

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, Opono, 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

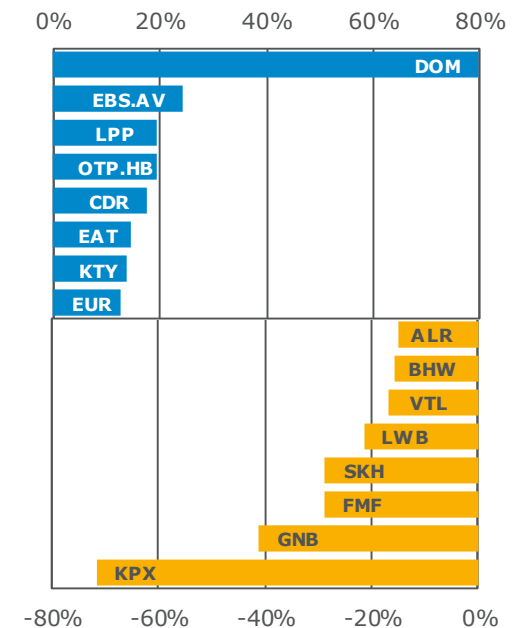
Wyniki spółek z sektora spożywczego powinny być wspierane przez wyhamowanie spadków cen żywności r/r oraz efekt niskiej bazy. Poprawy w wynikach 4Q'15 r/r oczekujemy w AmRest oraz LPP. Niesprzyjające warunki pogodowe w 4Q'15 negatywnie wpłynęły na rezultaty CCC.

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

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

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

Piotr Zybała
 +48 22 438 24 04
piotr.zybała@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. 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
2. Ubezpieczyciele	6
2.1. PZU	6
3. Sektor finansowy	7
3.1. Kruk	7
3.2. Prime Car Management	7
3.3. Skarbiec Holding	8
4. Paliwa, Chemia	9
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
5. Energetyka	13
5.1. CEZ	13
5.2. Enea	13
5.3. Energa	14
5.4. PGE	14
5.5. Tauron	15
6. Telekomunikacja	16
6.1. Netia	16
6.2. Orange Polska	16
7. Media	17
7.1. Agora	17
7.2. Cyfrowy Polsat	17
7.3. Wirtualna Polska	18
8. IT	19
8.1. Asseco Poland	19
8.2. CD Projekt	19
9. Górnictwo i Metale	20
9.1. KGHM	20
9.2. LW Bogdanka	20
10. Przemysł	21
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
11. Budownictwo	25
11.1. Budimex	25
11.2. Elektrobudowa	25
11.3. Erbud	26
11.4. Unibep	26
12. Deweloperzy	27
12.1. Capital Park	27
12.2. Dom Development	27
12.3. Echo Investment	28
12.4. GTC	28
12.5. Robyq	29
13. Handel	30
13.1. AmRest	30
13.2. CCC	30
13.3. Eurocash	31
13.4. Jeronimo Martins	31
13.5. LPP	32
14. Inne	33
14.1. Work Service	33
15. Terminy publikacji raportów	34
16. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	35
17. Statystyki rekomendacji	37

Banki

Banki		Kupuj							
Alior Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	60,70 PLN		P/E 2015	13,5		P/BV 2015	1,3
		Cena docelowa	82,96 PLN		P/E 2016	12,7		P/BV 2016	1,2
(mln PLN)		4Q'15P	3Q'15	4Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2016P	2015P	zmiana
Wynik odsetkowy		400,4	386,8	311,0	3,5%	28,7%	1 504,1	1 215,8	23,7%
Wynik prowizyjny		96,6	89,1	95,5	8,4%	1,1%	348,8	348,1	0,2%
WNDB		578,9	551,2	506,5	5,0%	14,3%	2 202,2	1 892,9	16,3%
Koszty operacyjne		-315,3	-262,4	-240,9	20,2%	30,9%	-1 098,1	-925,3	18,7%
Wynik operacyjny*		258,8	288,0	258,9	-10,1%	0,0%	1 071,2	947,7	13,0%
Saldo rezerw		-202,2	-173,1	-132,9	16,8%	52,2%	-679,4	-546,6	24,3%
Zysk brutto		-10,9	-24,0	-25,1	-54,8%	-56,8%	-76,4	-79,1	-3,4%
Zysk netto		45,1	91,0	101,0	-50,4%	-55,4%	315,1	322,7	-2,4%

*przed kosztami rezerw

Normalizacja wyniku prowizyjnego

Alior Bank zaraportuje wyniki za 4Q'15 3 marca. Zysk netto za 4Q'15 prognozujemy na poziomie 45,1 mln PLN, -50,4% Q/Q oraz -55,4% R/R. Spadek wyniku netto w 4Q'15 powinien wynikać głównie z zaksięgowania odpisu na SK Bank oraz fundusz wsparcia kredytobiorców hipotecznych (łącznie około 60 mln PLN). Wyłączając zdarzenia jednorazowe szacujemy, że zysk netto w 4Q'15 wzrósłby o 3% Q/Q. W 4Q'15 oczekujemy poprawy wyniku na

działalności podstawowej głównie dzięki wynikowi prowizyjnemu (+8,4% Q/Q). Oczekujemy, że marża odsetkowa w 4Q'15 powinna wzrosnąć do poziomu 4,26% (do średnich aktywów), a wynik odsetkowy o 3,5% Q/Q i 29% R/R. Koszty operacyjne bez zdarzeń jednorazowych powinny zanotować spadek o 2,3% Q/Q, ale powinny być wyższe o 6,0% R/R ze względu na konsolidację Meritum Banku. Finalnie, oczekujemy dalszego wzrostu salda rezerw do poziomu 202 mln PLN, a kosztu ryzyka do 254 p.b. (do średnich kredytów brutto).

Banki		Kupuj							
Getin Noble Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	0,44 PLN		P/E 2015	7,8		P/BV 2015	0,2
		Cena docelowa	0,96 PLN		P/E 2016	11,2		P/BV 2016	0,2
(mln PLN)		4Q'15P	3Q'15	4Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2016P	2015P	zmiana
Wynik odsetkowy		303,6	300,7	322,8	1,0%	-6,0%	1 160,1	1 430,5	-18,9%
Wynik prowizyjny		85,7	82,1	103,1	4,3%	-16,9%	351,8	437,0	-19,5%
WNDB		402,5	381,4	442,1	5,5%	-8,9%	1 673,7	1 956,3	-14,4%
Koszty operacyjne		-467,2	-220,9	-223,6	111,5%	109,0%	-1 176,4	-923,0	27,5%
Wynik operacyjny*		-64,7	160,5	218,5	n.m.	n.m.	497,3	1 033,3	-51,9%
Saldo rezerw		-58,7	-127,8	-188,6	-54,1%	-68,9%	-381,8	-733,0	-47,9%
Zysk brutto		-108,2	48,5	34,0	n.m.	n.m.	160,3	314,3	-49,0%
Zysk netto		-89,9	41,0	14,4	n.m.	n.m.	149,7	360,0	-58,4%

*przed kosztami rezerw

Strata w 4Q'15 przez zdarzenia jednorazowe

Getin Noble Bank opublikuje wyniki za 4Q'15 21 marca. Prognozujemy, że strata netto wyniesie 89,9 mln PLN. Średnie oczekiwania rynkowe nie są dostępne. Wyniki w 4Q'15 powinny być pod negatywnym wpływem strat wynikających z kontrybucji na SK Bank (116,9 mln PLN) oraz funduszu wsparcia kredytobiorców hipotecznych (130 mln PLN). Poniesiona strata może skłonić KNF do wprowadzenia programu naprawczego w banku szczególnie biorąc pod uwagę braki kapitałowe, jakie bank ma wobec wyznaczonych

buforów. Uważamy także, że GNB może zaksięgować jednorazowe zyski z tytułu sprzedaży portfela wierzytelności, które były zapowiedziane na przełom roku. Jednocześnie oczekujemy, że wyniki na działalności podstawowej zanotują poprawę ze wzrostem wyniku odsetkowego na poziomie 1,0% Q/Q oraz prowizyjnego na poziomie 4,3% Q/Q. Oczekujemy także dalszej poprawy marży odsetkowej do poziomu 1,70% (+11p.b.). Ze względu na sprzedaż wierzytelności oczekujemy, że saldo rezerw w 4Q'15 spadnie o 54,1% Q/Q do poziomu 58,7 mln PLN.

Banki Handlowy		Akumuluj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	73,29 PLN		P/E 2015	15,9		P/BV 2015	1,4
		Cena docelowa	81,97 PLN		P/E 2016	16,1		P/BV 2016	1,4
(mIn PLN)		4Q'15P	3Q'15	4Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2016P	2015P	zmiana
Wynik odsetkowy		239,7	236,7	264,6	1,3%	-9,4%	973,2	1 163,9	-16,4%
Wynik prowizyjny		172,2	168,7	150,4	2,1%	14,5%	651,0	618,9	5,2%
WNDB		483,2	459,4	574,0	5,2%	-15,8%	2 031,4	2 423,8	-16,2%
Koszty operacyjne		-368,4	-299,2	-327,3	23,1%	12,6%	-1 292,0	-1 273,9	1,4%
Wynik operacyjny*		114,7	160,2	246,6	-28,4%	-53,5%	739,4	1 149,9	-35,7%
Saldo rezerw		-0,7	22,3	12,0	n.m.	n.m.	16,1	17,8	n.m.
Zysk brutto		114,0	182,6	258,4	-37,6%	-55,9%	755,6	1 167,7	-35,3%
Zysk netto		92,6	140,9	205,0	-34,3%	-54,8%	600,7	947,3	-36,6%

*przed kosztami rezerw

Stopniowa poprawa wyników na działalności podstawowej

Bank Handlowy opublikuje swoje wyniki za 4Q'15 17 lutego. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 92,6 mln PLN czyli -34,3% Q/Q oraz -54,8% R/R. Oczekujemy, iż wyniki znajdują się pod presją ze względu na zaksięgowanie w kwartale kosztów związanych z SK Bankiem (63,6 mln PLN). Wyłączając stratę jednorazową zysk netto Banku Handlowego wzrósłby 2,3% Q/Q, ale nadal byłby niższy od wyniku z 4Q'14 o 29,7%. W 4Q'15 oczekujemy lekkiego wzrostu

marży odsetkowej do poziomu 1,91% (+4p.b. Q/Q), co powinno przełożyć się na wzrost wyniku odsetkowego na poziomie 1,3% Q/Q. Jednocześnie oczekujemy lekkiego wzrostu wyniku prowizyjnego (+2,1% Q/Q). Zgodnie z zapowiadaną strategią banku „risk-off” oczekujemy jedynie lekkiego wzrostu wyniku na działalności handlowej (+3,5% Q/Q). Koszty operacyjne wyłączając zdarzenia jednorazowe powinny wzrosnąć w 4Q'15 o 1,9% Q/Q, ale spaść w ujęciu rocznym o 6,9%. Finalnie oczekujemy bardzo niskiego salda rezerw (0,7 mln PLN).

Banki PKO BP		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	23,99 PLN		P/E 2015	12,0		P/BV 2015	1,0
		Cena docelowa	31,62 PLN		P/E 2016	10,4		P/BV 2016	1,0
(mIn PLN)		4Q'15P	3Q'15	4Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2016P	2015P	zmiana
Wynik odsetkowy		1 852,5	1 818,1	1 865,4	1,9%	-0,7%	7 024,7	7 522,9	-6,6%
Wynik prowizyjny		723,7	720,5	717,7	0,4%	0,8%	2 880,7	2 933,5	-1,8%
WNDB		2 825,8	2 764,0	2 855,8	2,2%	-1,0%	10 909,0	11 494,8	-5,1%
Koszty operacyjne		-1 908,7	-1 335,5	-1 439,4	42,9%	32,6%	-6 021,3	-5 245,1	14,8%
Wynik operacyjny*		803,1	1 362,8	1 317,4	-41,1%	-39,0%	4 563,9	5 901,4	-22,7%
Saldo rezerw		-400,7	-362,3	-452,3	10,6%	-11,4%	-1 511,7	-1 898,7	-20,4%
Zysk brutto		410,8	1 008,7	873,6	-59,3%	-53,0%	3 084,7	4 034,6	-23,5%
Zysk netto		332,7	815,2	722,6	-59,2%	-54,0%	2 498,0	3 254,1	-23,2%

*przed kosztami rezerw

Dalsza poprawa wyniku odsetkowego

PKO BP opublikuje wyniki za 4Q'15 4 marca. Prognozujemy zysk netto PKO BP za 4Q'15 na poziomie 332,7 mln PLN, -59,2% Q/Q i -54,0% R/R. Konsensus wyników nie jest jeszcze dostępny. Znaczący spadek wyniku w ujęciu kwartalnym wynika z zaksięgowania zdarzeń jednorazowych, takich jak składka na SK Bank (338 mln PLN) czy fundusz wsparcia kredytobiorców hipotecznych (~140 mln PLN). Wyłączając zdarzenia jednorazowe nadal oczekivalibyśmy

spadku zysku netto w ujęciu kwartalnym ze względu na sezonowo wyższe koszty operacyjne i saldo rezerw. Jednocześnie oczekujemy, że wynik odsetkowy zanotuje dalszą poprawę (+1,9% Q/Q) tak jak i marża odsetkowa (+5p.b. Q/Q). Z drugiej strony oczekujemy płaskiego wyniku prowizyjnego. Koszty operacyjne w 4Q'15 powinny wzrosnąć o 43% Q/Q, ale 7,5% Q/Q wyłączając zdarzenia jednorazowe. Jednocześnie oczekujemy wzrostu salda rezerw w 4Q'15 do poziomu 400,7 mln PLN (+10,6% Q/Q), a co za tym idzie wzrostu kosztu ryzyka (+7p.b. do poziomu 82p.b.).

Banki		Kupuj							
Erste Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	23,20 EUR		P/E 2015	10,0		P/BV 2015	0,9
		Cena docelowa	32,34 EUR		P/E 2016	8,7		P/BV 2016	0,8
(mIn EUR)		4Q'15P	3Q'15	4Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2016P	2015P	zmiana
Wynik odsetkowy		1 111,5	1 112,3	1 125,6	-0,1%	-1,3%	4 435,7	4 495,2	-1,3%
Wynik prowizyjny		463,8	455,2	497,1	1,9%	-6,7%	1 836,4	1 869,8	-1,8%
WNDB		1 652,9	1 639,8	1 714,0	0,8%	-3,6%	6 600,3	6 697,3	-1,4%
Koszty operacyjne		-988,9	-955,6	-1 003,6	3,5%	-1,5%	-3 841,3	-3 787,3	1,4%
Wynik operacyjny*		685,9	581,8	636,5	n.m.	7,7%	2 605,7	1 356,0	92,2%
Saldo rezerw		-246,8	-144,4	-484,3	70,9%	-49,0%	-765,2	-2 159,2	-64,6%
Zysk brutto		439,1	437,4	152,2	0,4%	n.m.	1 840,5	-803,2	-329,1%
Zysk netto		236,9	276,9	42,0	-14,5%	n.m.	1 001,0	-1 442,0	n.m.

*przed kosztami rezerw

Sezonowo słabszy 4Q

Erste Bank opublikuje wyniki za 4Q'15 26 lutego. Oczekujemy, iż zysk netto Erste Banku w 4Q'15 wyniesie 236,9 mln EUR, co przekłada się na 14,5% spadek Q/Q ale prawie pięciokrotny wzrost R/R. Pomimo tego, że wyniki w 3Q'15 znalazły się pod negatywnym wpływem konwersji

kredytów CHF w Chorwacji, to na spadek wyniku wpływ będzie mieć sezonowo wyższe saldo rezerw w 4Q (+70,9% Q/Q). Oczekujemy, iż wynik na działalności podstawowej lekko wzrośnie dzięki wynikowi prowizyjnemu (+1,9% Q/Q) i przy płaskim wyniku odsetkowym. W 4Q'15 oczekujemy, iż koszty operacyjne wzrosną o 3,5% Q/Q ale spadną o 1,5% R/R.

Banki		Akumuluj							
OTP Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	5 750 HUF		P/E 2015	27,0		P/BV 2015	1,2
		Cena docelowa	6 487 HUF		P/E 2016	8,8		P/BV 2016	1,1
(mld HUF)		4Q'15P	3Q'15	4Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2016P	2015P	zmiana
Wynik odsetkowy		136,2	137,7	156,7	-1,0%	-13,1%	555,9	635,3	-12,5%
Wynik prowizyjny		43,0	42,6	44,5	0,9%	-3,4%	166,8	169,6	-1,7%
WNDB		52,6	55,2	39,3	-4,7%	33,8%	208,6	193,3	7,9%
Koszty operacyjne		103,2	94,9	106,5	8,8%	-3,1%	388,9	411,5	-5,5%
Wynik operacyjny*		85,7	98,0	89,6	-12,6%	-4,4%	375,7	417,1	-9,9%
Saldo rezerw		60,1	58,2	77,3	3,2%	-22,3%	228,0	274,7	-17,0%
Zysk brutto		25,6	39,9	12,3	-35,8%	107,6%	147,6	142,3	3,7%
Zysk netto		20,2	-3,7	11,0	n.m.	83,9%	57,0	-102,0	n.m.

*przed kosztami rezerw

Sezonowy spadek wyników w 4Q'15

OTP Bank zaraportuje swoje wyniki za 4Q'15 rok 4 marca. Prognozujemy, iż zysk netto OTP Bank wyniesie 20,16 mld HUF w 4Q'15, czyli +84% R/R (strata 3,65 mld HUF w 3Q'15). Oczekujemy dalszej presji na wynik odsetkowy w 4Q'15 (-1,0% Q/Q oraz -13,1% R/R) oraz lekkiego wzrostu po stronie wyniku prowizyjnego (+0,9% Q/Q). Jednocześnie

oczekujemy sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych (+8,8% Q/Q ale -3,1% R/R) oraz salda rezerw (+3,2% Q/Q ale -22,3% R/R). Uważamy, że wyniki w Rosji oraz na Ukrainie nadal przynosić będą stratę spowodowaną wyższymi rezerwami w kwartale. Jednocześnie oczekujemy ujemnej dynamiki kwartalnej w segmencie węgierskim oraz bułgarskim.

Ubezpieczyciele

Ubezpieczyciele PZU		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	32,00 PLN		P/E 2015	13,3		P/BV 2015	2,5
		Cena docelowa	42,44 PLN		P/E 2016	10,5		P/BV 2016	2,2
(mIn PLN)		4Q'15P	3Q'15	4Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2016P	2015P	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym		4 563,8	4 334,8	4 475,9	5,3%	2,0%	18 025,1	16 884,6	6,8%
ubezpieczenia majątkowe		2 470,1	2 480,2	2 545,6	-0,4%	-3,0%	10 125,6	9 110,7	11,1%
ubezpieczenia na życie		1 983,8	1 946,2	1 961,5	1,9%	1,1%	7 948,1	7 807,7	1,8%
Odszkodowania i świadczenia netto		-3 178,2	-3 073,3	-3 129,8	3,4%	1,5%	-12 257,8	-11 541,7	6,2%
Koszty		-911,9	-979,6	-1 045,3	-6,9%	-12,8%	-3 844,3	-3 674,7	4,6%
Wynik techniczny		138,0	320,9	111,3	-57,0%	23,9%	1 243,5	1 212,9	2,5%
Wynik na działalności lokacyjnej		258,5	329,8	570,3	-21,6%	-54,7%	1 646,0	2 741,0	-39,9%
Zysk brutto		308,9	660,8	471,2	-53,3%	-34,5%	2 588,6	3 691,7	-29,9%
Zysk netto		248,8	510,9	403,8	-51,3%	-38,4%	2 081,2	2 967,6	-29,9%

Dobry kwartał pomimo negatywnych zdarzeń jednorazowych

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 248,8 mln PLN, czyli spadnie o 51,3% Q/Q oraz 38,4% R/R. Spadek wyniku w ujęciu kwartalnym wynika z zaksięgowania przez ubezpieczyciela jednorazowej straty z tytułu przeszacowania wartości pierwszej transzy Aliora oraz odpisów na kopalnie (łącznie ~200 mln PLN). Jednocześnie PZU zaliczyło do wyników za 3Q'15 jednorazowy zysk z tytułu sprzedaży

biznesu PZU na Litwie, co również wpływa negatywnie na dynamikę wyników w ujęciu kwartalnym. Jednocześnie oczekujemy, iż składka przypisana brutto zanotuje pozytywną dynamikę (+5,3% Q/Q) dzięki przyrostom w segmencie życiowym (+1,9% Q/Q). Ponadto, oczekujemy wzrostu odszkodowań netto na poziomie +3,4%. Oczekujemy, że wynik lokacyjny bez zdarzeń jednorazowych wyniósłby w 4Q'15 około 458 mln PLN. Finalnie prognozujemy, że skonsolidowane koszty ogółem spadną o 6,9% Q/Q.

