowych (1,7 mln PLN), co nie powinno powtórzyć się w Q1'15. Podsumowując, mimo braku potencjału do wygenerowania wysokich zysków w Q1'15, pozytywne zdarzenie jednorazowe na podatku pozwoli w naszej ocenie osiągnąć wysoki zysk netto. Spodziewamy się, że tegoroczny zysk będzie wygenerowany przede wszystkim w ostatnim kwartale roku.

Handel

Handel CCC		Sprzedaż							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	191,00 PLN		P/E 2015	21,8	EV/EBITDA 2015	20,9	
		Cena docelowa	158,00 PLN		P/E 2016	18,0	EV/EBITDA 2016	16,8	
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	430,5	359,7	20%	2 537,2	2 011,9	26%	3 111,0	2 537,2	23%
EBITDA	-5,6	15,8	-	375,5	297,9	26%	461,8	375,5	23%
Marża	-1,3%	4,4%	-	14,8%	14,8%	-	14,8%	14,8%	-
EBIT	-17,9	5,0	-	326,2	247,3	32%	405,9	326,2	24%
Zysk brutto	-24,5	2,2	-	291,4	228,9	27%	378,0	291,4	30%
Zysk netto	-27,0	0,4	-	241,9	422,8	-43%	313,8	241,9	30%

Słabsza marża brutto na sprzedaży R/R

Spółka zaraportowała 19,7% R/R wzrostu przychodów do 430,5 mln PLN w 1Q'15, zwiększając powierzchnię sprzedaży o około 24,5% R/R. Implikuje to spadek sprzedaży/średnią ilość mkw. o 4,1% R/R. Oczekujemy spadku marży brutto na sprzedaży o 2,3p.p. do 50% w 1Q'15, co jest efektem wyższych kosztów zakupu towarów (aprecjacja USD) oraz mniejszego udziału sprzedaży marcowej w ogólnym wyniku 1Q'15 (w marcu spółka realizuje sprzedaż po najwyższych marżach). Po stronie kosztów oczekujemy wzrostu SG&A/mkw. o 4,2%, co wynika przede wszystkim z ekspansji sklepów na rynku niemieckim. Całkowite SG&A szacujemy na 231 mln PLN w 1Q'15

(+30,3% R/R). Uwzględniając -2,2 mln PLN w saldzie na pozostałej działalności operacyjnej, Spółka powinna zaraportować -17,9 mln PLN EBIT w 1Q'15 (vs. 5 mln PLN w 1Q'14 - nienaturalnie wysoki wynik spowodowany bardzo wysoką sprzedażą w marcu'14). Saldo na działalności finansowej prognozujemy na -6,6 mln PLN, a podatek dochodowy na 2,5 mln PLN. Na linii zysku netto spółka powinna zaraportować -24,5 mln PLN (vs. 0,4 mln PLN w 1Q'14). 1Q sezonowo jest najgorszym okresem w sprzedaży spółki i najslabiej kontrybuuje do całorocznego wyniku CCC. Jednak uważamy, że rynek może negatywnie zareagować na informację o mocnym spadku marży brutto na sprzedaży.

Handel LPP		Sprzedaż							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	7 351 PLN		P/E 2015	33,2	EV/EBITDA 2015	18,3	
		Cena docelowa	6 400 PLN		P/E 2016	25,3	EV/EBITDA 2016	14,6	
(mIn PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	1 003,0	945,0	6,1%	5 448,6	4 769,3	14%	6 251,5	5 448,6	15%
EBITDA	42,8	91,4	-53%	752,0	802,8	-6%	932,6	752,0	24%
Marża	4,3%	9,7%	-	13,8%	16,8%	-	14,9%	13,8%	-
EBIT	-9,3	48,4	-	531,1	609,1	-13%	659,6	531,1	24%
Zysk brutto	-55,8	-12,4	-	497,3	459,2	8%	649,0	497,3	30%
Zysk netto	-63,3	-14,9	-	401,0	481,9	-17%	526,2	401,0	31%

