

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 pojawią 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.

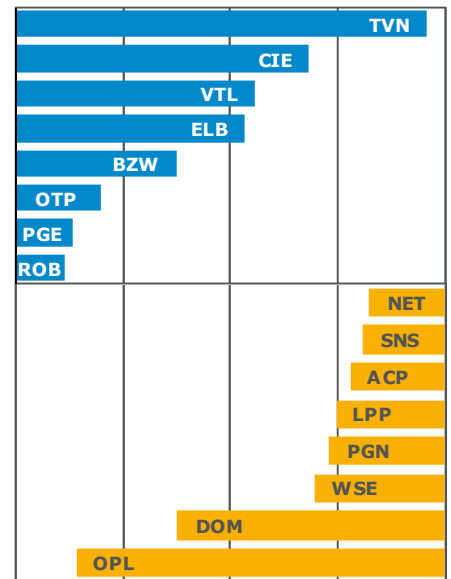
#### Inne

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

WIG .....56 226  
Średnie P/E 2015 .....14,9  
Średnie P/E 2016 .....12,5  
Średni dzienny obrót (3 m-ce) ....812 mln PLN

#### Dynamika EPS wybranych spółek\*

0% 15% 30% 45% 60%



-40% -30% -20% -10% 0%

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

#### Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

**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](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, surowce, metale

#### Departament analiz:

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

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

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

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

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

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

#### Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

#### Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

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

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

#### Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Zespół Prywatnego Maklera:

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