

piątek, 12 lutego 2016 | opracowanie cykliczne

## Prognozy wyników kwartalnych: 4Q 2015

### Rynek akcji

#### Finanse

Wyniki polskiego sektora bankowego oraz PZU powinny być pod negatywnym wpływem strat jednorazowych takich jak odpis na SK Bank, fundusz wsparcia kredytobiorców hipotecznych czy w przypadku PZU odpis na Alior Bank. Z drugiej strony, nie oczekujemy negatywnych zdarzeń jednorazowych w bankach regionalnych, których wynik jednak może znaleźć się pod sezonową presją.

#### Paliwa

Wyniki w segmencie rafineryjnym powinny być pochodną nadal wysokich marż przerobowych, ale raportowane rezultaty będą zainfekowane odpisami zapasów. Księgowe przeszacowania aktywów pojawiają się również w segmentach wydobywczych MOL i PGNiG.

#### Energetyka

W sektorze energetycznym wyniki powinny odzwierciedlać tendencje widoczne w poprzednich kwartałach roku. Słabiej może jedynie wyglądać segment dystrybucyjny, gdzie przesunie się część kosztów operacyjnych z poprzednich okresów.

#### Telekomunikacja, Media, IT

Spodziewamy się dobrych wyników w spółkach mediowych: w Wirtualnej Polsce dzięki popytowi na reklamę online, a w Agorze dzięki wysokiej sprzedaży biletów w kinach. Poprawę wykażą także Netia oraz Asseco Poland (po korekcie o odpisy na projekt P1). Z kolei spadków wyników oczekujemy w Orange Polska.

#### Górnictwo i Metale

Niskie ceny surowców i odpisy na trwałą utratę wartości powodują, że KGHM zanotuje rekordową w swojej historii stratę netto. Bogdanka powinna zaraportować wynik zbliżony do 3Q.

#### Przemysł

W 4Q'15 szacujemy, że około 47% obserwowanych spółek powinno poprawiać ubiegłoroczne rezultaty, a 35% pogorszy je. Tendencja ta wskazuje na lepsze momentum niż w 3Q'15. Najwyższej poprawy wyników oczekivalibyśmy w spółkach: Berling, Elemental Holding, Feerum, Forte, Grupa Azoty, Oponeo, Pozbud i Uniwheels. Ujemnej dynamiki spadku wyników spodziewamy się w Alchemii, Boryszewie, Kopex, Synthos i PKM Duda.

#### Budownictwo

W 4Q'15 oczekujemy spadku zysku netto w 6 na 10 monitorowanych spółek. Zysk wzrośnie r/r jedynie w Elektrotimie (+169%), Herkulesie (+54%) i Budimeksie (+15%). Łączną dynamikę zysku netto w 4Q'15 szacujemy na +3% r/r (-5% bez Budimeksu).

#### Deweloperzy

Wśród deweloperów komercyjnych w 4Q'15 prognozujemy zdecydowany wzrost wyników finansowych r/r. Baza z 4Q'14 jest wyjątkowo niska. W spółkach mieszkaniowych ryzyko potężnych odpisów aktywów występuje w Polnordzie.

#### Handel

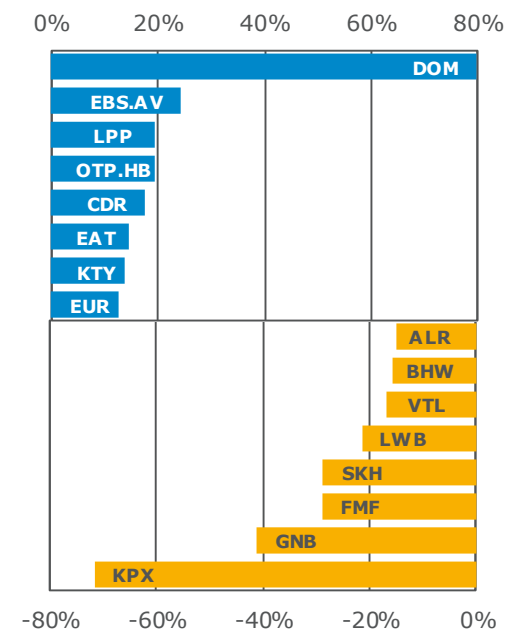
Wyniki spółek z sektora spożywczego powinny być wspierane przez wyhamowanie spadków cen żywności r/r oraz efekt niskiej bazy. Poprawy w wynikach 4Q'15 r/r oczekujemy w AmRest oraz LPP. Niesprzyjające warunki pogodowe w 4Q'15 negatywnie wpłynęły na rezultaty CCC.