Kontynuacja słabych wyników

Oczekujemy, że LPP opublikuje słabe wyniki w 1Q'15 wynikające przede wszystkim z niskiej dynamiki przychodów R/R oraz istotnego spadku marży brutto na sprzedaży. Pomimo dobrej kontroli kosztów SG&A/mkw. spółka powinna zaraportować stratę na poziomie EBIT w 1Q'15 (-9,3 mln PLN). Ponadto, negatywny wpływ kursów walutowych powinien sprawić, że zysk netto spadnie do -63,3 mln PLN w 1Q'15. Presja na wyniki sprzedażowe ze strony biznesu rosyjskiego i ukraińskiego, jak również spadająca sprzedaż/mkw. na rynku polskim spowodowały, że LPP opublikowało w raportach miesięcznych przychody w 1Q'15 na poziomie 1 003 mln PLN (+6,1% R/R). Porównując osiągnięty wynik z 23% R/R dynamiką otwarć nowej powierzchni, sprzedaż/średnią ilość mkw. spadła o 13,8% R/R w 1Q'15. Na podstawie raportów miesięcznych szacujemy, że marża brutto na sprzedaży spadnie 4,3% R/R do 52,6% w 1Q'15, co

jest efektem wyższych kosztów zakupu towarów (aprecjacja USD) oraz wprowadzania dodatkowych wyprzedaży (w celu zmniejszenia stanu towarów w magazynach). Pozytywny wpływ na osiągane wyniki powinien mieć 10% R/R spadek kosztów SG&A/mkw., wynikający z niższych kosztów rozliczanych w RUB oraz niższych kosztów najmu powierzchni sprzedażowej. Szacujemy, że koszty SG&A powinny wynieść 530,4 mln PLN w 1Q'15. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej powinno wynieść -6,2 mln PLN (głównie straty inwentaryzacyjne). EBIT szacujemy na -9,3 mln PLN w 1Q'15 (pierwsza strata na poziomie EBIT od 1Q'09). Negatywny efekt różnic kursowych szacujemy na 40 mln PLN, co razem z 6,5 mln PLN obsługi długu oraz 7 mln PLN podatku, składa się na 63,3 mln PLN straty netto w 1Q'15. Spodziewamy się utrzymania słabych wyników spółki w 1H'15, co będzie się wiązało przede wszystkim z presją na MBNS z tytułu dodatkowych wyprzedaży nadwyżek magazynowych.

Inne

Inne Work Service		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	20,00 PLN		P/E 2015	27,8	EV/EBITDA 2015	12,7	
		Cena docelowa	21,90 PLN		P/E 2016	18,2	EV/EBITDA 2016	9,7	
(mln PLN)	1Q'15P	1Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	450,0	345,9	30,1%	2357,4	1739,8	35,5%	2822,0	2357,4	19,7%
EBITDA	17,6	18,0	-1,8%	124,9	98,7	26,6%	166,1	124,9	33,0%
Marża	3,9%	5,2%	-	5,3%	5,7%	-	5,9%	5,3%	-
EBIT	14,5	16,2	-10,4%	112,4	89,1	26,1%	151,4	112,4	34,7%
Zysk brutto	8,0	15,9	-49,3%	94,4	62,6	50,9%	137,8	94,4	46,0%
Zysk netto	5,1	11,5	-55,0%	48,5	52,4	-7,4%	74,2	48,5	52,9%

Spadek rentowności i wysokie koszty SG&A

W 1Q'15 spodziewamy się wzrostu przychodów Work Service o ponad 30% do poziomu 450 mln PLN, ze względu na konsolidację spółki niemieckiej. Marża brutto na sprzedaży powinna oscylować wokół 11,0% (delikatny spadek o 0,4 p.p. Q/Q ze względu na deprecjację rubla). Spodziewamy się dalszego wzrostu kosztów SG&A do kwoty 35,0 mln PLN (vs. 28,9 mln PLN w 4Q'14 i 22,8 mln PLN rok wcześniej). Zysk

EBIT w wysokości 14,5 mln PLN obniżamy o 6,5 mln PLN kosztów finansowych netto. Zakładamy efektywną stopę podatku dochodowego na poziomie 15%, co implikuje zysk netto na poziomie 6,8 mln PLN. Szacujemy, że zysk mniejszości stanowi 25% zysku netto dla spółki. Przy takim założeniu zysk netto dla jednostki dominującej szacujemy na 5,1 mln PLN (-55% R/R).