Usługi finansowe

Usługi finansowe		Akumuluj							
Kruk									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	167,65 PLN		P/E 2015	15,0		P/BV 2015	3,8
		Cena docelowa	185,12 PLN		P/E 2016	12,8		P/BV 2016	2,9
(mln PLN)		4Q'15P	3Q'15	4Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2016P	2015P	zmiana
Przychody ogółem		139,6	162,4	120,4	-14,1%	15,9%	588,8	487,9	20,7%
zakup wierzytelności		128,0	150,9	108,7	-15,2%	17,8%	542,0	442,4	22,5%
inkaso		7,3	7,1	7,8	2,2%	-6,3%	29,4	31,7	-7,3%
Koszty bezpośrednie i pośrednie		70,5	71,9	52,3	-2,0%	34,8%	252,6	194,0	30,2%
Marża pośrednia		69,1	90,5	68,1	-23,7%	1,5%	336,2	293,9	14,4%
Zysk operacyjny		41,7	65,5	42,1	-36,3%	-1,0%	233,2	208,2	12,0%
Zysk brutto		33,0	53,9	28,4	-38,8%	16,2%	192,7	152,8	26,1%
Zysk netto		31,4	52,6	25,7	-40,2%	22,2%	191,7	151,8	26,3%

Dynamika zwalnia w finalnym kwartale roku

Kruk udostępni wyniki za 4Q'15 6 marca. Oczekujemy, iż zysk netto Kruka wyniesie 31,4 mln PLN, -40,2% Q/Q ale +22,2% R/R. Oczekujemy, że przychody z nabytych pakietów wierzytelności spadną o 15,2% Q/Q ze względu na zaksięgowanie w 3Q'15 21,4 mln PLN rewaluacji, której nie oczekujemy w 4Q'15. Przy lekkim spadku kosztów

bezpośrednich i pośrednich marża pośrednia w 4Q'15 powinna spaść o 23,7% Q/Q. Uważamy także, że istotny dla Kruka w 4Q'15 będzie wzrost kosztów na marketing. Według oficjalnego komunikatu, Kruk w 4Q'15 nabył wierzytelności za łączną kwotę 198 mln PLN. Wartość nominalna nabytych wierzytelności w 4Q'15 wyniosła 2,02 mld PLN. Średnia cena za wierzytelności w 4Q'15 wyniosła 9,8%. Spłaty Kruka w 4Q'15 wyniosły 220 mln PLN.

Usługi finansowe		Kupuj							
Prime Car Management									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	35,70 PLN		P/E 2015	11,0		P/BV 2015	0,9
		Cena docelowa	46,76 PLN		P/E 2016	9,8		P/BV 2016	0,9
(mln PLN)		4Q'15P	3Q'15	4Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2016P	2015P	zmiana
Przychody z tytułu leasingu		35,7	35,8	37,3	-0,5%	-4,3%	143,3	155,3	-7,7%
Przychody z tytułu prowizji		51,6	50,5	49,4	2,2%	4,4%	201,3	201,5	-0,1%
Przychody odsetkowe		9,4	9,3	8,8	1,3%	6,9%	35,9	36,2	-0,9%
Przychody ogółem		142,6	126,7	133,7	12,5%	6,6%	540,9	552,1	-2,0%
Koszty napraw i serwisu		42,6	42,8	41,8	-0,4%	1,9%	167,7	164,2	2,1%
Koszty ogółem		131,9	115,0	121,3	14,7%	8,7%	491,5	476,2	3,2%
Wynik na sprzedaży poleasingowej		5,0	4,5	3,1	12,4%	60,4%	18,3	9,8	86,9%
Zysk netto		8,6	9,1	9,6	-5,5%	-11,2%	38,8	62,6	-38,1%

Dalszy spadek wyników 4Q'15

PCM (Grupa Masterlease) zaraportuje wyniki za 4Q'15 14 marca. Oczekujemy, iż zysk netto za 4Q'15 wyniesie 8,6 mln PLN, -5,5% Q/Q oraz -11,2% R-R. Oczekujemy, iż przychody wzrosną w 4Q'15 o 12,5% Q/Q przy jednoczesnym wzroście kosztów o 14,7% Q/Q. Jednocześnie oczekujemy, iż wyniki na leasingu operacyjnym będą znajdować się nadal pod presją ale znacznie słabszą niż w poprzednich kwartałach.

Presja widoczna powinna być na linii przychodów z tytułu leasingu i opłat dodatkowych (-0,5% Q/Q) przy jednoczesnym wzroście wyniku odsetkowego na poziomie (+1,3% Q/Q). Jednocześnie, oczekujemy iż marża serwisowa spadnie z poziomu 5,1 mln PLN w 3Q'15 do 4,6 mln PLN w 4Q'15 przy jednoczesnym wzroście marży na ubezpieczeniach (z 0,6 mln PLN do 1,7 mln PLN). Finalnie oczekujemy, iż zysk na re-marketingu wyniesie 5,0 mln PLN w 4Q'15 względem 4,5 mln PLN w 3Q'15.

Usługi finansowe									
Skarbiec Holding									
Kupuj									
Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca	26,00 PLN			P/E 2015	11,6		P/BV 2015	2,6
	Cena docelowa	42,20 PLN			P/E 2016	6,8		P/BV 2016	2,5
(mln PLN)	4Q'15P	3Q'15	4Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2016P	2015P	zmiana	
Przychody ogółem	20,4	20,8	29,2	-1,6%	-30,1%	84,5	143,8	-41,2%	
Wynagrodzenie stałe	18,6	18,9	17,9	-1,7%	3,7%	74,7	108,2	-31,0%	
Wynagrodzenie zmienne	0,0	0,0	9,6	n.m.	-100,0%	2,0	24,0	-91,5%	
Koszty ogółem	-16,5	-16,7	-17,7	-0,9%	-6,7%	-65,9	-102,6	-35,8%	
Koszty dystrybucji	-8,9	-9,1	-8,9	-1,7%	-0,3%	-35,8	-53,5	-33,0%	
Koszty pracownicze	-3,9	-3,9	-4,8	0,0%	-19,9%	-15,2	-26,0	-41,4%	
Zysk brutto	4,0	4,2	11,5	-4,2%	-65,4%	18,8	40,9	-54,0%	
Zysk netto	3,2	3,3	9,3	-5,3%	-65,9%	15,2	32,3	-52,8%	

Brak opłaty zmiennej w 2Q'15/16

Oczekujemy, iż Skarbiec zaraportuje zysk netto na poziomie 3,2 mln PLN, -65,9% R/R oraz -5,3% Q/Q. Niski wynik w ujęciu R/R wynika z braku opłaty zmiennej w 4Q'15 wobec 9,6 mln PLN zaksięgowanej w 4Q'15. Ponadto w 4Q'15 Skarbiec zanotuje dalsze koszty restrukturyzacyjne w

wysokości około 0,2 mln PLN. Jednocześnie oczekujemy lekkiego spadku opłaty stałej na poziomie 18,6 mln PLN wobec 18,9 mln w 3Q'15 (1Q'15/16). W całym roku kalendarzowym oczekujemy, że Skarbiec wypracuje 20,4 mln PLN, co z kolei powinno zostać przeznaczane w całości na dywidendę.

Paliwa, Chemia

Chemia Ciecz		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	75,70 PLN		P/E 2015	13,7	EV/EBITDA 2015	7,1	
		Cena docelowa	77,20 PLN		P/E 2016	9,0	EV/EBITDA 2016	6,0	
(mln PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	789,8	786,2	0%	3 248,6	3 243,9	0%	3 554,7	3 248,6	9%
EBITDA	192,8	145,3	33%	735,4	524,8	40%	833,7	735,4	13%
Marża	24,41%	18,49%	-	22,64%	16,18%	-	23,45%	22,64%	-
EBIT	139,1	91,2	53%	519,5	320,3	62%	590,1	519,5	14%
Zysk brutto	42,2	62,8	-33%	333,1	153,0	118%	544,6	333,1	64%
Zysk netto	36,2	111,0	-67%	291,4	167,1	74%	441,2	291,4	51%

Dobre wyniki operacyjne obciążone kosztami refinansowaniem

W segmencie sodowym oczekujemy utrzymania wyników EBITDA q/q (182 mln PLN), gdyż nieco wyższe wolumeny mogą być zneutralizowane przez zwiększającą się presję cenową na rynkach spotowych w Afryce i Indiach. W dywizji organicznej EBITDA powinna sięgnąć 12,5 mln PLN, co oznacza wzrost r/r (+8 mln PLN). Będzie to możliwe dzięki wprowadzonej nowej linii produktów w obszarze środków ochrony roślin oraz efektywnościom kosztowym

wprowadzonym na przestrzeni ostatniego roku (w ujęciu q/q wynik będzie groszy z uwagi na standardową sezonowość). W pozostałych segmentach nie oczekujemy istotnych odchyżeń od tendencji z poprzednich kwartałów tego roku. Na poziomie działalności finansowej zakładamy zaksięgowanie kosztów związanych z refinansowaniem obligacji i dlatego saldo na tym poziomie sięgnie -97 mln PLN. Ostatecznie więc wynik netto będzie znacznie niższy r/r, ale przypominamy że w 4Q'14 spółka zaksięgowała aktywo podatkowe na 49 mln PLN.

Przemysł chemiczny Grupa Azoty		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	95,00 PLN		P/E 2015	17,2	EV/EBITDA 2015	8,7	
		Cena docelowa	100,20 PLN		P/E 2016	12,6	EV/EBITDA 2016	7,1	
(mln PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	2 382,8	2 556,4	-6,8%	9 903,5	9 898,5	0,1%	9 920,4	9 903,5	0,2%
EBITDA	197,3	127,6	54,7%	1 198,4	822,4	45,7%	1 487,6	1 198,4	24,1%
Marża	8,3%	5,0%	-	12,1%	8,3%	-	-	12,1%	-
EBIT	85,8	7,9	985,0%	724,9	302,2	139,9%	1001,7	724,9	38,2%
Zysk brutto	87,6	13,3	558,4%	727,7	303,5	139,7%	1009,1	727,7	38,7%
Zysk netto	61,0	27,6	121,5%	534,1	231,4	130,9%	746,1	534,1	39,7%

Sprzyja niska baza ubiegłorocznych rezultatów

W 4Q'15 oczekujemy, że wolumen sprzedaży nawozów azotowych będzie o 7,3% r/r niższy (spadek sprzedaży RSM, mocznika i CAN oraz wzrost sprzedaży saletry), a nawozów wieloskładnikowych o 5,0% r/r wyższy (5% r/r wzrost sprzedaży nawozów NPK, NP oraz P oraz 2% r/r wzrost sprzedaży nawozów NK i PK). Zakładamy również wyższe wolumeny sprzedaży melaminy (+2,5% r/r), plastyfikatorów (+20,0% r/r) oraz PA6 (+5,0% r/r). Niższej sprzedaży oczekujemy w zakresie POM (-5,0% r/r), kaprolaktamu (-6,0% r/r), alkoholi OXO (-10% r/r) oraz bieli tytanowej (-5,0% r/r).

Pozytywny wpływ na osiągnięte marże powinny mieć spadające ceny gazu ziemnego w 4Q'15. W efekcie oczekujemy, że wynik EBITDA segmentu nawozów agro wyniesie 200,9 mln PLN i będzie o 45,8% r/r wyższy.

Oczekujemy również zmniejszenia się ubiegłorocznej straty EBITDA segmentów tworzyw sztucznych (-11,0 mln PLN vs. -16,4 mln PLN w 4Q'14) oraz produktów chemicznych (-43,9 mln PLN vs. -64,3 mln PLN w 4Q'14). Zakładamy, że saldo pozostałej działalności operacyjnej będzie ujemne i wyniesie w 4Q'15 -34,4 mln PLN wobec -40,4 mln PLN w 4Q'13.

W efekcie poprawy EBITDA na tonę w segmencie nawozów oraz tworzyw i chemii oczekujemy, że zysk netto 4Q'15 wyniesie 61,0 mln PLN i będzie o 121,5% r/r wyższy.

Naszym zdaniem dług netto na koniec 4Q'15 wyniesie 0,4 mld PLN (0,3x EBITDA'15).

Zarząd przy okazji wyników za 2015 roku prawdopodobnie odniesie się do wypłaty dywidendy z zysku za 2014 rok. Naszym scenariuszem wyjściowym jest brak dywidendy z zysku.

Paliwa Lotos		Akumuluj							
Analzyk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	24,92 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	7,0		
		Cena docelowa	29,20 PLN	P/E 2016	7,2	EV/EBITDA 2016	4,6		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	4 793,0	6 575,8	-27%	22 276,7	28 501,9	-22%	21 009,6	22 276,7	-6%
EBITDA	-6,3	-856,8	-99%	1 296,0	-584,1	-	2 149,2	1 296,0	-
Marża	-0,13%	-13,03%	-	5,82%	-2,05%	-	10,23%	5,82%	-
EBIT	-182,7	-1 074,9	-	560,1	-1 393,0	-	1 155,4	560,1	-
Zysk brutto	-337,7	-1 502,6	-	-116,4	-2 123,7	-	931,5	-116,4	-
Zysk netto	-273,5	-1 276,4	-	-145,5	-1 466,3	-	639,7	-145,5	-

Oczyszczona EBITDA bardzo mocna

W 4Q'15 oczyszczona EBITDA LIFO Lotosu powinna sięgnąć 450 mln PLN, ale po korekcie o odpis zapasów NRV (440 mln PLN i ujemne różnice kursowe na poziomie operacyjnym -27 mln PLN) raportowane wyniki mogą być lekko ujemne. W segmencie wydobywczym ubytek cenowy q/q szacujemy na około -15 mln PLN, co przy stałym wolumenie implikuje EBITDA na poziomie 74 mln PLN. Segment detaliczny dołoży

niecałe 30 mln PLN. W rafinerii spółka powinna korzystać na wyższych marżach modelowych, wyższych wolumenach i taniejącym gazie i w efekcie oczyszczona EBITDA LIFO sięgnie naszym zdaniem 360 mln PLN. Na działalności finansowej saldo powinno być mocno ujemne (-154 mln PLN) z uwagi na przeszacowania kredytów oraz wynik na pozycjach zabezpieczających. W efekcie wynik netto będzie mocno ujemny.

Paliwa MOL		Kupuj							
Analzyk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	13 555 HUF	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	3,7		
		Cena docelowa	16 728 HUF	P/E 2016	9,6	EV/EBITDA 2016	3,7		
(mld HUF)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	851,6	1 174,5	-27%	4 025,1	4 869,4	-17%	3 706,0	4 025,1	-8%
EBITDA	132,7	38,6	244%	627,9	409,0	53%	603,8	627,9	-4%
Marża	15,58%	3,29%	-	15,60%	8,40%	-	16,29%	15,60%	-
EBIT	-226,2	-129,1	-	29,6	40,9	-	257,1	29,6	770%
Zysk brutto	-235,2	-158,1	-	-48,5	-43,9	-	222,1	-48,5	-
Zysk netto	-171,4	-68,6	-	-8,3	4,8	-	146,5	-8,3	-

Raportowane wyniki pod presją odpisów

Oczyszczona EBITDA LIFO powinna w tym kwartale sięgnąć około 154 mld HUF wobec 143 mld HUF przed rokiem i 198 mld HUF wypracowanych kwartał wcześniej. W segmencie wydobywczym mimo wyraźnego wzrostu wolumenów (+4%) oczekujemy spadku zysku EBITDA z 65 mld HUF do niecałych 41 mld HUF z uwagi na niższe ceny gazu i ropy. Raportowany EBIT w tym obszarze będzie dodatkowo zainfekowany odpisami aktywów w Kurdystanie i na Morzu Północnym, które według naszych założeń łącznie mogą sięgnąć 278 mld HUF (1 mld USD). W segmencie rafineryjnym dzięki inicjatywom optymalizacyjnym i nieco wyższej marży

modelowej wzmocnionej efektem walutowym EBITDA LIFO powinna wynieść 66 mld HUF vs. 58,8 mld HUF przed rokiem. Poprawa mogłaby być wyższa, ale zakładamy pogorszenie marż handlowych na hurcie oraz stabilne wyniki w detalu. Raportowany rezultat będzie obciążony stratą na zapasach w kwocie 21 mld HUF. W petrochemii jeszcze nie będzie widocznych efektów uruchomionych nowych instalacji wytwórczych, a w efekcie spadku marż modelowych zakładamy pogorszenie EBITDA q/q z 49 mld HUF do 39 mld HUF. W segmencie gazowym spółka powinna utrzymać rezultat sprzed roku (14,5 mld HUF). Saldo na działalności finansowej będzie naszym zdaniem zbliżone q/q.

Paliwa PGNiG		Trzymaj								
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	5,01 PLN	P/E 2015	11,3	EV/EBITDA 2015	4,8			
		Cena docelowa	5,30 PLN	P/E 2016	14,1	EV/EBITDA 2016	5,7			
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana	
Przychody	9 770,0	11 485,0	-15%	36 465,0	34 304,0	6%	32 578,7	36 465,0	-11%	
EBITDA	770,0	1 364,0	-44%	6 079,0	6 345,0	-4%	5 732,8	6 079,0	-6%	
Marża	7,88%	11,88%	-	16,67%	18,50%	-	17,60%	16,67%	-	
EBIT	130,0	759,0	-83%	3 366,0	6 345,0	-47%	5 732,8	3 366,0	70%	
Zysk brutto	66,6	757,0	-91%	3 097,6	3 626,0	-15%	2 674,7	3 097,6	-14%	
Zysk netto	49,9	688,0	-93%	2 204,9	2 823,0	-22%	2 093,9	2 204,9	-5%	

Odpisy aktywów obciążą wyniki

Spółka podała w komunikacie, że raportowana EBITDA w 4Q'15 sięgnie 0,77 mld PLN i kwota ta uwzględnia odpisy aktywów wydobywczych na 0,51 mld PLN (w tym 80 mln PLN stanowią odwrócone negatywne) oraz odpis zapasów na 0,22 mld PLN (wycena rynkowa i utrata kaloryczności). Dodatkowo PGNiG poinformowało o stratach na instrumentach zabezpieczających zakupy gazu na 110 mln PLN. Szacujemy, że w segmencie wydobywczym czysty zysk operacyjny powiększony o amortyzację powinien sięgnąć 657 mln PLN, co będzie oznaczało spadek r/r o 55 mln PLN (obniżenie cen węglowodorów częściowo zneutralizowane przez wyższy wolumen sprzedaży). W obrocie EBITDA powinna z uwagi na wspomniany odpis zapasów i obniżki taryf oraz wprowadzone

rabaty cenowe dla klientów sięgnąć tylko około 30 mln PLN (rok temu było to prawie 0,5 mld PLN). W dystrybucji również zakładamy pogorszenie r/r (EBITDA 420 mln PLN vs. 517 mln PLN) w związku z nieznacznym spadkiem wolumenów (łagodna zima) oraz zakładanymi rezerwami na nagrody pracownicze z tegorocznego zysku (efekt porozumienia ze związkami). W segmencie ciepłowniczym spółka zaraportowała stabilne wolumeny r/r, tak więc oczekujemy poprawy zysku EBITDA o około 20 mln PLN do ponad 170 mln PLN wynikającej z niższych kosztów węgla. Saldo na działalności finansowej powinno być obciążone stratami kursowymi na kredycie dolarowym w spółce norweskiej. Oczekujemy też wyższej efektywnej stopy podatkowej r/r.

Paliwa Polwax		Kupuj								
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	16,37 PLN	P/E 2015	7,0	EV/EBITDA 2015	6,0			
		Cena docelowa	24,30 PLN	P/E 2016	6,9	EV/EBITDA 2016	5,6			
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana	
Przychody	101,1	82,3	23%	280,7	258,2	9%	282,0	280,7	0%	
EBITDA	10,3	7,4	39%	34,2	30,8	11%	34,9	34,2	2%	
Marża	10,2%	9,0%	-	12,2%	11,9%	2%	12,4%	12,2%	-	
EBIT	9,2	6,6	41%	29,9	27,7	8%	30,6	29,9	2%	
Zysk brutto	9,6	7,3	32%	29,6	27,8	7%	30,2	29,6	2%	
Zysk netto	7,8	5,2	50%	23,8	22,4	6%	24,5	23,8	3%	

Wyniki znacznie lepsze r/r

Zarząd opublikował już wstępne szacunki danych za cały ubiegły rok, a implikowane rezultaty z 4Q wskazują na znaczną poprawę r/r i potwierdzają, że spółce udało się nadrobić z nawiązką słabsze pierwsze półrocze. Bardzo wysoka dynamika na przychodach, obok wyższego kontraktu z siecią Biedronka, to prawdopodobnie efekt lepszych wolumenów w podstawowym segmencie znicowym. Poprawa marż to kontynuacja tendencji widocznych już w 3Q, które są

pochodną zmniejszonej presji cenowej ze strony substytutów i odbudowywania zapasów u klientów. Nie bez znaczenia była zapewne również rosnąca cały czas sprzedaż produktów dedykowanych dla przemysłu. Saldo na działalności finansowej powinno być niższe niż przed rokiem z uwagi na mniejsze odsetki od należności związane z wykorzystywanym faktoringiem. Zysk netto ostatecznie jednak ma wzrosnąć 50% r/r i cały rok Polwax zamknie 23,8 mln PLN, co daje 2,3 PLN/akcję.

Chemia Synthos		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	3,79 PLN	P/E 2015	14,0	EV/EBITDA 2015	9,3		
		Cena docelowa	3,79 PLN	P/E 2016	13,8	EV/EBITDA 2016	9,3		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	923,2	1 043,5	-11,5%	4 059,0	4 618,8	-12,1%	4 300,4	4 059,0	5,9%
EBITDA	124,6	128,4	-3,0%	618,3	635,8	-2,8%	649,4	618,3	5,0%
Marża	13,5%	12,3%		15,2%	13,8%		15,1%	15,2%	
EBIT	76,3	87,6	-12,9%	452,1	479,6	-5,7%	478,7	452,1	5,9%
Zysk brutto	52,4	56,2	-6,7%	462,4	427,1	8,3%	427,6	462,4	-7,5%
Zysk netto	44,6	66,0	-32,5%	426,2	356,9	19,4%	363,4	426,2	-14,7%

Wyniki gorsze r/r mimo niskiej bazy rezultatów

Spółka przekazała w formie komunikatu bieżącego szacunek wybranych skonsolidowanych wyników finansowych Grupy Synthos za rok 2015. Według wstępnych danych sprzedaż w 2015 roku wyniosła około 4 058 mln PLN, EBITDA 617 mln PLN, EBIT 450 mln PLN oraz wynik netto 426 mln PLN. Dług netto na koniec 2015 roku wyniósł 655 mln PLN (155 mln PLN mniej niż zakładaliśmy w prognozach, +0,12 PLN na akcję do wyceny). Wstępne dane za 2015 rok implikują, że sprzedaż w 4Q'15 wyniosła 922 mln PLN (-11,0% r/r), EBITDA 125 mln PLN (-1,8% r/r) oraz wynik netto 44,4 mln PLN (-32,7% r/r).

W naszych prognozach na 4Q'15 oczekujemy, że po spadku wolumenu sprzedaży kauczuków w 3Q'15 spółka będzie chciała nadgonić sprzedaż w 4Q, aby wywiązać się z podpisanych kontraktów (wolumen +15% r/r). Wolumen sprzedaży produktów styrenowych powinien być stabilny r/r (+3,4% r/r).

Oczekujemy, że w efekcie przerw w dostawach surowców strategicznych do instalacji w Kralupach (po tym jak przestał działać kraker w Litwinowie) EBITDA segmentu kauczuków syntetycznych spadnie o 43% r/r (spółka musi zakupywać surowce strategiczne z zewnątrz po gorszych warunkach sprzedażowych). W segmencie produktów styrenowych dobre marże wynikające z warunków rynkowych (wysokie różnice pomiędzy cenami EPS, GIPS i HIPS a benzenem i etylenem) powinny przełożyć się na wzrost EBITDA segmentu o 214% r/r. Oczekujemy, że saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniesie w 4Q'15 -8,8 mln PLN.

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy negatywnego wpływu różnic kursowych na kwotę około 18 mln PLN. W efekcie wynik netto sięgnąć powinien 44,6 mln PLN (-32,5% r/r).

Przy okazji wyników za 2015 rok Zarząd Synthos przedstawi prawdopodobnie rekomendację odnośnie wysokości wypłacanej dywidendy z zysku. Oczekujemy, że ze względu na niski poziom zadłużenia na koniec roku spółka będzie w stanie wypłacić 0,25 PLN dywidendy na akcję.

Energetyka

Energetyka CEZ		Kupuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	61,20 PLN	P/E 2015	7,9	EV/EBITDA 2015	5,4		
		Cena docelowa	86,30 PLN	P/E 2016	9,6	EV/EBITDA 2016	5,6		
(mIn CZK)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	49 807,6	53 642,0	-7%	200 415,6	200 657,0	0%	201 838,2	200 415,6	1%
EBITDA	16 683,8	15 168,0	10%	65 133,8	64 651,0	1%	62 398,8	65 133,8	-4%
Marża	33,50%	28,28%	-	32,50%	32,22%	-	30,92%	32,50%	-
EBIT	9 424,8	8 123,0	16%	34 047,8	36 946,0	-8%	33 092,2	34 047,8	-3%
Zysk brutto	11 672,4	4 262,0	174%	32 561,4	28 656,0	14%	26 373,6	32 561,4	-19%
Zysk netto	9 221,2	2 590,0	256%	25 883,2	22 403,0	16%	20 868,3	25 883,2	-19%

Wyniki wzmocnione zwrotem podatku

W 4Q'15 wyniki segmentu wytwarzania obok niższych cen energii będą zainfekowane niższą utylizacją bloków jądrowych. Częściowo będzie to jednak zneutralizowane przez podjęte inicjatywy optymalizacji kosztów oraz lepszy rezultat farm wiatrowych w Rumunii (przywrócenie certyfikatów od września). Przypominamy, że rok temu wynik był dodatkowo obciążony rewaluacją derywatów oraz odpisami aktywów. Ostatecznie czysta EBITDA powinna w 4Q'15 osiągnąć ponad 8 mld CZK, co będzie implikować spadek r/r o około 1 mld CZK. W dystrybucji oczekujemy również niewielkiego pogorszenia wyników (EBITDA 6,2 mld

CZK vs. 6,6 mld CZK), ale będzie to wynikać z zawyżonej bazy odniesienia (porozumienie z państwową spółką NEK w Bułgarii na +0,7 mld CZK w 4Q'14). W segmencie wydobywczym nie oczekujemy istotnych odchyień r/r z uwagi na zakładane wyższe wolumeny. Na poziomie działalności finansowej nie oczekujemy istotnych pozycji poza odsetkami netto, ale również na tym poziomie spółka powinna zaksięgować 3,8 mld CZK z tytułu podatku od darmowych uprawnień emisyjnych zapłaconego w latach 2011-12. W efekcie zysk netto będzie wyraźnie wyższy w ujęciu r/r, szczególnie że rok wcześniej wyniki zainfekowała przecena MOL-a i straty spółek tureckich.

Energetyka Enea		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	11,26 PLN	P/E 2015	5,0	EV/EBITDA 2015	4,8		
		Cena docelowa	12,40 PLN	P/E 2016	7,8	EV/EBITDA 2016	5,3		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	2 550,0	2 628,2	-3%	9 700,4	9 855,4	-2%	10 670,7	9 700,4	10%
EBITDA	469,1	396,3	18%	2 074,4	1 914,9	8%	2 148,5	2 074,4	4%
Marża	18,40%	15,08%	-	21,38%	19,43%	-	20,13%	21,38%	-
EBIT	215,1	192,1	12%	1 262,1	1 186,5	6%	992,1	1 262,1	-21%
Zysk brutto	191,6	120,9	59%	1 237,9	1 143,1	8%	852,3	1 237,9	-31%
Zysk netto	155,2	70,0	122%	991,6	908,3	9%	637,5	991,6	-36%

Pierwsza konsolidacja Bogdanki

Wyniki Grupy w 4Q'15 będą powiększone o konsolidację przejętej Bogdanki, która na poziomie EBITDA powinna za 2 ostatnie miesiące dołożyć około 116 mln PLN. W segmencie wytwarzania strumień EBITDA szacujemy na 146 mln PLN, co oznacza nieznaczne pogorszenie w ujęciu r/r (-10 mln PLN), mimo niższych cen węgla. Przypominamy jednak, że baza odniesienia była zawyżona przez przychody ze sprzedaży CO₂ (28 mln PLN) oraz oportunistyczne zyski z rynku bilansującego i spotowego. Dodatkowo w 4Q'15 oczekujemy słabszych rezultatów w Elektrociepłowni Białystok z uwagi na niekorzystne warunki pogodowe. W dystrybucji również

zakładamy ujemną dynamikę zysków (EBITDA 220 mln PLN vs. 264 mln PLN przed rokiem), co powinno wynikać z zaniżonych kosztów wynagrodzeń w 4Q'14 (rozwiązanie rezerw) oraz przesunięcia części kosztów eksploatacyjnych z poprzednich kwartałów. W segmencie obrotu nie zakładamy istotnych odchyień r/r (EBITDA 18 mln PLN). Koszty finansowe netto mogą być nieco zawyżone z uwagi na księgowanie kosztów związanych z przejęciem LWB. Wynik netto będzie jednak znacznie lepszy r/r, gdyż rok temu spółka zanotowała wysokie koszty rezygnacji z transzy obligacji, podwyższony koszt zwiżania dyskonta oraz wysoką efektywną stopę podatkową.

Energetyka Energia		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	13,74 PLN	P/E 2015	6,6	EV/EBITDA 2015	4,4		
		Cena docelowa	15,20 PLN	P/E 2016	8,4	EV/EBITDA 2016	5,2		
(mln PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	2 672,9	2 798,3	-4%	10 629,8	10 590,6	0%	10 376,5	10 629,8	-2%
EBITDA	485,4	474,5	2%	2 200,4	2 307,0	-5%	2 026,4	2 200,4	-8%
Marża	18,16%	16,96%	-	20,70%	21,78%	-	19,53%	20,70%	-
EBIT	259,6	254,4	2%	1 296,4	1 446,2	-10%	1 106,8	1 296,4	-15%
Zysk brutto	193,2	208,4	-7%	1 063,1	1 248,1	-15%	848,5	1 063,1	-20%
Zysk netto	156,5	173,7	-10%	851,7	982,1	-13%	678,3	851,7	-20%

Zaniżona baza odniesienia

Wyniki Energi za 4Q'15 na poziomie EBITDA powinny być nieco lepsze r/r, ale w dużym stopniu będzie to pochodną zaniżonej bazy odniesienia związanej z odpisami aktywów na kwotę 39 mln PLN oraz rezerwami na PDO na 17 mln PLN. Oczyszczone rezultaty byłyby gorsze r/r, co będzie głównie efektem osłabienia w segmencie wytwarzania (łączna EBITDA 92 mln PLN vs. 170 mln PLN rok wcześniej) związanego z niższymi cenami zielonych certyfikatów, gorszymi warunkami pogodowymi dla ciepłowni oraz mniejszym obciążeniem elektrowni w Ostrołęce (planowany remont według danych podawanych przez GPI przedłużył się praktycznie do końca

roku). W dystrybucji oczekujemy poprawy r/r (383 mln PLN EBITDA vs. 376 mln PLN), ale będzie ona mniejsza niż w poprzednich kwartałach 2015 roku z uwagi na sygnalizowane przez zarząd na konferencji wynikowej przesunięcia części kosztów operacyjnych na końcówkę roku. W sprzedaży spółka powinna zaraportować znacznie lepszy wynik r/r (30 mln PLN EBITDA vs. -17 mln PLN straty przed rokiem), ale ma to związek z zaniżoną bazą odniesienia związaną z kosztami sprzedawcy z urzędu. Na działalności finansowej oczekujemy podobnego salda jak w 3Q'15. Wynik netto powinien być ostatecznie nieco słabszy r/r, gdyż w 2014 roku Energia zaksięgowała niską efektywną stopę podatkową.

Energetyka PGE		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	13,75 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	3,3		
		Cena docelowa	14,60 PLN	P/E 2016	7,8	EV/EBITDA 2016	4,5		
(mln PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	7 103,4	7 280,0	-2%	28 261,4	28 137,0	0%	29 448,8	28 261,4	4%
EBITDA	1 982,1	1 389,0	43%	8 196,1	8 120,0	1%	6 998,3	8 196,1	-15%
Marża	27,90%	19,08%	-	29,00%	28,86%	-	23,76%	29,00%	-
EBIT	1 339,1	633,0	112%	-3 522,9	5 096,0	-	4 238,7	-3 522,9	-220%
Zysk brutto	1 290,1	590,0	119%	-3 681,9	4 613,0	-	4 058,0	-3 681,9	-210%
Zysk netto	1 045,0	346,0	202%	-2 981,0	3 638,0	-	3 281,3	-2 981,0	-210%

Kwartał podobny do poprzednich

PGE podała już szacunkowe dane za cały ubiegły rok dotyczące poziomu EBITDA (8,2 mld PLN) oraz zysku netto (-3 mld PLN, ale 4,3 mld PLN po oczyszczeniu o odpisy aktywów). W segmencie wytwarzania zysk EBITDA powinien sięgnąć 1,1 mld PLN, z czego około 100 mln PLN będą stanowić przychody z rekompensat KDT. Zgodnie z komunikatem wynik będzie obciążony przeszacowaniem rezerw na rekultywację (efekt niższej stopy dyskontowej w porównaniu do tej przyjętej w raporcie rocznym), ale kwota ta wyniesie tylko około -20 mln PLN. Lepszych rezultatów q/q oczekujemy w segmencie OZE (EBITDA ponad 100 mln PLN

vs. 76 mln PLN w 3Q'15), co będzie pochodną oddanych do użytku farm wiatrowych. W segmencie dystrybucji oczekujemy utrzymania pozytywnych tendencji z poprzednich kwartałów, ale w porównaniu r/r poprawa będzie znacząca z uwagi na zaniżoną bazę odniesienia (600 mln PLN EBITDA vs. 522 mln PLN w 4Q'14). W obszarze handlowym nie spodziewamy się większych zaskoczeń (EBITDA 136 mln PLN). Na działalności finansowej saldo powinno być zbliżone q/q i ostatecznie zysk netto przekroczy 1 mld PLN. Kluczową kwestią będzie propozycja wypłaty dywidendy, dla której bazą jest oczyszczony zysk netto w kwocie 2,3 PLN/akcję (polityka zakłada wypłatę 40-50% tej kwoty).

Energetyka									
Tauron									
Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca	2,68 PLN		P/E 2015	3,7	EV/EBITDA 2015	3,5		
	Cena docelowa	3,78 PLN		P/E 2016	5,1	EV/EBITDA 2016	4,3		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	4 576,1	4 837,7	-5%	18 138,0	18 440,8	-2%	19 099,2	18 138,0	5%
EBITDA	772,4	711,8	9%	3 619,5	3 627,1	0%	3 336,6	3 619,5	-8%
Marża	16,88%	14,71%		19,96%	19,67%		17,47%	19,96%	
EBIT	337,5	283,2	19%	1 869,8	1 830,1	2%	1 544,3	1 869,8	-17%
Zysk brutto	277,5	185,7	49%	1 591,2	1 498,2	6%	1 141,9	1 591,2	-28%
Zysk netto	209,8	132,2	59%	1 286,4	1 180,9	9%	924,9	1 286,4	-28%

Zaniżona baza odniesienia

W 4Q'15 Tauron powinien poprawić zysk EBITDA w ujęciu r/r, ale będzie to w dużej mierze wynikać z zaniżonej bazy odniesienia przez odpisy i rezerwy (oczyszczona EBITDA 4Q'14 wyniosła 855 mln PLN). Niewykluczone, że w tym roku spółka zaksięguje dodatnie efekty aktualizacji rezerw aktuarialnych na około 40-50 mln PLN (efekt wzrostu rentowności obligacji), ale nie uwzględniamy ich w prognozach. W segmencie dystrybucyjnym zakładamy sezonowe pogorszenie zysków do poziomu 500 mln PLN na poziomie EBITDA, ale w porównaniu r/r dynamika powinna być dodatnia dzięki wolumenom oraz dyscyplinie kosztowej (skorygowana EBITDA 4Q'14 to 440 mln PLN). W

wytwarzaniu prognozujemy 144 mln PLN EBITDA vs. 216 mln PLN rok temu. Spadek to efekt zawyżonej bazy (zysk księgowy na wydzieleniu Tameh, rozwiązanie rezerw, które z nawiązką kompensowały odpis na EC Stalowa Wola) oraz gorszych warunków wietrznych i ciepłych. W wydobyciu obniżenie kosztów stałych oraz nieco wyższe wolumeny powinny pozwolić na poprawę EBITDA r/r (28 mln PLN vs. 15 mln PLN). W segmencie obrotu szacujemy, że uda się utrzymać rezultat z 3Q'15 czyli około 117 mln PLN EBITDA. Na działalności finansowej oczekujemy nieco wyższych kosztów odsetkowych. Efektywna stopa podatkowa może być wyższa od 19% z uwagi na zaniżone obciążenie w 1Q'15, ale mimo wszystko nie sięgnie 29% zanotowanych rok wcześniej.

Telekomunikacja

Telekomunikacja Netia		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	5,53 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	4,7		
		Cena docelowa	6,30 PLN	P/E 2016	-	EV/EBITDA 2016	4,8		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	408,2	404,1	1,0%	1 577,7	1 675,6	-5,8%	1 546,8	1 577,7	-2,0%
EBITDA	110,6	226,1	-51,1%	457,7	582,9	-21,5%	456,9	457,7	-0,2%
Marża	27,1%	55,9%		29,0%	34,8%		29,5%	29,0%	
EBIT	7,8	119,3	-93,4%	44,3	158,9	-72,1%	55,4	44,3	25,0%
Zysk brutto	4,0	104,2	-96,2%	35,7	128,0	-72,1%	-13,4	35,7	-
Zysk netto	2,0	160,0	-98,7%	18,1	176,4	-89,7%	-22,7	18,1	-

Lekkie wzrosty EBITDA dzięki TK Telekom

Zwracamy uwagę, że wyniki za 4Q'15 będą nieporównywalne R/R ze względu na szereg zdarzeń jednorazowych z 4Q'14, w tym m.in.: (1) odpisy aktywów niefinansowych 7,4 mln PLN, (2) 22,1 mln PLN kosztów restrukturyzacji, (3) 147 mln PLN zysków związanych z ugodą z Orange Polska. Przypominamy, że skorygowany zysk EBITDA w 4Q'14 wyniósł 113,5 mln PLN. W 4Q'15 estymujemy, że „stara Netia” (przed konsolidacją z TK Telekom) wygeneruje EBITDA na poziomie 101 mln PLN w wyniku spadku przychodów o ok. 9%, co nie

zostanie w pełni zrekompensowane niższymi kosztami SG&A (po restrukturyzacji) oraz niższymi kosztami COGS (estymujemy ok. 266 mln PLN vs. 290 mln PLN w 4Q'14). Szacujemy, że TK Telekom powinien dołożyć ok. 10 mln PLN zysku EBITDA w ostatnim kwartale, co implikuje wynik na poziomie 111 mln PLN, blisko 8 mln PLN wyższy R/R od skorygowanej EBITDA z 2014 r. Przy efektywnej stopie podatkowej na poziomie z 3Q'15 zysk netto może wynieść 2,0 mln PLN. Wyniki Netii za 4Q'15 (lekko dzięki TK Telekom) rynek powinien odebrać pozytywnie w kontekście wysokiej dywidendy, którą spółka płaci.

Telekomunikacja Orange Polska		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	6,50 PLN	P/E 2015	34,6	EV/EBITDA 2015	3,6		
		Cena docelowa	8,30 PLN	P/E 2016	34,3	EV/EBITDA 2016	4,5		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14PF	zmiana	2015P	2014PF	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	2 924	3 082	-5,1%	11 797	12 212	-3,4%	11 484	11 797	-1,8%
EBITDA	633	897	-29,4%	3 493	4 059	-13,9%	3 376	3 493	-2,9%
Marża	21,6%	29,1%		29,6%	33,2%		29,4%	29,6%	
EBIT	-83	118	-	584	986	-40,8%	665	584	8,0%
Zysk brutto	-148	35	-	304	581	-47,6%	307	304	17,7%
Zysk netto	-148	30	-	247	535	-53,9%	249	247	17,7%

Istotny spadek wyniku EBITDA

W 4Q'15 w segmencie mobilnym spodziewamy się dalszej erozji ARPU detalicznego do 24,6 PLN (-6% R/R) przy wzroście ARPU hurtowego do 5,2 PLN (+16% R/R). Zakładamy, że podobnie jak w poprzednich kwartałach Orange Polska zaraportuje wzrost liczby post-paid do poziomu 8,2 mln (+170 tys. Q/Q) oraz spadku liczby klientów pre-paid do poziomu 7,5 mln (-60 tys. Q/Q). Przychody z usług telefonii komórkowej powinny wynieść 1 358 mln PLN (-2,6% R/R). Większego spadku oczekujemy na linii sprzedaży usług telefonii stacjonarnej (spadek o 8% do poziomu 1 230 mln PLN). Wynika to głównie ze spadku detalicznego ARPU ze stacjonarnych usług głosowych o 3% do poziomu 38,8 PLN oraz istotnie niższych obrotów na usługach hurtowych (w wyniku: (1) erozji prycingu usług BSA po obniżce cen Neostrady na terenach nieregulowanych oraz (2) spadku wolumenu wynajmowanych linii). Nieco niższe będą też przychody

z dostępu szerokopasmowego w wyniku erozji bazy abonenckiej ADSL, jednak przy wzroście ARPU R/R o blisko 2% przychody ogółem wyniosą 2 924 mln PLN. Koszty świadczeń pracowniczych w 4Q'15 szacujemy na 430 mln PLN, co należy skorygować o jednorazowe rozwiązanie rezerwy na odprawy emerytalno-rentowe i nagrody jubileuszowe w wysokości 39 mln PLN. Koszty usług obcych szacujemy na 1 724 mln PLN (stabilnie R/R): widoczny wzrost kosztów sprzedaży powinien być nadrobiony niższymi kosztami innych usług obcych. W okresie Orange rozpozna 131 mln PLN kosztów wynikających z zawiązania rezerwy na rozwiązanie stosunku pracy w związku z niedawno ogłoszonymi umowami społecznymi. W rezultacie linia EBITDA skorygowana powinna być na poziomie 725 mln PLN, a EBITDA na poziomie 633 mln PLN. Przy 65 mln PLN kosztów netto oraz przy braku podatku Orange Polska powinna zanotować w 4Q'15 stratę netto rzędu 148 mln PLN.

Media

Media Agora		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	10,98 PLN	P/E 2015	39,2	EV/EBITDA 2015	4,9		
		Cena docelowa	14,10 PLN	P/E 2016	37,9	EV/EBITDA 2016	5,3		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	342,4	333,7	2,6%	1177,4	1102,4	6,8%	1185,5	1177,4	0,7%
EBITDA	41,1	25,9	58,4%	121,8	77,7	56,8%	119,0	121,8	-2,3%
Marża	12,0%	7,8%	-	10,3%	7,0%	-	10,0%	10,3%	-
EBIT	17,1	0,9	-	21,5	-18,3	-	25,5	21,5	18,7%
Zysk brutto	16,2	1,9	-	20,7	-17,9	-	19,5	20,7	-5,5%
Zysk netto	13,1	1,5	-	14,3	-12,6	-	14,8	14,3	3,5%

Dalsza poprawa w Agorze

W 4Q'15 spodziewamy się wzrostu przychodów w Grupie o 3% R/R. Kolejny kwartał spodziewamy się spadków w segmencie Prasa, którego obroty szacujemy na 81 mln PLN (-5% R/R), przy założeniu wyniku rozpowszechniania płatnego *Wyborczej* w wysokości 178 tys. sztuk. Istotnych wzrostów obrotów oczekujemy w segmencie Film i Książka dzięki silnemu repertuarowi (Star Wars, Spectre, Listy do M 2). Segment powinien zanotować wynik EBITDA równy 19,5

mln PLN (+10% R/R). Wysokiej dynamiki EBITDA oczekujemy także w segmencie Internet ze względu na korzystne warunki rynkowe (wzrosty reklamy online R/R). Wynik EBITDA w Grupie powinien wynieść 41,1 mln PLN, co implikuje 58% poprawę R/R, jednak zwracamy uwagę, że w 4Q'15 Agora odpisała wartość aktywów w segmencie Prasa na kwotę 15,1 mln PLN. Po oczyszczeniu o zdarzenie dynamika jest na poziomie +2% R/R, co interpretujemy neutralnie.

Media Cyfrowy Polsat		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	21,78 PLN	P/E 2015	11,7	EV/EBITDA 2015	6,8		
		Cena docelowa	22,10 PLN	P/E 2016	11,4	EV/EBITDA 2016	6,6		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	2 542,3	2 521,1	0,8%	9 755,4	7 409,9	31,7%	9 870,5	9 755,4	1,2%
EBITDA	835,3	837,3	-0,2%	3 639,3	2 738,3	32,9%	3 525,5	3 639,3	-3,1%
Marża	32,9%	33,2%	-	37,3%	37,0%	-	35,7%	37,3%	-
EBIT	431,5	393,5	9,7%	1 972,9	1 442,4	36,8%	1 936,7	1 972,9	-1,8%
Zysk brutto	173,8	3,5	-	223,0	314,2	-29,0%	1 464,8	223,0	-
Zysk netto	152,9	14,0	-	201,0	292,5	-31,3%	1 223,1	201,0	-

EBITDA stabilna R/R, zysk operacyjny wyższy głównie dzięki niższej amortyzacji

W 4Q'15 spodziewamy się przychodów na stabilnym poziomie R/R. W rozbiciu: przychody detaliczne od klientów indywidualnych powinny wykazywać dalsze spadki (szacujemy ok. 1 624 mln PLN), co zostanie z nawiązką nadrobione 9% wyższym R/R wynikiem na sprzedaży hurtowej oraz wzrostem o 20% R/R przychodów ze

sprzedaży sprzętu. Baza kosztowa powinna być na stabilnym poziomie R/R. Spodziewamy się, że podobnie jak w poprzednich kwartałach widoczny będzie wzrost na kosztach własnych sprzedanego sprzętu (do poziomu 404 mln PLN vs. 377 mln PLN rok wcześniej), co zostanie nadrobione na innych liniach kosztowych. Niższa R/R amortyzacja przełoży się na EBIT (stąd wzrosty na poziomie 10% R/R). Przy założeniu 258 mln PLN kosztów finansowych oraz 21 mln PLN podatku zysk netto powinien wynieść 153 mln PLN.

Media									
Wirtualna Polska			Kupuj						
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	38,50 PLN		P/E 2015	95,1	EV/EBITDA 2015	14,1	
		Cena docelowa	50,00 PLN		P/E 2016	14,0	EV/EBITDA 2016	9,9	
(mln PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	91,5	75,5	21,1%	315,0	248,3	26,9%	420,9	315,0	33,6%
EBITDA	33,1	17,0	95,1%	96,1	51,0	88,4%	129,8	96,1	35,0%
Marża	36,2%	22,5%		30,5%	20,5%		30,8%	30,5%	
EBIT	25,6	10,2	150,3%	66,6	22,7	193,5%	93,2	66,6	39,9%
Zysk brutto	6,2	4,6	34,6%	18,7	-0,3	-	84,4	18,7	350,6%
Zysk netto	5,0	2,6	91,4%	11,4	-2,0	-	82,0	11,4	621,7%

Wzrost skorygowanego zysku EBITDA o 27% vs. proforma

Estymujemy, że w 4Q'15 WPL zaraportuje 91,5 mln PLN przychodów ze sprzedaży ogółem, w tym 80,1 mln PLN ze sprzedaży gotówkowej dzięki dobrej kondycji reklamy online oraz silnemu popytowi na performance media. WPL powinna wykazać także istotny wzrost bazy kosztowej: koszty usług

obcych szacujemy na 29,2 mln PLN vs. 4Q'14 proforma, a wynagrodzeń na poziomie 25,9 mln PLN (24% vs. 4Q'14 proforma). Zysk EBITDA skorygowana (o koszt opcji menedżerskich i zysk na barterze, którego się spodziewamy) powinna wynieść 33,1 mln PLN. WPL zaksięguje 15,9 mln PLN aktualizacji wyceny zobowiązania do wykupu udziałów w Domodi w 4Q'15, co przełoży się na zysk netto tylko na poziomie 5,0 mln PLN

IT

IT Asseco Poland		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	56,11 PLN	P/E 2015	13,1	EV/EBITDA 2015	7,0		
		Cena docelowa	65,90 PLN	P/E 2016	12,7	EV/EBITDA 2016	6,7		
(mln PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	2 165,6	1 832,6	18,2%	7 225,8	6 231,9	15,9%	7 258,8	72 25,8	0,5%
EBITDA	248,3	245,6	1,1%	982,0	905,1	8,5%	1 066,3	982,0	8,6%
Marża	11,5%	13,4%		13,6%	14,5%		14,7%	13,6%	
EBIT	180,3	177,5	1,6%	714,0	636,7	12,1%	775,1	714,0	8,6%
Zysk brutto	180,3	179,0	0,7%	685,5	650,0	5,5%	750,4	685,5	9,5%
Zysk netto	81,9	89,9	-8,9%	321,5	358,4	-10,3%	367,6	321,5	14,3%

Spadek zysku netto przez odpisy na projekcie P1

Oczekujemy rekordowych obrotów w Asseco Poland w 4Q'15. Spółka matka Asseco powinna zaraportować istotny wzrost przychodów do poziomu ok. 450 mln PLN w związku z dużymi (lecz niskomarżowymi) dostawami infrastruktury IT do Administracji Publicznej. Z drugiej strony EBIT zostanie obciążony odpisem w wysokości 23,4 mln PLN dot. projektu P1. Stąd EBIT matki powinien być na poziomie 32,3 mln PLN. Odpis w matce przełoży się na spadek EBITu rynku polskiego do 55 mln PLN w 4Q'15 (vs. 64,7 mln PLN rok wcześniej). Dodatkowo, spodziewamy się (1) niewielkiego spadku wyniku

EBIT w ASEE R/R, (2) istotnej poprawy EBIT Asseco Central Europe w wyniku akwizycji dwóch spółek w 3Q'15, (3) istotnej poprawy EBITu z rynku izraelskiego, w dużej mierze z rekordowymi wynikami Sapiens International oraz poprawą rentowności Matrix IT. Na wyniki segmentu izraelskiego wpływ będzie mieć także osłabienie PLN vs. USD oraz NIS. Zakładamy 8 mln PLN zysku na sprzedaży Matrix42. Wynik netto powinien wynieść 81,9 mln PLN, jednak po korekcie o sprzedaż Matrix42 i odpisach na P1 w matce, wynik netto wyniósłby ok. 97 mln PLN, co implikuje ok. 8% wzrostu R/R.

IT CD Projekt		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	21,60 PLN	P/E 2015	5,8	EV/EBITDA 2015	4,0		
		Cena docelowa	26,50 PLN	P/E 2016	18,3	EV/EBITDA 2016	11,3		
(mln PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	179,5	30,8	482,2%	805,4	96,2	737%	293,5	805,4	-64%
EBITDA	93,9	2,0	-	438,1	9,3	-	140,3	438,1	-68%
Marża	52,3%	6,5%	45,9p.p.	54,4%	9,7%	44,7p.p.	47,8%	54,4%	-6,6p.p.
EBIT	92,6	1,1	-	432,4	6,2	-	133,7	432,4	-69%
Zysk brutto	100,1	3,1	-	436,3	9,3	-	139,8	436,3	-68%
Zysk netto	81,1	4,9	-	357,8	5,2	-	114,6	357,8	-68%

Sezonowość sprzedaży oraz wydanie dodatku powinny wspierać wyniki w 4Q'15

Przychody CD Projekt w 4Q'15 powinny być wspierane przez znacznie większą ilość akcji promocyjnych na rynku vs. 3Q'15, wydanie pierwszego dodatku do *Wiedźmin 3: Dziki Gon* w październiku oraz umocnienie USDPLN. Szacujemy, że sprzedaż spółki wyniosła 179,5 mln PLN (+4,8x R/R). Podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenie sprzedaży gry *Wiedźmin 3: Dziki Gon* na poziomie 9 mln sztuk w 2015 roku.

Według naszych szacunków, marża brutto na sprzedaży w 4Q'15 powinna wynieść 74,8% (vs. 35,2% w 4Q'14). Szacujemy, że spółka rozpozna około 17 mln PLN kosztów wytworzenia gry *Wiedźmin 3: Dziki Gon*. Uwzględniając koszty SG&A na poziomie 32,9 mln PLN w 4Q'15 (vs. 9,8 mln PLN w 4Q'14), EBIT powinien wynieść 92,6 mln PLN w 4Q'15 (+80x R/R). Saldo na działalności finansowej powinno wynieść 7,4 mln PLN. Zakładamy podatek dochodowy na poziomie 19%. Szacujemy zysk netto na 81,1 mln PLN w 4Q'15 vs. 4,9 mln PLN w 4Q'14.

Górnictwo i Metale

Metale KGHM		Trzymaj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	57,10 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	7,0		
		Cena docelowa	63,00 PLN	P/E 2016	-	EV/EBITDA 2016	5,1		
(mln PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	4 220,0	5 776,0	-26,9%	19 080,0	20 492,0	-6,9%	18 138,0	19 080,0	-4,9%
EBITDA	1 910,7	3 794,0	-49,6%	2 813,7	5 311,0	-47,0%	3 911,4	2 813,7	39,0%
Marża	45,3%	65,7%	-	14,7%	25,9%	-	21,6%	14,7%	-
EBIT	-1 460,3	963,0	-	916,7	3 676,0	-75,1%	1 908,3	916,7	108,2%
Zysk brutto	-1 394,8	613,0	-	445,2	3 098,0	-85,6%	1 371,4	445,2	208,1%
Zysk netto	-3 429,4	670,0	-	-2 201,4	2 450,0	-	28,3	-2 201,4	-

Rekordowa strata

Średnia kwartalna cena miedzi spadała do 4,88 tys. USD tj. o 25,7% r/r i 7,4% q/q. Uwzględniając osłabienie PLN w relacji do USD spadki wynoszą odpowiednio: 14,3% i 4,2%. Średnia dolarowa cena srebra obniżyła się r/r o 10,5% i 1,1% q/q, co oznacza wzrost w ujęciu złotówkowym na poziomie odpowiednio: 3,3% i 2,3%. Na poziomie jednostkowym oczekujemy, że koszt jednostkowy po uwzględnieniu

sprzedaży metali szlachetnych wyniesie 17,8 tys. PLN na tonę, przy 143 tys. ton sprzedanej miedzi i 280 tonach srebra. Kopalnie wchodzące w skład dawnej Quadry wygenerują stratę netto na poziomie 220 mln PLN. Spółka poinformowała, że w 4Q utworzy odpisy na trwałą utratę aktywów na łączną kwotę 1,93 mld PLN, a także skonsoliduje stratę Sierra Gorda na kwotę 1,7 mld PLN (w tym 1,39 mld PLN to odpis wartości aktywów). Wysoka strata netto nie wpływa na FCF spółki jak również na kowenanty bankowe.

Górnictwo węgla LW Bogdanka		Trzymaj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	33,88 PLN	P/E 2015	6,2	EV/EBITDA 2015	2,7		
		Cena docelowa	33,00 PLN	P/E 2016	7,8	EV/EBITDA 2016	2,9		
(mln PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	533,8	523,2	2,0%	1 860,8	2 013,6	-7,6%	1 893,3	1 860,8	1,7%
EBITDA	163,2	247,5	-34,1%	632,9	750,0	-15,6%	588,2	632,9	-7,1%
Marża	30,6%	47,3%	-	34,0%	37,2%	-	31,1%	34,0%	-
EBIT	69,8	135,7	-48,5%	245,3	362,3	-32,3%	194,8	245,3	-20,6%
Zysk brutto	63,8	130,0	-50,9%	228,8	345,9	-33,8%	181,7	228,8	-20,6%
Zysk netto	51,7	101,6	-49,1%	184,7	272,4	-32,2%	147,2	184,7	-20,3%

Zgodnie z trendem

W 4Q LW Bogdanka wyprodukowała 2,55 mln ton węgla, z czego zakładamy, że sprzedaż wyniosła 2,45 mln ton. Średni przychód na tonę sprzedanego węgla przyjmujemy na poziomie 208 PLN, tj. -2,3% r/r i -1% q/q. Średni koszt operacyjny na tonę sprzedanego węgla szacujemy na 188 PLN, co oznacza wzrost q/q o 1,7%. W prognozie nie zakładamy zdarzeń jednorazowych.

Przemysł

Przemysł Elemental		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	3,63 PLN	P/E 2015	13,6	EV/EBITDA 2015	11,1		
		Cena docelowa	4,80 PLN	P/E 2016	11,5	EV/EBITDA 2016	8,8		
(mIn UAH)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	215,8	219,0	-1,4%	911,0	772,3	18,0%	1 151,1	911,0	26,4%
EBITDA	15,2	8,5	78,7%	61,6	41,2	49,5%	86,3	61,6	40,0%
Marża	7,1%	3,9%		6,8%	5,3%		7,5%	6,8%	
EBIT	12,2	6,4	89,8%	50,9	34,9	45,9%	70,9	50,9	39,1%
Zysk brutto	11,6	4,9	135,0%	46,8	32,2	45,3%	63,8	46,8	36,2%
Zysk netto	8,8	5,7	55,4%	45,5	31,1	46,2%	53,8	45,5	18,3%

Dalsza poprawa rezultatów w 4Q'15

W 4Q'15 spodziewamy się, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Elemental będą na zbliżonym r/r poziomie i wyniosą 215,8 mln PLN. Pozytywnie na poziom realizowanych wyników wpłynąć będzie konsolidacja Evciler.

W 4Q'15 spodziewamy się, że skonsolidowany wolumen sprzedaży wzrośnie o 38% r/r, z czego największy przyrost będzie miał miejsce w segmencie zużytych katalizatorów (+420% r/r), zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego (+26% r/r) oraz nadrukowanych płytek elektronicznych (+14% r/r).

Niższy wzrost przychodów ze sprzedaży niż wynika to ze wzrostu wolumenów wynika ze spadku cen metali kolorowych

na przestrzeni roku oraz zwiększenia zawartości handlu odpadami o niższe zawartości metali.

Na poziomie EBITDA oczekujemy wzrostu wyniku w 3Q'15 o 78,7% r/r. Największego przyrostu wyników spodziewamy się w segmencie zużytych katalizatorów (+300% r/r) oraz nadrukowanych płytek elektronicznych (+48% r/r). Wielkość EBITDA generowana przez segment handlu metalami kolorowymi powinna być o około 30% r/r wyższa. W efekcie oczekujemy, że wynik netto wzrośnie o 55,4% r/r.

Oczekujemy, że dług netto na koniec 2015 roku wyniesie 68,0 mln PLN (1,1x EBITDA'15).

Poprawie wyników w 4Q'15 sprzyjać będzie niska baza rezultatów zanotowana w analogicznym okresie roku ubiegłego.

Przemysł elektromaszynowy Famur		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	1,70 PLN	P/E 2015	15,8	EV/EBITDA 2015	4,4		
		Cena docelowa	2,20 PLN	P/E 2016	16,8	EV/EBITDA 2016	3,6		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	159,8	258,4	-38,1%	775,0	708,8	9,3%	755,0	775,0	-2,6%
EBITDA	45,2	86,9	-47,9%	200,3	275,9	-27,4%	205,3	200,3	2,5%
Marża	28,3%	33,6%		25,8%	38,9%		27,2%	25,8%	
EBIT	10,0	48,4	-79,3%	50,8	121,9	-58,3%	62,6	50,8	23,3%
Zysk brutto	9,4	37,3	-74,8%	57,3	113,3	-49,4%	61,4	57,3	7,2%
Zysk netto	7,6	29,6	-74,2%	54,2	100,3	-46,0%	49,8	54,2	-8,1%

Wyniki porównywalne q/q, wysoka baza 4Q'14

W 4Q'15 oczekujemy spadku skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży o 38,1% r/r, głównie w rezultacie niższych przychodów segmentów kompleksów ścianowych (-61,4% r/r) oraz systemów transportu (-72,7% r/r). W 4Q'14 Famur rozpoczął realizację dużego kontraktu eksportowego do Rosji za kwotę 84 mln PLN oraz kończył realizację umów eksportowych w zakresie systemów transportu. Mimo spadku obrotów w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego oczekujemy, że te będą utrzymywać się na zbliżonym poziomie do 3Q'15 (-10% r/r). Pozytywnie na wielkość sprzedaży powinna przekładać się konsolidacja wyników przejętego na początku roku Famak. Oczekujemy, że przejęta na początku roku spółka w 4Q'15 wypracuje sprzedaż na poziomie około 40 mln PLN.

Szacujemy, że wynik brutto ze sprzedaży wyniesie w 4Q'15 39,3 mln PLN i będzie o około 60% r/r niższy. Największego

spadku w tej pozycji oczekujemy w segmentach kompleksów ścianowych (-83% r/r) oraz systemów transportu (-86% r/r). Stabilny naszym zdaniem powinien być wynik segmentu kompleksów chodnikowych (-1% r/r).

Szacujemy, że w 4Q'15 spółka zawiąże rezerwy i odpisy na kwotę około 2 mln PLN, które obciążą saldo pozostałej działalności operacyjnej.

W efekcie oczekujemy, że wynik EBITDA 4Q'15 wyniesie 45,2 mln PLN i będzie o 47,9% r/r niższy oraz 9% q/q niższy. Wynik netto naszym zdaniem sięgnie około 7,6 PLN (-74,2% r/r).

Według naszych prognoz zadłużenie netto na koniec 4Q'15 wyniesie około 54 mln PLN (0,3x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy). Według naszych szacunków, dzięki zdobytym kontraktom na rynek zagraniczny wielkość portfela zamówień na export na koniec 4Q'15 sięgnie 110-120 mln PLN (+12-23% r/r).

Przemysł spożywczy		Akumuluj							
Kernel									
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	43,60 PLN		P/E 2015	8,3	EV/EBITDA 2015		3,1
		Cena docelowa	49,00 PLN		P/E 2016	5,0	EV/EBITDA 2016		3,7
(mIn USD)	2Q'16P	2Q'15	zmiana	2016P	2015	zmiana	2017P	2016P	zmiana
Przychody	639,9	652,5	-1,9%	2 293,1	2329,5	-1,6%	2463,3	2 293,1	7,4%
EBITDA	112,0	142,4	-21,4%	320,0	396,6	-19,3%	338,5	320,0	5,8%
Marża	17,5%	21,8%		14,0%	17,0%		13,7%	14,8%	
EBIT	94,9	123,8	-23,4%	253,2	328,3	-22,9%	272,2	253,2	7,5%
Zysk brutto	75,6	44,7	69,0%	193,1	101,3	90,6%	223,4	193,1	15,7%
Zysk netto	74,4	54,8	35,7%	179,6	106,9	67,9%	207,7	179,6	15,7%

Spadek wyniku EBITDA i wyższy wynik netto w 2Q'16 (4Q'15)

W 2Q'16 (4Q'15) wolumen sprzedaży zboża Grupy Kernel wyniósł 1 323 tys. ton (-6% r/r), natomiast sprzedaż oleju luzem wyniosła 297 tys. ton (+7% r/r), a oleju butelkowanego 31 tys. ton (-9% r/r). Wielkość przerobionego słonecznika w 2Q'16 (4Q'15) wyniosła 915 tys. ton (+31% r/r), a wysoki wolumen tłoczenia wynikał z realizacji umów z konkurencyjną tłocznią w sprawie przetworzenia 200 tys. ton ziarna powierzonego. Eksport zbóż w ramach Grupy Kernel wyniósł 1 696 tys. ton i był o 18% r/r wyższy, głównie dzięki 38% wzrostowi eksportu przez rosyjski port w Tamanie (posiadany w ramach JV). Spadek wolumenu sprzedaży zbóż spółka tłumaczy znacznie niższym obrotem realizowanym na rynku ukraińskim, co częściowo w 2Q'16 (4Q'15) rekompensował wzrost sprzedaży w Rosji. Na bazie przedstawionych przez spółkę wolumenów sprzedaży szacujemy, że przychody w 2Q'16 (4Q'15) wyniosą 639,9 mln USD (-1,9% r/r). Oczekujemy spadku rentowności

produkcji oleju luzem oraz butelkowanego w efekcie niższych marży benchmarkowych notowanych na rynku ukraińskim w IH'16 (2H'15) oraz nieznacznie niższych marży na handlu zbożem (co związane jest z większą niż rok wcześniej konkurencją ze strony globalnych graczy oraz oczekiwaniem eksporterów na przywrócenie zwrotu podatku VAT). W efekcie szacujemy, że EBITDA w 2Q'16 (4Q'15) wyniesie 112,0 mln USD (-21,4% r/r), a wynik operacyjny 94,9 mln USD (-23,4% r/r). Oczekujemy, że na poziomie działalności finansowej spółka zaksięguje 9,0 mln USD ujemnych różnic kursowych związanych z osłabieniem UAH do USD na przestrzeni kwartału (około 25 mln USD ujemnych różnic w analogicznym okresie roku ubiegłego). W efekcie wynik netto wyniesie 74,4 mln USD i będzie o 35,7% r/r wyższy. Po IH'16 (2H'15) nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 44% na poziomie sprzedaży, 52% wyniku EBITDA oraz 55% wyniku netto. Szacujemy, że dług netto na koniec 2Q'16 (4Q'15) wyniesie około 470-480 mln USD (2,1x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy).

Przemysł metalowy		Trzymaj							
Kęty									
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	285,00 PLN		P/E 2015	14,1	EV/EBITDA 2015		9,3
		Cena docelowa	277,80 PLN		P/E 2016	14,4	EV/EBITDA 2016		8,6
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	515,3	484,1	6,4%	2 017,3	1 819,6	10,9%	2 048,2	2 017,3	1,5%
EBITDA	70,6	57,1	23,5%	332,8	309,3	7,6%	346,7	332,8	4,2%
Marża	13,7%	11,8%			17,0%		16,9%	16,5%	
EBIT	46,0	33,5	37,5%	241,0	169,0	42,6%	244,1	241,0	1,3%
Zysk brutto	42,5	26,0	63,8%	226,5	201,9	12,2%	230,6	226,5	1,8%
Zysk netto	48,2	23,4	106,0%	206,3	169,0	22,1%	186,8	206,3	-9,5%

Wynikom pomagają spadające ceny aluminium

Według prognozy Zarządu Grupy Kęty skonsolidowane przychody ze sprzedaży za 4Q'15 wyniosą około 515 mln PLN (+8% r/r), zysk operacyjny 45-47 mln PLN (+43,4% r/r), EBITDA 69-71 mln PLN (+22,5% r/r) i wynik netto 47-49 mln PLN (+105% r/r). W 4Q'15 najwyższą dynamikę przychodów ze sprzedaży osiągnie Segment Systemów Aluminiowych (+30% r/r), Segment Usług Budowlanych (+15% r/r) oraz Segment Opakowań Giętkich (+10% r/r). Segment Akcesoriów Budowlanych zanotuje sprzedaż porównywalną z zeszłym rokiem, natomiast Segment Wyróbów Wyciskanych ze względu na ponad 20% spadek cen aluminium na rynkach światowych zmniejszy przychody ze sprzedaży o około 8%

r/r. Saldo działalności finansowej w kwartale będzie miało wynik ujemny i wyniesie około 3 mln PLN (w 4Q'14 -7,4 mln PLN). W 4Q'15 dodatni wpływ na osiągnięty wynik netto w łącznej kwocie około 14 mln PLN będą miały zdarzenia jednorazowe związane z rozpoznaniem aktywa na podatek. Spółka szacuje, iż na koniec grudnia 2015 roku dług netto Grupy Kapitałowej wyniesie 260-270 mln PLN. Całoroczna sprzedaż Grupy Kęty wyniesie około 2 017 mln PLN (+2,4% vs. nasza prognoza), EBITDA +333 mln PLN (+3,7% vs. nasza prognoza), EBIT 241 mln PLN (+5,3% vs. nasza prognoza) oraz wynik netto 206 mln PLN (+8,3% vs. nasza prognoza).

Nasze prognozy dla Grupy Kęty nie odbiegają znacząco od wcześniej podanych szacunków Zarządu.

Przemysł elektromaszynowy									
Kopex Trzymaj									
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	3,70 PLN		P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015		5,2	
	Cena docelowa	3,70 PLN		P/E 2016	-	EV/EBITDA 2016		5,7	
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	224,1	357,5	-37,3%	1 093,7	1 433,9	-23,7%	953,2	1 093,7	-12,8%
EBITDA	33,2	63,2	-47,5%	140,6	287,4	-51,1%	130,1	140,6	-7,5%
Marża	14,8%	17,7%	-	12,9%	20,0%	-	13,6%	12,9%	-
EBIT	-3,9	26,0	-	4,8	135,6	-96,5%	10,0	4,8	110,9%
Zysk brutto	-11,1	27,2	-	-4,3	130,0	-	-13,2	-4,3	-
Zysk netto	-10,4	21,2	-	-4,3	101,3	-	-11,9	-4,3	-

Oczekiwana strata w 4Q'15, odpisy goodwill?

Na koniec 3Q'15 backlog Grupy Kopex wyniósł 1,0 mld PLN i był o 29% r/r niższy (najniżej od początku 2011 roku). Największe spadki wartości portfela zamówień miały miejsce w segmentach górnictwa podziemnego (-44% r/r; 0,2 mld PLN – najniżej od kiedy spółka prezentuje dane), urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-23% r/r) oraz usług górniczych (-16% r/r; 0,7 mld PLN - najniżej od początku 2013 roku). W każdym kwartale 2015 roku portfel zamówień Kopex notował spadek wartości w ujęciu r/r.

W efekcie spadającego portfela zamówień w 4Q'15 oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą 224,1 mln PLN i będą o 37,3% r/r niższe. Naszym zdaniem najwyższy spadek obrotów będzie miał miejsce w segmentach maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (-46,8% r/r), usług górniczych (-35,6% r/r) oraz urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-9,0% r/r).

Wraz ze spadkiem sprzedaży zakładamy również wysoką ujemną dynamikę wyniku brutto ze sprzedaży 26,3 mln PLN (-49,3% r/r). Podobnie jak na poziomie sprzedaży największy spadek wyniku następować będzie w trzech głównych segmentach operacyjnych spółki (maszyny dla górnictwa podziemnego, maszyny i urządzenia elektryczne i elektroniczne oraz usługi górnicze). W efekcie szacujemy, że wynik EBITDA wyniesie 33,2 mln PLN (-47,5% r/r), a zysk operacyjny będzie poniżej zera (-3,9 mln PLN).

W naszej prognozie nie uwzględniamy potencjalnych odpisów wynikających z testów na utratę wartości firmy. Obecnie Kopex posiada wartość firmy z przejścia na poziomie 1,3 mld PLN. Słaba utrzymująca się koniunktura na górniczym zapleczu może być dla audytorów argumentem na dokonanie odpisów wartości godziwej w spółce.

Szacujemy, że dług netto na koniec 2015 roku wyniesie około 450 mln PLN (3,2x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy).

Przemysł samochodowy									
Uniwheels Kupuj									
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	127,80 PLN		P/E 2015	9,8	EV/EBITDA 2015		6,9	
	Cena docelowa	142,90 PLN		P/E 2016	8,9	EV/EBITDA 2016		6,7	
(mIn EUR)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	114,8	99,2	15,7%	434,9	362,6	20,0%	460,1	434,9	5,8%
EBITDA	15,7	14,8	6,3%	57,3	46,3	23,8%	60,8	57,3	6,2%
Marża	13,7%	14,9%	-	13,2%	12,8%	-	13,2%	13,2%	-
EBIT	11,9	11,2	6,1%	42,5	32,1	32,5%	42,1	42,5	-1,0%
Zysk brutto	9,1	5,8	56,5%	37,2	21,8	70,9%	40,8	37,2	9,7%
Zysk netto	9,0	6,3	41,6%	36,8	22,2	66,0%	40,4	36,8	9,6%

Kontynuacja poprawy wyników finansowych

W 4Q'15 oczekujemy, że skumulowany wolumen sprzedaży felg aluminiowych wyniesie 2,1 mln sztuk, a średnie ceny wyniosą odpowiednio 54,0 EUR/felga w segmencie Aftermarket (+0,6% r/r) oraz 54,4 EUR/felga w segmencie OEM (+6,7%). Szacujemy, że wolumen sprzedaży w segmencie Aftermarket spadnie o 2,4% r/r, a OEM wzrośnie o 14,2% r/r. Na dobrą sprzedaż felg w segmencie OEM w 4Q'15 wpływ miała wysoka pozytywna dynamika rejestracji nowych samochodów osobowych w Europie. Zakładamy jednocześnie, że średnie ceny w 4Q'15 będą o 2-3% q/q niższe, na co wpływ ma spadek cen aluminium i wynikający z tego spadek średnich cen dla odbiorców.

Spodziewamy się, że w 4Q'15 Uniwheels na każdej sprzedanej feldze zarabiać będzie 7,5 EUR, wobec 7,79 EUR

w 4Q'14 (efekt niższych średnich cen sprzedaży). W efekcie wartość EBITDA Grupy wyniesie 15,7 mln EUR i będzie o 6,3% r/r wyższa.

Szacujemy, że nieznaczne osłabienie się PLN do EUR na przestrzeni 4Q'15 przełoży się na ujemne różnice kursowe na poziomie 2,0 mln EUR.

Wynik netto spółki szacujemy na poziomie 9,0 mln EUR (+41,6% r/r).

Dług netto na koniec 2015 roku szacujemy na poziomie 33,9 mln EUR (0,6x EBITDA'15).

Przy okazji wyników za 2015 rok Zarząd prawdopodobnie przedstawi swoje oczekiwania odnośnie wolumenu sprzedanych felg, poziomu sprzedaży i rentowności EBITDA na 2016 rok. Liczymy również na potwierdzenie współczynnika wypłaty dywidendy na poziomie 50% wypracowanego wyniku netto.

Metale									
Vistal									
Kupuj									
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	7,90 PLN		P/E 2015	7,1	EV/EBITDA 2015	7,5		
	Cena docelowa	15,80 PLN		P/E 2016	6,0	EV/EBITDA 2016	6,7		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	93,5	87,4	7,0%	393,7	322,4	22,1%	456,8	393,7	16,0%
EBITDA	9,5	10,1	-5,8%	44,6	39,6	12,8%	49,8	44,6	11,7%
Marża	10,1%	11,5%	-	11,3%	12,3%	-	10,9%	11,3%	-
EBIT	5,5	6,4	-13,1%	29,5	27,1	8,8%	34,2	29,5	15,9%
Zysk brutto	3,1	7,4	-58,2%	20,6	16,3	26,7%	21,0	20,6	1,9%
Zysk netto	2,5	5,7	-56,3%	15,8	12,3	28,5%	18,7	15,8	18,4%

Wyniki niższe r/r, imponujący backlog i zapowiedź dywidendy

W 4Q'15 oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą 93,5 mln PLN i będą o 7,0% r/r wyższe. Spółka jednocześnie w 2015 roku zbliży się do poziomu sprzedaży 400 mln PLN, co było zapowiadaniem celem na 2016-2017 rok. W 4Q'15 oczekujemy dużej dodatniej dynamiki (+75% r/r) segmentu infrastruktury (efekt wysokiego portfela zamówień) oraz ujemnej (-59% r/r) w segmencie Marine&Offshore (efekt zakończenia kontraktów Marine i przygotowań do realizacji kontraktu na złożę Johan Sverdrup za 75 mln PLN). Naszym zdaniem przychody segmentu budownictwa kubaturowego będą płaskie r/r (-4% r/r).

Zakładamy, że saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniesie w 4Q'15 +0,1 mln PLN vs. +1,1 mln PLN w 4Q'14. W efekcie wynik EBITDA 4Q'15 wyniesie 9,5 mln PLN (-5,8% r/r). Oczekujemy poprawy rentowności segmentu Marine &

Offshore w 4Q'15 (+1,2p.p. – efekt większej proporcji kontraktów Offshore w stosunku do Marine) oraz niższej segmentu infrastruktury (-5,4p.p. – efekt zamykania kontraktów eksportowych, których marża okazała się niższa niż wcześniej zakładano).

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy negatywnego efektu różnic kursowych (0,03 mln PLN; spółka posiada część zadłużenia w EUR).

Według naszych prognoz wynik netto wyniesie w 4Q'15 2,5 mln PLN i będzie o 56,3% r/r niższy (efekt ujemnej stopy podatkowej zanotowanej w 4Q'14).

Szacujemy, że dług netto na koniec 2015 roku wyniesie około 221 mln PLN (4,9x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy). Przy okazji wyników za 4Q'15 oczekujemy że Zarząd poinformuje o wielkości portfela zamówień, szacujemy, że ten na koniec roku sięgnie 290 mln PLN i będzie o 17,9% r/r wyższy. Zarząd może również przedstawić propozycję wypłaty dywidendy za rok 2015 (nasze oczekiwania 0,28 PLN/akcja).

Budownictwo

Budownictwo Budimex		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	195,00 PLN		P/E 2015	22,0	EV/EBITDA 2015	10,1	
		Cena docelowa	225,10 PLN		P/E 2016	17,3	EV/EBITDA 2016	9,2	
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	1 342,1	1 237,2	8,5%	5 085,1	4 949,9	2,7%	5 934,9	5 085,1	16,7%
EBITDA	83,5	76,7	8,8%	299,2	270,3	10,7%	370,9	299,2	24,0%
Marża	6,2%	6,2%	-	5,9%	5,5%	-	6,2%	5,9%	-
EBIT	78,2	71,0	10,1%	277,1	247,3	12,0%	349,9	277,1	26,3%
Zysk brutto	81,0	70,4	15,1%	284,3	242,6	17,2%	356,1	284,3	25,3%
Zysk netto	65,6	57,2	14,7%	226,7	192,0	18,1%	288,0	226,7	27,0%

Pozytywny wpływ deweloperki

Spodziewamy się dobrych wyników Budimeksu za 4Q'15, do czego znacząco przyczyni się segment deweloperski. Budimex Nieruchomości rozliczył w wynikach ostatniego kwartału 2015 r. 453 mieszkania, mniej więcej tyle samo, co w okresie 9M'15, i 4x więcej niż w 4Q'14. Przychody ze sprzedaży mieszkań szacujemy na ok. 140 mln PLN (+100 mln PLN względem 4Q'14) a EBIT segmentu na 23 mln PLN (+20 mln PLN względem 4Q'14). W 4Q'15 pogoda sprzyjała realizacji robót budowlanych. Oczekujemy zbliżonego r/r poziomu przychodów z działalności budowlanej (1 140 mln PLN) przy niższej marży operacyjnej (4,6% vs.

5,9% w 4Q'14). Bardzo wysoka rentowność segmentu budowlanego w ostatnim kwartale 2014 r. nie była do utrzymania, a prognozowany przez nas poziom rentowności EBIT poniżej 5% nie powinien niepokoić. Zysk netto Budimeksu za 4Q'15 szacujemy na 66 mln PLN, co stanowiłoby wzrost o 15% r/r. Nasza całoroczna prognoza zysku netto za 2015 r. wynosi 227 mln PLN (+18% r/r). Liczymy na dobry cash flow w ostatnim kwartale roku i kontynuację polityki wypłaty 100% zysku na dywidendę. Znaczna liczba zawartych umów w ostatnich miesiącach 2015 r. powinna zaowocować wzrostem portfela zamówień Budimeksu powyżej poziomu 8,5 mld PLN (+40% r/r).

Budownictwo Elektrobudowa		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	112,90 PLN		P/E 2015	10,0	EV/EBITDA 2015	6,4	
		Cena docelowa	170,50 PLN		P/E 2016	9,7	EV/EBITDA 2016	5,6	
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	288,6	351,5	-17,9%	1 221,0	1 108,3	10,2%	1 052,3	1 221,0	-13,8%
EBITDA	18,3	16,9	8,5%	84,2	49,3	70,9%	86,4	84,2	2,6%
Marża	6,4%	4,8%	-	6,9%	4,4%	-	8,2%	6,9%	-
EBIT	14,9	13,5	10,4%	69,8	35,7	95,3%	72,8	69,8	4,3%
Zysk brutto	14,1	12,7	11,2%	68,5	33,5	104,4%	70,7	68,5	3,2%
Zysk netto	11,0	11,0	-0,3%	54,8	27,3	100,5%	55,1	54,8	0,6%

Wyniki zbliżone r/r mimo rezerwy w Słupsku

Dokonana na przełomie 2015 i 2016 r. zmiana na stanowisku Prezesa Elektrobudowy oraz wcześniejsza informacja o konieczności zawiązania rezerwy na jednym z kontraktów dla PSE według nas nie zwiastują problemów w wynikach spółki za 4Q'15. Przypominamy, że wciąż aktualna pozostaje podwyższona w listopadzie prognoza zarządu na 2015 r., zakładająca osiągnięcie przez Grupę 59,5 mln PLN zysku netto. Szacujemy, że ostateczny wynik finansowy okaże się niższy niż wynika z prognozy zarządu, lecz będzie się mieścić w granicach dopuszczalnych odchyleń. Szacujemy, że Elektrobudowa wypracuje w 4Q'15 11,0 mln PLN zysku netto (stabilnie r/r) przy przychodach ze sprzedaży w kwocie 289 mln PLN (-18% r/r). Połączone segmenty wytwarzania energii oraz przemysłu powinny wypracować znacznie wyższy wynik r/r (w 4Q'15 strata EBIT Rynku Przemysłu wyniosła niemal 6 mln PLN). Spodziewamy się słabszego wyniku spółki w segmencie dystrybucji energii w związku z wezwaniem spółki do zapłaty 11,8 mln PLN kary na kontrakcie w Słupsku

(spółka informowała o tym w grudniu). Nasza prognoza implikuje skonsolidowany wynik netto Elektrobudowy za 2015 r. w wysokości 54,8 mln PLN, co jest poziomem o 2% wyższym od naszej prognozy z października 2015 r. Spodziewamy się utrzymania przez Elektrobudowę dodatniej pozycji gotówkowej netto (na koniec września 2015 r. spółka posiadała 21 mln PLN gotówki netto). Przypominamy, że na koniec września spółka miała zamrożone 133 mln PLN w jednym z kontraktów realizowanych dla PSE (Stacja Buczyna). Obawiamy się, że pierwsza duża faktura w powyższym kontrakcie (na około 100 mln PLN) zostanie wystawiona (i zaakceptowana) dopiero w drugiej połowie bieżącego roku, co nie powinno przeszkodzić zarządowi w zaproponowaniu dywidendy z zysku za 2015 r. Sądzymy, że propozycja zarządu odnośnie dywidendy może być niższa od prognozowanego przez nas w październiku poziomu 6,8 PLN/akcję, spodziewamy się jednak, że dywidenda nie będzie niższa niż 4,0 PLN.

Budownictwo									
Erbud									
Kupuj									
Analitik: Piotr Zybala	Cena bieżąca	28,37 PLN		P/E 2015	10,5	EV/EBITDA 2015	5,5		
	Cena docelowa	36,00 PLN		P/E 2016	10,2	EV/EBITDA 2016	5,0		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	420,7	556,5	-24,4%	1 755,5	1 693,8	3,6%	1 620,5	1 755,5	-7,7%
EBITDA	16,0	20,5	-22,1%	66,1	52,7	25,5%	66,3	66,1	0,4%
Marża	3,8%	3,7%	-	3,8%	3,1%	-	4,1%	3,8%	-
EBIT	13,5	17,6	-23,3%	56,2	43,8	28,4%	55,3	56,2	-1,7%
Zysk brutto	11,5	15,8	-27,2%	49,7	36,5	36,3%	49,4	49,7	-0,6%
Zysk netto	8,3	12,1	-31,8%	34,4	27,2	26,7%	35,6	34,4	3,4%

Wysoka baza ubiegłego roku

Powtórzenie wyników z 4Q'14 w jest raczej poza zasięgiem spółki, co wynika z dwóch względów. Po pierwsze, w ostatnich miesiącach 2014 r. Erbud osiągnął najwyższe kwartalne przychody w swojej historii (556 mln PLN). Portfel zamówień, który spółka posiadała na koniec września 2015 r. nie pozwala na powtórzenie tak dobrego wyniku w 4Q'15, pomimo pogody sprzyjającej prowadzeniu prac budowlanych. Po drugie, w 4Q'14 Erbud zaksięgował w pozostałej działalności operacyjnej 7,3 mln PLN zysku z wyceny

projektu Deptak w Poznaniu. W 4Q'15 spodziewamy się kwoty około 1 mln PLN z tego tytułu i braku innych zdarzeń o jednorazowym charakterze. Mocną pozycją Erbudu w 2015 r. były marże na kontraktach. W okresie 9M'15 Erbud poprawił marżę EBIT o niemal 1p.p. do poziomu 3,2%. Zakładamy że spółka utrzymała powyższą rentowność również w ostatnim kwartale 2015 r. Przy oczekiwanym przez nas spadku przychodów o 24% r/r i utrzymaniu marż, prognozujemy zysk netto Erbudu w 4Q'15 w kwocie 8,3 mln PLN (-32% r/r). Nasza prognoza implikuje 34,4 mln PLN zysku netto w całym 2015 r. (+27% r/r).

Budownictwo									
Unibep									
Kupuj									
Analitik: Piotr Zybala	Cena bieżąca	10,51 PLN		P/E 2015	16,1	EV/EBITDA 2015	9,1		
	Cena docelowa	12,10 PLN		P/E 2016	11,1	EV/EBITDA 2016	6,9		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	326,8	330,9	-1,2%	1 210,3	1 079,7	12,1%	1 398,3	1 210,3	15,5%
EBITDA	11,6	10,8	6,7%	36,1	32,1	12,6%	51,6	36,1	42,7%
Marża	3,5%	3,3%	-	3,0%	3,0%	-	3,7%	3,0%	-
EBIT	9,7	9,0	6,9%	28,5	25,1	13,5%	43,6	28,5	52,7%
Zysk brutto	9,7	9,5	2,2%	32,3	27,6	17,2%	43,5	32,3	34,7%
Zysk netto	7,0	7,3	-4,8%	22,9	19,8	15,5%	33,3	22,9	45,8%

Wyniki zbliżone r/r

Kolejny rok z rzędu czwarty kwartał powinien być najsilniejszym okresem w wynikach Unibepu. Prognozujemy przychody: 326,8 mln PLN (-1% r/r), EBIT: 9,7 mln PLN (+7% r/r) oraz zysk netto: 7,0 mln PLN (-5% r/r). Nominalny poziom wyników jest w naszej ocenie dobry. Oczekiwany brak wzrostu zysku w stosunku do ubiegłego roku wynika z wysokiej bazy. 4Q'14 pod względem przychodów i marż był najlepszym kwartałem Unibepu od kilku lat. W wynikach 4Q'15 liczymy na poprawę rentowności segmentu kubaturowego, która była sporym rozczarowaniem w okresie 9M'15 (efekt problemów na kontraktach w

Niemczech). Spodziewamy się również znacznie lepszego kwartału r/r w segmencie deweloperskim (pierwsze przekazania w oddanych do użytku dwóch projektach deweloperskich na ok. 300 mieszkań). Zakładamy niższy wynik r/r z segmentu domów modułowych (efekt wysokiej bazy). Unibep powinien zakończyć rok z gotówką netto, której poziom będzie zapewne niższy niż na koniec 2014 r. (60 mln PLN). Liczymy na silny wzrost wyników spółki w 2016 r. (46% wzrostu zysku netto). Harmonogram kończenia projektów deweloperskich wskazuje, że również w 2016 r. najlepszy wynik powinien być skumulowany w ostatnim kwartale roku.

Deweloperzy

Deweloperzy Capital Park		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	5,59 PLN		P/E 2015	-		P/BV 2015	0,67
		Cena docelowa	6,50 PLN		P/E 2016	42,7		P/BV 2016	0,68
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	20,9	19,0	9,7%	75,4	54,8	37,5%	124,5	75,4	65,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	16,0	15,7	2,0%	55,8	41,5	34,4%	93,4	55,8	67,3%
Marża	76,8%	82,6%	-	74,0%	75,7%	-	75,0%	74,0%	-
EBIT bez rewaluacji i SOP*	12,7	11,6	9,4%	43,2	29,7	45,3%	80,6	43,2	86,7%
Rewaluacja	6,1	-73,7	-	-26,8	-61,0	-	-20,8	-26,8	-
EBIT	17,8	-60,8	-	13,4	-35,2	-	59,8	13,4	347,5%
Zysk brutto	8,2	-79,1	-	-26,5	-64,4	-	28,0	-26,5	-
Zysk netto	6,1	-69,0	-	-32,1	-61,5	-	14,1	-32,1	-

*SOP - Stock Option Plan

Bez większych zmian w wycenie portfela

Przy okazji wyników rocznych Capital Park dokonuje szczegółowej rewizji założeń przyjętych do wyceny nieruchomości inwestycyjnych (aktualne i oczekiwane czynniki, stopy kapitalizacji i poziom pustostanów). W 4Q'15 nie spodziewamy się znaczących przeszacowań nieruchomości w związku z powyższą rewizją. Uważamy, że na niektórych nieruchomościach może być uzasadnione obniżenie zakładanych stóp kapitalizacji. Korzystny wpływ niższych yieldów będzie jednak równoważony obniżeniem oczekiwanych czynszów. Aktualizacja wycen nieruchomości o

zmianę kursu EUR/PLN miała w 4Q'15 lekko pozytywny efekt. Ostatecznie prognozujemy dodatnią rewaluację nieruchomości w kwocie 6,1 mln PLN. Oczyszczony o rewaluację wynik operacyjny spółki szacujemy w 4Q'15 na 12,7 mln PLN (+9% r/r). Z perspektywy całego 2015 r. oczyszczony EBIT wzrósł według naszych prognoz o 45%, co wynika z oddania do użytku w trakcie 2014 r. i 2015 r. dwóch dużych obiektów Eurocentrum i Royal Wilanów. Na tle niskiej bazy z ubiegłego roku, wyniki Capital Park za 4Q'15 powinny prezentować się bardzo dobrze. W 2016 r. proces wzrostu NOI i wyników operacyjnych spółki będzie postępował wraz ze wzrostem obłożenia w budynkach.

Deweloperzy Dom Development		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	46,30 PLN		P/E 2015	14,4		P/BV 2015	1,30
		Cena docelowa	60,80 PLN		P/E 2016	10,6		P/BV 2016	1,26
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	462,2	262,8	75,9%	886,4	784,3	13,0%	1 025,2	886,4	15,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	103,7	58,2	78,0%	197,5	152,0	29,9%	232,3	197,5	17,6%
Marża	22,4%	22,2%	-	22,3%	19,4%	-	22,7%	22,3%	-
EBIT bez rewaluacji	80,9	36,9	119,5%	101,6	69,0	47,3%	135,5	101,6	33,3%
Rewaluacja	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	80,9	36,9	119,5%	101,6	69,0	47,3%	135,5	101,6	33,3%
Zysk brutto	80,4	36,6	119,7%	99,3	69,4	43,0%	133,7	99,3	34,6%
Zysk netto	65,2	29,5	120,7%	79,9	55,7	43,5%	108,3	79,9	35,6%

Rekordowy kwartał

Dom Development rozliczył w wynikach 4Q'15 1 019 lokali, co stanowiło 49% całkowitej liczby mieszkań rozliczonych w 2015 r. Jeszcze większa dysproporcja między kwartałami będzie widoczna w wynikach finansowych spółki. Prognozujemy, że Dom Development wypracował w minionym kwartale 65,2 mln PLN zysku netto, co oznaczałoby 82% całorocznego zysku, wypracowanego przez spółkę. Dokładną liczbę mieszkań rozliczonych w wynikach 4Q'15 oraz orientacyjną strukturę przekazania spółka podała w raporcie bieżącym z 8 stycznia, stąd bardzo dobre wyniki ostatniego kwartału roku nie powinny stanowić zaskoczenia. W wynikach 4Q'15 rozliczane były projekty o dobrych marżach i wysokiej cenie jednostkowej (Żoliborz Artystyczny - 198 szt., Saska - 191 szt., Rezydencja Mokotów - 63 szt.).

Szacujemy, że marża deweloperska wyniosła w minionym kwartale 22,4% vs. 22,2% w 4Q'14, a przychód w przeliczeniu na jedno mieszkanie wyniósł 454 tys. PLN vs. 413 tys. PLN w 4Q'14.

Spodziewamy się, że spółka przeznaczy cały zysk wypracowany w 2015 r. na wypłatę dywidendy (DYield= 6,7%). Liczba mieszkań sprzedanych przez Dom Development w 2015 r. była o 16% wyższa od liczby mieszkań rozliczonych w wyniku finansowym, co oznacza, że potencjał wynikowy spółki jest wyższy niż wskazuje na to zysk 2015 r. Prognozujemy wzrost zysku netto Dom Development o 36% w 2016 r. oraz dalszy wzrost o 11% w 2017 r. przy jednoczesnym utrzymaniu polityki dywidendowej polegającej na wypłacie 100% zysku netto w formie dywidendy.

Deweloperzy Echo Investment		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	5,49 PLN		P/E 2015	15,4		P/BV 2015	0,85
		Cena docelowa	6,57 PLN		P/E 2016	10,2		P/BV 2016	0,77
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	155,9	206,8	-24,6%	565,5	577,4	-2,1%	778,7	565,5	37,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	89,2	100,0	-10,8%	304,8	318,0	-4,2%	383,2	304,8	25,8%
Marża	57,2%	48,4%	-	53,9%	55,1%	-	49,2%	53,9%	-
EBIT bez rewaluacji	63,0	56,6	11,2%	193,8	211,8	-8,5%	302,7	193,8	56,2%
Rewaluacja	72,8	16,7	337,1%	86,2	450,3	-80,9%	58,2	86,2	-32,5%
EBIT	135,8	73,3	85,3%	280,0	662,2	-57,7%	360,9	280,0	28,9%
Zysk brutto	87,5	-42,4	-	176,2	448,2	-60,7%	247,5	176,2	40,5%
Zysk netto	74,4	-48,1	-	147,4	405,1	-63,6%	222,8	147,4	51,2%

Dobry kwartał na koniec roku

Po słabej pod względem wyników pierwszej połowie 2015 r., w 3Q wyniki Echo uległy poprawie. W 4Q spodziewamy się najlepszych wyników spółki w całym 2015 r. i nie będzie to zasługą kursu walutowego, który w ostatnim kwartale zmienił się tylko nieznacznie (umocnienie EUR/PLN o 0,5%). W 4Q'15 prognozujemy około 15% wzrost zysku z wynajmu powierzchni oraz 73 mln PLN (+340% r/r) zysku z wyceny nieruchomości komercyjnych (głównie efekt wzrostu wynajęcia i przeszacowania projektów w budowie). Znacznie niższy r/r powinien być w 4Q'15 wynik segmentu mieszkaniowego, co jest głównym źródłem spadku

prognozowanych przychodów ze sprzedaży o 25% r/r i spadku zysku brutto ze sprzedaży o 11% (wyższy wynik na wynajmie nie zrekompensuje słabszej mieszkaniówki). Na poziomie operacyjnym (bez rewaluacji) liczymy na poprawę wyniku o 11% r/r (brak negatywnych zdarzeń w pozostałych kosztach operacyjnych, które obciążą wynik w minionym roku). Raportowany zysk EBIT (uwzględniający rewaluację) szacujemy na 136 mln PLN (+85% r/r). Koszty działalności finansowej szacujemy na 48 mln PLN (odsetki + prowizje + wycena kredytów i instrumentów finansowych) vs. 116 mln PLN w 4Q'14. Prognozowany przez nas zysk netto za 4Q'15 szacujemy na 74 mln PLN vs. 48 mln PLN straty netto w 4Q'14.

Deweloperzy GTC		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	6,71 PLN		P/E 2015	20,0		P/BV 2015	1,20
		Cena docelowa	8,20 PLN		P/E 2016	9,0		P/BV 2016	1,07
(mIn EUR)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	28,0	29,8	-6,0%	116,0	124,3	-6,7%	121,4	116,0	4,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	19,4	19,7	-1,3%	79,0	81,1	-2,6%	86,5	79,0	9,5%
Marża	69,4%	66,1%	-	68,2%	65,3%	-	71,3%	68,2%	-
EBIT bez rewaluacji i SOP*	15,6	16,3	-3,9%	66,1	67,5	-2,2%	72,8	66,1	10,3%
Rewaluacja	13,4	-126,1	-	11,2	-194,4	-	43,3	11,2	288,0%
EBIT	29,0	-109,7	-	76,9	-124,3	-	116,1	76,9	51,0%
Zysk brutto	21,5	-135,7	-	43,5	-194,5	-	85,7	43,5	96,8%
Zysk netto	18,1	-125,1	-	34,9	-183,8	-	77,6	34,9	122,6%

*SOP - Stock Option Plan

Pierwsza rewaluacja Galerii Północnej

Oczekujemy stabilizacji wyników operacyjnych GTC w 4Q'15. NOI z wynajmu powierzchni szacujemy na 19,4 mln EUR, co byłoby wynikiem o 0,7% wyższym q/q i zarazem o 4,9% niższym r/r. Dokonane na przełomie 2015 i 2016 r. akwizycje biurowców w Budapeszcie i Poznaniu przełożą się na wzrost wyników z najmu dopiero w kolejnych kwartałach 2016 r. Zysk operacyjny oczyszczony o rewaluację i wycenę programu opcji managerskich szacujemy na 15,6 mln EUR (-2,8% q/q, -3,9% r/r). Korzystne efekty restrukturyzacji portfela aktywów widoczne były w trakcie 2015 r. w działalności finansowej. FFO za 4Q'15 szacujemy na 9,1 mln

EUR vs. szacowane 4,2 mln EUR w 4Q'14. W wynikach 4Q'15 spodziewamy się pierwszego widocznego dodatniego przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych od około 5 lat (prognoza: +13,4 mln EUR, vs. -126,1 mln EUR w 4Q'14). Nasze oczekiwania odnośnie rewaluacji opieramy na projekcie centrum handlowego na Białołęce, którego budowa rozpoczęła się około pół roku temu. Uważamy, że zaawansowanie budowy i komercjalizacji uzasadnia dokonanie pierwszego przeszacowania wartości obiektu w kwocie około 15 mln EUR (całkowita oczekiwana przez nas rewaluacja powyższej nieruchomości wynosi około 170 mln EUR).

Deweloperzy Robyg									
Kupuj									
Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca	2,86 PLN		P/E 2015	9,8		P/BV 2015	1,52	
	Cena docelowa	3,40 PLN		P/E 2016	9,0		P/BV 2016	1,45	
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	133,9	125,1	7,1%	468,8	409,3	14,5%	541,9	468,8	15,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	17,1	22,7	-24,7%	73,3	73,0	0,5%	107,2	73,3	46,1%
Marża	12,7%	18,1%	-	15,6%	17,8%	-	19,8%	15,6%	-
EBIT bez rewaluacji	20,7	20,9	-0,5%	59,6	51,2	16,3%	106,6	59,6	79,0%
Rewaluacja	0,0	-1,8	-	-1,4	9,3	-	0,0	-1,4	-
EBIT	20,7	19,1	8,8%	58,1	60,5	-3,8%	106,6	58,1	83,4%
Zysk brutto	18,2	17,3	5,3%	48,5	52,0	-6,9%	98,2	48,5	102,7%
Zysk netto	16,0	20,6	-22,2%	77,0	42,3	82,0%	84,0	77,0	9,1%

Wysoki udział JV

Robyg rozliczył w wynikach 4Q'15 rekordowe 775 mieszkań (+12% r/r, +7% q/q). Projekty JV miały około 50% udział w przekazaniach, stąd znaczna część wyniku finansowego kryje się w pozycji "udział w zysku jednostek wycenianych metodą praw własności", którą szacujemy na 16,9 mln PLN (+24% r/r). Projekty realizowane w formule JV są wysokomarżowymi inwestycjami spółki, ze średnią marżą deweloperską przekraczającą poziom 30%. Znacznie niższą rentownością charakteryzują się gdańskie projekty realizowane samodzielnie (szczególnie inwestycje Lawendowe Wzgórza oraz Albatros Towers, które intensywnie były przekazywane w minionym kwartale). Średnią marżę deweloperską na projektach realizowanych samodzielnie

szacujemy w 4Q'15 na 13,7%. Wyniki za ostatni kwartał minionego roku nie będą imponować pod względem rentowności, niemniej wysoka liczba przekazania pozwoli na wypracowanie dobrego wyniku finansowego. W 4Q'15 zysk przed opodatkowaniem szacujemy na 18,2 mln PLN (+5% r/r, -3% q/q). W całym 2015 r. oczyszczony o rewaluację zysk przed opodatkowaniem szacujemy na 49,9 mln PLN (+16% r/r). Wykazanie aktywów z tytułu podatku odroczonego w okresie 9M'15 na kwotę około 43 mln PLN pozwoli na zaprezentowanie wysokiego zysku netto w całym 2015 r. (prognoza: 77,0 mln PLN). Szacujemy, że poprawa marż oraz wzrost liczby mieszkań rozliczonych w wyniku, będą źródłem jeszcze wyższego zysku netto w 2016 r., tym razem już bez udziału zdarzeń jednorazowych.

Handel

Handel AmRest		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	171,00 PLN		P/E 2015	25,3	EV/EBITDA 2015	11,0	
		Cena docelowa	217,00 PLN		P/E 2016	23,5	EV/EBITDA 2016	9,1	
(mln PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	918,0	799,6	14,8%	3 338,8	2 952,7	13,1%	3 788,5	3 338,8	13,5%
EBITDA	107,2	67,0	60,0%	424,7	316,0	34,4%	508,8	424,7	19,8%
Marża	11,7%	8,4%	3,3p.p.	12,7%	10,7%	2p.p.	13,4%	12,7%	0,7p.p.
EBIT	46,7	9,1	415,7%	203,6	109,9	85,2%	242,7	203,6	19,2%
Zysk brutto	35,1	-0,6	-	161,9	65,3	147,7%	197,1	161,9	21,8%
Zysk netto	25,2	7,1	253,7%	143,3	51,7	177,4%	154,4	143,3	7,7%

Kontynuacja poprawy wyników w 4Q'15

Oczekujemy kolejnego kwartału mocnych wyników, na co wpływ powinny mieć poprawa sprzedaży/restaurację o 3% R/R, kolejny kwartał konsolidacji przejętych kawiarni w Rumunii i Bułgarii oraz kontynuowanie odpowiedniej dyscypliny kosztowej. Zgodnie ze wstępnymi szacunkami sprzedaży opublikowanymi przez spółkę szacujemy, że wyniosły one 918 mln PLN w 4Q'15 (+14,8% R/R). Jednocześnie utrzymujący się niski poziom cen żywności oraz optymalizacja kosztów restauracji powinny przełożyć się na poprawę marży brutto na sprzedaży restauracji o 2p.p. R/R do 17,9%. W podziale na dywizje oczekujemy: i) poprawy rentowności EBITDA o 3,5p.p. R/R do 14,7% w Inne CEE (w 3Q'15 marża EBITDA wzrosła o 6,1p.p. R/R do 15,4% w wyniku konsolidacji kawiarni Starbucks działających w

Rumunii i Bułgarii); ii) wypracowania 1,8 mln PLN EBITDA w dywizji Nowe Rynki (zakładana marża EBITDA to 2,9% w 4Q'15); iii) zmniejszenia rentowności na rynku polskim i hiszpańskim do 12,3% (-0,6p.p. R/R) oraz 21,1% (-1,5p.p. R/R; efekt wysokiej bazy). Jednocześnie oczekujemy, że spółka rozpozna 17 mln PLN odpisów na aktualizację aktywów w 4Q'15. Uwzględniając wszystkie powyższe czynniki szacujemy, że wynik EBITDA wyniesie 107,2 mln PLN w 4Q'15 (+60% R/R) a marża EBITDA wyniesie 11,7% w 4Q'15 (+3,3p.p. R/R). Saldo na działalności finansowej powinno być na poziomie -11,6 mln PLN w 4Q'15 (vs. 3,4 mln PLN w 4Q'14). Szacujemy efektywną stopę podatkową na poziomie 26% w 4Q'15. Uwzględniając powyższe wyniki, zysk netto powinien wynieść 25,2 mln PLN w 4Q'15 (+253,7% R/R).

Handel CCC		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	125,50 PLN		P/E 2015	27,1	EV/EBITDA 2015	18,3	
		Cena docelowa	149,00 PLN		P/E 2016	23,4	EV/EBITDA 2016	14,5	
(mln PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	749,9	679,2	10,4%	2 302,2	2 009,1	14,6%	2 987,5	2 302,2	29,8%
EBITDA	116,3	122,2	-4,8%	290,0	295,9	-2,0%	369,3	290,0	27,4%
Marża	15,5%	18,0%	-2,5p.p.	12,6%	14,7%	-2,1p.p.	12,4%	12,6%	-0,2p.p.
EBIT	102,4	98,8	3,6%	232,6	243,2	-4,4%	286,8	232,6	23,3%
Zysk brutto	91,2	95,1	-4,1%	221,9	325,1	-31,7%	479,4	541,5	-11,5%
Zysk netto	73,9	103,6	-28,7%	177,5	214,0	-17,0%	184,2	177,5	3,7%

Wyniki 4Q'15 pod presją niesprzyjających warunków pogodowych oraz umocnienia USDPLN

Zgodnie z wartościami zaraportowanymi w miesięcznych raportach sprzedażowych oczekujemy, że sprzedaż wyniosła 749,9 mln PLN w 4Q'15 (+10,4% R/R). Szacujemy, że powierzchnia sprzedażowa powiększyła się o 24,2% R/R do 377 tys. mkw. Uwzględniając wzrost powierzchni oraz dynamikę sprzedaży, efektywność sprzedaży/średnią ilość mkw. powinna zmniejszyć się o 16,9% R/R w 4Q'15. Był to przede wszystkim efekt niesprzyjających warunków pogodowych, ale także znacznie słabszej efektywności sprzedaży/mkw. na rynku niemieckim i austriackim w porównaniu ze średnią wartością dla Grupy CCC. W wyniku mniejszych wolumenów sprzedaży kolekcji jesienno-zimowej w pierwszych cenach (niesprzyjające warunki pogodowe)

oraz umocnienia USDPLN R/R, szacujemy że marża brutto na sprzedaży zmniejszyła się o 3,5p.p. R/R do 51,2% w 4Q'15. Szacujemy koszty SG&A na 277,6 mln PLN w 4Q'15 vs. 277,2 mln PLN w 4Q'14 (w 4Q'14 SG&A zostały zawyżone przez jednorazowe koszty doradztwa oraz przez podatek od czynności cywilnoprawnych). W efekcie wskaźnik kosztów SG&A/średnią ilość mkw. powinien zmniejszyć się o 24,6% R/R do 256,8 PLN. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej powinno wynieść -3,7 mln PLN w 4Q'15 (vs. 4,7 mln PLN w 4Q'14). Saldo na działalności finansowej szacujemy na -11,2 mln PLN w 4Q'15 vs. -3,7 mln PLN w 4Q'14. Szacujemy, że spółka rozpozna 13,9 mln PLN aktywa podatkowego w 4Q'15. Uwzględniając powyższe czynniki oczekujemy, że zysk netto wyniesie 87,8 mln PLN (vs. 309,9 mln PLN w 4Q'14), a oczyszczony zysk netto powinien wynieść 73,9 mln PLN vs. 103,6 mln PLN w 4Q'14.

Handel Eurocash		Redukuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	58,25 PLN		P/E 2015	38,2	EV/EBITDA 2015	17,7	
		Cena docelowa	47,30 PLN		P/E 2016	31,6	EV/EBITDA 2016	15,1	
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	5 635,4	4 445,8	26,8%	20 909,4	16 963,8	23,3%	22 096,4	20 909,4	5,7%
EBITDA	180,9	157,3	15,0%	471,8	412,5	14,4%	538,4	471,8	14,1%
Marża	3,21%	3,54%	-0,3p.p.	2,26%	2,43%	-0,2p.p.	2,44%	2,26%	0,2p.p.
EBIT	142,8	125,0	14,2%	322,6	287,2	12,3%	386,0	322,6	19,7%
Zysk brutto	132,2	92,8	42,5%	280,5	218,8	28,2%	346,2	280,5	23,4%
Zysk netto	95,9	72,3	32,6%	211,3	180,5	17,0%	255,9	211,3	21,1%

Efekt niskiej bazy będzie sprzyjał poprawie wyników

Szacujemy, że sprzedaż spółki wyniesie 5 635 mln PLN w 4Q'15 (+26,8% R/R), gdzie wzrost w głównej mierze powinien wynikać z konsolidacji Kolportera (w 4Q'14 biznes ten był konsolidowany tylko przez część 4Q'14 kwartału) oraz z poprawy sprzedaży porównywalnej napędzanej przez wzrost cen żywności oraz efekt niskiej bazy. Oczekujemy, że marża brutto na sprzedaży obniży się o 1p.p. R/R do 10,37% w 4Q'15, co powinno być efektem konsolidowania Kolportera o niższej pierwszej marży. Jednocześnie szacujemy, że w wyniku wzrostu skali biznesu oraz pozytywnych lfl, narzut kosztów SG&A powinien zmniejszyć się o 0,71p.p. R/R do 7,66%. Nie powinno to jednak zniwelować negatywnego wpływu obniżenia marży brutto na sprzedaży oraz kosztów

rozwijania nowych biznesów (szacujemy 10 mln PLN w 4Q'15), w wyniku czego szacujemy spadek marży EBIT o 0,28p.p. R/R do 2,53% w 4Q'15. Prognozujemy, że EBIT wyniesie 142,8 mln PLN w 4Q'15 (+14,2% R/R), a EBITDA 180,9 mln PLN w 4Q'15 (+15% R/R). Saldo na działalności finansowej szacujemy na -9,4 mln PLN w 4Q'15 vs. -36,8 mln PLN w 4Q'14 oraz -8,5 mln PLN w 3Q'15. Strata z tytułu udziału w jednostkach stowarzyszonych powinna wynieść 1,1 mln PLN w 4Q'15 (podobny poziom do zaraportowanego w kwartałach 1-3'15). Przy założeniu podatku na poziomie 19%, szacujemy że zysk netto spółki wyniesie 95,9 mln PLN w 4Q'15. Oczekujemy, że w 4Q'15 spółka wypracuje 85,9 mln PLN przepływów z działalności operacyjnej w 4Q'15 oraz 916,8 mln PLN w 2015 roku (194,3% szacowanej EBITDA dla 2015 roku).

Handel Jeronimo Martins		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	12,05 EUR		P/E 2015	22,5	EV/EBITDA 2015	10,3	
		Cena docelowa	15,10 EUR		P/E 2016	18,9	EV/EBITDA 2016	8,7	
(mIn EUR)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	3 553,0	3 347,4	6,1%	13 728,0	12 680,0	8,3%	14 624,9	13 728,0	6,5%
EBITDA	201,5	186,0	8,3%	789,5	732,0	7,9%	881,2	789,5	11,6%
Marża	5,67%	5,56%	0,12p.p.	5,75%	5,77%	-0,02p.p.	6,03%	5,75%	0,27p.p.
EBIT	123,6	108,2	14,2%	483,6	448,5	7,8%	574,1	483,6	18,7%
Zysk brutto	117,1	99,7	17,4%	472,1	428,5	10,2%	571,5	472,1	21,1%
Zysk netto	84,6	65,3	29,5%	336,6	301,4	11,7%	401,5	336,6	19,3%

Dobre wyniki w 4Q'15

Zgodnie ze wstępnymi danymi opublikowanymi przez Jeronimo Martins, szacujemy że spółka wypracowała 3 553 mln EUR (+6,2% R/R) w 4Q'15. W podziale na segmenty biznesu sprzedaż w 4Q'15 wyniosła: i) 2 369 mln EUR (+5,7% R/R) w sieci Biedronka; ii) 896 mln EUR (+6,3% R/R) w sieci Pingo Doce; oraz iii) 201 mln EUR (+4,1% R/R) w sieci Recheio. Sieć Biedronka powiększyła się o 80 placówek netto do 2 667 sklepów na koniec 2016 (+3,1% R/R). Sprzedaż w placówkach porównywalnych w 4Q'15 wzrosła o 3,8% w sieci Biedronka, 3,4% w sieci Pingo Doce oraz 1,4% w Recheio. Szacujemy, że marża brutto na sprzedaży spółki poprawi się o 0,19% R/R do 21,47%, co powinno być m.in. efektem wprowadzenia do oferty sieci

Biedronka wysokomarżowych produktów. Wysokie lfl w sieci Biedronka były osiągnięte przede wszystkim dzięki zwiększeniu wolumenowej sprzedaży, co powinno przyczynić się do narzutu SG&A o 0,05p.p. R/R do 18,09%. Szacujemy, że SG&A wzrosły o 6,43% R/R do 607 mln EUR. Oczekujemy, że spółka zaraportuje 123,6 mln EUR EBIT w 4Q'15 (+14,2%) oraz 201,5 mln EUR EBITDA w 4Q'15 (+8,4% R/R). Saldo na działalności finansowej szacujemy na -7,6 mln EUR w 4Q'15 (vs. -7,8 mln EUR w 4Q'14). Przy założeniu efektywnej stopy podatkowej na poziomie 24%, zysk netto powinien wynieść 84,6 mln EUR w 4Q'15 (+29,5% R/R). Szacujemy, że przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 198,7 mln EUR w 4Q'15 (98,6% CFO/EBITDA).

Handel LPP									
Redukuj									
Analityk: Piotr Bogusz	Cena bieżąca	5 057 PLN		P/E 2015	24,0	EV/EBITDA 2015	13,0		
	Cena docelowa	4 900 PLN		P/E 2016	23,7	EV/EBITDA 2016	12,9		
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	1 579,0	1 404,9	12,4%	5134,3	4769,3	7,7%	5964,0	5134,3	16,2%
EBITDA	327,1	299,9	9,1%	756,3	802,8	-5,8%	757,1	756,3	0,1%
Marża	20,7%	21,3%	-0,6p.p.	14,7%	16,8%	-2,1p.p.	12,7%	14,7%	-2p.p.
EBIT	271,3	248,3	9,3%	538,6	609,1	-11,6%	505,0	538,6	-6,2%
Zysk brutto	234,8	173,7	35,2%	455,9	459,9	-0,9%	477,2	455,9	4,7%
Zysk netto	202,2	140,4	44,0%	381,2	374,9	1,7%	385,7	381,2	1,2%

Wynik pod presją silnej konkurencji na rynku oraz umocnienia USD

Zgodnie z miesięcznymi danymi przekazanymi przez spółkę, szacujemy że sprzedaż wyniosła 1 579 mln PLN w 4Q'15 (+12,4% R/R). Powierzchnia sprzedażowa LPP powiększyła się o 16,7% R/R do 843,4 tys. mkw. Uwzględniając tempo wzrostu powierzchni sprzedażowej oraz dynamikę sprzedaży, oczekujemy że efektywność sprzedaży/średnią ilość mkw. zmniejszyła się o 3,5% R/R do 644 PLN. Wzrost kursu USDPLN R/R oraz wzmożona konkurencja (presja na wprowadzanie bardziej agresywnych akcji promocyjnych), powinny przełożyć się na obniżenie marży brutto na sprzedaży o 4,4p.p. R/R do 54,6% w 4Q'15. Oczekujemy, że spółka będzie w stanie utrzymać niski poziom wskaźnika kosztów SG&A/mkw. zanotowany w poprzednich kwartałach.

Oczekujemy obniżenia SG&A/mkw. o 13,7% R/R do 236 PLN, co wspierać powinny utrzymujące się niskie koszty operacyjne na rynku rosyjskim, niskie koszty czynszów (w umowach czynszowych opartych o wartość obrotu) oraz niskie premie sprzedażowe w 4Q'15 (relatywnie niska dynamika sprzedaży w 4Q'15). W efekcie koszty SG&A powinny powiększyć się o 0,6% R/R do 579,4 mln PLN. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na -11,5 mln PLN w 4Q'15 vs. -23,6 mln PLN w 4Q'14. Prognozujemy 271,3 mln PLN EBIT w 4Q'15 (+9,3% R/R) oraz 327,1 mln PLN EBITDA w 4Q'15 (+9,1% R/R). Saldo na działalności finansowej powinno wynieść -36,5 mln PLN w 4Q'15 (z czego 30 mln PLN to strata z tytułu różnic kursowych) vs. -74,6 mln PLN w 4Q'14. Oczekujemy, że oczyszczony zysk netto wyniesie 202,2 mln PLN w 4Q'15 vs. 140,4 mln PLN w 4Q'14.

Inne

Inne Work Service		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	11,35 PLN		P/E 2015	23,3	EV/EBITDA 2015		10,4
		Cena docelowa	13,70 PLN		P/E 2016	16,1	EV/EBITDA 2016		8,8
(mIn PLN)	4Q'15P	4Q'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	2016P	2015P	zmiana
Przychody	589,6	450,0	31,0%	2 115,5	1 739,8	21,6%	2 381,6	2 115,5	12,6%
EBITDA	36,4	38,8	-6,0%	103,2	98,7	4,6%	120,5	103,2	16,7%
Marża	6,2%	8,6%	-	4,9%	5,7%	-	5,1%	4,9%	-
EBIT	33,6	35,6	-5,8%	91,8	89,1	2,9%	106,6	91,8	16,2%
Zysk brutto	26,9	24,6	9,4%	66,0	62,6	5,5%	86,6	66,0	31,2%
Zysk netto	14,7	16,3	-10,0%	32,8	52,4	-37,4%	47,4	32,8	44,4%

4Q'15 bez przełomowych wyników

Work Service powinien osiągnąć wysoką dynamikę sprzedaży w 4Q'15 (+14% R/R). W kwartale znacznie największy nominalny wzrost przychodów wygeneruje rynek polski (+50 mln PLN R/R) oraz węgierski (+19 mln PLN R/R). Z kolei spadków oczekujemy w Rosji (w związku z deprecjacją rubla vs. PLN) oraz w Niemczech (w związku z problemami Fiege dostarczającej do joint venture

niemieckiego znaczą część zleceń). W 4Q'15 zakładamy, delikatny spadek marży brutto ze sprzedaży do 12,5%, a koszty SG&A powinny być wyraźnie większe R/R (zakładamy 40,4 mln PLN vs. 28,3 mln PLN rok wcześniej). Przełoży się to na spadek wyniku EBIT R/R o 6%. Zakładając efektywną stopę podatkową na poziomie sprzed kwartału zysk netto powinien oscylować wokół 14,7 mln PLN (-10,0% R/R).

Terminy publikacji raportów

Spółka	4Q 2015	2015	1Q 2016	1H 2016
AGORA		2016-04-01	2016-05-13	2016-08-14
ALIOR		2016-03-03	2016-05-12	2016-08-11
AMREST		2016-03-11	2016-04-29	2016-08-12
ASSECO POLAND		2016-03-16	2016-05-12	2016-08-24
BUDIMEX		2016-02-24	2016-04-27	2016-07-27
BZ WBK		2016-02-12	2016-04-27	2016-07-27
CAPITAL PARK		2016-03-17	2016-05-13	2016-08-30
CCC	2016-02-25	2016-04-28	2016-05-12	2016-08-25
CD PROJEKT		2016-03-10	2016-05-12	2016-08-25
CEZ		2016-03-15	2016-05-10	2016-08-09
CIECH		2016-03-21	2016-05-16	2016-08-31
CYFROWY POLSAT		2016-02-29	2016-05-12	2016-08-25
DOM DEVELOPMENT		2016-02-29	2016-04-25	2016-08-25
ECHO INVESTMENT		2016-03-21	2016-05-16	2016-08-31
ELEKTROBUDOWA		2016-03-21	2016-05-16	2016-08-31
ELEMENTAL		2016-03-18	2016-05-13	2016-08-31
ENEA		2016-03-21	2016-05-12	2016-08-26
ENERGA		2016-03-15	2016-05-11	2016-08-11
ERBUD		2016-03-21	2016-05-12	2016-08-29
ERSTE BANK		2016-02-26	2016-05-04	2016-08-05
EUROCASH	2016-02-25	2016-03-18	2016-05-13	2016-08-19
FAMUR	2016-02-26	2016-04-29	2016-05-16	2016-08-26
GNB		2016-03-21	2016-05-16	2016-08-31
GRUPA AZOTY		2016-03-11	2016-05-11	2016-08-24
GTC		2016-03-17	2016-05-12	2016-08-24
HANDLOWY	2016-02-17	2016-03-14	2016-05-09	2016-08-31
ING BSK	2016-02-04	2016-02-29	2016-05-10	2016-08-03
JERONIMO MARTINS		2016-03-02	2016-04-28	2016-07-27
KERNEL	2016-02-26		2016-05-26	2016-10-24
KĘTY		2016-03-16	2016-04-20	2016-08-02
KGHM		2016-03-17	2016-05-13	2016-08-17
KOMERCNI BANKA		2016-02-11	2016-05-04	2016-08-03
KOPEX	2016-02-25	2016-04-29	2016-05-13	2016-08-26
KRUK		2016-03-06	2016-05-08	2016-08-28
LOTOS		2016-03-03	2016-04-28	2016-08-11
LPP	2016-02-19	2016-04-22	2016-05-12	2016-08-30
LW BOGDANKA		2016-03-21	2016-05-12	2016-08-26
MILLENNIUM		2016-02-26	2016-05-09	2016-07-26
MOL		2016-02-24	2016-05-06	2016-08-05
NETIA		2016-02-25	2016-05-12	2016-08-04
ORANGE POLSKA		2016-02-15	2016-04-25	2016-07-25
OTP BANK	2016-03-04	2016-04-15	2016-05-13	2016-08-12
PEKAO		2016-02-09	2016-05-10	2016-08-03
PGE		2016-02-16	2016-05-10	2016-08-09
PGNIG		2016-03-04	2016-05-09	2016-08-12
PKN ORLEN			2016-04-21	2016-07-21
PKO BP		2016-03-06	2016-05-09	2016-08-08
POLWAX		2016-03-01	2016-05-13	2016-08-30
PRIME CAR MANAGEMENT		2016-03-17	2016-05-13	2016-08-29
PZU		2016-03-15	2016-05-12	2016-08-24
RBI		2016-03-16	2016-05-12	2016-08-18
ROBYG		2016-03-17	2016-05-12	2016-08-18
SKARBIEC		2016-02-24	2016-05-11	2016-08-26
SYNTHOS		2016-03-07	2016-05-12	2016-08-30
TAURON		2016-03-09	2016-05-11	2016-08-17
UNIBEP		2016-03-16	2016-05-12	2016-08-25
UNIWHEELS		2016-03-24	2016-05-10	2016-08-10
VISTAL		2016-03-21	2016-05-16	2016-08-31
WIRTUALNA POLSKA		2016-03-18	2016-05-13	2016-08-31
WORK SERVICE		2016-03-18	2016-05-13	2016-08-31

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										
ALIOR BANK	Kupuj	2016-02-02	60,20	82,96	60,70	+36,7%	13,5	12,7		
BZ WBK	Kupuj	2016-02-02	260,20	305,10	257,55	+18,5%	10,9	11,7		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	0,44	+118,2%	7,8	11,2		
HANDLOWY	Akumuluj	2016-02-02	74,46	81,97	73,29	+11,8%	15,9	16,1		
ING BSK	Akumuluj	2016-02-02	111,00	119,38	105,95	+12,7%	12,8	14,5		
MILLENNIUM	Kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	5,52	+26,8%	12,1	12,3		
PEKAO	Redukuj	2016-02-02	139,40	127,42	142,70	-10,7%	16,5	18,2		
PKO BP	Kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	23,99	+31,8%	12,0	10,4		
KOMERCNI BANKA	Trzymaj	2016-02-02	5239	5428 CZK	4804	+13,0%	13,7	14,9		
ERSTE BANK	Kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	23,20	+39,4%	10,0	8,7		
RBI	Kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	10,32	+66,2%	7,9	11,2		
OTP BANK	Akumuluj	2016-02-02	6155	6487 HUF	5750	+12,8%	27,0	8,8		
Ubezpieczyciele										
PZU	Kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	32,00	+32,6%	13,3	10,5		
Usługi finansowe										
KRUK	Akumuluj	2016-02-02	168,70	185,12	167,65	+10,4%	15,0	12,8		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	35,70	+31,0%	11,0	9,8		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	26,00	+62,3%	11,6	6,8		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzymaj	2016-02-02	80,00	77,20	75,70	+2,0%	13,7	9,0	7,1	6,0
GRUPA AZOTY	Trzymaj	2016-02-02	104,00	100,20	95,00	+5,5%	17,2	12,6	8,7	7,1
LOTOS	Akumuluj	2016-02-02	25,63	29,20	24,92	+17,2%	169,1	7,2	7,0	4,6
MOL	Kupuj	2016-02-02	198,00	236,75	192,00	+23,3%	-	9,6	3,7	3,7
PGNiG	Trzymaj	2016-02-02	5,04	5,30	5,01	+5,8%	11,3	14,1	4,8	5,7
PKN ORLEN	Trzymaj	2016-02-02	61,43	60,40	57,90	+4,3%	8,7	6,5	5,4	4,3
POLWAX	Kupuj	2016-02-02	15,70	24,30	16,37	+48,4%	7,0	6,9	6,0	5,6
SYNTHOS	Trzymaj	2016-02-02	3,96	3,79	3,79	+0,0%	14,0	13,8	9,3	9,3
Energetyka										
CEZ	Kupuj	2016-02-02	65,00	86,30	61,20	+41,0%	7,9	9,6	5,4	5,6
ENEA	Trzymaj	2016-02-02	11,50	12,40	11,26	+10,1%	5,0	7,8	4,8	5,3
ENERGA	Akumuluj	2016-02-02	13,48	15,20	13,74	+10,6%	6,6	8,4	4,4	5,2
PGE	Trzymaj	2016-02-02	13,55	14,60	13,75	+6,2%	-	7,8	3,3	4,5
TAURON	Kupuj	2016-02-02	2,71	3,78	2,68	+41,0%	3,7	5,1	3,5	4,3
Telekomunikacja										
NETIA	Akumuluj	2016-02-02	5,56	6,30	5,53	+13,9%	206,3	-	4,7	4,8
ORANGE POLSKA	Kupuj	2016-02-02	6,43	8,30	6,50	+27,7%	34,6	34,3	3,6	4,5
Media										
AGORA	Kupuj	2016-02-02	11,45	14,10	10,98	+28,4%	39,2	37,9	4,9	5,3
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2016-02-02	21,99	22,10	21,78	+1,5%	11,7	11,4	6,8	6,6
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	2016-01-28	36,37	50,00	38,50	+29,9%	95,1	14,0	14,1	9,9
IT										
ASSECO POLAND	Kupuj	2016-02-02	56,50	65,90	56,11	+17,4%	13,1	12,7	7,0	6,7
CD PROJEKT	Kupuj	2016-02-02	23,09	26,50	21,60	+22,7%	5,8	18,3	4,0	11,3
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	115,00	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	8,42	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
KGHM	Trzymaj	2016-02-02	56,26	63,00	57,10	+10,3%	-	403,9	7,0	5,1
LW BOGDANKA	Trzymaj	2016-02-02	31,33	33,00	33,88	-2,6%	6,2	7,8	2,7	2,9
Przemysł										
ELEMENTAL	Kupuj	2016-01-08	4,06	4,80	3,63	+32,2%	13,6	11,5	11,1	8,8
FAMUR	Kupuj	2016-02-02	1,75	2,20	1,70	+29,4%	15,8	16,8	4,4	3,6
KERNEL	Akumuluj	2016-01-26	42,80	49,00	43,60	+12,4%	8,3	5,0	3,1	3,7
KĘTY	Trzymaj	2016-02-02	281,75	277,80	285,00	-2,5%	14,1	14,4	9,3	8,6
KOPEX	Trzymaj	2016-02-02	3,53	3,70	3,70	+0,0%	-	-	5,2	5,7
UNIWHEELS	Kupuj	2016-01-12	121,00	142,90	127,80	+11,8%	9,8	8,9	6,9	6,7
VISTAL	Kupuj	2016-02-02	8,00	15,80	7,90	+100,0%	7,1	6,0	7,5	6,7
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2015-11-04	211,00	225,10	195,00	+15,4%	22,0	17,3	10,1	9,2
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-12-03	141,00	170,50	112,90	+51,0%	10,0	9,7	6,4	5,6
ERBUD	Kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	28,37	+26,9%	10,5	10,2	5,5	5,0
UNIBEP	Kupuj	2016-02-03	9,89	12,10	10,51	+15,1%	16,1	11,1	9,1	6,9
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Akumuluj	2015-10-02	5,88	6,50	5,59	+16,3%	-	42,7	118,1	29,5
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2016-01-28	49,47	60,80	46,30	+31,3%	14,4	10,6	12,0	8,7
ECHO	Akumuluj	2016-02-02	5,77	6,57	5,49	+19,7%	15,4	10,2	18,8	15,8
GTC	Kupuj	2015-11-20	7,08	8,20	6,71	+22,2%	20,0	9,0	16,0	12,3
ROBYG	Kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	2,86	+18,9%	9,8	9,0	16,0	8,3
Handel										
AMREST	Kupuj	2016-02-02	188,50	217,00	171,00	+26,9%	25,3	23,5	11,0	9,1
CCC	Kupuj	2016-02-02	124,40	149,00	125,50	+18,7%	27,1	23,4	18,3	14,5
EUROCASH	Redukuj	2016-02-02	53,74	47,30	58,25	-18,8%	38,2	31,6	17,7	15,1
JERONIMO MARTINS	Kupuj	2016-02-02	13,08	15,1 EUR	12,05	+25,4%	22,5	18,9	10,3	8,7
LPP	Redukuj	2016-02-02	5411	4900	5057	-3,1%	24,0	23,7	13,0	12,9
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	11,35	+20,7%	23,3	16,1	10,4	8,8

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	Kupuj	Kupuj	14,10	2016-02-02
ALTOR BANK	Kupuj	Kupuj	82,96	2016-02-02
AMREST	Kupuj	Kupuj	217,00	2016-02-02
ASSECO POLAND	Kupuj	Kupuj	65,90	2016-02-02
BZ WBK	Kupuj	Akumuluj	305,10	2016-02-02
CCC	Kupuj	Kupuj	149,00	2016-02-02
CD PROJEKT	Kupuj	Kupuj	26,50	2016-02-02
CEZ	Kupuj	Kupuj	86,30	2016-02-02
CIECH	Trzymaj	Trzymaj	77,20	2016-02-02
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	Redukuj	22,10	2016-02-02
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	Kupuj	60,80	2016-01-28
ECHO	Akumuluj	Akumuluj	6,57	2016-02-02
ENEA	Trzymaj	Kupuj	12,40	2016-02-02
ENERGA	Akumuluj	Trzymaj	15,20	2016-02-02
ERBUD	Kupuj	Kupuj	36,00	2016-02-03
ERSTE BANK	Kupuj	Akumuluj	32,34	2016-02-02
EUROCASH	Redukuj	Sprzedaj	47,30	2016-02-02
FAMUR	Kupuj	Kupuj	2,20	2016-02-02
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	Kupuj	0,96	2016-02-02
HANDLOWY	Akumuluj	Akumuluj	81,97	2016-02-02
ING BSK	Akumuluj	Trzymaj	119,38	2016-02-02
JERONIMO MARTINS	Kupuj	Sprzedaj	15,10	2016-02-02
JSW	Zawieszona	w trakcie aktualizacji	-	2016-02-02
KERNEL	Akumuluj	Redukuj	49,00	2016-01-26
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	277,80	2016-02-02
KGHM	Trzymaj	w trakcie aktualizacji	63,00	2016-02-02
KOMERCNI BANKA	Trzymaj	Redukuj	5428,00	2016-02-02
KOPEX	Trzymaj	Trzymaj	3,70	2016-02-02
KRUK	Akumuluj	Trzymaj	185,12	2016-02-02
LOTOS	Akumuluj	Kupuj	29,20	2016-02-02
LPP	Redukuj	Sprzedaj	4900,00	2016-02-02
LW BOGDANKA	Trzymaj	w trakcie aktualizacji	33,00	2016-02-02
MILLENNIUM	Kupuj	Kupuj	7,00	2016-02-02
MOL	Kupuj	Kupuj	236,75	2016-02-02
NETIA	Akumuluj	Trzymaj	6,30	2016-02-02
ORANGE POLSKA	Kupuj	Kupuj	8,30	2016-02-02
OTP BANK	Akumuluj	Akumuluj	6487,00	2016-02-02
PEKAO	Redukuj	Redukuj	127,42	2016-02-02
PGE	Trzymaj	Kupuj	14,60	2016-02-02
PGNiG	Trzymaj	Trzymaj	5,30	2016-02-02
PKN ORLEN	Trzymaj	Redukuj	60,40	2016-02-02
PKO BP	Kupuj	Kupuj	31,62	2016-02-02
POLWAX	Kupuj	Kupuj	24,30	2016-02-02
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	Kupuj	46,76	2016-02-02
PZU	Kupuj	Kupuj	42,44	2016-02-02
RBI	Kupuj	Kupuj	17,14	2016-02-02
ROBYG	Kupuj	Kupuj	3,40	2016-01-28
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	Kupuj	42,20	2016-02-02
SYNTHOS	Trzymaj	Trzymaj	3,79	2016-02-02
TARCZYŃSKI	Zawieszona	Trzymaj	-	2016-02-02
TAURON	Kupuj	Kupuj	3,78	2016-02-02
UNIBEP	Kupuj	Kupuj	12,10	2016-02-03
VISTAL	Kupuj	Kupuj	15,80	2016-02-02
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	Kupuj	50,00	2016-01-28
WORK SERVICE	Akumuluj	Akumuluj	13,70	2016-02-02

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	0	0,0%	0	0,0%
Redukuj	3	5,0%	1	3,1%
Trzymaj	13	21,7%	7	21,9%
Akumuluj	12	20,0%	7	21,9%
Kupuj	32	53,3%	17	53,1%

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 świadczył, 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, Opono, 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, Opono, 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, Opono, 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
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszczyk
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

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

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

Zespół Prywatnego Maklera:

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

Dom Maklerski mBanku S.A.

Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-082 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mdm.pl

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

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