#### Inne

Zysk netto Work Service powinien być niższy r/r w konsekwencji problemów na rynku niemieckim znanych już z 3Q'15.

WIG ..... 43 742  
Średnie P/E 2015 ..... 13,6  
Średnie P/E 2016 ..... 11,4  
Średni dzienny obrót (3 m-ce) ... 752 mln PLN

#### Dynamika EPS wybranych spółek\*



\*liczone za okres: 1Q'15-4Q'15 / 4Q'14-3Q'15

#### Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

## Spis treści

<b>1. Banki</b>	<b>3</b>
1.1. Alior Bank	3
1.2. Getin Noble Bank	3
1.3. Handlowy	4
1.4. PKO BP	4
1.5. Erste Bank	5
1.6. OTP Bank	5
<b>2. Ubezpieczyciele</b>	<b>6</b>
2.1. PZU	6
<b>3. Sektor finansowy</b>	<b>7</b>
3.1. Kruk	7
3.2. Prime Car Management	7
3.3. Skarbiec Holding	8
<b>4. Paliwa, Chemia</b>	<b>9</b>
4.1. Ciech	9
4.2. Grupa Azoty	9
4.3. Lotos	10
4.4. MOL	10
4.5. PGNiG	11
4.6. Polwax	11
4.7. Synthos	12
<b>5. Energetyka</b>	<b>13</b>
5.1. CEZ	13
5.2. Enea	13
5.3. Energa	14
5.4. PGE	14
5.5. Tauron	15
<b>6. Telekomunikacja</b>	<b>16</b>
6.1. Netia	16
6.2. Orange Polska	16
<b>7. Media</b>	<b>17</b>
7.1. Agora	17
7.2. Cyfrowy Polsat	17
7.3. Wirtualna Polska	18
<b>8. IT</b>	<b>19</b>
8.1. Asseco Poland	19
8.2. CD Projekt	19
<b>9. Górnictwo i Metale</b>	<b>20</b>
9.1. KGHM	20
9.2. LW Bogdanka	20
<b>10. Przemysł</b>	<b>21</b>
10.1. Elemental	21
10.2. Famur	21
10.3. Kernel	22
10.4. Kęty	22
10.5. Kopex	23
10.6. Uniwheels	23
10.7. Vistal	24
<b>11. Budownictwo</b>	<b>25</b>
11.1. Budimex	25
11.2. Elektrobudowa	25
11.3. Erbud	26
11.4. Unibep	26
<b>12. Deweloperzy</b>	<b>27</b>
12.1. Capital Park	27
12.2. Dom Development	27
12.3. Echo Investment	28
12.4. GTC	28
12.5. Robyg	29
<b>13. Handel</b>	<b>30</b>
13.1. AmRest	30
13.2. CCC	30
13.3. Eurocash	31
13.4. Jeronimo Martins	31
13.5. LPP	32
<b>14. Inne</b>	<b>33</b>
14.1. Work Service	33
<b>15. Terminy publikacji raportów</b>	<b>34</b>
<b>16. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku</b>	<b>35</b>
<b>17. Statystyki rekomendacji</b>	<b>37</b>

#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

**EBIT** - Zysk operacyjny

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

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, 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, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, Pfeleiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokółów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, Indata Software, 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 Kliszczyk  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kliszczyk@mdm.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

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

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)

#### Zespół Prywatnego Maklera:

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

#### Dom Maklerski mBanku S.A.

Departament analiz  
ul. Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

#### Maklerzy:

Mariusz Adamski  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mdm.pl](mailto:mariusz.adamski@mdm.pl)

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)

Jędrzej Łukomski  
tel. +48 22 697 48 46  
[jedrzej.lukomski@mdm.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mdm.pl)

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