Terminy publikacji raportów

Spółka	1Q 2015	1H 2015	3Q 2015
Agora	2015-05-11	2015-08-14	
Asseco	2015-05-13	2015-08-19	
BBI Development	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-16
Budimex	2015-04-29	2015-08-28	2015-10-28
BZ WBK	2015-04-28	2015-07-30	2015-10-29
Capital Park	2015-05-14	2015-08-28	2015-11-13
CCC	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-13
CEZ	2015-05-12	2015-08-11	2015-11-10
Ciech	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-16
Cyfrowy Polsat	2015-05-14	2015-08-26	
Dom Development	2015-04-24	2015-08-26	2015-10-23
Echo Investment	2015-05-14	2015-08-31	2015-11-16
Elektrobudowa	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-16
Elektrotim	2015-05-14	2015-08-26	2015-11-13
Elemental	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-13
Enea	2015-05-15	2015-08-28	2015-11-12
Energa	2015-05-12	2015-08-12	2015-11-09
Erbud	2015-05-14	2015-08-27	2015-11-16
Erste	2015-05-07	2015-08-07	2015-11-06
Eurocash	2015-05-13	2015-08-21	2015-11-10
Famur	2015-05-15	2015-08-28	2015-11-13
Getin Noble Bank	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-16
GTC	2015-05-14	2015-08-20	2015-11-12
Handlowy	2015-05-06	2015-08-28	2015-11-04
Herkules	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-16
ING	2015-05-07	2015-08-05	2015-11-04
JSW	2015-05-15	2015-08-27	2015-11-12
JWC	2015-05-14	2015-08-26	2015-11-16
Kernel	2015-05-28	2015-10-30	
Kęty	2015-04-22	2015-08-13	2015-10-22
KGHM	2015-05-14	2015-08-13	2015-11-12
Komercni	2015-05-06	2015-08-05	2015-11-05
Kopex	2015-05-14	2015-08-26	2015-11-12
Kruk	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-16
LC Corp	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-16
Lotos	2015-04-29	2015-08-11	2015-10-29
LPP	2015-05-12	2015-08-20	2015-11-10
LW Bogdanka	2015-04-30	2015-08-20	2015-10-29
Millennium	2015-04-27	2015-07-27	2015-10-27
MOL	2015-05-08	2015-08-05	2015-11-06
Netia	2015-05-14	2015-08-06	
Orange	2015-04-27	2015-07-28	
OTP	2015-05-15	2015-08-14	2015-11-13
P.A. Nova	2015-05-06	2015-08-27	2015-11-05
PCM	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-16
Pekao	2015-05-12	2015-08-05	2015-11-10
PGE	2015-05-06	2015-08-11	2015-11-09
PGNiG	2015-05-08	2015-08-14	2015-11-06
PKN Orlen	2015-04-23	2015-07-23	2015-10-22
PKO BP	2015-05-11	2015-08-10	2015-11-09
Polnord	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-16
Polwax	2015-05-14	2015-08-31	2015-11-16
PZU	2015-05-13	2015-08-26	2015-11-10
RBI	2015-05-21	2015-08-19	2015-11-12
Robyg	2015-05-14	2015-08-20	2015-11-12
Ronson	2015-05-08	2015-08-06	2015-11-05
Synthos	2015-05-15	2015-08-28	2015-11-13
Tarczyński	2015-05-15	2015-08-28	2015-11-06
Tauron	2015-05-14	2015-08-20	2015-11-10
Torpol	2015-05-14	2015-08-27	2015-11-16
Trakcja	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-16
TVN	2015-05-14	2015-08-27	
Ulma	2015-05-14	2015-08-27	2015-11-12
Unibep	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-13
Vistal	2015-05-15	2015-08-31	2015-11-13
Work Service	2015-05-15	2015-08-31	
ZUE	2015-05-14	2015-08-28	2015-11-13

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	
							2015	2016	2015	2016
Banki										
BZ WBK	Redukuj	2015-01-26	343,15	310,36	378,55	-18,0%	20,0	16,2		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2015-01-26	1,80	2,26	1,72	+31,4%	16,2	9,4		
HANDLOWY	Redukuj	2015-01-26	108,80	95,35	111,40	-14,4%	17,6	17,1		
ING BSK	Trzymaj	2015-01-26	136,50	135,20	142,90	-5,4%	17,3	14,7		
MILLENNIUM	Kupuj	2015-04-02	6,64	8,36	7,28	+14,8%	15,4	12,1		
PEKAO	Redukuj	2015-01-26	179,00	166,96	192,30	-13,2%	19,7	17,0		
PKO BP	Kupuj	2015-01-26	33,00	38,59	36,28	+6,4%	16,7	12,1		
KOMERCNI BANKA	Redukuj	2014-12-11	4920	4549 CZK	5485	-17,1%	16,6	15,9		
ERSTE BANK	Akumuluj	2015-03-06	23,29	25,43 EUR	24,55	+3,6%	13,3	10,9		
RBI	Kupuj	2015-01-26	10,21	18,27 EUR	15,37	+18,9%	12,9	6,9		
OTP BANK	Trzymaj	2015-03-06	4179	4048 HUF	5787	-30,1%	13,2	10,9		
Ubezpieczyciele										
PZU	Trzymaj	2013-11-06	468,00	425,00	489,35	-13,2%	15,3			
Usługi finansowe										
KRUK	Akumuluj	2015-03-06	131,70	143,10	151,25	-5,4%	14,7	12,5		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2015-03-26	51,98	65,00	45,50	+42,9%	10,6	10,3		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Redukuj	2015-03-06	54,00	46,90	56,38	-16,8%	17,5	13,0	7,1	6,6
LOTOS	Trzymaj	2015-01-08	26,56	26,80	30,40	-11,8%	16,9	8,6	8,0	6,1
MOL	Akumuluj	2015-01-08	153,60	174,00	197,20	-11,8%	16,9	12,4	5,5	4,8
PGNIG	Trzymaj	2015-03-30	5,32	5,24	6,15	-14,8%	13,3	14,0	6,1	6,2
PKN ORLEN	Trzymaj	2015-03-06	55,40	55,50	63,50	-12,6%	10,3	10,8	6,6	6,7
POLWAX	Kupuj	2014-11-06	15,05	24,20	19,12	+26,6%	8,3	8,1	7,2	6,7
SYNTHOS	Kupuj	2015-01-26	4,07	5,20	4,90	+6,1%	14,6	11,9	9,9	8,8
Energetyka										
CEZ	Redukuj	2015-01-26	88,30	84,00	95,50	-12,0%	14,6	18,6	8,3	9,1
ENEA	Akumuluj	2015-01-26	16,96	18,00	16,54	+8,8%	9,3	9,9	5,6	6,4
ENERGA	Trzymaj	2015-01-26	23,30	23,40	26,15	-10,5%	12,3	17,4	6,5	7,6
PGE	Trzymaj	2014-12-05	20,02	20,10	21,43	-6,2%	12,3	13,5	6,3	7,1
TAURON	Kupuj	2015-01-26	5,01	6,10	4,94	+23,5%	8,4	8,4	5,2	5,5
Telekomunikacja										
NETIA	Trzymaj	2015-01-26	5,70	5,80	5,80	+0,0%	101,0	64,6	5,2	5,4
ORANGE POLSKA	Trzymaj	2015-01-26	8,20	8,40	10,42	-19,4%	49,1	54,1	5,1	5,5
Media										
AGORA	Trzymaj	2015-01-26	8,35	8,20	11,49	-28,6%	-	-	8,4	8,4
CYFROWY POLSAT	Redukuj	2015-01-26	22,90	21,80	25,10	-13,1%	20,0	16,3	7,5	6,9
GLOBAL CITY HOLDINGS	w trakcie aktualizacji	2014-05-13	34,30	-	39,65	-	-	-	-	-
TVN	Akumuluj	2015-01-26	17,60	19,00	16,80	+13,1%	14,6	15,0	12,6	11,8
IT										
ASSECO POLAND	Trzymaj	2015-04-02	58,68	59,00	61,02	-3,3%	14,7	14,6	7,7	7,5
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	131,00	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	12,76	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Trzymaj	2015-01-26	20,40	27,00	16,45	+64,1%	-	-	4,8	2,5
KGHM	Kupuj	2015-01-26	108,25	127,00	117,00	+8,5%	10,0	9,4	5,5	5,3
LW BOGDANKA	Kupuj	2015-01-26	99,00	121,50	84,20	+44,3%	11,7	10,8	5,0	4,8
Przemysł										
ELEMENTAL	Trzymaj	2015-03-06	4,00	4,00	3,65	+9,6%	14,9	13,8	9,7	8,1
FAMUR	Kupuj	2015-01-26	3,28	4,00	2,83	+41,3%	9,1	8,6	4,1	3,8
KERNEL	Trzymaj	2015-01-26	32,48	31,00	37,73	-17,8%	8,9	7,1	5,3	4,7
KĘTY	Redukuj	2015-03-06	319,00	275,80	308,00	-10,5%	14,9	15,1	9,1	9,0
KOPEX	Trzymaj	2015-01-26	10,82	11,40	9,99	+14,1%	13,7	12,5	4,7	4,5
TARCZYŃSKI	Trzymaj	2015-03-06	14,65	15,00	13,90	+7,9%	10,9	10,3	6,6	6,2
VISTAL	Kupuj	2015-01-26	9,59	16,40	12,27	+33,7%	9,9	7,3	7,7	6,4
Budownictwo										
BUDIMEX	Trzymaj	2015-03-06	167,95	162,70	167,55	-2,9%	22,8	15,3	11,2	8,2
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2015-03-06	111,90	112,90	119,50	-5,5%	15,3	13,7	9,4	8,8
ERBUD	Trzymaj	2015-03-06	33,44	34,50	33,14	+4,1%	15,2	13,1	7,7	6,9
UNIBEP	Trzymaj	2015-03-06	10,25	10,40	10,13	+2,7%	14,6	11,4	8,9	7,1
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Kupuj	2014-10-22	4,59	6,70	4,67	+43,5%	29,9	18,2	43,2	27,1
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2015-01-26	46,70	57,90	48,00	+20,6%	15,8	12,5	12,8	10,1
ECHO	Kupuj	2014-10-22	6,25	8,00	6,71	+19,2%	20,4	12,4	26,9	17,2
GTC	Kupuj	2015-04-10	5,64	6,60	5,84	+13,0%	20,4	9,7	16,7	13,3
ROBYG	Kupuj	2015-01-26	2,16	2,95	2,43	+21,4%	14,1	9,4	12,1	8,2
Handel										
CCC	Sprzedaj	2015-03-06	185,55	158,00	191,00	-17,3%	21,8	18,0	20,9	16,8
LPP	Sprzedaj	2015-01-26	7716	6400	7351	-12,9%	33,2	25,3	18,3	14,6
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2015-03-06	21,50	21,90	20,00	+9,5%	27,8	18,2	12,7	9,7

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ASSECO POLAND	Trzymaj	Akumuluj	59,00	2015-04-02
GTC	Kupuj	Kupuj	6,60	2015-04-10
MILLENNIUM	Kupuj	Akumuluj	8,36	2015-04-02
PGNiG	Trzymaj	Redukuj	5,24	2015-03-30
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	-	65,00	2015-03-26

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych Z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	2	3,7%	0	0,0%
Redukuj	8	14,8%	4	12,9%
Trzymaj	20	37,0%	13	41,9%
Akumuluj	7	13,0%	4	12,9%
Kupuj	17	31,5%	10	32,3%

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. Wylimitowanie 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, Indata Software, 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, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, 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: Indata Software, Polwax, Uniwheels.

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.

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
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl