



Dom Maklerski

Prognozy kwartalne CEE

na IV kwartał 2015 r.

Warszawa, styczeń 2016

- W ciągu kolejnych trzech miesięcy, spodziewamy się stopy zwrotu na rynkach akcji między -2% a 2% w Polsce, między 0% a 2% w Czechach i między 0% a -3% na Węgrzech. Zwracamy uwagę, że chociaż prawdopodobnie zostało osiągnięte lokalne apogeum negatywnych dla akcji informacji okołorynkowych w Polsce, to rynki globalne, a w szczególności Stany Zjednoczone, wciąż pozostają głównym czynnikiem ryzyka, który może spowodować, że czas trwania korekty zwykłej na rynku akcji będzie krótszy niż zazwyczaj. Z kolei, z uwagi na bardziej optymistyczne prognozy wyników dla segmentu małych i średnich spółek w dalszym ciągu preferujemy ekspozycję na wybrane małe i średnie przedsiębiorstwa.
- Zaczęły się materializować ryzyka, na które wskazywaliśmy w naszej strategii akcyjnej dla krajów CEE. Trudności budżetowe i polityczne przepychanki wywarły negatywny wpływ na rating Polski, który agencja S&P obniżyła o cały jeden poziom. Licząc od momentu publikacji naszego ostatniej strategii kwartalnej (licząc w euro) indeks WIG30 stracił 22%, polskie lokalne obligacje długoterminowe spadły ponad 7%, a waluta zniżkowała 7%. Na dodatek od początku roku większość rynków akcji, zarówno wschodzących, jak i rozwiniętych, doświadczyła znacznych spadków. Ucieczka do bezpiecznych aktywów sprawiła, że zarówno obligacje amerykańskie, jak i euroobligacje odnotowały niewielkie, jednocyfrowe wzrosty.
- W dalszym ciągu uważamy, że w średnim terminie istnieje ryzyko kontynuacji spadków na rynkach finansowych. W Polsce, w okolicach półroczu, oczekujemy przeglądu systemu emerytalnego, co może spowodować pojawienie się negatywnych z giełdowego punktu widzenia informacji. Z kolei w kontekście globalnym, największe chyba ryzyko, chociaż być może już częściowo zdyskontowane, stanowi potencjalne rozszerzenie się obserwowanego w USA spowolnienia w sektorze przemysłowym. Mimo wszystko lokalne rynki akcji zrealizowały już docelowe potencjały spadkowe, jakie prognozowaliśmy w naszej rocznej strategii dla rynków CEE, a tempo spadków na rynkach globalnych prawdopodobnie przereagowało w stosunku do zmieniających się w dużo wolniejszym tempie fundamentów, co wydaje się sugerować, że spadki powinny na chwilę przystopować.
- Presja powodowana przez dewaluację juana wydaje się słabnąć; na pierwszy plan wysuwa się fundamentalna nadpodaż na rynkach ropy naftowej ze względu na presję wywieraną na bilanse globalnych banków poprzez ich ekspozycje kredytowe. Trudna sytuacja w amerykańskim sektorze przemysłowym ma niewielkie szanse na poprawę w najbliższej przyszłości. Na koniec wreszcie w ciągu ostatnich czterech tygodni obserwowaliśmy zwiększoną ucieczkę kapitału do bezpiecznych aktywów oraz zmniejszanie się puli aktywów dostępnych do budowania lewarowanych pozycji inwestycyjnych, odzwierciedloną w gwałtownym spadku poziomu globalnych rezerw walutowych (-130 mld USD) i spadku nadwyżkowych rezerw banków amerykańskich (-300 mld USD), co dodatkowo zaostrzyło ujemne efekty pierwszego podniesienia stóp przez Fed. W Polsce, po cięciu ratingu, kwestie finansowania budżetowego mogą w jeszcze większym stopniu negatywnie rzutować na przyszłość prywatnego systemu funduszy emerytalnych.

- Polskie spółki o dużej kapitalizacji notowane są na danych konsensusu na poziomie P/E 10,7x na rok 2016 i P/E 10,7x na rok 2017, na poziomie wycen rynków wschodzących. Gdyby lokalne stopy dywidendy na poziomie 5,1% na rok 2016 i 4,6% na rok 2017 zostały utrzymane, plasowałyby się znacznie powyżej poziomu dla rynków wschodzących (3,2%). Segment polskich spółek o małej i średniej kapitalizacji notowany jest na poziomie P/E 12,4x na rok 2016 i P/E 11,5x na rok 2017, co stanowi około 10-procentową premię względem rynków wschodzących, ale z drugiej strony wydaje się uzasadnione z uwagi na wyższe stopy dywidendy oraz możliwy większy potencjał wzrostu wyników na rok 2017.

TOP PICKS									
Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	Waluta	Cena (22.1.2016)	Cena docelowa	P/E 2016	EV/EBITDA 2016	Stopa dywidendy (za 2015)	Uzasadnienie	Analityk
Erste Bank	50164,35	EUR	26,18	29,80	13,5	-	1,7%	Zwracamy uwagę, że na ceny CDS banku nie wpłynęły negatywne zdarzenia obserwowane w sektorach bankowych pozostałych krajów europejskich. Przy konsensie P/E poniżej 10x na rok 2016 aktualny kurs akcji wydaje nam się atrakcyjny mimo raczej niskiej stopy dywidendy (3%).	Robert Brzoza
Komercni	30439,33	CZK	4 855,00	5 926,00	14,6	-	6,3%	W dalszym ciągu postrzegamy spółkę jako fundamentalnie atrakcyjną inwestycję. Stopa dywidendy na poziomie niemal 7% kompensuje dość wysoki wskaźnik P/E na 2016 r. (13x). Oczekujemy na ostateczne ustalenia dotyczące wymogów kapitałowych dla czeskich banków. Kurs akcji banku wspomagają silna korona.	Robert Brzoza
PZU	27209,61	PLN	31,51	45,70	10,6	4,6	9,5%	Wysoka rentowność (ROE 20%+) oraz silna pozycja kapitałowa (Solvency 2 ratio ok. 300%) powinny pozwolić na utrzymanie atrakcyjnej polityki dywidendowej w nadchodzących latach. Opcja na konsolidację sektora bankowego (kapitał oraz wsparcie rządowo-regulacyjne).	Jaromir Szortyka
O2 Czech Republic	12847,12	CZK	251,00	298,00	15,9	8,5	6,4%	Silny bilans umożliwiający wysokie wypłaty dywidendy (stopa dywidendy na poziomie 6-7%). Stabilna sytuacja w Czechach i poprawa na Słowacji	Włodzimierz Giller, Małgorzata Żelazko
Magyar Telekom	5899,16	HUF	396,00	439,00	13,0	4,6	3,8%	Silne otoczenie makroekonomiczne na Węgrzech i poprawa na rynku telekomunikacyjnym. Wzrost w segmencie usług IT.	Włodzimierz Giller, Małgorzata Żelazko
Energa	5382,87	PLN	13,00	19,00	9,5	4,8	9,5%	Dywidenda na poziomie ponad 9%, Ograniczone ryzyko samodzielnej realizacji dużych inwestycji bez systemu wsparcia.	Stanisław Ozga
Synthos	5054,82	PLN	3,82	4,16	13,5	4,6	6,6%	Zakład na wzrost cen butadienu w Azji oraz perspektywa wypłaty dywidendy za 2015 (0,25 PLN/akcję)	Monika Kalwasińska
Alior Bank	4012,47	PLN	55,50	74,00	12,0	4,6	0,0%	Najlepiej spozycjonowany bank w kontekście podatku bankowego, z uwagi na: 1) szybko rotujący portfel kredytów (59% stanowią kredyty dla SME i kredyty konsumpcyjne), 2) relatywnie droższe finansowanie oraz 3) potencjalny pozytywny wpływ polityki socjalnej rządu na jakość portfela. Opcja na konsolidację sektora bankowego.	Jaromir Szortyka
Kety	2596,55	PLN	275,00	370,00	12,2	8,3	4,8%	Strategia na następne 5 lat jest naszym zdaniem bardzo dobra i wciąż pozostawia pole na upside. Atrakcyjna kombinacja inwestycji we wzrost (EBITDA +50%) i solidnej dywidendy (stopa 4,5%). Na 2016 r. P/E 12x (swoją prognozę spółka poda 11 lutego). Idealna ekspozycja na sektor przemysłowy	Artur Iwański
Sanok Rubber Company	1307,00	PLN	48,62	-	12,3	8	4,8%	Wsparcie ze strony surowców i EURPLN. Silny bilans. Restrukturyzacja Draftex.	Piotr Łopaciuk
Forte	1104,90	PLN	46,52	64,5	12,3	9	3,0%	Sprzyjający EUR/PLN i stabilne ceny płyty wiórowej. Pozytywnie oceniamy inwestycje w fabrykę płyty.	Piotr Łopaciuk
Wirtualna Polska	1005,80	PLN	35,60	45,50	12,6	8,2	0,0%	Szybko rosnące przychody reklamowe dzięki wykorzystaniu efektów synergii, dzwignia operacyjna i idąca za tym wysoka dynamika EBITDA. Niedawne akwizycje portali e-commerce powinny generować wartość dla akcjonariuszy.	Włodzimierz Giller
Robyg	739,29	PLN	2,81	3,02	7,9	8,7	7,5%	Wzrost wyników w 2016r., kontynuacja polityki dywidendy w latach 2016-2017, stopa zwrotu z dywidendy na poziomie ponad 7%	Stanisław Ozga
Alumetal	722,19	PLN	47,90	64,6	11,2	9,7	6,0%	Spadające marże są naszym zdaniem w cenach, otwarcie fabryki na Węgrzech.	Piotr Łopaciuk
Newag	686,25	PLN	15,25	-	12,8	9,1	7,0%	Czynnikiem ryzyka niepewny kontrakt dla Kolei Małopolskich, dobry wynik jak na raczej dołek w cyklu, rozwój eksportu.	Piotr Łopaciuk
Action	414,59	PLN	24,96	30,00	9,2	8,1	6,0%	2016: P/E 9,2x; EV/EBITDA 8,1x, Lepiej detal, przetargi, nowe branże w portfolio. Wzrost wyników w 2016 (zysk w Action Europe), poprawa w kapitale obrotowym. Oczekiwane 1,5 PLN dywidendy z zysku za 2015 (stopa dywidendy 6,0%).	Adrian Skłodowski

Rozliczenie portfela modelowego

Stopy zwrotu z portfela modelowego

Za ostatni kwartał rozliczeniowy nasz portfel modelowy (licząc w złotówce) osiągnął stopę zwrotu na poziomie -1,2% (uwzględniając zyski na pozycjach krótkich) podczas gdy indeks WIG stracił w tym czasie 11%.

Licząc za ostatnie 12 miesięcy nasze portfele modelowe przyniosły stopę zwrotu na poziomie 33% podczas gdy indeks WIG stracił 10%.

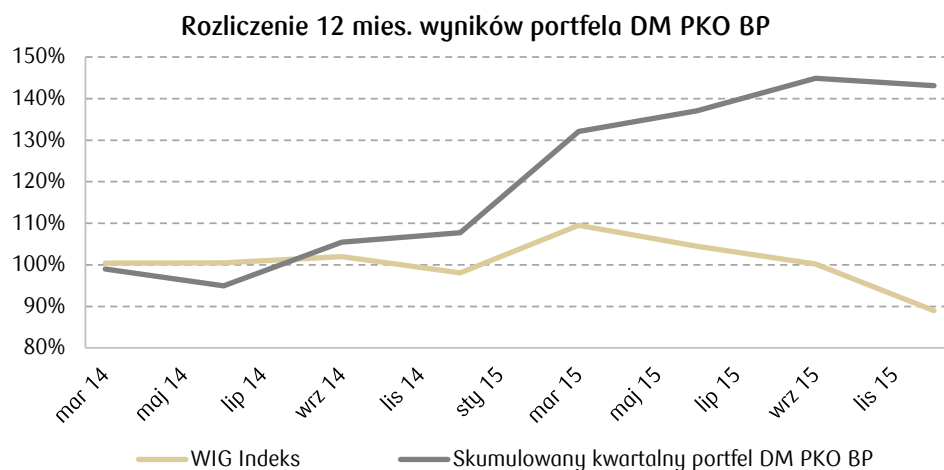
Obliczona stopa zwrotu jest równo ważona, naturalnie więc stopa zwrotu z naszego portfela modelowego jest pochodną bardzo dobrej selekcji małych i średnich spółek.

TOP PICKS

Spółka	Zwrot (w PLN)	Cena (22.1.2016)	Cena (16.10.2015)	Analityk
Erste Bank	4%	25,945	26,32	Robert Brzoza
OMV	-7%	22,38	25,46	Monika Kalwasińska
Energia	-26%	13	17,50	Stanisław Ozga
Eurocash	3%	48,63	47,25	Włodzimierz Giller
Alior Bank	-33%	55,5	82,94	Jaromir Szortyka
Enea	-18%	11,15	13,57	Stanisław Ozga
Amrest	-5%	165,4	173,50	Włodzimierz Giller
Kety	-1%	275	278,80	Artur Iwański
GPW	-9%	34,45	37,79	Jaromir Szortyka
Amica	-1%	161	163,00	Piotr Łopaciuk
Dom Development	-1%	49,9	50,57	Stanisław Ozga
WPH	-10%	35,6	39,70	Włodzimierz Giller
PHN	-8%	17,7	19,20	Stanisław Ozga
Emperia	-5%	62,5	65,80	Włodzimierz Giller
Alumetal	1%	47,9	47,57	Piotr Łopaciuk
ZPUE	10%	370	335,05	Piotr Łopaciuk
Zetkama	-3%	88	90,50	Piotr Łopaciuk
Duon	11%	3,82	3,44	Monika Kalwasińska
Średnia	-5,5%			
WIG	-11,2%			

TOP SELLS

Spółka	Zwrot (w PLN)	Cena (22.1.2016)	Cena (16.10.2015)	Analityk
BZ WBK	23%	243,85	317,00	Jaromir Szortyka
PKN Orlen	-1%	64,98	64,50	Monika Kalwasińska
mBank	26%	286,9	386,60	Jaromir Szortyka
LPP	31%	5223,15	7 591,80	Włodzimierz Giller
Handlowy	21%	68,7	87,00	Jaromir Szortyka
Lotos	9%	26,99	29,52	Monika Kalwasińska
Średnia	18,2%			



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Sektor finansowy Str. 8

Spodziewamy się słabych wyników banków za 4Q15, głównie z uwagi na zdarzenia jednorazowe: koszty związane z upadłością SK Banku oraz wpłaty na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców. Z drugiej strony, skumulowany wynik odsetkowy powinien ulec dalszej poprawie (+4% kw/kw), dzięki lepszym wolumenom oraz poprawie marż odsetkowych. Nie mniej jednak, spodziewamy się spadku skumulowanego zysku netto o 41% r/r i o 37% kw/kw. Z kolei PZU powinno pokazać dobre wyniki, pomimo trudnego otoczenia na rynkach finansowych.

Sektor paliwowy Str. 23

Czwarty kwartał w sektorze paliwowym to kontynuacja trendów związanych z poprawą marż rafineryjnych na skutek utrzymywania się niskich cen ropy naftowej. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na poprawę wyników w sektorze paliwowym będzie osłabienie złotówki w stosunku do EUR jak i USD. W przypadku większości spółek wyniki zostaną obciążone negatywnym efektem LIFO oraz odpisami aktualizującymi wartość majątku na koniec 2015 r. PGNiG raportuje pogorszenie wyników r/r ze względu na spadek zysków w segmencie wydobywczym oraz starty na handlu gazem. Wyniki MOL'a zostaną obciążone zaksięgowaniem odpisu aktualizującego złoża Akri-Bijel.

Sektor energetyczny Str. 30

W IV kwartale nastąpił wzrost zużycia energii o 1% r/r pomimo niekorzystnych warunków pogodowych. Produkcja energii wzrosła natomiast o 2,9%, przy czym w elektrowniach na węglu kamiennym nastąpił wzrost o 0,8%, a w elektrowniach na węglu brunatnym spadek o 3,7%. Duży wzrost produkcji o 1,4 TWh zanotowały elektrownie wiatrowe. Od listopada nastąpił wzrost terminowych cen energii w kontraktach na 2017 r., które wzrosły z ok. 152 PLN do ok. 160 PLN obecnie. Głównym powodem mógł być wzrost budżetu operacyjnej rezerwy mocy. Jednocześnie pozytywnie dla wytwórców nastąpił spadek cen CO₂. Notowania spółek energetycznych znajdowały się pod silną presją ze względu na wypowiedzi dotyczące możliwego zaangażowania w projekty budzące obawy inwestorów oraz zmiany polityki dywidendowej. W wynikach IV kwartału mogą pojawić się istotne zdarzenia jednorazowe w postaci odpisów w Tauronie i ZE PAK.

Handel hurtowy i detaliczny Str. 38

W ostatnim kwartale roku LPP weszło na wyższą dynamikę sprzedaży przy stabilnych marżach, natomiast wyniki CCC będą gorsze r/r, głównie z uwagi na niesprzyjającą pogodę. Wzrosty sprzedaży r/r powinni pokazać wszyscy dystrybutorzy żywności (Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia), połączone jednak z nieco słabszymi marżami. Przyzwyczajając dwucyfrową dynamikę przychodów i zysków powinien zanotować Amrest, z uwagi na dalszą poprawę nastrojów konsumentów w Europie Środkowej i Hiszpanii.

Telekomunikacja i media Str. 51

Na polskim rynku płaskie przychody z naciskiem na marże w segmencie mobilnym i około 10% spadki w telefonii stacjonarnej to kontynuacja dotychczasowych trendów w branży, które będą pokazane w wynikach 4 kwartału. Orange Polska i Netia będą doświadczać presji na marże, za to Polkomtel ma szansę utrzymać swoją rentowność.

Na rynkach regionalnych spodziewamy się dobrej sytuacji w Magyar Telekomie, głównie dzięki bardzo sprzyjającemu otoczeniu makroekonomicznemu na jego głównym rynku, którym są Węgry. W przypadku Węgier przychody z telefonii stacjonarnej wzrastają, głównie dzięki rosnącym przychodom z Internetu szerokopasmowego oraz usług TV. Oczekujemy ustabilizowania się przychodów O2 Czech Republic, który spadek przychodów z telefonii stacjonarnej w Czechach skompensuje wzrostem na Słowacji. Dla Telekomu Austria spodziewamy się wzrostu przychodów i EBITDA głównie związanego z rozpoczęciem konsolidacji nowoprzejętych spółek. W przypadku austriackiego telekomu ciekawym wydaje się potencjalny wykup mniejszościowych przez America Movil. America Movil w ostatnim wezwaniu w 2014 r. zapłacił za akcję operator 7,15 EUR, znacznie powyżej obecnej ceny. W związku z koniecznością sprzedaż 8% akcji jesienią 2016 r. zgodnie z Umową Akcjonariuszy, widzimy możliwość, że America Movil zamiast sprzedaży pakietu będzie chciało wykupić mniejszościowych akcjonariuszy. Wówczas oferowana cena będzie musiała wynieść minimum 6 mies. VWAP. Ten obecnie wynosi 5,38 EUR, czyli 11,4% powyżej bieżącej ceny rynkowej.

Wirtualna Polska Holding powinna pokazać dwucyfrową dynamikę przychodów i EBITDA, ze względu na wzrost udziałów w rynku reklamy i dźwignię operacyjną.

Sektor chemiczny Str. 59

4Q15 r. w sektorze chemicznym będzie kontynuacją tendencji z poprzednich kwartałów. Ciech pokaże poprawę wyników na poziomie EBITDA w związku z wyższymi cenami sprzedaży sody oraz spadkiem cen kluczowych surowców. Wyniki Synthosu mimo negatywnego wpływu awarii w Unipetrolu powinny być porównywalne r/r. Grupa Azoty będzie mogła pochwalić się poprawą wyników przede wszystkim ze względu na spadek cen kluczowych surowców używanych w produkcji (gaz).

Sektor wydobywczy Str. 63

W sektorze wydobywczym w 4 kw. spodziewamy się nadal słabych wyników. Sektor jest pod presją spadających cen surowców, a za różnice między spółkami odpowiada przede wszystkim wolumen. KGHM będzie obciążony stratą w projekcie Sierra Gorda, ale wysoki wolumen pozwoli się poprawić kw/kw. JSW pokaże słaby wynik właśnie z powodu spadku wolumenu. W Bogdanie wyniki wreszcie bardzo dobre dzięki mocnemu wzrostowi sprzedaży. Norilsk w 2H pokaże spadek EBITDA o 44% r/r, ale dzięki wysokiej rentowności słabemu RUB nadal marża jest na imponującym poziomie (45%).

Przemysł i inne Str. 69

Naszym zdaniem pozytywnie wyróżniający się segment. Wiele spółek mocno korzysta na osłabieniu się złotówki. Trendy na surowcach są również sprzyjające. Głównym ryzykiem jest potencjalne osłabienie światowej gospodarki – może być jednak częściowo amortyzowane osłabiającym się PLN. Zbierając opinie od spółek – na razie nie widać spowolnienia w przemyśle europejskim. Wśród spółek przemysłowych wyróżniamy te większe i dzielące się dywidendą. Wyróżniamy: Kęty, Forte, Alumetal, Newag i Sanok Rubber Company.

Sektor deweloperski Str. 80

IV kwartał był kolejnym okresem w czasie obecnej trwającej już od 2,5 roku dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym. Wzrost sprzedaży wśród deweloperów giełdowych w kwartale wyniósł 21% r/r, a wolumeny były zbliżone do osiągniętych w III kwartale br. W ostatnich miesiącach 2015 r., istotnie wzrosły dynamiki kredytów hipotecznych. Jednym z czynników przyspieszonych zakupów mieszkań były obawy nabywców związane ze zmianami na rynku kredytów oczekiwane w 2016 r. W przypadku deweloperów komercyjnych w wynikach może być widoczny spadek oczekiwanych stóp zwrotu.

Sektor budowlany Str. 86

Segment budowlany korzysta na tanich materiałach i podwykonawcach, którzy raczej są pod presją. To sprawia, że marże są w tym momencie na wysokim poziomie. W segmencie drogowym należy spodziewać się spowolnienia nowej kontraktacji w 1H 2016. Czynnikiem ryzyka jest ostateczna skala programu drogowego w Polsce. Segment kolejowy jest w specyficznej sytuacji. W tej chwili korzysta z wysokich marż, ale portfele zleceń na 2017-ty są puste. Spodziewamy się walki cenowej o pierwsze kontrakty z nowej perspektywy – zestawiając to z dość niskimi cenami materiałów i podwykonawców – generuje to pewne ryzyko dla wyników 2017-tego roku. W związku z tym żadnej z dwóch spółek (które są przez nas dobrze oceniane) – Torpol, Trakcja nie umieściliśmy na liście Top Pick'ów. Relatywnie z tej pary wybralibyśmy Trakcję. Najlepszy w segmencie jest naszym zdaniem Budimex, który jest o włos od listy top pick'ów – zakładamy, że możliwe są pozytywne niespodzianki na wynikach i w saldzie gotówki spółki. Po stronie ryzyk – potencjalne spowolnienie kontraktacji i ostatecznie mniejsza skala programu drogowego.

Sektor IT Str. 92

4Q w branży IT charakteryzuje się sezonowo słabszymi marżami, głównie ze względu na wyższy udział projektów sektora publicznego oraz hardware'u w całkowitym mixie sprzedażowym. Asseco pokaże wzrosty sprzedaży na wszystkich rynkach, na niższej marży, w konsekwencji wynik netto niższy r/r. W ASEE spodziewamy się kontynuacji trendów z zeszłych kwartałów, spadku przychodów i wzrostu rentowności. Na słabsze wyniki Macrologic wpłynęła duża ilość zmian legislacyjnych, w konsekwencji mniejsza liczba nowych wdrożeń.

Kalendarz Str. 96

Rekomendacje..... Str. 97

SEKTOR FINANSOWY



Alior Bank (Kupuj, 74 PLN)

Kurs akcji: 55,5 PLN

Kapitalizacja: 4012,47 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	319,4	404,1	27%	1 215,8	1 507,8	24%	1 703,0	13%	1 864,8	10%
Wynik z opłat i prowizji	95,5	74,7	-22%	348,1	326,9	-6%	367,9	13%	386,3	5%
Przychody ogółem	499,8	562,8	13%	1 873,0	2 157,9	15%	2 407,0	12%	2 586,2	7%
Koszty operacyjne	-240,9	-332,5	38%	-925,3	-1 115,3	21%	-1 102,1	-1%	-1 132,1	3%
Wynik operacyjny	258,9	230,3	-11%	947,7	1 042,6	10%	1 305,0	25%	1 454,1	11%
Saldo rezerw	-132,9	-187,2	41%	-546,6	-664,5	22%	-745,8	12%	-830,8	11%
Wynik przed opodatkowaniem	126,0	43,1	-66%	401,1	378,2	-6%	559,2	48%	623,3	11%
Wynik netto	101,0	34,6	-66%	322,7	304,6	-6%	333,4	9%	415,8	25%
Marża odsetkowa (w %)	4,4	4,4		4,5	4,4					
Koszty/Dochody (w %)	48,2	59,1		49,4	51,7					
Koszty ryzyka (w %)	2,2	2,4		2,4	2,2					
P/E							12,0		9,7	
P/BV							1,0		0,9	

- Wyniki obciążone przez zdarzenia jednorazowe (wpływ upadłości SK Banku oraz składki na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców).
- Wzrost wyniku odsetkowego o 4% kw/kw, dzięki lepszym wolumenom i nieznacznej poprawie marży odsetkowej.
- Spodziewamy się relatywnie słabszego wyniku prowizyjnego.
- Przyzwoity wynik tradingowy.
- Oczyszczone koszty operacyjne parę mln PLN wyższe kw/kw
- Wzrost odpisów z tytułu utraty wartości z uwagi na większy portfel oraz sezonowość.

BZ WBK (Trzymaj, 281 PLN)

Kurs akcji: 243,85 PLN

Kapitalizacja: 24198,34 mln PLN

Data publikacji wyników: 27.1.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	1 071,0	1 120,5	5%	3 996,8	4 293,4	7%	4 662,2	9%	4 919,8	6%
Wynik z opłat i prowizji	471,9	491,8	4%	1 847,8	1 935,7	5%	1 973,2	2%	2 052,1	4%
Przychody ogółem	1 820,3	1 692,3	-7%	6 502,7	7 423,5	14%	7 230,9	-3%	7 325,2	1%
Koszty operacyjne	-833,8	-1 077,3	29%	-3 027,5	-3 494,3	15%	-3 247,0	-7%	-3 261,3	0%
Wynik operacyjny	986,5	615,0	-38%	3 475,2	3 929,2	13%	3 983,9	1%	4 063,9	2%
Saldo rezerw	-284,6	-250,0	-12%	-836,6	-804,3	-4%	-814,1	1%	-832,8	2%
Wynik przed opodatkowaniem	702,3	372,0	-47%	2 640,0	3 145,7	19%	3 197,9	2%	3 260,5	2%
Wynik netto	445,2	243,9	-45%	1 914,7	2 294,0	20%	1 943,6	-15%	1 919,4	-1%
Marża odsetkowa (w %)	3,4	3,4		3,6	3,4					
Koszty/Dochody (w %)	45,8	63,7		46,6	47,1					
Koszty ryzyka (w %)	1,3	1,0		1,0	0,8					
P/E							12,4		12,6	
P/BV							1,2		1,2	

- Spodziewamy się słabych wyników (spadek zysku netto o -45% r/r i -48% kw/kw), głównie ze względu na zdarzenia jednorazowe.
- Poprawa wyniku odsetkowego o 3% kw/kw, ze względu na lekką poprawę NIM oraz wzrost wolumenów.
- Delikatny wzrost wyniku prowizyjnego (+2% kw/kw)
- Koszty operacyjne zawyżone przez zdarzenia jednorazowe (składka na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców, koszty związane z upadłością SK Banku oraz kara UOKiKu)
- Odpisy na podwyższonym poziomie ze względu na starsze ekspozycje kredytowe oraz zmianę modeli w Santander Consumer Bank.

Erste Bank (Kupuj, 29,8 EUR)

Kurs akcji: 26,18 EUR

Kapitalizacja: 50578,19 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 26.2.2016

mln EUR	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	1 125	1 096	-3%	4 495	4 420	-2%	4 415	0%	4 451	1%
Wynik z opłat i prowizji	497	473	-5%	1 870	1 845	-1%	1 821	-1%	1 888	4%
Przychody ogółem	1 764	1 709	-3%	6 895	6 858	-1%	6 685	-3%	6 841	2%
Koszty operacyjne	1 004	997	-1%	3 787	3 850	2%	3 827	-1%	3 842	0%
Wynik operacyjny	760	712	-6%	3 107	3 008	-3%	2 858	-5%	2 999	5%
Saldo rezerw	484	240	-50%	2 159	758	-65%	999	32%	1 011	1%
Wynik przed opodatkowaniem	152	422	178%	-804	1 823	-	1 639	-10%	1 773	8%
Wynik netto	42	262	524%	-1 442	1 027	-	831	-19%	902	8%
Marża odsetkowa (w %)	2,2	2,3		2,4	2,3		2,3		2,4	
Koszty/Dochody (w %)	59,1	58,2		57,3	59,0		57,2		57,3	
Koszty ryzyka (w %)	1,6	0,8		1,8	0,6		0,8		0,8	
P/E							13,5		12,5	
P/BV							1,00		0,94	

- Spodziewamy się znacznego wzrostu raportowanych wyników netto (+524% r/r), co jednak wynika głównie z obniżenia kosztów ryzyka. Portfel kredytowy powinien nadal rosnać w tempie +3% r/r, czyli najszybszym od 2009 r. Istnieje możliwość dalszej umiarkowanej presji na marżę odsetkową i pozaodsetkową. Spodziewamy się wzrostu kosztów w ujęciu kwartalnym, jednak wzrost ten będzie mniejszy, niż rok wcześniej. Jakość portfela kredytowego nie powinna ulec dużej zmianie, ale możliwy jest techniczny spadek liczby raportowanych kredytów zagrożonych. Ogólnie rzecz biorąc spodziewamy się przyzwoitego kwartału bez nadzwyczajnych zdarzeń.

GPW (Trzymaj, 44,2 PLN)

Kurs akcji: 34,45 PLN

Kapitalizacja: 1445,93 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 25.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	83,9	81,7	-3%	317,6	325,7	3%	308,8	-5%	318,1	3%
EBITDA	40,7	40,6	0%	164,1	175,0	7%	170,6	-2%	177,1	4%
EBIT	33,1	33,5	1%	135,4	148,1	9%	142,6	-4%	148,4	4%
Zysk netto	24,3	26,0	7%	112,1	121,4	8%	115,3	-5%	124,7	8%
Marża EBITDA	48%	50%		52%	54%		55%		56%	
Marża EBIT	39%	41%		43%	45%		46%		47%	
Marża netto	29%	32%		35%	37%		37%		39%	
EV/EBITDA							7,9		7,5	
P/E							12,5		11,6	

- Spodziewamy się neutralnych wyników GPW w 4Q15 (wzrost zysku netto o 7% r/r i spadek o 14% kw/kw)
- Spodziewamy się lekkiego spadku kw/kw przychodów z rynku finansowego z uwagi na słabsze obroty.
- Sezonowo wysokie przychody z rynku towarowego.
- Zakładamy podwyższony poziom kosztów operacyjnych (48 mln PLN), z uwagi na sezonowość.

Handlowy (Kupuj, 71 PLN)

Kurs akcji: 68,7 PLN

Kapitalizacja: 8976,31 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 17.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	264,6	243,5	-8%	1 163,9	977,0	-16%	976	0%	1 012	4%
Wynik z opłat i prowizji	150,4	162,3	8%	618,9	641,1	4%	656,1	2%	688,9	5%
Przychody ogółem	574,1	500,8	-13%	2 423,8	2 049,1	-15%	2 119,8	3%	2 094,6	-1%
Koszty operacyjne	-327,3	-360,8	10%	-1 273,9	-1 284,4	1%	-1 193,3	-7%	-1 193,3	0%
Wynik operacyjny	246,8	140,0	-43%	1 149,9	764,7	-33%	926,5	21%	901,3	-3%
Saldo rezerw	12,0	0,0	-	17,8	16,8	-	-10,7	-164%	-28,8	-
Wynik przed opodatkowaniem	258,5	140,0	-46%	1 167,7	781,6	-33%	915,8	17%	872,5	-5%
Wynik netto	205,1	112,0	-45%	947,3	620,1	-35%	582,7	-6%	533,9	-8%
Marża odsetkowa (w %)	2,2	2,0		2,6	2,1					
Koszty/Dochody (w %)	57,0	72,0		52,6	62,7					
Koszty ryzyka (w %)	-0,3	0,0		-0,1	-0,1					
P/E							15,4		16,8	
P/BV							1,3		1,3	

- Pierwszy kwartał poprawy wyniku odsetkowego kw/kw (+3%)
- Wynik prowizyjny mocny w ujęciu r/r (+8%), jednak słabszy od wyjątkowo dobrego 3Q15 (-4%)
- Zakładamy stabilizację wyniku tradingowego na poziomie 96 mln PLN
- Koszty operacyjne obciążone przez zdarzenia jednorazowe (łącznie 65 mln PLN). Oczyszczone koszty na poziomie 296 mln PLN.
- Zakładamy kontynuację dobrych trendów w jakości portfela (odpisy na poziomie 0 mln PLN).

ING BSK (Kupuj, 123 PLN)

Kurs akcji: 104 PLN

Kapitalizacja: 13530,4 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 4.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	583,2	658,3	13%	2 330,2	2 466,0	6%	2 778,0	13%	3 083,5	11%
Wynik z opłat i prowizji	248,9	254,5	2%	1 062,9	1 016,9	-4%	1 030,3	1%	1 071,5	4%
Przychody ogółem	866,0	945,8	9%	3 532,5	3 770,3	7%	4 184,3	11%	4 336,0	4%
Koszty operacyjne	-488,5	-661,0	35%	-1 929,7	-2 168,7	12%	-2 052,0	-5%	-2 092,8	2%
Wynik operacyjny	377,5	284,8	-25%	1 602,8	1 601,6	0%	2 132,4	33%	2 243,2	5%
Saldo rezerw	-85,1	-64,2	-25%	-267,7	-244,8	-9%	-332,9	36%	-366,3	10%
Wynik przed opodatkowaniem	292,4	220,6	-25%	1 347,4	1 356,8	1%	1 799,5	33%	1 876,9	4%
Wynik netto	230,8	175,4	-24%	1 040,9	1 096,7	5%	1 060,5	-3%	1 064,2	0%
Marża odsetkowa (w %)	2,5	2,5		2,6	2,5					
Koszty/Dochody (w %)	56,4	69,9		54,6	57,5					
Koszty ryzyka (w %)	0,5	0,3		0,5	0,4					
P/E							12,8		12,7	
P/BV							1,2		1,2	

- Wyniki obciążone przez zdarzenia jednorazowe: wpłata na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców oraz koszty związane z upadłością SK Banku (spadek raportowanego zysku netto o 24% r/r i 44% kw/kw).
- Wzrost oczyszczonego zysku netto o 33% r/r i o 2% kw/kw.
- Poprawa wyniku odsetkowego o 2% kw/kw z uwagi na wzrost portfela i stabilną marżę odsetkową (3Q15 był dodatkowo wsparty zdarzeniem jednorazowym).
- Delikatny wzrost wyniku prowizyjnego o 2% r/r i 2% kw/kw.
- Koszty operacyjne zawyżone przez one-off'y. Oczyszczone koszty wyższe o 2% r/r i 2% niższe kw/kw.
- Utrzymująca się dobra jakość portfela kredytowego (koszty ryzyka na poziomie 30-35pb.)

Komercni (Trzymaj, 5926 CZK)

Kurs akcji: 4855 CZK

Kapitalizacja: 30658,77 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 11.2.2016

mln CZK	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	5 214	5 238	0%	21 423	21 110	-1%	21 542	2%	22 480	4%
Wynik z opłat i prowizji	1 783	1 809	1%	6 752	6 790	1%	6 639	-2%	6 483	-2%
Przychody ogółem	7 694	7 769	1%	30 677	30 573	0%	30 745	1%	31 548	3%
Koszty operacyjne	3 455	3 043	-12%	13 034	12 984	0%	13 555	4%	13 766	2%
Wynik operacyjny	4 239	4 726	11%	17 643	17 589	0%	17 190	-2%	17 782	3%
Saldo rezerw	210	240	14%	1 296	858	-34%	1 267	48%	1 388	10%
Wynik przed opodatkowaniem	4 049	4 536	12%	16 031	16 708	4%	16 122	-4%	16 595	3%
Wynik netto	3 331	3 634	9%	12 985	13 518	4%	12 654	-6%	13 027	3%
Marża odsetkowa (w %)	2,2	2,2		2,2	2,2		2,3		2,3	
Koszty/Dochody (w %)	45,1	39,3		42,7	42,6		43,5		43,0	
Koszty ryzyka (w %)	0,2	0,2		0,3	0,2		0,2		0,2	
P/E							14,6		14,2	
P/BV							1,70		1,67	

- Po Komercni spodziewamy się spokojnego kwartału, chociaż raportowany zysk netto może pozytywnie zaskoczyć dzięki prawdopodobnemu odwróceniu odpisu na rezerwę z tytułu składki na fundusz likwidacyjny, wartą 400 mln CZK. Prognozujemy zysk netto na poziomie 3.634 mln CZK, co stanowi wzrost o 9,1% r/r.
- W kontekście portfela kredytowego spodziewamy się kolejnego dobrego kwartału – wzrost r/r powinien przekroczyć 6%. Prognozujemy umiarkowany spadek marży odsetkowej netto, natomiast marża pozaodsetkowa powinna pozostać na niezmiennym poziomie. Widoczne zwykle w ostatnim kwartale roku typowe sezonowe zwiększenie kosztów może zostać zniwelowane przez odwrócenie odpisu na rezerwę z tytułu składki na fundusz likwidacyjny. Na koniec wreszcie w kontekście kosztów rezerw spodziewamy się dość płaskich kosztów ryzyka r/r. Ogólnie rzecz biorąc, wyniki spółki są neutralne.

mBank (Trzymaj, 331 PLN)

Kurs akcji: 286,9 PLN

Kapitalizacja: 12090,35 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 4.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	632,5	656,9	4%	2 490,7	2 491,6	0%	2 644,9	6%	2 784,6	5%
Wynik z opłat i prowizji	200,4	236,0	18%	901,7	895,8	-1%	932,0	4%	969,3	4%
Przychody ogółem	939,9	1 090,9	16%	3 939,2	4 073,7	3%	4 093,1	0%	4 156,8	2%
Koszty operacyjne	-443,5	-664,1	50%	-1 770,6	-2 066,5	17%	-1 865,0	-10%	-1 869,0	0%
Wynik operacyjny	496,4	426,8	-14%	2 168,6	2 007,2	-7%	2 228,1	11%	2 287,8	3%
Saldo rezerw	-112,6	-108,3	-4%	-515,9	-426,9	-17%	-475,3	11%	-499,7	5%
Wynik przed opodatkowaniem	383,8	318,5	-17%	1 652,7	1 580,3	-4%	1 752,8	11%	1 788,1	2%
Wynik netto	308,6	274,8	-11%	1 286,7	1 266,6	-2%	984,6	-22%	965,4	-2%
Marża odsetkowa (w %)	2,3	2,2		2,3	2,1					
Koszty/Dochody (w %)	47,2	60,9		44,9	50,7					
Koszty ryzyka (w %)	0,6	0,5		0,7	0,5					
P/E							12,3		12,5	
P/BV							1,0		0,9	

- Wpływ zdarzeń jednorazowych na wyniki. Dwa negatywne: SK Bank (-141 mln PLN) oraz Fundusz Wsparcia Kredytobiorców (-52 mln PLN) oraz jeden pozytywny: sprzedaż pakietu akcji PZU (+125 mln PLN).
- Umiarkowany wzrost wyniku odsetkowego kw/kw (+2%), w wyniku wzrostu wolumenów oraz stabilnej marży
- Stabilny wynik prowizyjny.
- Oczyszczone koszty operacyjne na znormalizowanym poziomie.
- Koszty ryzyka na poziomie na 3Q15

Millennium (Trzymaj, 5,6 PLN)

Kurs akcji: 4,74 PLN

Kapitalizacja: 5750,17 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 1.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	348,7	350,3	0%	1 454,1	1 366,0	-6%	1 444,6	6%	1 505,7	4%
Wynik z opłat i prowizji	142,2	141,4	-1%	611,7	597,1	-2%	603,6	1%	633,8	5%
Przychody ogółem	540,8	399,9	-26%	2 215,6	2 029,8	-8%	2 355,1	16%	2 309,9	-2%
Koszty operacyjne	-279,1	-271,9	-3%	-1 111,4	-1 083,5	-3%	-1 065,1	-2%	-1 089,9	2%
Wynik operacyjny	261,7	128,0	-51%	1 104,2	946,2	-14%	1 289,9	36%	1 220,0	-5%
Saldo rezerw	-64,0	-64,1	0%	-265,5	-260,1	-2%	-269,0	3%	-278,7	4%
Wynik przed opodatkowaniem	197,5	63,9	-68%	838,5	684,8	-18%	1 021,0	49%	941,3	-8%
Wynik netto	157,7	46,1	-71%	650,9	539,6	-17%	617,0	14%	531,5	-14%
Marża odsetkowa (w %)	2,3	2,2		2,5	2,1					
Koszty/Dochody (w %)	51,6	68,0		50,2	53,4					
Koszty ryzyka (w %)	0,6	0,5		0,6	0,5					
P/E							9,3		10,8	
P/BV							0,8		0,8	

- Wyniki obciążone przez zdarzenia jednorazowe: wpłata na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców, koszty związane z upadłością SK Banku oraz kara UOKiK
- Wynik odsetkowy na poziomie zbliżonym do 3Q15: stabilna marża oraz nieznaczny wzrost portfela.
- Wynik prowizyjny słabszy kw/kw (zakładamy normalizację przychodów z tytułu kredytów)
- Koszty operacyjne sezonowo wyższe.
- Odpisy z tytułu utraty wartości zgodne z gaudancem spółki (50-55pb.)

mld HUF	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	155,8	133,6	-14%	636,2	554,0	-13%	580,5	5%	596,3	3%
Wynik z opłat i prowizji	41,6	42,5	2%	169,6	166,3	-2%	173,0	4%	180,1	4%
Przychody ogółem	192,2	186,1	-3%	826,1	758,1	-8%	794,5	5%	819,4	3%
Koszty operacyjne	106,5	98,0	-8%	411,5	383,7	-7%	381,2	-1%	381,2	0%
Wynik operacyjny	85,7	88,1	3%	414,6	374,4	-10%	413,3	10%	438,2	6%
Saldo rezerw	77,3	60,0	-22%	274,7	228,0	-17%	220,2	-3%	173,1	-21%
Wynik przed opodatkowaniem	12,3	28,1	128%	139,9	146,2	5%	193,1	32%	265,1	37%
Wynik netto	10,6	13,0	23%	-102,3	49,4	-	128,6	160%	191,8	49%
Marża odsetkowa (w %)	5,7	5,2		5,8	5,3					
Koszty/Dochody (w %)	55,4	52,7		49,8	50,6					
Koszty ryzyka (w %)	5,3	3,7		4,7	4,1					
P/E							12,7		8,5	
P/BV							1,22		1,15	

- Po OTP spodziewamy się mieszanych danych za Q4 2015. Raportowany zysk sięgnie 13 mld HUF, a wzrost wyniesie 23% r/r; z kolei skorygowany zysk netto powinien wynieść 23 mld HUF w porównaniu do 35 mld HUF w Q3 2015 i 10 mld HUF w Q4 2014. Koszty operacyjne powinny wzrosnąć o 3% kw/kw, a rezerwy utrzymają się na wysokim poziomie, wzrósłszy o 3% kw/kw. Portfel kredytowy kurczy się i wprawdzie marża netto i pozaodsetkowa pozostaną bez zmian, jednak malejący portfolio kredytowy wskazuje na spadek przychodów. Z uwagi na obniżenie oczekiwań wzrostu PKB w Rosji oczekujemy presji na wyniki generowane przez rosyjski oddział OTP. Nie powinno być to jeszcze widoczne w wynikach za Q4 2015, jeśli nie liczyć ujemnego efektu translacyjnego na raportowany poziom kapitału. W przyszłości, w obliczu znacznych spadków cen ropy naftowej niepokoi nas fakt, że wynik rosyjskiego oddziału OTP może być znów ujemny z powodu wzrostu wskaźnika NPL i rosnących kosztów ryzyka. Z dobrych wiadomości zwracamy uwagę na nowy rządowy program dotacji do kredytów hipotecznych, który może dodać w tym roku ok. 150 mln HUF do zysków. Jeżeli natomiast chodzi o złe wiadomości, zwracamy uwagę – jak wszędzie w Europie – na rosnące wymogi kapitałowe, w szczególności poczynający od 2017 r.

Pekao (Trzymaj, 148 PLN)

Kurs akcji: 131,15 PLN

Kapitalizacja: 34422,94 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 9.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	1 057,4	1 063,8	1%	4 461,3	4 169,8	-7%	4 420,0	6%	4 799,0	9%
Wynik z opłat i prowizji	499,7	500,0	0%	2 043,7	2 001,6	-2%	2 063,4	3%	2 166,6	5%
Przychody ogółem	1 826,3	1 716,8	-6%	7 284,9	6 939,4	-5%	7 154,4	3%	7 547,1	5%
Koszty operacyjne	-844,4	-1 116,5	32%	-3 428,8	-3 745,9	9%	3 482,2	-193%	3 494,6	0%
Wynik operacyjny	981,9	600,3	-39%	3 856,1	3 193,5	-17%	3 672,3	15%	4 052,5	10%
Saldo rezerw	-135,2	-134,8	0%	-559,6	-532,1	-5%	555,8	-204%	579,9	4%
Wynik przed opodatkowaniem	859,9	476,9	-45%	3 359,7	2 775,5	-17%	3 162,5	14%	3 520,9	11%
Wynik netto	691,0	384,0	-44%	2 714,7	2 238,1	-18%	1 991,0	-11%	2 191,0	10%
Marża odsetkowa (w %)	2,7	2,6		3,0	2,6					
Koszty/Dochody (w %)	46,2	65,0		47,1	54,0					
Koszty ryzyka (w %)	0,5	0,4		0,5	0,4					
P/E							17,3		15,7	
P/BV							1,5		1,5	

- Wyniki obciążone przez zdarzenia jednorazowe (wpływ upadłości SK Banku oraz składki na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców).
- Lekki wzrost wyniku odsetkowego (+2% kw/kw). Wzrost wolumenów i lekka presja na marżę odsetkową
- Spadek wyniku prowizyjnego kw/kw: trochę słabsze przychody z kredytów oraz rynków finansowych
- Zakładamy ok. 25 mln PLN zysków z AFS
- Płaskie oczyszczone koszty operacyjne
- Stabilny koszt ryzyka

PZU (Kupuj, 45,7 PLN)

Kurs akcji: 31,51 PLN

Kapitalizacja: 27209,6 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 15.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Składka przypisana brutto	4 476	4 644	4%	16 885	18 106	7%	18 327	1%	18 928	3%
Wynik lokacyjny	552	440	-20%	2 734	1 828	-33%	2 321	27%	2 162	-7%
Odszkodowania netto	-3 130	-2 839	-9%	-11 542	-11 918	3%	-12 459	5%	-12 794	3%
Koszty operacyjne	-1 045	-1 049	0%	-3 675	-3 982	8%	-3 973	0%	-4 073	3%
Zysk brutto	471	838	78%	3 692	3 118	-16%	3 431	10%	3 517	2%
Zysk netto	404	675	67%	2 968	2 507	-16%	2 576	3%	2 642	3%
P/E							10,6		10,3	
P/BV							2,1		2,2	

- Spodziewamy się dobrych wyników PZU, pomimo niesprzyjającej sytuacji na rynkach finansowych.
- W naszych prognozach nie uwzględniamy potencjalnego negatywnego wpływu, z tytułu przeszacowania wartości pakietu Alior Banku.
- Wzrost przypisu składki ubezpieczeniowej o 4% r/r.
- Solidny wynik inwestycyjny, pomimo niesprzyjającej sytuacji na rynkach finansowych.
- Odszkodowania netto na stosunkowo niskim poziomie: brak dodatkowych rezerw oraz dobra rentowność w segmencie komunikacyjnym.

Raiffeisen Bank (Trzymaj, 15,1 EUR)

Kurs akcji: 11,69 EUR

Kapitalizacja: 15395 mln PLN



Dom Maklerski

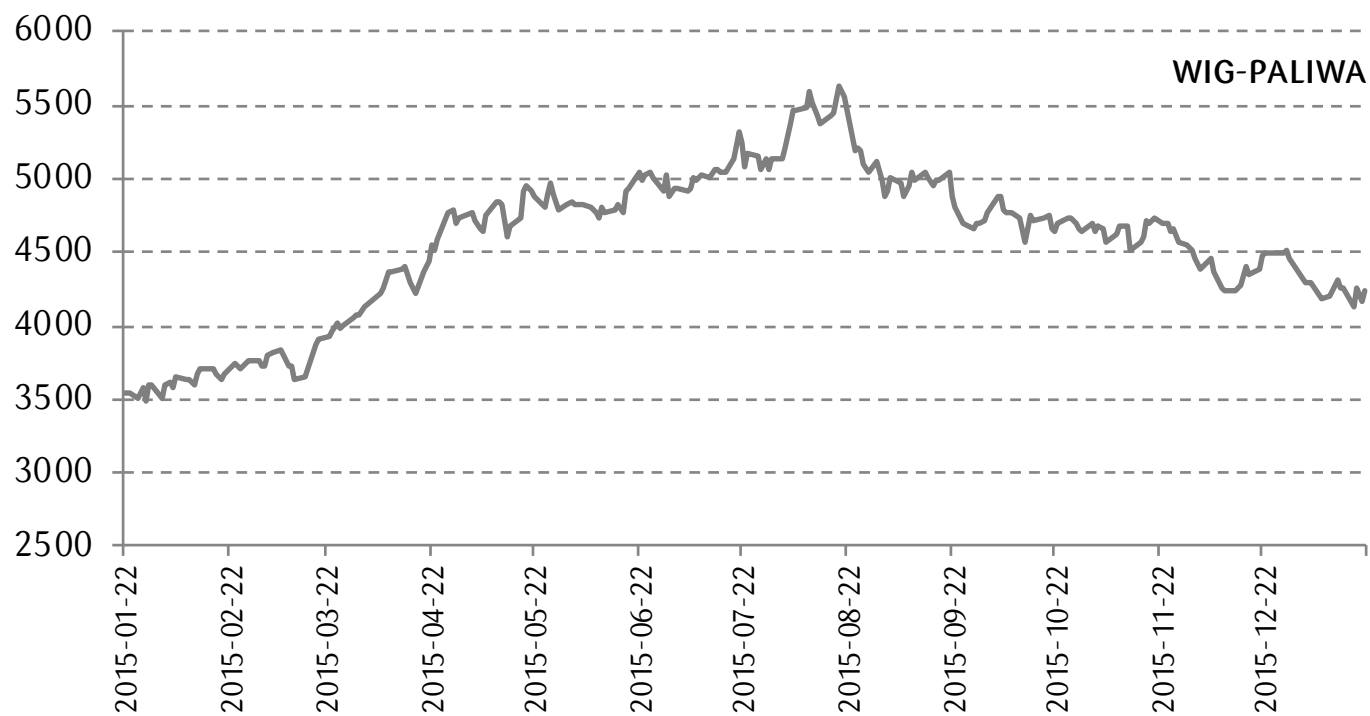
Data publikacji wyników: 16.3.2016

mln EUR	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	895,0	816,0	-9%	3 789,0	3 311,0	-13%	3 131,0	-5%	2 786,6	-11%
Wynik z opłat i prowizji	417,0	405,0	-3%	1 586,0	1 534,0	-3%	1 413,0	-8%	1 342,4	-5%
Przychody ogółem	1 234,0	1 171,0	-5%	5 496,0	4 817,0	-12%	4 640,2	-4%	4 228,1	-9%
Koszty operacyjne	728,0	862,0	18%	3 024,0	2 963,0	-2%	2 755,7	-7%	2 491,5	-10%
Wynik operacyjny	506,0	319,0	-37%	2 473,0	1 854,0	-25%	1 884,9	2%	1 737,0	-8%
Saldo rezerw	633,0	301,0	-52%	1 716,0	1 084,0	-37%	1 115,1	3%	890,6	-20%
Wynik przed opodatkowaniem	-479,0	-169,0	-	23,0	446,0	1839%	472,9	6%	681,4	44%
Wynik netto	-718,0	-137,0	-	-493,0	234,0	-	281,2	20%	432,4	54%
Marża odsetkowa (w %)	2,9	2,9		3,1	2,9		2,9		2,7	
Koszty/Dochody (w %)	59,0	73,6		55,0	61,5		59,4		58,9	
Koszty ryzyka (w %)	3,5	1,8		2,4	1,6		1,7		1,5	
P/E							12,2		7,9	
P/BV							0,43		0,42	

- Trudno jest sporządzić prognozę na temat wyników kwartalnych Raiffeisen International. Zakładamy, że w Q4 2015 spółka wygenerowała stratę w wysokości 137 mln EUR w porównaniu do straty 718 mln EUR w Q4 2014 i zysku w wysokości 90 mln EUR w Q3 2015. Powyższe przewidywane wyniki za Q4 2015 wskazują na umiarkowane obniżenie naszych wyjściowych prognoz całorocznych dla roku 2015.
- Wprawdzie dostrzegamy dodatkowe obciążenia kosztowe, które należało ponieść w ciągu kwartału (szczególnie 150 mln EUR z tytułu restrukturyzacji kosztów i niemal 50 mln EUR w związku z dezinwestycją oddziału słoweńskiego, a także 100 mln EUR z tytułu kosztów związanych ze sprzedanymi portfelami kredytowymi), zakładamy jednak, że część z tych kosztów zostanie zniwelowana przez zysk w wysokości 89 mln EUR z tytułu sprzedaży działalności funduszy emerytalnych w Rosji. (c.d. na następnej stronie)

-
- Naszym zdaniem restrukturyzacja kosztów ponownie się opóźni; z tego powodu nasze prognozy rozmiągają się z prognozami spółki, według których w drugiej połowie 2015 r. Raiffeisen miał ponieść koszty restrukturyzacji w wysokości 550 mln EUR. Uzyskanie komentarza RBI na temat tych założeń graniczy z niemożliwością, zważywszy jednak na grudniowe informacje o ewentualnej fuzji z Raiffeisen Zentral Bank uważamy, że restrukturyzacja w RBI może się opóźnić z tego właśnie powodu.
 - Koszty ryzyka mogą podskoczyć o 58% w ujęciu kwartalnym, a z uwagi na negatywny rozwój sytuacji w odniesieniu do cen ropy naftowej w bieżącym roku spodziewamy się dalszego ich wzrostu. Zwiększą się także koszty operacyjne, ponieważ zakładamy, że to właśnie na ich poczet zostaną zaliczone koszty restrukturyzacji; pozostały wynik operacyjny będzie ujemny z uwagi na opisane powyżej negatywne zdarzenia jednorazowe. Spodziewamy się, że w tym kwartale portfel kredytów nadal będzie się zmniejszać z uwagi na transakcje sprzedaży części portfeli. W odniesieniu do marży odsetkowej i pozaodsetkowej przewidujemy ich ogólną stabilizację.
 - Podsumowując, był to dość zróżnicowany kwartał, a prognozy prezentowane przez zarząd spółki ponownie będą znacznie ważniejsze, niż faktycznie raportowane dane.

SEKTOR PALIWOWY



Duon (Kupuj, 4,11 PLN)

Kurs akcji: 3,82 PLN

Kapitalizacja: 395,45 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 15.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	207,2	234,5	13%	635,9	831,5	31%	1 063,8	28%	1 279,6	20%
EBITDA	6,53	12,4	90%	36,36	43,4	19%	47,9	10%	50,6	6%
EBIT	4,86	10,2	110%	29,94	34,7	16%	38,9	12%	41,2	6%
Zysk netto	4,4	7,5	71%	23,2	25,6	10%	28,6	12%	30,6	7%
Marża EBITDA	3%	5%		6%	5%		5%		4%	
Marża EBIT	2%	4%		5%	4%		4%		3%	
Marża netto	2%	3%		4%	3%		3%		2%	
EV/EBITDA							8,59		7,88	
P/E							13,84		12,94	

- Segment infrastruktury w 4Q15 pokaże poprawę wyników r/r w związku z większym udziałem LNG z Kalingradu w strukturze zakupów i obniżeniem kosztów pozyskania gazu
- W segmencie obrotu nastąpi poprawa wyników r/r na skutek wzrostu wolumenów sprzedaży gazu TPA oraz lekkiej poprawie marż na sprzedaży
- Znacząca poprawa wyników w 4Q15 pozwoli na realizację rocznej prognozy, która zakłada wypracowanie 818 mln PLN przychodów, 35 mln PLN EBIT, 43,6 mln PLN EBITDA oraz 23,6 mln PLN zysku netto
- Spółka jest w trakcie wezwania na akcje przez Fortum Holding po cenie 3,85 PLN.

Lotos (Sprzedaj, 27,2 PLN)

Kurs akcji: 26,99 PLN

Kapitalizacja: 4989,73 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 3.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	6 575,8	5 996,0	-9%	28 501,9	23 480,0	-18%	25 694,7	9%	26 546,8	3%
EBITDA	-856,8	434,4	-	-584,1	1 717,6	-	1 848,3	8%	1 843,8	0%
EBITDA LIFO oczyszczona	368,4	507,4	38%	1 391,0	2 177,0	57%	1 848,3	-15%	1 843,8	0%
EBIT	-1 074,9	238,4	-	-1 393,0	981,2	-	1 018,0	4%	1 063,7	4%
Zysk netto	-1 276,4	40,8	-	-1 466,3	230,9	-	593,1	157%	631,3	6%
Marża EBITDA	-13%	7%		-2%	7%		7%		7%	
Marża EBIT	-16%	4%		-5%	4%		4%		4%	
Marża netto	-19%	1%		-5%	1%		2%		2%	
EV/EBITDA							6,55		6,72	
P/E							8,41		7,90	

- Wyższy udział sprzedaży krajowej w strukturze przychodów, niższe koszty surowców w porównaniu do 4Q14 pozwolą na poprawę wyników mimo płaskich marż rafineryjnych r/r (6,21 USD/bbl w 4Q15 vs. 7,32 USD/bbl w 4Q14)
- Wzrost wolumenów sprzedaży ropy naftowej mimo spadku cen ropy i gazu pozwoli na wypracowanie EBITDA w segmencie wydobywczym na poziomie zbliżonym do 3Q15
- Wyniki grupy będą obciążone odpisami na zapasach ropy i produktach oraz aktywów wydobywczych, nieuwzględnione w wynikach

MOL (Trzymaj, 193,67 PLN)

Kurs akcji: 194 PLN

Kapitalizacja: 20269,73 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 24.2.2016

mld HUF	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	1 173,8	956,6	-19%	4 895,2	4 143,7	-15%	4 468,4	8%	4 557,7	2%
EBITDA	-60,5	-20,7	-	409,0	474,5	16%	674,5	42%	674,1	0%
EBITDA CCS	146,0	162,4	11%	510,6	695,5	36%	674,5	-3%	674,1	0%
EBIT	-129,1	-101,5	-	40,9	154,2	277%	347,6	125%	330,3	-5%
Zysk netto	-68,6	-80,9	-	4,8	82,1	1599%	207,0	152%	195,2	-6%
Marża EBITDA	-5%	-2%		8%	11%		15%		15%	
Marża EBIT	-11%	-11%		1%	4%		8%		7%	
Marża netto	-6%	-8%		0%	2%		5%		4%	
EV/EBITDA							3,22		3,12	
P/E							6,85		7,27	

- Jednorazowy wzrost wolumenów sprzedaży węglowodorów zneutralizuje spadek cen ropy naftowej i gazu ze względu na znaczący udział wydobycia w rejonie CEE i relatywnie niskimi kosztami wydobycia
- Słabsze marże rafineryjne i sezonowość sprzedaży wpłyną na pogorszenie wyników w rafinerii, ale spadek ten z nawiązką zostanie zneutralizowany przez poprawę wyników w petrochemii
- Wyniki grupy będą obciążone odpisem projektu Akri-Bijeel (kwota około 127 bln HUF)
- Wzrost wolumenów przesyłu w segmencie gazowym pozwoli na poprawę wyników r/r

OMV (Trzymaj, 23,44 EUR)

Kurs akcji: 22,47 EUR

Kapitalizacja: 32952,7 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 18.2.2016

mln EUR	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	7 682,9	5 453,7	-29%	35 912,5	22 937,7	-36%	22 848,5	0%	24 378,0	7%
EBITDA	745,4	451,7	-39%	4 112,4	3 165,4	-23%	3 773,8	19%	4 062,5	8%
EBITDA CCS	1 714,1	774,7	-55%	5 293,9	4 986,2	-6%	3 773,8	-24%	4 062,5	8%
EBIT	-423,6	-37,3	-	1 054,4	-331,1	-	1 367,8	-	1 545,4	13%
Zysk netto	-308,2	44,3	-	356,8	-55,4	-	600,3	-	677,4	13%
Marża EBITDA	10%	8%		11%	14%		17%		17%	
Marża EBIT	-6%	-1%		3%	-1%		6%		6%	
Marża netto	-4%	1%		1%	0%		3%		3%	
EV/EBITDA							3,25		3,14	
P/E							12,21		10,82	

- Wyniki w segmencie upstream pozostają pod wpływem niskich cen ropy naftowej i będą słabsze r/r
- W segmencie gazowo-energetycznym spodziewamy się wzrostu wolumenów sprzedaży gazu, ale utrzymania się presji cenowej na rynku gazu
- W segmencie downstream silne marże rafineryjne oraz petrochemiczne przełożą się na poprawę wyników r/r, ale będą zniekształcone negatywnym efektem przeszacowania ropy naftowej

PGNIG (Sprzedaj, 5,15 PLN)

Kurs akcji: 4,83 PLN

Kapitalizacja: 28497 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 4.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	11 485,0	10 351,0	-10%	34 304,0	37 046,0	8%	32 640,1	-12%	32 943,2	1%
EBITDA	1 359,0	1 074,0	-21%	6 337,0	6 383,0	1%	5 707,0	-11%	6 005,6	5%
EBITDA oczyszczona	2 169,0	1 074,0	-50%	7 854,0	6 721,0	-14%	5 707,0	-15%	6 005,6	5%
EBIT	759,0	378,0	-50%	3 843,0	3 614,0	-6%	3 132,9	-13%	3 335,9	6%
Zysk netto	686,0	163,8	-76%	2 822,0	2 256,8	-20%	1 990,4	-12%	2 133,8	7%
Marża EBITDA	12%	10%		18%	17%		17%		18%	
Marża EBIT	7%	4%		11%	10%		10%		10%	
Marża netto	6%	2%		8%	6%		6%		6%	
EV/EBITDA							5,44		5,22	
P/E							14,32		13,35	

- W segmencie handlu gazem PGNIG zanotuje płaskie wolumeny sprzedaży, ale ujemny wynik w związku z presją na ceny sprzedaży gazu
- Segment upstream nie poprawi wyników r/r w związku ze znaczącym spadkiem cen ropy r/r, dodatkowo może zostać obciążony odpisami aktywów wydobywczych
- Pozytywnie powinien zaskoczyć segment dystrybucji w związku z mniejszą skalą negatywnego wpływu bilansowania na wynik segmentu, co pozwoli na zaraportowanie dobrych wyników

PKN Orlen (Sprzedaj, 66,8 PLN)

Kurs akcji: 64,98 PLN

Kapitalizacja: 27792,53 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 28.1.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	24 902,0	19 635,0	-21%	106 832,0	87 884,0	-18%	89 836,1	2%	91 030,9	1%
EBITDA	-664,0	371,2	-	-2 720,0	6 180,0	-327%	7 706,6	25%	7 062,6	-8%
EBITDA LIFO oczyszczona	1 260,0	1 856,2	47%	5 213,0	8 728,0	67%	7 706,6	-12%	7 062,6	-8%
EBIT	-1 149,0	-93,8	-	-4 711,0	4 335,0	-	5 623,5	30%	4 954,8	-12%
Zysk netto	-1 216,0	-157,0	-	-5 811,0	3 034,4	-	4 078,8	34%	3 695,1	-9%
Marża EBITDA	-3%	2%		-3%	7%		9%		8%	
Marża EBIT	-5%	0%		-4%	5%		6%		5%	
Marża netto	-5%	-1%		-5%	3%		5%		4%	
EV/EBITDA							4,22		4,46	
P/E							6,81		7,52	

- W 4Q15 r. PKN Orlen zanotował marżę downstream 12,0 USD/bbl wobec 12,6 USD/bbl w 4Q14, mimo braku znaczącej poprawy marży r/r wyrażonej w USD osłabienie złotówki w stosunku do dolara pozwoli na poprawę wyników r/r
- Osłabienie marż detalicznych w stosunku do 4Q14 r. nie pozwoli na poprawę wyników w segmencie detalicznym r/r
- W segmencie upstream pojawią się najprawdopodobniej odpisy wartości aktywów wydobywczych w Kanadzie
- Szacujemy, iż EBIT LIFO w 4Q15 wyniesie ok. 1,39 mld PLN (bez odpisów) wobec 4Q14 EBIT LIFO 0,78 mld PLN

SEKTOR ENERGETYCZNY



CEZ (Trzymaj, 80,05 PLN)

Kurs akcji: 63,02 PLN

Kapitalizacja: 34148,54 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 15.3.2016

mln CZK	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	53 642,0	54 299,0	1%	200 657,0	204 907,0	2%	196 388,9	-4%	203 635,7	4%
EBITDA	17 762,0	16 211,0	-9%	72 498,0	64 590,0	-11%	62 404,3	-3%	58 217,8	-7%
EBIT	8 123,0	6 199,0	-24%	36 946,0	30 822,0	-17%	31 105,1	1%	27 071,2	-13%
Zysk netto	2 799,0	3 811,0	36%	22 403,0	20 426,0	-9%	18 281,2	-11%	15 521,5	-15%
Marża EBITDA	33%	30%		36%	32%		32%		29%	
Marża EBIT	15%	11%		18%	15%		16%		13%	
Marża netto	5%	7%		11%	10%		9%		8%	
EV/EBITDA							5,74		5,97	
P/E							11,24		13,24	

- Spółka podtrzymała w grudniu prognozy EBITDA i skorygowanego zysku netto na poziomie odpowiednio 64 bn CZK i 27 bn CZK. Podtrzymane zostały również prognozy produkcji w elektrowniach jądrowych na poziomie 27,2 TWh. Oczekujemy odpisów z tytułu trwałej utraty wartości dotyczących aktywów w krajach SEE.

Enea (Kupuj, 15,8 PLN)

Kurs akcji: 11,15 PLN

Kapitalizacja: 4922,08 mln PLN

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	2 628,2	3 123,2	19%	9 855,4	10 186,4	3%	11 790,5	16%	12 344,4	5%
EBITDA	399,1	540,9	36%	1 914,9	2 146,1	12%	2 227,0	4%	2 558,5	15%
EBIT	194,9	275,4	41%	1 186,5	1 317,3	11%	1 017,3	-23%	1 168,5	15%
Zysk netto	72,8	184,9	154%	909,1	1 022,7	12%	666,9	-35%	676,9	1%
Marża EBITDA	15%	17%		19%	21%		19%		21%	
Marża EBIT	7%	9%		12%	13%		9%		9%	
Marża netto	3%	6%		9%	10%		6%		5%	
EV/EBITDA							4,09		3,86	
P/E							7,38		7,27	

- W wynikach IV kwartału zostaną po raz pierwszy uwzględnione zyski LWB Bogdanka (za okres ok. 2 miesięcy). Wyniki w segmencie dystrybucji słabsze r/r ze względu na efekt bazy (rozwiązanie rezerw w IV kw. 2014 r.). Oczekujemy stabilnych wyników w segmencie wytwarzania oraz wzrostu wyników w segmencie obrotu. W kosztach finansowych widoczny będzie efekt wzrostu zadłużenia na zakup akcji Bogdanki.

Energa (Kupuj, 19 PLN)

Kurs akcji: 13 PLN

Kapitalizacja: 5382,87 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 15.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	2 798,3	2 804,0	0%	10 590,6	10 598,0	0%	10 623,7	0%	11 375,5	7%
EBITDA	474,5	468,5	-1%	2 307,0	2 183,5	-5%	1 934,1	-11%	1 985,6	3%
EBIT	254,4	242,5	-5%	1 446,2	1 279,3	-12%	1 004,5	-21%	1 035,5	3%
Zysk netto	181,5	146,2	-19%	982,1	841,8	-14%	567,3	-33%	584,4	3%
Marża EBITDA	17%	17%		22%	21%		18%		17%	
Marża EBIT	9%	9%		14%	12%		9%		9%	
Marża netto	6%	5%		9%	8%		5%		5%	
EV/EBITDA							4,84		4,83	
P/E							9,49		9,21	

- Wyniki w segmencie wytwarzania słabsze r/r ze względu na remont w elektrowni Ostrołęka. Tak jak w poprzednich kwartałach oczekujemy odpisów aktywów wiatrowych. Spodziewamy się stabilnych wyników r/r w segmencie dystrybucji. Oczekujemy poprawy wyników w segmencie sprzedaży ze względu na niższe ceny zielonych certyfikatów.

PGE (Kupuj, 15 PLN)

Kurs akcji: 13,3 PLN

Kapitalizacja: 24867,81 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 16.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	7 280,0	7 015,0	-4%	28 137,0	28 173,0	0%	27 046,4	-4%	27 972,6	3%
EBITDA	1 386,0	1 988,0	43%	8 118,0	8 202,0	1%	6 617,7	-19%	6 705,0	1%
EBIT	633,0	1 305,0	106%	5 096,0	-3 557,0	-	3 839,9	-	3 799,6	-1%
Zysk netto	439,0	987,0	125%	3 638,0	-3 039,0	-	2 855,3	-	2 738,2	-4%
Marża EBITDA	19%	28%		29%	29%		24%		24%	
Marża EBIT	9%	19%		18%	-13%		14%		14%	
Marża netto	6%	14%		13%	-11%		11%		10%	
EV/EBITDA							4,94		5,27	
P/E							8,71		9,08	

- W segmencie wytwarzania oczekujemy spadku wolumenów w relacji r/r ze względu na harmonogram remontów w Bełchatowie. Wartość KDT powinna pozostać na poziomie 3Q 2015. Wyniki w wytwarzaniu wzrosną ze względu na wyższe ceny energii. Oczekujemy wyższych wyników w segmentach dystrybucji i OZE oraz stabilnych wyników w segmencie handlu. Nie zakładamy istotnego wpływu zdarzeń jednorazowych w tym odpisów wartości.

Polenergia (Kupuj, 36,9 PLN)

Kurs akcji: 23,3 PLN

Kapitalizacja: 1058,75 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	645,0	681,0	6%	934,5	2 713,3	190%	2 774,2	2%	2 804,4	1%
EBITDA	53,9	79,5	48%	105,5	219,5	108%	259,2	18%	276,2	7%
EBIT	25,1	58,0	131%	50,4	177,8	253%	144,3	-19%	155,9	8%
Zysk netto	16,1	27,0	67%	31,2	79,7	155%	73,7	-8%	46,8	-36%
Marża EBITDA	8%	12%		11%	8%		9%		10%	
Marża EBIT	4%	9%		5%	7%		5%		6%	
Marża netto	2%	4%		3%	3%		3%		2%	
EV/EBITDA							7,06		10,53	
P/E							14,37		22,63	

- W IV kwartale panowały bardzo dobre warunki wietrzne, co pozytywnie wpłynęło na wyniki spółki. Wg naszych oczekiwań efekt wcześniejszego uruchomienia FW Skurpie powinien skompensować zmniejszenie wyniku z tytułu wypowiedzenia umowy dla FW Łukasów i Modlikowice przez PE-PKH. Oczekujemy, że wyniki będą zgodne z naszą roczną prognozą wynoszącą 219 mln na poziomie EBITDA i 79 mln PLN zysku netto.

Tauron (Trzymaj, 3,41 PLN)

Kurs akcji: 2,77 PLN

Kapitalizacja: 4854,56 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 9.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	4 837,7	4 801,3	-1%	18 440,8	18 617,6	1%	19 835,0	7%	20 169,0	2%
EBITDA	711,8	801,3	13%	3 627,1	3 620,3	0%	3 287,0	-9%	3 299,6	0%
EBIT	283,2	365,1	29%	1 830,1	1 878,2	3%	1 499,4	-20%	1 472,8	-2%
Zysk netto	132,2	244,8	85%	1 180,9	1 275,5	8%	818,3	-36%	748,1	-9%
Marża EBITDA	15%	17%		20%	19%		17%		16%	
Marża EBIT	6%	8%		10%	10%		8%		7%	
Marża netto	3%	5%		6%	7%		4%		4%	
EV/EBITDA							4,71		5,35	
P/E							5,93		6,49	

- Oczekujemy stabilnych wyników operacyjnych r/r. W segmencie wydobycia oczekujemy produkcji węgla na relatywnie wysokim poziomie 1,4 mln ton. Spodziewamy się stabilnych kw/kw wyników w segmencie dystrybucji i sprzedaży. W segmencie wytwarzania istnieje wysokie ryzyko odpisów z tytułu utraty wartości dla bloków 200MW. Nie oczekujemy jednak wpływu odpisów na politykę dywidendową spółki.

ZE PAK (Trzymaj, 14,7 PLN)

Kurs akcji: 8,25 PLN

Kapitalizacja: 419,29 mln PLN

Data publikacji wyników: 21.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	708,7	751,4	6%	2 680,1	3 006,2	12%	2 746,7	-9%	2 701,3	-2%
EBITDA	117,5	112,5	-4%	507,4	450,2	-11%	475,7	6%	593,5	25%
EBIT	28,1	28,1	0%	147,4	82,0	-44%	117,2	43%	235,4	101%
Zysk netto	6,0	8,5	42%	78,5	29,8	-62%	52,5	76%	147,5	181%
Marża EBITDA	17%	15%		19%	15%		17%		22%	
Marża EBIT	4%	4%		5%	3%		4%		9%	
Marża netto	1%	1%		3%	1%		2%		5%	
EV/EBITDA							2,66		1,90	
P/E							7,99		2,84	

- Oczekujemy wolumenów produkcji na poziomie zbliżonym do 3Q ze względu na trwające remonty bloków. Ceny energii i wielkość rozpoznanych KDT oczekiwana również na poziomie poprzedniego kwartału.
- Spółka obecnie dokonuje przeglądu strategii odnośnie kontynuowania modernizacji bloków 3 i 4 w el. Pątnów I. Decyzje te mogą skutkować dokonaniem odpisów wartości aktywów.

HANDEL HURTOWY I DETALICZNY

AB (Kupuj, 37 PLN)

Kurs akcji: 31,19 PLN

Kapitalizacja: 504,89 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 29.2.2016

mln PLN	II kw. 14/15	II kw. 15/16P	r/r	I-IV kw. 14/15	I-IV kw. 15/16P	r/r	2016/17P	r/r	2017/18P	r/r
Przychody	2 078,0	2 241,1	8%	6 793,2	7 018,5	3%	7 298,5	4%	7 543,5	3%
EBITDA	36,7	34,9	-5%	108,4	100,8	-7%	106,8	6%	109,7	3%
EBIT	34,7	31,9	-8%	100,2	89,0	-11%	94,8	7%	97,0	2%
Zysk netto	25,6	21,9	-14%	68,4	58,0	-15%	62,4	8%	64,2	3%
Marża EBITDA	1,8%	1,6%		1,6%	1,4%		1,5%		1,5%	
Marża EBIT	1,7%	1,4%		1,5%	1,3%		1,3%		1,3%	
Marża netto	1,2%	1,0%		1,0%	0,8%		0,9%		0,9%	
EV/EBITDA							7,0		6,4	
P/E							8,1		7,9	

- Po słabym przychodowo 3Q, w 4Q'15 spodziewamy się odbicia i niewielkich wzrostów w Polsce (+5% r/r) oraz kontynuacji kilkunastoprocentowych wzrostów w Czechach. Sezonowo wyższa sprzedaż w kanale dużych sieci detalicznych (głównie Polska), przełoży się na utrzymanie presji na marżę oraz pogorszenie kapitału obrotowego w grupie.
- W Czechach biznes rośnie głównie w SMB i sieciach franczyzowych, co powinno przekładać się na wzrost rentowności w ATC.
- Ze względu na opóźnienie w oddaniu nowego magazynu i związane z tym wyższe koszty logistyczne (obsługa z dwóch lokalizacji) oraz prowadzone nowe inicjatywy w 4Q koszty SG&A wzrosną o 3,5-4,0 mln PLN.
- Spodziewamy się pogorszenia cyklu konwersji gotówki, w szczególności wzrostu zapasów i należności, ujemnego CFO w kwartale, w konsekwencji wzrostu długu netto do 3,5x EBITDA.
- Obniżamy prognozę zysku netto w roku obrotowym 15/16 do 58 mln PLN, co naszym zdaniem będzie skutkować (tylko) utrzymaniem dywidendy z zysku za 15/16 na poziomie 0,7 PLN na akcję.

ABC Data (Niepokrywana)

Kurs akcji: 3,05 PLN

Kapitalizacja: 382,06 mln PLN

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	1 638,5	1 351,1	-18%	5 573,4	4 717,0	-15%	4 890,0	4%	5 237,7	7%
EBITDA	19,5	20,6	6%	62,7	68,4	9%	68,9	1%	73,8	7%
EBIT	19,0	19,9	5%	60,5	65,8	9%	66,2	1%	71,1	7%
Zysk netto	13,3	16,2	21%	33,3	48,0	44%	49,3	3%	53,0	8%
Marża EBITDA	1,2%	1,5%		1,1%	1,5%		1,4%		1,4%	
Marża EBIT	1,2%	1,5%		1,1%	1,4%		1,4%		1,4%	
Marża netto	0,8%	1,2%		0,6%	1,0%		1,0%		1,0%	
EV/EBITDA							7,11		6,73	
P/E							7,75		7,21	

- Zgodnie z „założeńiami” nowej strategii w 4Q oczekujemy kontynuacji trendów z zeszłych kwartałów, spadku przychodów (w szczególności w eksporcie), wzrostu marży brutto na sprzedaży oraz niższych r/r kosztów SG&A. Ponadto wyższa dystrybucja dywidend ze spółek zależnych może wpłynąć na efektywną stopę podatkową.
- Spółka raportuje najniższy w branży cykl konwersji gotówki, w 4Q spodziewamy się pozytywnych przepływów operacyjnych i zadłużenia netto poniżej 100 mln PLN (1,4x EBITDA).
- W całym 2015 r. spodziewamy się wyników zbliżonych do prognozowanych przez spółkę 4,7 mld PLN przychodów i 49 mln zysku netto.
- Realizacja przyjętej do 2018 r. strategii (1,8 mld EUR przychodów i blisko 90 mln PLN zysku netto) wydaje się być nie do zrealizowania bez akwizycji.
- Zakładamy, że z zysku za 2015 spółka wypłaci dywidendę nie niższą niż w zeszłym roku tj. minimum DPS 0,36 PLN, najwyższa w branży stopa dywidendy 11,5%.

Action (Kupuj, 30 PLN)

Kurs akcji: 24,96 PLN

Kapitalizacja: 414,58 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 21.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	1 632,8	1 560,0	-4%	5 445,2	5 291,3	-3%	5 580,8	5%	5 900,8	6%
EBITDA	28,7	26,6	-8%	101,9	67,9	-33%	75,6	11%	83,7	11%
EBIT	26,4	22,9	-13%	92,3	54,8	-41%	61,8	13%	69,7	13%
Zysk netto	21,3	17,1	-20%	69,9	39,6	-43%	45,8	16%	52,1	14%
Marża EBITDA	1,8%	1,7%		1,9%	1,3%		1,4%		1,4%	
Marża EBIT	1,6%	1,5%		1,7%	1,0%		1,1%		1,2%	
Marża netto	1,3%	1,1%		1,3%	0,7%		0,8%		0,9%	
EV/EBITDA							7,93		7,04	
P/E							9,05		7,96	

- W 4Q15 spodziewamy się kontynuacji ujemnej dynamiki przychodów (historycznie najwyższe przychody w 4Q14), głównie ze względu na spadek sprzedaży eksportowej, który szacujemy na około 150-200 mln PLN w kwartale, co jednak zostanie częściowo zasypane przez wyższą sprzedaż do retailu (odmrożenie po słabym 3Q), sezonowo dobry kwartał dla przetargów oraz dystrybucję nowych grup produktowych.
- W Action Europe spodziewamy się wysokiej dynamiki wzrostu przychodów i lekko dodatniego wyniku netto w kwartale, jednak w całym roku strata powinna sięgnąć 3 mln PLN.
- Naszym zdaniem Action będzie chciał wycisnąć ile się da z kapitału obrotowego i obniżyć dług.
- W ciągu roku spółka dwukrotnie obniżała prognozy – ostatecznie w całym roku spodziewamy się wyników zbliżonych do prognozowanych przez spółkę 5,3 mld PLN przychodów i 40 mln PLN zysku netto.
- Zakładamy, że z zysku za 2015 Action wypłaci minimum 1,5 PLN dywidendy na akcję (div yield 5,7%)

AmRest (Kupuj, 215,7 PLN)

Kurs akcji: 165,4 PLN

Kapitalizacja: 3567,67 mln PLN

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	799,6	916,0	15%	2 952,7	3 336,8	13%	3 857,3	16%	4 397,3	14%
EBITDA	100,9	119,4	18%	356,4	440,5	24%	531,4	21%	603,8	14%
EBIT	9,1	39,9	338%	109,9	196,7	79%	265,2	35%	299,2	13%
Zysk netto	1,7	22,6	1229%	46,1	141,8	208%	180,8	28%	212,3	17%
Marża EBITDA	13%	13%		12%	13%		14%		14%	
Marża EBIT	1%	4%		4%	6%		7%		7%	
Marża netto	0%	2%		2%	4%		5%		5%	
EV/EBITDA							7,96		6,73	
P/E							19,73		16,80	

- Wzrost sprzedaży w 4 kwartale 2015 szacujemy na 14,6% r/r. Zakładamy, że najsilniej sprzedaż rośnie w Europie Zachodniej i Nowych Rynkach (odpowiednio o 18,2% r/r i 32,9% r/r), oraz na Węgrzech i na Bałkanach ze względu na dołączenie restauracji Starbucks w Bułgarii i Rumunii. W Rosji sprzedaż również rośnie w walucie lokalnej, choć w PLN przewidujemy dwucyfrową negatywną dynamikę r/r ze względu na dewaluację rubla.
- Wzrost sieci restauracji wyniósł 12,7% r/r do 903 placówek.
- Podobnie jak w pierwszych trzech kwartałach, spodziewamy się, że marże EBITDA z podstawowej działalności będą wyższe r/r, dzięki niskim cenom żywności i sprzedaży produktów o wyższej marży. EBITDA szacujemy na 119 mln PLN, a zysk netto na 26 mln PLN. W naszą prognozę wliczone jest 15 mln PLN odpisów aktualizacyjnych.

Asbis (Niepokrywana)

Kurs akcji: 1,08 PLN

Kapitalizacja: 59,94 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 26.2.2016

mln USD	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	458,6	368,6	-20%	1 551,2	1 183,4	-24%	1 253,4	6%	1 403,4	12%
EBITDA	7,6	5,6	-26%	19,0	-2,1	-	16,3	-	20,2	24%
EBIT	7,0	5,1	-27%	16,5	-4,2	-	14,1	-	18,0	28%
Zysk netto	5,3	2,2	-58%	0,9	-17,0	-	2,6	-	5,3	104%
Marża EBITDA	1,7%	1,5%		1,2%	-0,2%		1,3%		1,4%	
Marża EBIT	1,5%	1,4%		1,1%	-0,4%		1,1%		1,3%	
Marża netto	1,2%	0,6%		0,1%	-1,4%		0,2%		0,4%	
EV/EBITDA							24,51		20,25	
P/E							5,66		2,78	

- W 4Q spodziewamy się kontynuacji spadku przychodów na wszystkich kluczowych rynkach. Po 3Q15, który pokazał pozytywny wynik netto, w 4Q oczekujemy jego poprawy.
- Cykl konwersji gotówki w spółce powinien ulegać poprawie (mniejsze magazyny Prestigio), sezonowo w 4 kwartale spółce udaje się wypracować wysokie przepływy operacyjne i obniżyć zadłużenie.
- Wyniki 2015 r. obciążają odpisy: 7,5 mln USD z tytułu gwarancji na Prestigio, 1,5 mln USD na klienta w Rosji i około 10-15 mln USD straty z tytułu wyprzedaży marek własnych. Ryzykiem na 2016 r. wciąż pozostaje magazyn produktów Prestigio oraz wciąż wysoki dług – około 90 mln USD.
- Asbis obniżył udział Prestigio w mixie produktowym do 10-15%. Na kluczowych rynkach (Europa Środkowo-Wschodnia, Rosja, Ukraina), które historycznie przynosiły największe zyski nie spodziewamy się jeszcze istotnej poprawy w 2016 r.

CCC (Trzymaj, 154 PLN)

Kurs akcji: 115,6 PLN

Kapitalizacja: 4439,04 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 25.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	682,0	749,9	10%	2 080,1	2 302,2	11%	3 089,6	34%	3 790,8	23%
EBITDA	124,1	104,5	-16%	298,6	278,1	-7%	366,5	32%	464,6	27%
EBIT	102,9	87,5	-15%	243,2	217,7	-10%	292,0	34%	382,5	31%
Zysk netto	312,3	107,4	-66%	220,0	252,7	15%	260,0	3%	357,9	38%
Marża EBITDA	18%	14%		14%	12%		12%		12%	
Marża EBIT	15%	12%		12%	9%		9%		10%	
Marża netto	46%	14%		11%	11%		8%		9%	
EV/EBITDA							13,45		10,56	
P/E							17,07		12,40	

- Na podstawie raportowanych przychodów miesięcznych, spodziewamy się, że sprzedaż CCC w 4 kwartale 2015 wzrośnie o 10% r/r i wyniesie 750 mln PLN. Wzrost powierzchni sklepowych wyniósł około 21,6% r/r na koniec roku.
- Spółka sygnalizowała, że marża brutto będzie się dalej osłabiać, o około 4pp r/r, co oznacza marżę w wysokości 50,6%. Przyczyną spadku marży był słabszy popyt, ciepła pogoda i wyższa aktywność wyprzedażowa. W mniejszym stopniu słabszy kurs PLN/USD r/r.
- Oczekujemy 1% r/r spadku kosztów sprzedaży i zarządu na m2. Spodziewamy się zysku operacyjnego w wysokości 88 mln PLN w porównaniu do 103 mln PLN zysku rok temu. Na poziomie netto spodziewamy się wyniku plus 107 mln PLN, ze względu na rozpoznanie aktywa podatkowego w całym 2015 roku (25 mln PLN kwartalnie).

Emperia (Kupuj, 81,9 PLN)

Kurs akcji: 62,5 PLN

Kapitalizacja: 827,18 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	512,0	561,8	10%	1 978,0	2 063,7	4%	2 454,4	19%	2 917,2	19%
EBITDA	25,4	25,9	2%	83,0	101,6	22%	116,2	14%	135,2	16%
EBIT	16,7	14,7	-12%	39,3	57,3	46%	71,0	24%	87,6	23%
Zysk netto	14,4	13,4	-7%	30,5	53,2	74%	63,2	19%	78,1	24%
Marża EBITDA	5%	5%		4%	5%		5%		5%	
Marża EBIT	3%	3%		2%	3%		3%		3%	
Marża netto	3%	2%		2%	3%		3%		3%	
EV/EBITDA							5,84		4,60	
P/E							13,09		10,59	

- Wzrost liczby sklepów do 327 na koniec 2015 roku (+30% r/r), powinien mieć swoje odzwierciedlenie w przychodach, pomimo utrzymującej się ujemnej sprzedaży LFL. Przychody powinny wynieść około 562 mln PLN w 4Q15, +9,7% r/r.
- Marża brutto powinna utrzymywać się na poziomie powyżej 28%, wyżej r/r ze względu na coraz sprawniejszą logistykę. EBITDA szacujemy na około 25,9 mln PLN.
- Oczekujemy minimalnie pozytywnego wpływu wyniku finansowego na wyniki spółki w 4 kwartale. W efekcie Emperia powinna pokazać około 13,4 mln PLN zysku netto w omawianym okresie.

Eurocash (Kupuj, 61,3 PLN)

Kurs akcji: 48,63 PLN

Kapitalizacja: 6755,14 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 25.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	4 445,8	5 499,7	24%	16 963,9	20 773,7	22%	21 542,9	4%	22 255,3	3%
EBITDA	157,3	179,4	14%	412,5	470,4	14%	553,7	18%	638,7	15%
EBIT	125,0	141,4	13%	287,2	321,2	12%	405,3	26%	490,2	21%
Zysk netto	82,5	99,8	21%	183,1	221,2	21%	332,1	50%	406,1	22%
Marża EBITDA	4%	3%		2%	2%		3%		3%	
Marża EBIT	3%	3%		2%	2%		2%		2%	
Marża netto	2%	2%		1%	1%		2%		2%	
EV/EBITDA							12,08		10,10	
P/E							20,34		16,63	

- Spodziewamy się wzrostu sprzedaży o 23,7% r/r w 4 kwartale, dzięki konsolidacji przejętych spółek (Kolporter FMCG, ~ 600 mln PLN przychodów w 4 kwartale 2015 oraz Inmedio, ~ 125 mln PLN sprzedaży). Spodziewamy się płaskich r/r przychodów z dywizji Cash&Carry. Delikatesy Centrum powinny pokazać średni jednocyfrowy wzrost ze względu na rozwój sieci.
- Marże na sprzedaży mogą znaleźć się pod presją (oczekujemy -0,7pp r/r ze względu na słabszy mix produktowy przez konsolidację Kolportera). Oszczędności na kosztach operacyjnych mogą spowodować, że marża EBIT spadnie tylko o 0,2pp r/r.
- Po odliczeniu kosztów finansowych szacujemy, że zysk netto osiągnie wartość ok. 99,8 mln PLN, w porównaniu z 82,5 mln PLN rok temu.

Jeronimo Martins (Kupuj, 16,2 EUR)

Kurs akcji: 11,33 EUR

Kapitalizacja: 32062,83 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 2.3.2016

mln EUR	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	3 347,0	3 552,0	6%	12 680,2	13 727,0	8%	15 098,7	10%	16 153,3	7%
EBITDA	186,0	194,4	5%	733,2	785,4	7%	796,8	1%	898,9	13%
EBIT	114,0	123,4	8%	456,5	490,4	7%	478,9	-2%	559,2	17%
Zysk netto	64,0	75,7	18%	325,1	327,7	1%	370,6	13%	437,7	18%
Marża EBITDA	6%	5%		6%	6%		5%		6%	
Marża EBIT	3%	3%		4%	4%		3%		3%	
Marża netto	2%	2%		3%	2%		2%		3%	
EV/EBITDA							8,65		7,29	
P/E							19,25		16,30	

- Spółka podała już, że przychody w 4 kwartale 2015 roku wyniosły 3 552 mln EUR (+6,1% r/r), w tym Biedronka przyniosła 2 369 mln EUR (+5,7% r/r), Pingo Doce 896 mln EUR (+6,3% r/r), a Recheio 201 mln EUR (+2,6% r/r).
- Oczekujemy EBITDA w wysokości 194 mln EUR (+6,1% r/r), w tym w Polsce w Biedronkach 149 mln EUR (+6,6% r/r) dzięki nieco wyższym marżom, w Portugalii 69 mln EUR (+3,4% r/r). Łączna strata sieci Ara i Hebe powinna wynieść 23 mln EUR.
- Na poziomie zysku netto spodziewamy się 76 mln EUR (+18% r/r).

LPP (Sprzedaj, 5059 PLN)

Kurs akcji: 6624,4 PLN

Kapitalizacja: 12130,09 mln PLN

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	1 405,0	1 579,0	12%	4 769,3	5 134,0	8%	5 903,3	15%	6 690,8	13%
EBITDA	300,0	339,6	13%	802,8	768,8	-4%	804,3	5%	930,3	16%
EBIT	248,3	283,6	14%	609,1	550,9	-10%	550,4	0%	636,9	16%
Zysk netto	245,8	236,5	-4%	481,9	415,6	-14%	459,0	10%	534,8	17%
Marża EBITDA	21%	22%		17%	15%		14%		14%	
Marża EBIT	18%	18%		13%	11%		9%		10%	
Marża netto	17%	15%		10%	8%		8%		8%	
EV/EBITDA							15,26		12,96	
P/E							26,42		22,68	

- Wielkość przychodów na podstawie raportów miesięcznych szacujemy w 4 kwartale 2015 na 1579 mln PLN, co oznacza 12% wzrost r/r. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 54,6%, o 4,4 pp. niżej niż rok temu (59%), ze względu na większy zakres wyprzedaży, niższe ceny u konkurencji i silniejszego dolara. Zysk brutto na sprzedaży szacujemy na 862,2 mln PLN (+4,1% r/r).
- Szacujemy, że spółka utrzymała negatywny trend kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w przeliczeniu na m2, i w 4 kwartale wyniósł on 232 PLN na m2, - 15% r/r. W efekcie szacujemy zysk operacyjny na poziomie 284 mln PLN.
- Ze względu na osłabienie rubla do PLN w 4 kwartale 2015 (o 8%) oraz złotego do USD (3%), możemy spodziewać się nieco wyższych kosztów różnic kursowych (7 mln PLN na rublu i 3 mln PLN na dolarze). Łączne koszty finansowe szacujemy na 15 mln PLN.
- W związku z tym, zysk netto szacujemy na 237 mln PLN, wobec 246 mln rok wcześniej.

Neuca (Kupuj, 398 PLN)

Kurs akcji: 319,15 PLN

Kapitalizacja: 1453,4 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 17.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	1 779,7	1 649,7	-7%	6 568,7	6 881,0	5%	7 617,1	11%	7 982,2	5%
EBITDA	28,6	35,3	23%	104,5	152,0	45%	167,6	10%	179,9	7%
EBIT	19,4	26,8	38%	76,6	121,6	59%	134,0	10%	142,9	7%
Zysk netto	34,1	22,6	-34%	93,1	101,0	9%	109,0	8%	118,4	9%
Marża EBITDA	1,6%	2,1%		1,6%	2,2%		2,2%		2,3%	
Marża EBIT	1,1%	1,6%		1,2%	1,8%		1,8%		1,8%	
Marża netto	1,9%	1,4%		1,4%	1,5%		1,4%		1,5%	
EV/EBITDA							9,57		8,64	
P/E							13,34		12,28	

- W 4Q spodziewamy się ujemnej dynamiki przychodów wynikającej przede wszystkim ze sprzedaży hurtowni w Bydgoszczy w połowie grudnia 2014 (utrata 150-200 mln PLN przychodów; wymóg UOKiK przejścia ACP Pharma) oraz niższej sprzedaży do sieci.
- W konsekwencji wyższa marża brutto na sprzedaży r/r, ale niższa kw/kw, ze względu na większy udział leków refundowanych w mixie produktowym w 4 kwartale. Zmienia się również struktura kosztów SG&A, dochodzą koszty nowych projektów, odchodzą restrukturyzacji.
- Porównując wyniki r/r należy uwzględnić one-off na podatku wspierający zysk netto 4Q14 r. Po oczyszczeniu 4Q15 będzie lepszy r/r. W całym 2015 r. spodziewamy się wyników lekko lepszych od prognozowanych 100 mln PLN zysku netto.
- Poprawa zarządzania kapitałem obrotowym, niski dług netto (1,2x EBITDA).
- Zakładamy, że z zysku za 2015 spółka wypłaci około 4,80-5,00 PLN dywidendy na akcję (stopa dywidendy 1,5%). Dodatkowo spółka w 2016 r. realizuje skup akcji, na który wyda do 25 mln PLN z przeznaczeniem na program menadżerski (dodatkowe 1,7%).

Pelion (Trzymaj, 70 PLN)

Kurs akcji: 52,75 PLN

Kapitalizacja: 587,93 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 21.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	2 046,9	2 237,6	9%	7 698,8	8 560,6	11%	8 901,7	4%	9 309,8	5%
EBITDA	57,0	110,6	94%	151,5	210,6	39%	143,4	-32%	163,4	14%
EBIT	45,6	98,6	116%	113,3	161,5	43%	93,8	-42%	112,8	20%
Zysk netto	25,2	82,8	228%	55,9	102,4	83%	47,9	-53%	61,5	28%
Marża EBITDA	2,8%	4,9%		2,0%	2,5%		1,6%		1,8%	
Marża EBIT	2,2%	4,4%		1,5%	1,9%		1,1%		1,2%	
Marża netto	1,2%	3,7%		0,7%	1,2%		0,5%		0,7%	
EV/EBITDA							7,50		6,75	
P/E							12,27		9,56	

- W 4Q spodziewamy się wzrostu przychodów, zarówno w części hurtowej, jak i w detalicznej (apteki, drogerie) gdzie spółka prowadzi agresywną politykę sprzedażową, co powinno być widoczne na niższej w kwartale marży. Spodziewamy się również wzrostu kosztów SG&A (konsolidacja Natury od listopada 2014 oraz wypłata rocznych bonusów).
- Wyniki kwartału zostaną wsparte one-offem: 89 mln PLN z tytułu przejęcia kontroli na Pharmeną (różnica pomiędzy wyceną akcji a historycznym kosztem ich nabycia). Ponadto spodziewamy się sezonowego przeszacowania zapasów, co z kolei obciąży wyniki w 4Q.
- W konsekwencji po oczyszczeniu wyników o pozytywny wpływ Pharmeny oczekujemy straty netto w kwartale.
- Sezonowo w 4Q spodziewamy się poprawy zarządzania kapitałem obrotowym i długu netto/EBITDA 3,5-4,0x.
- Ze względu na słaby wynikowo 2015 rok, niskie przepływy operacyjne oraz inwestycję w nowy magazyn dla szpitali (30 mln PLN), z zysku za 2015 r. Pelion może wypłacić niższą niż przed rokiem dywidendę – oczekujemy DPS 1,5 PLN.

TELEKOMUNIKACJA I MEDIA



Cyfrowy Polsat (Kupuj, 26,6 PLN)

Kurs akcji: 21 PLN

Kapitalizacja: 13430,46 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 29.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	2 521,1	2 550,4	1%	7 409,9	9 763,5	32%	9 850,6	1%	9 922,7	1%
EBITDA	837,3	842,1	1%	3 689,5	3 646,1	-1%	3 763,6	3%	3 743,4	-1%
EBIT	393,5	442,1	12%	1 442,4	1 983,5	38%	1 861,8	-6%	1 847,7	-1%
Zysk netto	14,0	148,1	958%	292,5	1 125,9	285%	1 168,7	4%	1 175,9	1%
Marża EBITDA	33%	33%		50%	37%		38%		38%	
Marża EBIT	16%	17%		19%	20%		19%		19%	
Marża netto	1%	6%		4%	12%		12%		12%	
EV/EBITDA							6,18		5,87	
P/E							11,49		11,42	

- Spodziewamy się, że spółka pokaże 2 550 mln PLN przychodów, +1% r/r (2 218 mln PLN przychodów od klientów indywidualnych i biznesowych i 333 mln PLN przychodów z nadawania i produkcji telewizyjnej).
- Skonsolidowaną EBITDA szacujemy na 842 mln PLN, +1% r/r, na co będzie się składać EBITDA w segmencie klientów indywidualnych i biznesowych (723 mln PLN, +0% r/r, nieco słabsze marże r/r ze względu na inwestycje w klienta indywidualnego) i EBITDA segmentu nadawania i produkcji TV (118 mln PLN, +4% r/r).
- Saldo przychodów i kosztów finansowych szacujemy na -261,5 mln PLN, (w tym 190 mln PLN odsetki i 71,5 mln PLN koszty f/x). Według naszych przewidywań spółka powinna pokazać około 181 mln PLN zysku brutto i 148 mln PLN zysku netto za 4Q15.

Magyar Telekom (Trzymaj, 439 HUF)

Kurs akcji: 396 HUF

Kapitalizacja: 5896,87 mln PLN

Data publikacji wyników: 24.2.2016

mln HUF	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	165 264,0	167 465,0	1%	626 447,0	640 923,0	2%	590 857,0	-8%	592 137,6	0%
EBITDA	41 862,0	41 415,0	-1%	181 224,0	184 986,0	2%	184 723,8	0%	186 334,6	1%
EBIT	15 168,0	14 815,0	-2%	80 574,0	76 348,0	-5%	76 679,3	0%	81 198,6	6%
Zysk netto	1 540,0	4 923,0	220%	28 611,0	29 159,0	2%	31 743,9	9%	35 766,5	13%
Marża EBITDA	25%	25%		29%	29%		31%		31%	
Marża EBIT	9%	9%		13%	12%		13%		14%	
Marża netto	1%	3%		5%	5%		5%		6%	
EV/EBITDA							4,63		4,46	
P/E							13,00		11,54	

- Spodziewamy się dobrego wyniku na głównym rynku spółki, głównie w związku z bardzo dobrym otoczeniem makroekonomicznym na Węgrzech. Dodatkowo, oczekujemy znaczącego wzrostu przychodów z usług IT (ok. 12% przychodów grupy), przede wszystkim w związku z inwestycjami węgierskiego rządu w cyfryzację.
- Oczekujemy spadku przychodów w Macedonii i Czarnogórze, głównie w segmencie telefonii stacjonarnej.
- W IV kw. konsolidowany będzie wciąż segment energetyczny dla klientów biznesowych (jv od 1 stycznia 2016 r.)
- Prognozujemy capex w całym 2015 r. na poziomie 105 mld HUF (ok. 16,4% przychodów) i DN/EBITDA na koniec roku w wysokości 2,2x. Oczekiwana stopa dywidendy za 2015 r. to 3,8%

Netia (Kupuj, 7,1 PLN)

Kurs akcji: 5,33 PLN

Kapitalizacja: 1855,3 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	404,1	396,7	-2%	1 674,0	1 566,0	-6%	1 530,9	-2%	1 499,0	-2%
EBITDA	226,1	107,1	-53%	580,9	455,0	-22%	442,8	-3%	426,1	-4%
EBIT	119,3	5,1	-96%	157,4	41,4	-74%	43,5	5%	40,4	-7%
Zysk netto	160,0	0,9	-99%	174,8	16,9	-90%	25,5	51%	22,9	-10%
Marża EBITDA	56%	27%		35%	29%		29%		28%	
Marża EBIT	30%	1%		9%	3%		3%		3%	
Marża netto	40%	0%		10%	1%		2%		2%	
EV/EBITDA							4,61		4,81	
P/E							-		-	

- Wyłączając konsolidację TK Telekom, organicznie dla samej Netii, w 4 kwartale 2015 spodziewamy się ujemnej dynamiki przychodów o 11% r/r, główną przyczyną będzie dalszy, jednak coraz wolniejszy, spadek liczby linii WLR (o około 13% r/r). Na bazie skonsolidowanej szacujemy zmniejszenie przychodów na 2% r/r. Oczekujemy też dalszego spadku ARPU (-8% r/r). W segmencie internetu szerokopasmowego spodziewamy się skurczenia się liczby portów o 3,7% r/r, oraz płaskiego ARPU r/r.
- Po konsolidacji TK Telekom spodziewamy się 107 mln PLN EBITDA (marża 27%) i 0,9 mln PLN zysku netto.

O2 Czech Republic (Kupuj, 298 CZK)

Kurs akcji: 251 CZK

Kapitalizacja: 12939,74 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 26.1.2016

mln CZK	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	9 618,0	9 629,0	0%	37 405,0	37 336,0	0%	36 766,3	-2%	36 628,2	0%
EBITDA	2 333,0	2 535,0	9%	8 134,0	10 052,0	24%	9 865,2	-2%	9 707,4	-2%
EBIT	1 330,0	1 635,0	23%	4 597,0	6 475,0	41%	6 301,8	-3%	6 226,7	-1%
Zysk netto	1 012,0	1 285,0	27%	3 515,0	5 011,0	43%	4 909,5	-2%	4 813,6	-2%
Marża EBITDA	24%	26%		22%	27%		27%		27%	
Marża EBIT	14%	17%		12%	17%		17%		17%	
Marża netto	11%	13%		9%	13%		13%		13%	
EV/EBITDA							8,55		8,75	
P/E							15,86		16,18	

- Spodziewamy się stabilnych przychodów i lepszej marży EBITDA r/r głównie spowodowanej oszczędnościami kosztowymi.
- Na rynku czeskim oczekujemy kilkuprocentowego spadku przychodów w segmencie telefonii stacjonarnej związanego przede wszystkim ze spadkiem liczby klientów usług głosowych. Spodziewamy się także niewielkiego wzrostu przychodów w segmencie telefonii mobilnej głównie w związku z wyższymi przychodami ze sprzedaży telefonów i akcesoriów.
- Wzrostowym rynkiem wciąż pozostaje Słowacja, jednak spodziewamy się, że część wzrostu będzie skompensowana przez delikatne umocnienie się CZK w IV kw. 2015 r. średnio o ok. 2%.
- Prognozujemy capex w całym 2015 roku na poziomie 3,7 mld CZK (ok. 10% przychodów). Oczekiwana stopa dywidendy za 2015 r. to 6,4%

Orange Polska (Kupuj, 7,5 PLN)

Kurs akcji: 6,11 PLN

Kapitalizacja: 8040,76 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 15.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	3 087,0	2 935,0	-5%	12 212,0	11 849,0	-3%	11 672,2	-1%	11 546,1	-1%
EBITDA	898,0	687,0	-23%	4 059,0	3 534,0	-13%	3 538,9	0%	3 490,6	-1%
EBIT	118,0	-32,0	-	986,0	658,0	-33%	521,5	-21%	562,8	8%
Zysk netto	30,0	-101,0	-	535,0	306,0	-43%	148,3	-52%	208,9	41%
Marża EBITDA	29%	23%		33%	30%		30%		30%	
Marża EBIT	4%	-1%		8%	6%		4%		5%	
Marża netto	1%	-3%		4%	3%		1%		2%	
EV/EBITDA							4,01		3,90	
P/E							-		38,49	

- W 4 kwartale 2015 spodziewamy się 4,9% spadku przychodów r/r. W segmencie telefonii komórkowej oczekujemy pozytywnej, 2,6% dynamiki, ze względu na wyższą sprzedaż sprzętu do telefonii komórkowej i subsydiowanie klienta. Oczekujemy stabilnego ARPU w tym segmencie w ujęciu kwartalnym, choć spadku o 3,6% w ujęciu rocznym). W telefonii stacjonarnej spodziewamy się dalszego 13,2% spadku przychodów r/r (6,9% ubytek linii i 6% spadek ARPU r/r), a w segmencie usług przesyłu danych spadku o 2,1% r/r (6,2% spadek linii przy stabilnym ARPU r/r).
- Spodziewamy się także spadku przychodów ze sprzedaży towarów i usług do 120 mln PLN z 206 mln PLN rok temu, ze względu na ukończenie projektów infrastrukturalnych.
- Oczekujemy, że marża EBITDA wyniosła 23,4%, (29,1% rok temu) czego głównym powodem będzie wzrost kosztów subsydiowania klienta do 800 mln PLN (rok temu 769 mln PLN) i zaksięgowanie 92 mln PLN kosztów restrukturyzacji netto. Oczekujemy EBITDA na poziomie 687 mln PLN (898 mln PLN rok temu) i straty netto na poziomie 101 mln PLN (30 mln PLN rok temu).

Telekom Austria (Trzymaj, 5,5 EUR)

Kurs akcji: 5,03 EUR

Kapitalizacja: 15024,16 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 9.2.2016

mln EUR	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	1 030,3	1 063,4	3%	4 018,0	4 013,8	0%	4 132,4	3%	4 120,7	0%
EBITDA	169,6	267,7	58%	850,8	1 302,4	53%	1 305,9	0%	1 292,1	-1%
EBIT	-39,7	72,7	-	-3,0	522,6	-	534,1	2%	513,0	-4%
Zysk netto	-55,1	25,3	-	-210,9	314,5	-	311,8	-1%	276,9	-11%
Marża EBITDA	16%	25%		21%	32%		32%		31%	
Marża EBIT	-4%	7%		0%	13%		13%		12%	
Marża netto	-5%	2%		-5%	8%		8%		7%	
EV/EBITDA							5,69		5,66	
P/E							10,72		12,07	

- Wzrost przychodów w IV kw. spowodowany głównie rozpoczęciem konsolidacji nowoprzejętych spółek (one i blizoo od października 2015 r., amis od września 2015 r.). Spodziewamy się, że zwiększą one przychody w IV kw. 2015 r. o ok. 40 mln EUR i EBITDA o ok. 12 mln EUR
- Oczekujemy ustabilizowania się przychodów w Austrii, a także poprawy w Chorwacji, (poprawa sytuacji na chorwackim rynku telekomunikacyjnym).
- Oczekujemy mniejszej kontrybucji wysokorentownej Białorusi (w 2014 r. ok. 13% zysku EBITDA) w związku z osłabieniem BYR średnio o 45% r/r. Dodatkowo, widzimy dalsze ryzyko osłabienia się białoruskiej waluty.
- Prognozujemy capex w całym 2015 roku na poziomie 779 mln EUR (19,3% przychodów) i DN/EBITDA na koniec roku (bez obligacji hybrydowych) w wysokości 2,1x. Oczekiwana stopa dywidendy to 1%.

Wirtualna Polska (Kupuj, 45,5 PLN)

Kurs akcji: 35,6 PLN

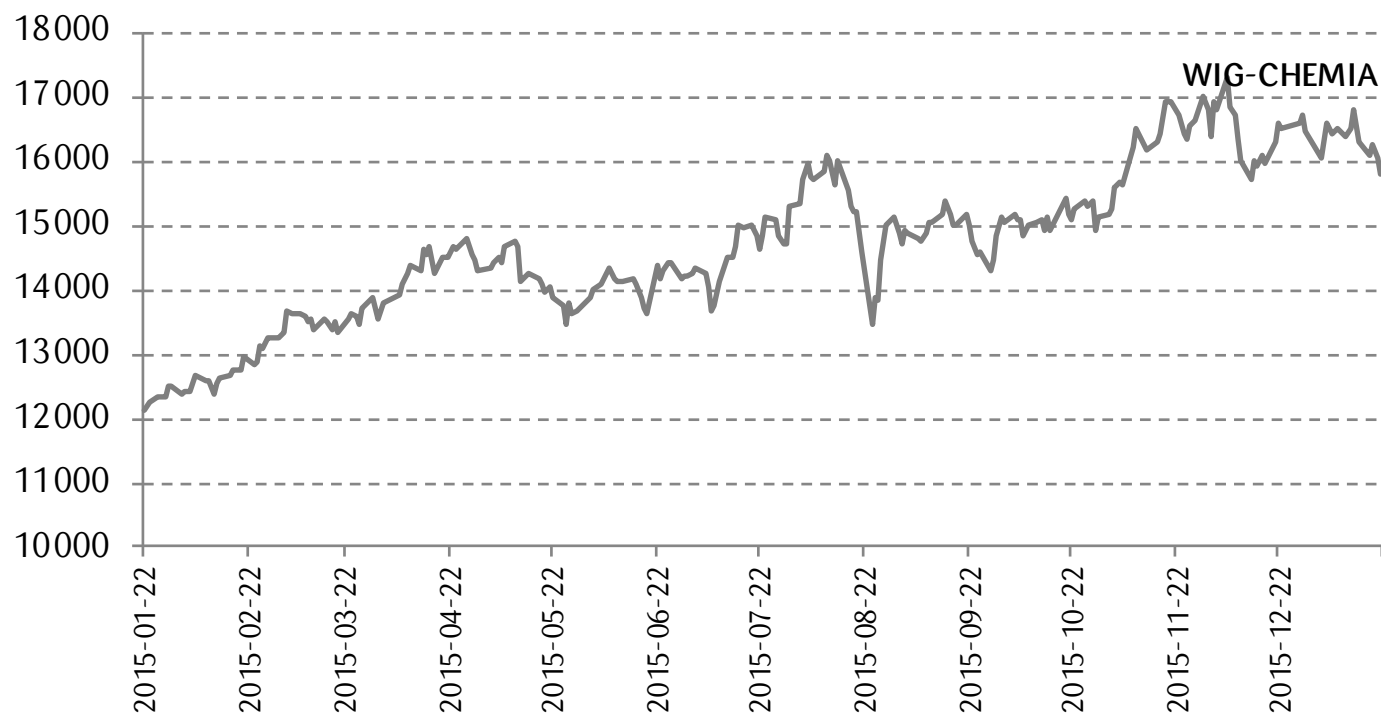
Kapitalizacja: 1005,79 mln PLN

Data publikacji wyników: ..

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	75,5	97,3	29%	200,6	320,8	60%	310,1	-3%	332,3	7%
EBITDA	17,0	29,4	73%	44,6	92,6	107%	114,9	24%	128,3	12%
EBIT	10,2	21,9	115%	23,9	63,1	165%	86,1	36%	97,6	13%
Zysk netto	2,6	3,4	31%	4,1	10,0	141%	80,0	700%	94,1	18%
Marża EBITDA	23%	30%		22%	29%		37%		39%	
Marża EBIT	14%	23%		12%	20%		28%		29%	
Marża netto	3%	3%		2%	3%		26%		28%	
EV/EBITDA							8,20		6,70	
P/E							12,57		10,69	

- Na silnym rynku reklamy internetowej, w 4 kwartale, spodziewamy się 79 mln PLN przychodów ze sprzedaży gotówkowej (wzrost o 30% r/r) i 29 mln PLN EBITDA. Marża EBITDA po wyłączeniu sprzedaży barterowej powinna wynieść 35,7%.
- Konieczność przeszacowania wyceny premii dla byłych właścicieli Alani powiększy koszty finansowe o 15,5 mln PLN, co w efekcie da wynik netto na poziomie 3,4 mln PLN.

SEKTOR CHEMICZNY



Ciech (Sprzedaj, 59,6 PLN)

Kurs akcji: 83,15 PLN

Kapitalizacja: 4381,99 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	786,2	790,1	0%	3 243,9	3 248,9	0%	3 439,0	6%	3 382,5	-2%
EBITDA	145,3	180,2	24%	524,8	722,8	38%	790,9	9%	733,6	-7%
EBIT	91,2	128,2	41%	230,3	508,6	121%	577,9	14%	518,4	-10%
Zysk netto	111,0	71,2	-36%	166,4	329,3	98%	413,7	26%	368,9	-11%
Marża EBITDA	18%	23%		16%	22%		23%		22%	
Marża EBIT	12%	16%		7%	16%		17%		15%	
Marża netto	14%	9%		5%	10%		12%		11%	
EV/EBITDA							6,72		7,08	
P/E							10,59		11,88	

- W 4Q15 r. w segmencie sodowym będzie kontynuacja trendów z poprzednich kwartałów związana ze sprzyjającymi kosztami zakupu surowców (gaz, węgiel), niemniej jednak presja na ceny sody sprzedaży uzyskiwane w Govorze wpłynie trochę na obniżenie rentowności sprzedaży
- W segmencie organika oczekujemy lekkiej poprawy wyników głównie w związku z wprowadzeniem sprzedaży przedsezonowej ŚOR
- Wysokie koszty związane z wykupem obligacji (ok. 90 mln PLN) obciążą saldo kosztów finansowych, co ograniczy skalę poprawy wyniku na poziomie netto

Grupa Azoty (Sprzedaj, 84,6 PLN)

Kurs akcji: 98,15 PLN

Kapitalizacja: 9736,03 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 11.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	2 556,4	2 734,8	7%	9 898,5	10 255,6	4%	10 766,0	5%	11 199,7	4%
EBITDA	132,8	323,9	144%	822,4	1 324,0	61%	1 464,0	11%	1 496,7	2%
EBIT	15,6	203,9	1206%	302,2	843,0	179%	981,8	16%	990,2	1%
Zysk netto	75,6	144,3	91%	231,4	615,0	166%	700,0	14%	718,8	3%
Marża EBITDA	5%	12%		8%	13%		14%		13%	
Marża EBIT	1%	7%		3%	8%		9%		9%	
Marża netto	3%	5%		2%	6%		7%		6%	
EV/EBITDA							6,63		6,28	
P/E							13,91		13,55	

- W 4Q15 r. spółka zanotowała porównywalny poziom wolumenów sprzedaży nawozów oraz porównywalny poziom cen w stosunku do 4Q14 r; poprawa wyników segmentu to głównie efekt spadających cen gazów oraz wzrostu wolumenów sprzedaży nawozów NPK
- Pogłębienie spadku notowań kaprolaktamu oraz poliamidów wpłynie negatywnie na wynik segmentu tworzyw
- Segment chemiczny (alkohole OXO, plastyfikatory, melamina) także nie zanotuje poprawy wyników w związku ze spadkiem marż
- Wyniki dodatkowo zostaną obciążone odpisem aktualizującym wartości majątku wytwórni cykloheksanonu z benzenu w segmencie tworzyw, negatywny wpływ na EBIT w wysokości 11,9 mln PLN oraz 9,7 mln PLN na wynik netto.

Synthos (Kupuj, 4,16 PLN)

Kurs akcji: 3,82 PLN

Kapitalizacja: 5054,81 mln PLN

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	1 043,5	939,1	-10%	4 618,8	4 074,9	-12%	4 214,1	3%	4 626,4	10%
EBITDA	128,4	122,8	-4%	635,8	616,7	-3%	624,5	1%	720,1	15%
EBIT	87,6	82,7	-6%	479,5	458,6	-4%	460,9	1%	555,7	21%
Zysk netto	66,2	65,4	-1%	357,5	447,6	25%	373,1	-17%	402,9	8%
Marża EBITDA	12%	13%		14%	15%		15%		16%	
Marża EBIT	8%	9%		10%	11%		11%		12%	
Marża netto	6%	7%		8%	11%		9%		9%	
EV/EBITDA							10,00		8,85	
P/E							13,55		12,55	

- 4Q15 kwartał br. nie przyniesie przełomu w związku z kontynuacją trendu spadkowego butadienu oraz kauczuków, powodując presję na wynik segmentu;
- Segment styrenów doświadczył spadku marż, który nie zostanie zniwelowany wzrostem wolumenów sprzedaży
- Wyniki będą dodatkowo obciążone efektem awarii w Unipetrolu i wzrostem kosztów zakupu C4

SEKTOR WYDOBYWCZY



Bogdanka (Trzymaj, 49,6 PLN)

Kurs akcji: 33,03 PLN

Kapitalizacja: 1123,46 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	523,2	558,8	7%	2 013,6	1 885,8	-6%	1 659,6	-12%	1 662,0	0%
EBITDA	248,3	224,3	-10%	749,9	679,8	-9%	537,9	-21%	583,3	8%
EBIT	135,7	115,0	-15%	362,3	289,6	-20%	145,1	-50%	190,6	31%
Zysk netto	101,4	87,9	-13%	272,8	220,0	-19%	99,2	-55%	137,6	39%
Marża EBITDA	47%	40%		37%	36%		32%		35%	
Marża EBIT	26%	21%		18%	15%		9%		11%	
Marża netto	19%	16%		14%	12%		6%		8%	
EV/EBITDA							3,18		2,81	
P/E							11,33		8,17	

- W 4Q Bogdanka pokaże bardzo dobre wyniki kwartalne dzięki wysokiej produkcji (2,55 mln ton) i sprzedaży (2,6 mln ton) oraz stabilnej cenie (210 PLN/t)
- Koszty będą utrzymane w ryzach dzięki czemu EBITDA skoczy do ponad 220 mln PLN (+36% kw/kw), a zysk netto do prawie 90 mln PLN.
- Przyszłość spółki zdeterminuje współpraca z grupą Enea. Z jednej strony wzrost wolumenu w średnim terminie, z drugiej presja na ceny (np. -7% do -8% w 2016 r.). Oznacza to mniej więcej 570-580 mln PLN EBITDA (EV/EBITDA 3x) i zysk netto ok. 130 mln PLN (P/E 8,3x)
- Ponadto główne ryzyko (które powstrzymuje nas przed pozytywnym spojrzeniem na spółkę) to możliwość udziału w konsolidacji sektora górniczego (np. KHW). Szansą są przyzwoite dywidendy rzędu 8-10%.

JSW (Trzymaj, 14,7 PLN)

Kurs akcji: 9,42 PLN

Kapitalizacja: 1106,01 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 29.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	2 033,6	1 740,4	-14%	6 814,9	6 937,2	2%	6 695,3	-3%	7 030,5	5%
EBITDA	-42,3	23,7	-	528,5	403,2	-24%	903,3	124%	1 270,1	41%
EBIT	-409,4	-311,6	-	-774,8	-963,4	-	-461,7	-52%	-95,5	-79%
Zysk netto	-354,1	-279,8	-	-659,1	-903,2	-	-480,8	-47%	-185,1	-61%
Marża EBITDA	-2%	1%		8%	6%		13%		18%	
Marża EBIT	-20%	-18%		-11%	-14%		-7%		-1%	
Marża netto	-17%	-16%		-10%	-13%		-7%		-3%	
EV/EBITDA							3,36		2,46	
P/E							-		-	

- W 4Q spadła średnia cena węgla koksowego o 4% kw/kw, węgla energetycznego o 4%, a koksu o 1%.
- Wolumen sprzedaży zewnętrznej węgla koksowego spadł o 4% kw/kw, energetycznego mocno wzrósł o 50-60% kw/kw, a koksu, pod presją importu z Chin (również stali) spadł o 12%.
- Po stronie kosztów dodatkowe obciążenie doksiegowaniem 14stki - prawie 100 mln PLN W rezultacie EBITDA (przed odpisami) jest ledwo na plusie. EBIT i zysk netto mocno poniżej zera.
- Istnieje ryzyko dużych odpisów na aktywa górnicze w 4Q. W naszej prognozie ich nie uwzględniamy.
- Benchmark na 1Q to już 81 USD/t. JSW, mimo słabego PLN, wciąż generuje negatywne przepływy pieniężne (ok. 250mn PLN rocznie). Pomoc od agencji rządowych, czyli zakup udziałów w koksowniach i segmencie energetycznym, pomoże tylko na trochę (zależy od ceny).

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	5 776,0	5 216,4	-10%	20 492,0	20 076,4	-2%	18 006,3	-10%	18 612,0	3%
EBITDA	1 402,0	1 157,6	-17%	5 311,0	5 100,6	-4%	4 551,5	-11%	4 912,8	8%
EBIT	963,0	649,3	-33%	3 676,0	3 026,3	-18%	2 556,7	-16%	2 879,8	13%
Zysk netto	672,0	207,4	-69%	2 450,0	1 432,4	-42%	736,5	-49%	1 143,3	55%
Marża EBITDA	24%	22%		26%	25%		25%		26%	
Marża EBIT	17%	12%		18%	15%		14%		15%	
Marża netto	12%	4%		12%	7%		4%		6%	
EV/EBITDA							3,81		3,80	
P/E							14,99		9,66	

- Wynik 4Q będzie nieco lepszy niż w poprzednim kwartale (ale cały czas znacznie gorszy r/r), mimo spadku ceny miedzi w PLN o 4%, dzięki skokowi wolumenu sprzedaży do 155kt.
- Również w 4Q spodziewamy się wysokiego udziału wsadów obcych (42kt) i co za tym idzie kosztów materiałów oraz z drugiej strony wyższej sprzedaży srebra (380t) i złota.
- Hedging wesprze sprzedaż (+120 mln PLN), natomiast przecena Tauronu obciąży wynik o niecałe 100 mln PLN.
- Na wynik skonsolidowany dodatkowo ma wpływ prognozowana przez nas strata projektu Sierra Gorda. Spodziewamy się ok. 130 mln USD straty (KGHM ma 55% udziału) ze względu na niskie ceny miedzi i moly. KGHM Int. powinien pokazać wynik netto w okolicy zera (EBITDA 27 mln USD).
- Średnia ceny w 4Q: miedzi USD/t 4 890 (-7% kw/kw); srebra: 14,8 USD/troz (-1% kw/kw); molibdenu 10 703 USD/t (-15% kw/kw); kurs USDPLN 3,90 (+0,13 kw/kw i +0,52 r/r).
- Możliwe wysokie odpisy oraz pogarszający się bilans mogą mieć wpływ na istotny spadek płaconej dywidendy.
- Nowy zarząd zdecyduje o dalszych losach zagranicznych projektów oraz pewnie rozważy zmianę strategii w kierunku dywersyfikacji (np. energetyka). Właśnie nowa strategia jest dla nas obecnie głównym ryzykiem dla spółki.

Norilsk Nickel (Kupuj, 15 USD)

Kurs akcji: 11,66 USD

Kapitalizacja: 75517,16 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: -

mln USD	II półr. 2014	II półr. 2015P	r/r	I-II półr. 2014	I-II półr. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	6 161,0	3 837,1	-38%	11 869,0	8 744,1	-26%	7 190,9	-18%	7 893,8	10%
EBITDA	3 077,0	1 730,2	-44%	5 551,0	4 436,2	-20%	3 193,8	-28%	3 754,3	18%
EBIT	2 717,0	1 455,2	-46%	4 746,0	3 881,2	-18%	2 598,4	-33%	3 074,6	18%
Zysk netto	545,0	995,4	83%	2 003,0	2 493,4	24%	1 903,8	-24%	2 261,2	19%
Marża EBITDA	50%	45%		47%	51%		44%		48%	
Marża EBIT	44%	38%		40%	44%		36%		39%	
Marża netto	9%	26%		17%	29%		26%		29%	
EV/EBITDA							7,60		6,57	
P/E							9,62		8,10	

- Zakładamy płaski wolumen miedzi, palladu i platyny oraz lekki spadek niklu. Jednak ze względu na mocny spadek cen przychody cofną się o 38% r/r.
- Dzięki dalszemu osłabieniu RUB (mimo inflacji kosztów i podwyżki dla pracowników od kwietnia) całkowite koszty produkcji spadną o 5% kw/kw i 26% r/r.
- W rezultacie EBITDA wyniesie ok. 1,73 mld USD (w całym roku 4,44 mld USD)
- Perspektywy na cały 2016 r. są relatywnie dobre. Przy cenach spot EBITDA blisko 3 mld USD i zysk netto 1,7-2,0 mld USD. Pozwoli to ponownie wypłacić dywidendę w granicach 8-9%.
- W długim terminie olbrzymi potencjał projektów i zasobów oraz niskie koszty produkcji będzie wspierał wysokie dywidendy i wzrost w spółce. Osłabianie RUB ma raczej pozytywne efekty gotówkowe (niższy koszt w USD, duży eksporter), a zmiany w bilansie są papierowe i bez wpływu na sytuację spółki.

NWR (Sprzedaj, 0,03 PLN)

Kurs akcji: 0,01 PLN

Kapitalizacja: 66,61 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 24.2.2016

mln EUR	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	172,3	185,9	8%	676,4	631,2	-7%	517,3	-18%	539,5	4%
EBITDA	-176,8	6,8	-	-175,4	3,3	-	-55,8	-	-14,6	-
EBIT	-197,8	-5,1	-	-259,9	-42,7	-	-104,1	-	-53,5	-
Zysk netto	106,9	-10,6	-	-21,1	-26,8	-	-134,1	-	-83,5	-
Marża EBITDA	-	4%		-26%	1%		-11%		-3%	
Marża EBIT	-	-3%		-38%	-7%		-20%		-10%	
Marża netto	-	-6%		-3%	-4%		-26%		-15%	
EV/EBITDA							-		-	
P/E							-		-	

- Dzięki lepszemu wydobywaniu (+10% kw/kw) i wyprzedzący zapasów sprzedaż wzrosła o 8% r/r. Pozwoli to na pokazanie EBITDA powyżej zera (ok. EUR 7mn)
- W 4Q NWR zanotował trochę lepsze wydobywanie (>2,3 mln ton). Sprzedaż węgla koksowego wyniosła 1,1 mln ton (podobnie jak w poprzednich kwartałach). Dzięki wyprzedzący zapasów sprzedaż węgla energetycznego wyniosła 1,5 mln ton.
- W 4Q ceny benchmarkowe spadły z 93 USD/t do 89 USD/t. Jednak dzięki osłabieniu EUR do USD NWR sprzedawał po średniej cenie 86 EUR/t (koksowy) i 48 EUR/t (energetyczny). W 1Q cena benchmark spadła do 81 USD/t!
- Zapasy nadal są wysokie i wynoszą około 0,7 mln ton.
- Możliwe są dalsze odpisy na aktywa górnicze.
- W obliczu widma likwidacji spółki trwają negocjacje z rządem i wierzycielami. Sprzedaż kopalni lub ich zamykanie i kolejna runda restrukturyzacji długu to cienki lód, po którym stąpa spółka.

PRZEMYSŁ I INNE

Alumetal (Trzymaj, 59,5 PLN)

Kurs akcji: 47,9 PLN

Kapitalizacja: 722,18 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	326,4	349,0	7%	1 235,3	1 452,8	18%	1 461,0	1%	1 792,0	23%
EBITDA	22,5	30,8	37%	78,4	112,5	43%	87,5	-22%	105,4	20%
EBIT	17,6	25,7	46%	59,0	92,4	57%	66,4	-28%	79,8	20%
Zysk netto	16,9	24,2	43%	58,9	83,3	41%	63,1	-24%	74,1	17%
Marża EBITDA	7%	9%		6%	8%		6%		6%	
Marża EBIT	5%	7%		5%	6%		5%		4%	
Marża netto	5%	7%		5%	6%		4%		4%	
EV/EBITDA							9,85		7,86	
P/E							11,45		9,75	

- Bardzo dobry kwartał to efekt rekordowych marż benchmarkowych w okresie marzec – wrzesień 2015.
- Stopniowy powrót marży benchmarkowej w kierunku długoletniej średniej sugeruje wyraźne pogorszenie wyniku w 2016. Obecny poziom marży w EUR jest 8% powyżej długoletniej średniej, a licząc w PLN 15% powyżej. Obecny poziom jest również około 13% niższy niż średnia w 2015.
- Nasze prognozy zakładają ciągły stopniowy ruch marży w kierunku długoletniej średniej. Wydaje się, że zarząd może być bardziej optymistyczny niż my co do roku 2016.
- Nowa fabryka na Węgrzech powinna wystartować w 3Q 2016. Fabryka zwiększy moce produkcyjne o 1/3.
- Ekspozycja na koncern VW to około 20% sprzedaży.

Amica (Niepokrywana)

Kurs akcji: 161 PLN

Kapitalizacja: 1251,81 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 29.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	615,4	650,0	6%	2 028,0	2 115,0	4%	2 415,0	14%	2 510,0	4%
EBITDA	47,7	51,8	9%	35,4	184,3	421%	196,0	6%	199,0	2%
EBIT	37,1	43,8	18%	130,7	148,3	13%	160,0	8%	163,0	2%
Zysk netto	20,6	29,8	45%	77,8	100,5	29%	108,0	7%	110,0	2%
Marża EBITDA	8%	8%		2%	9%		8%		8%	
Marża EBIT	6%	7%		6%	7%		7%		6%	
Marża netto	3%	5%		4%	5%		4%		4%	
EV/EBITDA							7,66		7,55	
P/E							11,59		11,38	

- Dość dobry rozwój sprzedaży na rynkach Europy Zachodniej, Skandynawskich i Południowych.
- Rosja powinna być słabsza r/r ale zawarte transakcje zabezpieczające powinny mocno wesprzeć marżę.
- Ryzykiem na 2016 są oczywiście rynki wschodnie i nieco gorsze (choć wciąż dobre) zabezpieczenie CNY/PLN.
- Przejęcie w UK powinno nieco wzmocnić wyniki w 2016-tym.

Apator (Trzymaj, 34 PLN)

Kurs akcji: 27,78 PLN

Kapitalizacja: 819,51 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 25.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	207,5	208,0	0%	725,0	764,1	5%	793,3	4%	817,1	3%
EBITDA	36,2	34,5	-5%	126,8	116,1	-8%	132,3	14%	139,1	5%
EBIT	29,6	26,6	-10%	102,4	85,7	-16%	100,4	17%	105,0	5%
Zysk netto	24,4	22,4	-8%	83,8	70,0	-16%	77,0	10%	81,1	5%
Marża EBITDA	17%	17%		17%	15%		17%		17%	
Marża EBIT	14%	13%		14%	11%		13%		13%	
Marża netto	12%	11%		12%	9%		10%		10%	
EV/EBITDA							6,96		6,49	
P/E							10,64		10,11	

- Kurs USDPLN jest niekorzystny dla spółki (import komponentów), choć jest częściowo amortyzowany osłabieniem PLN wobec EUR (eksport).
- Rector w 4Q 2015 powinien już nie powiększać straty.
- Marże na sprzedaży liczników gazu i energii powinny zostać pod presją.
- Poprawa w 2016-tym ma wynikać głównie z założenia braku straty w Rectorze (w 2015 około 7mln PLN straty).

Forte (Kupuj, 64,5 PLN)

Kurs akcji: 46,52 PLN

Kapitalizacja: 1104,89 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 17.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	230,5	259,0	12%	822,4	931,0	13%	1 040,1	12%	1 154,0	11%
EBITDA	29,5	34,5	17%	113,6	117,2	3%	135,2	15%	147,0	9%
EBIT	25,1	29,5	18%	96,8	98,0	1%	115,6	18%	127,4	10%
Zysk netto	19,5	23,0	18%	75,2	84,0	12%	90,8	8%	98,7	9%
Marża EBITDA	13%	13%		14%	13%		13%		13%	
Marża EBIT	11%	11%		12%	11%		11%		11%	
Marża netto	8%	9%		9%	9%		9%		9%	
EV/EBITDA							9,35		9,91	
P/E							12,17		11,19	

- Osłabienie złotówki bardzo pomaga spółce. Należy jednak pamiętać, że spółka partycypuje w osłabieniu złotówki do poziomu około 4,65 (zabezpieczania na 2016 i 2017 roku). W dłuższym terminie osłabienie złotówki również jest pozytywne.
- Brak presji ze strony surowców (lekko spadające lub płaskie ceny płyty wiórowej). Presja ze strony szybko rosnących kosztów pracy.
- Rok powinien upłynąć pod znakiem rozwoju sprzedaży eksportowej i rozpoczęcia dużych inwestycji (fabryka płyty wiórowej, nowe moce produkcyjne, logistyka).

Kęty (Kupuj, 370 PLN)

Kurs akcji: 275 PLN

Kapitalizacja: 2596,54 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 16.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	478,9	515,4	8%	1 819,6	2 017,3	11%	2 184,9	8%	2 417,8	11%
EBITDA	57,1	70,1	23%	309,3	332,4	7%	365,0	10%	418,5	15%
EBIT	33,5	46,1	38%	224,6	241,1	7%	259,3	8%	291,3	12%
Zysk netto	23,4	48,1	105%	169,0	206,2	22%	213,2	3%	238,2	12%
Marża EBITDA	12%	14%		17%	16%		17%		17%	
Marża EBIT	7%	9%		12%	12%		12%		12%	
Marża netto	5%	9%		9%	10%		10%		10%	
EV/EBITDA							8,32		7,31	
P/E							12,18		10,90	

- Grupa Kęty podała wstępne prognozy wyników za 4Q 2015 r. Sprzedaż wzrosła o około 8% r/r, a marżę EBIT wyniosła 9%. Spółka ma kolejny dobry kwartał za sobą.
- Sprzedaż wyniosła 515 mln PLN (+8% r/r; -5% kw/kw). Niższa dynamika niż w poprzednich kwartałach wynika ze spadku ceny aluminium w PLN. Na plus wyróżniła się dynamika w SOG (+10% r/r!) i SSA (+20%).
- EBITDA wyniosła 70 mln PLN. Wzrost o 23% r/r wynika z wyższej sprzedaży i marży. Marża EBIT wzrosła z 7,0% do 8,9% (ale sezonowo spadła z 14,9% w 3Q).
- W 2016 r. dzięki słabemu PLN do EUR szansę na „bycie gwiazdą” ma segment opakowań.
- Dalszy wzrost i budowa wartości oparta jest na nowej strategii i inwestycjach, a lata 2015-2016 cechują się niższą dynamiką związaną z wysokim wykorzystaniem mocy. Połączenie wzrostu w perspektywie 5 lat (EBITDA +50%) i solidnej dywidendy (5%) decyduje, że naszym zdaniem, spółka jest zdecydowanie atrakcyjną inwestycją.

Newag (Niepokrywana)

Kurs akcji: 15,25 PLN

Kapitalizacja: 686,25 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	191,0	420,0	120%	900,6	1 003,0	11%	805,0	-20%	855,0	6%
EBITDA	15,6	78,4	403%	136,7	115,8	-15%	95,0	-18%	101,0	6%
EBIT	10,4	72,0	592%	114,8	92,0	-20%	71,0	-23%	76,0	7%
Zysk netto	6,0	61,0	917%	78,5	70,0	-11%	54,0	-23%	58,0	7%
Marża EBITDA	8%	19%		15%	12%		12%		12%	
Marża EBIT	5%	17%		13%	9%		9%		9%	
Marża netto	3%	15%		9%	7%		7%		7%	
EV/EBITDA							9,12		8,58	
P/E							12,71		11,83	

- Ciągłe niepewny kontrakt na dostarczenie 12 EZT dla Kolei Małopolskich (270 mln PLN). Czekamy na ostateczny werdykt sądu.
- Backlog na koniec roku powinien wynieść około 750 mln PLN.
- Dodatkową opcją jest potencjalna modernizacja lokomotyw na Ukrainie.
- Całoroczny wynik będzie podniesiony (w stosunku do 1-3Q 15) o 20,6 mln PLN – przez wyłączenie opłat licencyjnych do spółki zależnej Newag IP (optymalizacja podatku, koszty niewyłączone w sprawozdaniach kwartalnych).

Otmuchów (Kupuj, 7,41 PLN)

Kurs akcji: 5,44 PLN

Kapitalizacja: 69,35 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 18.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	72,5	68,8	-5%	279,8	249,8	-11%	265,8	6%	272,4	2%
EBITDA	5,3	4,6	-13%	24,4	17,6	-28%	22,3	27%	24,5	10%
EBIT	2,3	1,9	-17%	12,7	6,5	-49%	10,8	66%	11,8	9%
Zysk netto	1,8	1,2	-31%	9,4	4,0	-58%	7,2	81%	8,1	13%
Marża EBITDA	7%	7%		9%	7%		8%		9%	
Marża EBIT	3%	3%		5%	3%		4%		4%	
Marża netto	2%	2%		3%	2%		3%		3%	
EV/EBITDA							4,64		4,01	
P/E							9,63		8,56	

- Prognozujemy, iż w 4Q15 r. Otmuchów zraportuje spadek przychodów w stosunku do 4Q14 r. ze względu na utrzymującą się presję związaną z wprowadzeniem polityki dywersyfikacji dostawców przez głównego odbiorcę
- Szacujemy, iż marża brutto ze sprzedaży trochę się obniży w stosunku do poprzednich kwartałów jak i r/r
- Spadek przychodów nie pozwoli na poprawę wyników r/r ze względu na utratę zysku na sprzedaży z tytułu niższych wolumenów sprzedaży

PKP Cargo (Sprzedaj, 45 PLN)

Kurs akcji: 50 PLN

Kapitalizacja: 2239,5 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 15.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	1 088,0	1 190,0	9%	4 257,0	4 459,7	5%	4 689,9	5%	4 802,2	2%
EBITDA	-110,0	163,0	-	444,1	732,3	65%	724,0	-1%	757,8	5%
EBIT	-205,0	43,0	-	77,1	293,7	281%	243,0	-17%	271,8	12%
Zysk netto	-167,0	24,6	-	59,0	245,1	315%	164,8	-33%	179,4	9%
Skorygowany zysk netto	56	24,6	-56%	186	157	-16%	164,8	5%	179,4	9%
Marża EBITDA	-10%	14%		10%	16%		15%		16%	
Marża EBIT	-19%	4%		2%	7%		5%		6%	
Marża netto	-15%	2%		1%	5%		4%		4%	
EV/EBITDA							4,13		4,44	
P/E							13,59		12,48	

- W 4Q powinny się ujawnić sezonowo wyższe koszty.
- Wyższy powinien być też Capex. W całym 2015 powinien przekroczyć 500 mln PLN (bez przejęć).
- Dług netto może przekroczyć poziom 750 mln PLN.
- Spodziewamy się pogorszenia bilansu w 2016 przez zaplanowane duże wydatki (przejęcie spółek przewozowych od Orlenu, zakup lokomotyw wielosystemowych, ostatnia transza wypłat PDO).

Sanok Rubber Company (Niepokrywana)

Kurs akcji: 48,62 PLN

Kapitalizacja: 1306,99 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	211,5	222,9	5%	768,6	915,0	19%	924,0	1%	960,0	4%
EBITDA	28,6	38,4	34%	144,0	156,0	8%	169,0	8%	177,0	5%
EBIT	19,2	29,0	51%	107,8	119,0	10%	132,0	11%	140,0	6%
Zysk netto	14,8	23,0	55%	85,8	95,0	11%	107,0	13%	113,0	6%
Marża EBITDA	14%	17%		19%	17%		18%		18%	
Marża EBIT	9%	13%		14%	13%		14%		15%	
Marża netto	7%	10%		11%	10%		12%		12%	
EV/EBITDA							7,44		7,10	
P/E							12,21		11,57	

- EUR/PLN i ceny surowców w pozytywnym dla spółki trendzie
- Restrukturyzacja kosztów w niemieckim Draftex – szansa na break even w 2016-tym
- Dywidenda na poziomie 4,5-5%
- Sprzedaż wysokorentownych uszczelek powinna się podnieść w 4Q 2015

ZPUE (Kupuj, 355 PLN)

Kurs akcji: 370 PLN

Kapitalizacja: 518 mln PLN



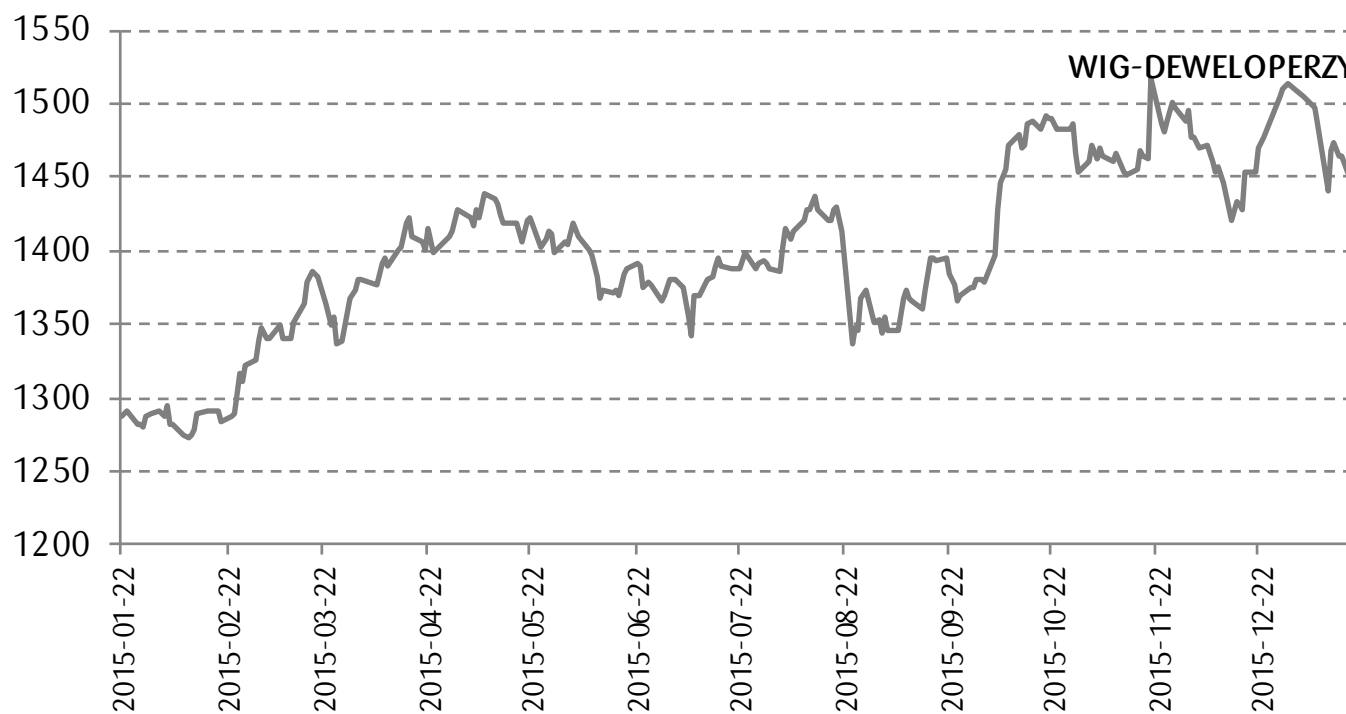
Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 21.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	200,6	215,6	7%	544,2	599,0	10%	630,0	5%	659,0	5%
EBITDA	27,4	29,0	6%	61,7	73,3	19%	73,5	0%	76,0	3%
EBIT	22,7	24,2	7%	42,9	54,4	27%	54,5	0%	56,5	4%
Zysk netto	18,7	19,5	4%	35,7	42,0	18%	49,0	17%	45,2	-8%
Marża EBITDA	14%	13%		11%	12%		12%		12%	
Marża EBIT	11%	11%		8%	9%		9%		9%	
Marża netto	9%	9%		7%	7%		8%		7%	
EV/EBITDA							7,38		7,00	
P/E							10,57		11,46	

- Brak tarczy podatkowej w 2015. Optymalizacja podatku oczekiwana w 2016.
- Kontrakt z EON'em (1 Etap to około 30 mln PLN) jest obiecującą jaskółką.
- W rozwoju eksportu w 2016tym roku powinna pomagać waluta.
- Polski rynek powinien być stabilny.
- Stopa dywidendy powinna wynieść około 4,5%.

SEKTOR DEWELOPERSKI



Dom Development (Kupuj, 55,2 PLN)

Kurs akcji: 49,9 PLN

Kapitalizacja: 1236,08 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 29.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	262,8	495,3	89%	784,3	911,0	16%	995,4	9%	1 025,4	3%
EBITDA	37,8	78,7	108%	72,3	101,4	40%	123,3	22%	124,5	1%
EBIT	36,9	78,4	113%	69,0	99,0	43%	120,7	22%	122,1	1%
Zysk netto	29,5	62,7	113%	55,7	78,0	40%	92,5	19%	91,6	-1%
Marża EBITDA	14%	16%		9%	11%		12%		12%	
Marża EBIT	14%	16%		9%	11%		12%		12%	
Marża netto	11%	13%		7%	9%		9%		9%	
EV/EBITDA							11,27		11,58	
P/E							13,36		13,49	

- Dom Development wykazał w IV kwartale największą sprzedaż wśród deweloperów giełdowych. Spółka sprzedała netto 678 mieszkań wobec 495 mieszkań w III kwartale 2014 r., co jest efektem wzrostu oferty mieszkań w sprzedaży oraz rozszerzenia bazy inwestycji.
- Przekazania były również na rekordowym poziomie i wyniosły 1062 mieszkania. Znalazły się w nich głównie Żoliborz Artystyczny (198 lokali), Saska (191), Rezydencja Mokotów (63), a także Wilno (150).
- Oczekujemy wyników całorocznych zbliżonych do naszej prognozy na poziomie 78 mln PLN.

Echo (Kupuj, 7,3 PLN)

Kurs akcji: 6,77 PLN

Kapitalizacja: 2793,91 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 21.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	204,9	161,3	-21%	577,4	570,9	-1%	733,0	28%	692,0	-6%
EBITDA	66,6	318,5	378%	667,2	466,3	-30%	271,0	-42%	717,0	165%
EBIT	65,1	317,1	387%	662,2	461,3	-30%	266,0	-42%	712,0	168%
Zysk netto	-48,9	281,5	-	405,1	354,5	-12%	168,0	-53%	463,0	176%
Marża EBITDA	33%	197%		116%	82%		37%		104%	
Marża EBIT	32%	197%		115%	81%		36%		103%	
Marża netto	-24%	175%		70%	62%		23%		67%	
EV/EBITDA							18,23		7,20	
P/E							16,63		6,03	

- Oczekujemy spadku przychodów r/r ze względu na mniejszą ilość zaksięgowanych mieszkań.
- Spółka nie oddawała w kwartale nowych inwestycji. Oczekujemy, że widoczny spadek stóp rentowności mógł przełożyć się na rewaluację wartości inwestycji. Zakładamy spadek yieldów na poziomie 40-50bp.

GTC (Trzymaj, 7,14 PLN)

Kurs akcji: 6,81 PLN

Kapitalizacja: 3134,03 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 17.3.2016

mln EUR	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	29,8	29,0	-3%	124,3	117,5	-5%	88,0	-25%	110,4	25%
EBITDA	-109,6	47,3	-	-123,8	95,5	-	180,2	89%	144,5	-20%
EBIT	-109,7	47,1	-	-124,3	95,0	-	180,2	90%	144,0	-20%
Zysk netto	-125,1	29,2	-	-183,8	46,0	-	132,2	187%	91,7	-31%
Marża EBITDA	-368%	163%		-100%	81%		205%		131%	
Marża EBIT	-369%	162%		-100%	81%		205%		130%	
Marża netto	-420%	101%		-148%	39%		150%		83%	
EV/EBITDA							8,08		10,82	
P/E							5,27		7,61	

- W wynikach w niewielkim stopniu widoczne będą przychody z nowej inwestycji Duna Tower, która została kupiona w listopadzie 2015 r. Zakładamy pozytywny wpływ na wyniki z tytułu rewaluacji aktywów, która może nastąpić ze względu na spadek oczekiwanych stóp zwrotu z inwestycji.

PHN (Kupuj, 23,7 PLN)

Kurs akcji: 17,7 PLN

Kapitalizacja: 825,97 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 15.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	46,3	47,0	2%	166,5	161,0	-3%	206,2	28%	234,7	14%
EBITDA	0,6	10,6	1667%	13,8	59,6	332%	67,8	14%	82,1	21%
EBIT	0,4	10,0	2400%	12,5	58,0	364%	66,2	14%	80,5	22%
Zysk netto	56,3	37,5	-33%	105,1	105,0	0%	46,5	-56%	57,5	24%
Marża EBITDA	0%	99%		8%	37%		33%		35%	
Marża EBIT	0%	21%		8%	36%		32%		34%	
Marża netto	34%	80%		63%	65%		23%		24%	
EV/EBITDA							21,14		17,32	
P/E							17,77		14,38	

- W wynikach IV kwartału widoczne będą w pełni nowe inwestycje Foksal, Andersa i Domaniewska. Oczekujemy przychodów z działalności deweloperskiej na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. Na wyniki spółki istotny wpływ będą miały efekty optymalizacji podatkowej szacowane na ponad 30 mln PLN.

Robyg (Kupuj, 3,02 PLN)

Kurs akcji: 2,81 PLN

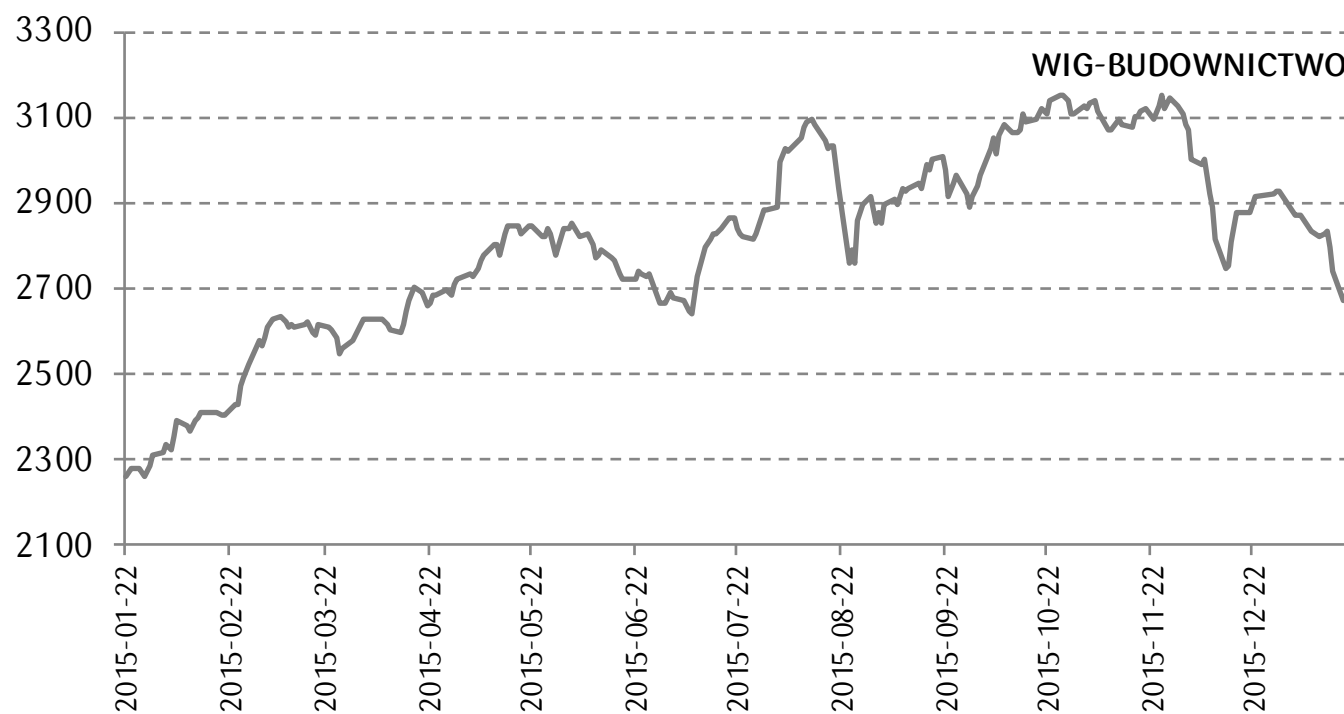
Kapitalizacja: 739,28 mln PLN

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	125,0	152,4	22%	409,3	487,3	19%	550,6	13%	892,5	62%
EBITDA	17,4	23,7	36%	61,8	62,3	1%	114,0	83%	185,0	62%
EBIT	17,1	22,1	29%	60,5	59,4	-2%	113,3	91%	184,0	62%
Zysk netto	18,6	14,9	-20%	42,3	75,1	78%	93,1	24%	85,8	-8%
Marża EBITDA	14%	16%		15%	13%		21%		21%	
Marża EBIT	14%	15%		15%	12%		21%		21%	
Marża netto	15%	10%		10%	15%		17%		10%	
EV/EBITDA							8,82		5,04	
P/E							7,94		8,61	

- Wyniki będą pochodną księgowania mieszkań na poziomie 770 lokali. Do głównych inwestycji rozpoznawanych w kwartale należały Young City na Bemowie oraz Królewski Park na Wilanowie, które stanowiły łącznie połowę zaksięgowanych mieszkań.
- Spółka podała również prognozy finansowe na 2016 r. oraz politykę dywidendy na lata 2016-2017. Zysk operacyjny ma wynieść 115 mln PLN, a na dywidendę spółka chce przeznaczać 65-80% zysku netto.

BUDOWNICTWO



Budimex (Kupuj, 233 PLN)

Kurs akcji: 184,85 PLN

Kapitalizacja: 4719,23 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 24.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	1 237,0	1 330,0	8%	4 950,0	5 070,0	2%	5 750,0	13%	6 700,0	17%
EBITDA	76,7	85,5	11%	270,0	301,2	12%	382,0	27%	424,0	11%
EBIT	71,0	80,0	13%	247,0	279,0	13%	360,0	29%	398,0	11%
Zysk netto	57,0	67,0	18%	192,0	228,0	19%	300,0	32%	333,0	11%
Marża EBITDA	6%	6%		5%	6%		7%		6%	
Marża EBIT	6%	6%		5%	6%		6%		6%	
Marża netto	5%	5%		4%	4%		5%		5%	
EV/EBITDA							9,24		7,76	
P/E							15,73		14,17	

- W segmencie budowlanym spodziewamy się przychodów 1240 mln PLN i marży 8,7%.
- Portfel kontraktów na koniec roku powinien wynieść około 8,3 mld PLN.
- Gotówka netto może lekko przekroczyć 2 mld PLN.
- Silna deweloperka dzięki najwyższej w roku liczbie sprzedaży notarialnych (453) – oczekujemy 140 mln PLN sprzedaży. Niższa kw/kw marża (i oczekujemy utrzymania tego trendu), ale ciągle na dość silnym poziomie około 22%. Segment budowlany pracuje intensywnie dla deweloperskiego – to skutkuje coraz wyższymi wyłączeniami przychodów i marży.
- Głównym ryzykiem dla rekomendacji jest tempo i skala podpisywania nowych kontraktów, ostateczny kształt planu drogowego w Polsce oraz tempo rozwoju FB Serwis.

Elektrobudowa (Trzymaj, 110 PLN)

Kurs akcji: 119,9 PLN

Kapitalizacja: 569,23 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 21.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	351,0	345,0	-2%	1 108,0	1 277,0	15%	1 223,9	-4%	1 278,6	4%
EBITDA	16,4	23,3	42%	49,3	89,2	81%	68,8	-23%	72,6	6%
EBIT	13,0	19,7	52%	35,7	74,6	109%	55,5	-26%	59,1	6%
Zysk netto	11,1	15,9	43%	27,3	59,7	119%	42,5	-29%	46,6	10%
Marża EBITDA	5%	7%		4%	7%		6%		6%	
Marża EBIT	4%	6%		3%	6%		5%		5%	
Marża netto	3%	5%		2%	5%		3%		4%	
EV/EBITDA							9,84		9,63	
P/E							13,39		12,22	

- Spodziewamy się dobrych wyników zgodnych z prognozą.
- Uwaga rynku będzie się zapewne koncentrowała na stronie bilansowej (wycena kontraktów długoterminowych) – która jest dla nas głównym i dominującym ryzykiem.
- Nowy zarząd może przedstawić nową wizję/obraz spółki.
- Rynek nowych kontraktów w energetyce wygląda raczej słabo.

Pekabex (Trzymaj, 12 PLN)

Kurs akcji: 9,95 PLN

Kapitalizacja: 240,91 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: -

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	110,0	95,0	-14%	328,2	360,0	10%	442,4	23%	474,0	7%
EBITDA	4,6	4,6	0%	23,9	34,4	44%	34,0	-1%	38,4	13%
EBIT	3,5	2,8	-20%	19,8	27,8	40%	25,6	-8%	29,9	17%
Zysk netto	3,5	2,3	-34%	15,9	21,6	36%	18,7	-14%	22,4	20%
Marża EBITDA	4%	5%		7%	10%		8%		8%	
Marża EBIT	3%	3%		6%	8%		6%		6%	
Marża netto	3%	2%		5%	6%		4%		5%	
EV/EBITDA							7,45		6,15	
P/E							12,91		10,75	

- Czyszczenie kilku „niespodzianek” na kontraktach może obciążyć wynik 2015.
- Spadające ceny stali sprawiają, że substytuty dla prefabrykatów (konstrukcje stalowe) stają się bardziej atrakcyjne cenowo.
- Rynek inwestycji komercyjnych (biurowce, hale, centra handlowe) jest na początku 2016 na pewno nie lepszy r/r z perspektywy spółki.
- Przejęty Ergon w 2016tym ma szansę dodać 1 mln PLN netto.

Torpol (Niepokrywana)

Kurs akcji: 10,79 PLN

Kapitalizacja: 247,84 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 21.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	269,0	302,0	12%	775,0	1 145,0	48%	670,0	-41%	715,0	7%
EBITDA	18,1	15,3	-15%	43,2	58,3	35%	35,4	-39%	32,5	-8%
EBIT	15,4	12,0	-22%	32,7	45,9	40%	22,9	-50%	20,0	-13%
Zysk netto	13,5	8,9	-34%	25,0	35,4	42%	17,3	-51%	16,0	-8%
Marża EBITDA	7%	5%		6%	5%		5%		5%	
Marża EBIT	6%	4%		4%	4%		3%		3%	
Marża netto	5%	3%		3%	3%		3%		2%	
EV/EBITDA							7,00		7,63	
P/E							14,33		15,49	

- Oczekujemy dobrego kwartału z wysokimi przerobami na dwóch głównych kontraktach Rail Baltica i Łódź Fabryczna.
- Backlog na koniec roku powinien wynieść około 540 mln PLN.
- Dług netto koło zera. Połowa zysku może być przeznaczona na dywidendę (div yield 7%).
- Możliwe są przejęcia na rynku polskim i zagranicznych.
- Pod znakiem zapytania pozostaje tempo podpisywania nowych kontraktów – trudno przewidzieć przerób w roku 2017. Na rynku na pewno może być nerwowo bo portfele na 2017-ty są puste. W dłuższym terminie spodziewamy się wzrostu obrotów i spadku marż.

Trakcja PRKiI (Niepokrywana)

Kurs akcji: 11,8 PLN

Kapitalizacja: 606,51 mln PLN



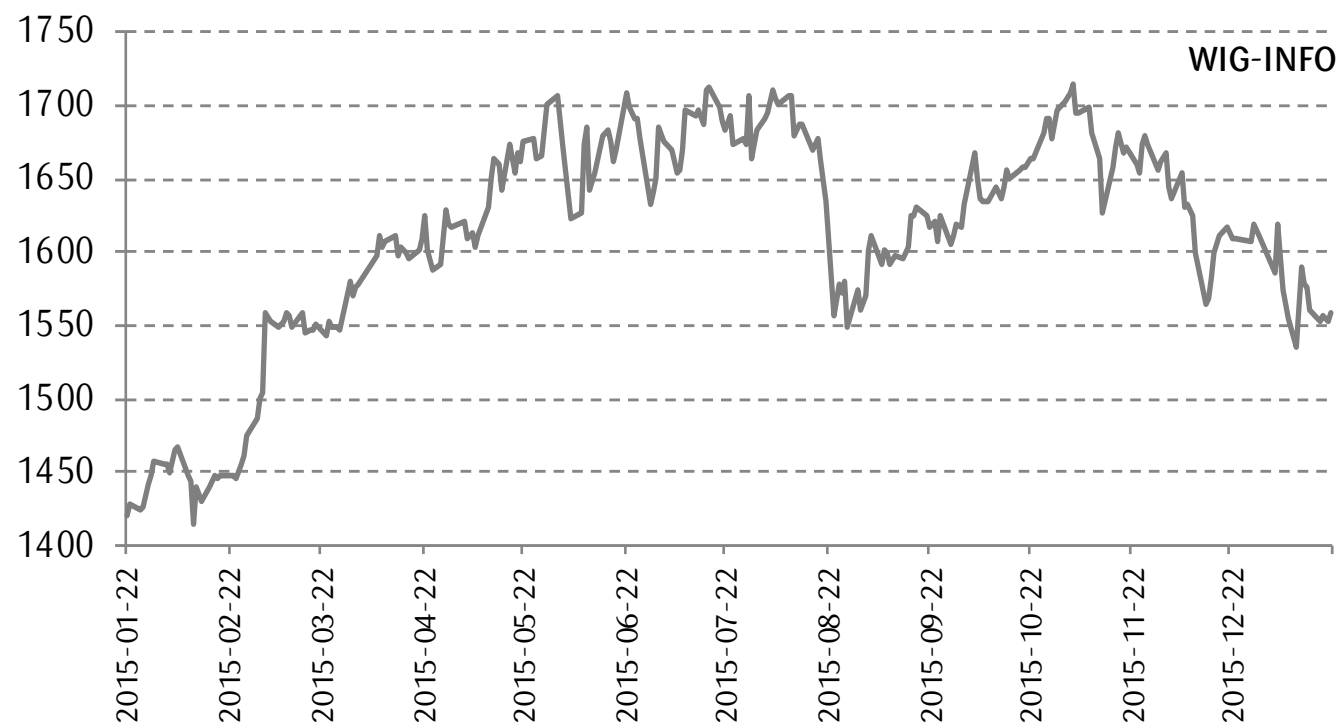
Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 21.3.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	563,0	413,0	-27%	1 601,7	1 310,0	-18%	1 480,0	13%	1 550,0	5%
EBITDA	37,0	25,6	-31%	106,8	92,2	-14%	95,0	3%	93,0	-2%
EBIT	31,2	19,1	-39%	83,1	67,0	-19%	70,0	4%	68,0	-3%
Zysk netto	17,1	13,6	-20%	50,4	51,9	3%	53,0	2%	51,0	-4%
Marża EBITDA	7%	6%		7%	7%		6%		6%	
Marża EBIT	6%	5%		5%	5%		5%		4%	
Marża netto	3%	3%		3%	4%		4%		3%	
EV/EBITDA							6,38		6,52	
P/E							11,44		11,89	

- Oczekujemy dobrego wyniku, wspartego silnym bilansem (oczekujemy wzrostu rezerw, czyli amunicji na przyszłe okresy). Spodziewamy się marży brutto na poziomie 10,9%.
- W spółce powinna się sezonowo pojawić gotówka netto – około 100 mln PLN.
- Backlog na koniec roku powinien wynieść około 1,5 mld PLN.
- Pod znakiem zapytania pozostaje tempo podpisywania nowych kontraktów – trudno przewidzieć przerób w roku 2017. Na rynku na pewno może być nerwowo bo portfele na 2017-ty są puste. W dłuższym terminie spodziewamy się wzrostu obrotów i spadku marż.

IT



mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	1 832,6	2 052,5	12%	6 231,9	7 112,7	14%	7 781,3	9%	8 357,1	7%
EBITDA	245,5	258,3	5%	905,1	991,5	10%	1 041,6	5%	1 085,9	4%
EBIT	177,5	188,3	6%	636,7	722,0	13%	756,6	5%	790,9	5%
Zysk netto	89,9	83,9	-7%	358,4	323,5	-10%	343,5	6%	364,7	6%
Marża EBITDA	13,4%	12,6%		14,5%	13,9%		13,4%		13,0%	
Marża EBIT	9,7%	9,2%		10,2%	10,2%		9,7%		9,5%	
Marża netto	4,9%	4,1%		5,8%	4,5%		4,4%		4,4%	
EV/EBITDA							7,17		6,85	
P/E							13,87		13,06	

- W 4Q15 spodziewamy się kontynuacji trendów z 3Q15, dwucyfrowej dynamiki przychodów (Rosja, Izrael, Europa Środkowa i Zachodnia – duże wzrosty, płasko w Europie Południowo-Wschodniej oraz w Polsce).
- Sezonowo 4 kwartał charakteryzuje się niższą marżą, głównie ze względu na większy udział sprzedaży hardware'u w całkowitym mixie sprzedażowym grupy, spółka nie komunikowała pozyskania dużych kontraktów (backlog lepszy r/r, pomagają kursy walut)
- Ze względu na zrealizowane w 2015 r. przejęcia, w 4Q oczekujemy wyższych kosztów SG&A i kosztów finansowych, w konsekwencji niższego zysku.
- Z zysku za 2015 spodziewamy się wypłaty dywidendy na poziomie zbliżonym do zeszłorocznego, DPS 2,90 PLN (stopa dywidendy 5,3%).

Asseco SEE (Niepokrywana)

Kurs akcji: 8,49 PLN

Kapitalizacja: 440,58 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 18.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	165,5	150,5	-9%	500,9	498,0	-1%	512,9	3%	543,7	6%
EBITDA	19,9	21,6	9%	69,3	82,3	19%	83,2	1%	90,9	9%
EBIT	15,8	14,4	-8%	46,2	53,1	15%	53,2	0%	58,4	10%
Zysk netto	13,7	11,8	-13%	39,0	44,3	14%	44,7	1%	49,3	10%
Marża EBITDA	12,0%	14,4%		13,8%	16,5%		16,2%		16,7%	
Marża EBIT	9,5%	9,6%		9,2%	10,7%		10,4%		10,7%	
Marża netto	8,3%	7,9%		7,8%	8,9%		8,7%		9,1%	
EV/EBITDA							5,99		5,61	
P/E							9,86		8,93	

- W 4Q15 spodziewamy się kontynuacji trendów z zeszłych kwartałów, wzrostu udziału produktów i usług własnych w całkowitym mixie sprzedażowym, co pomimo spadku przychodów powinno przełożyć się na wygenerowanie wyższych poziomów marż.
- Jednak sezonowo 4Q jest najlepszy dla segmentu integracji, który ze względu na wysoki udział outsourcingu i hardware'u jest najgorszym pod względem wypracowywanych marż ze wszystkich kwartałów.
- Spodziewamy się większej dystrybucji dywidend ze spółek zależnych co powinno przełożyć się na wyższą efektywną stopę podatkową w kwartale.
- Pomimo niższych przychodów, w całym 2015 r. spółka istotnie poprawi marże na wszystkich poziomach.
- Zakładamy, że z zysku za 2015 spółka wypłaci dywidendę nie niższą niż w zeszłym roku tj. minimum DPS 0,4 PLN (div yield 4,7%).

Macrologic (Niepokrywana)

Kurs akcji: 36,4 PLN

Kapitalizacja: 68,74 mln PLN



Dom Maklerski

Data publikacji wyników: 8.2.2016

mln PLN	IV kw. 2014	IV kw. 2015P	r/r	I-IV kw. 2014	I-IV kw. 2015P	r/r	2016P	r/r	2017P	r/r
Przychody	16,4	16,5	0%	54,3	55,4	2%	58,2	5%	59,9	3%
EBITDA	5,3	4,8	-10%	14,2	14,0	-1%	14,8	5%	15,2	3%
EBIT	3,9	3,5	-12%	8,5	8,6	1%	8,8	2%	9,1	4%
Zysk netto	3,2	2,7	-15%	6,7	6,9	3%	6,9	0%	7,2	4%
Marża EBITDA	32%	29%		26%	25%		25%		25%	
Marża EBIT	24%	21%		16%	15%		15%		15%	
Marża netto	19%	16%		12%	12%		12%		12%	
EV/EBITDA							4,66		4,51	
P/E							10,01		9,59	

- W 4Q15 spodziewamy się słabszych r/r wyników - przychody płasko, EBIT i zysk netto niżej r/r, głównie ze względu na dużą ilość zmian legislacyjnych, co przełożyło się na przesunięcie decyzji zakupowych - mniejsza liczba nowych wdrożeń.
- Dodatkowo wynik obciąży rezerwa 150 tys. PLN z tytułu nałożonej przez KNF kary.
- W 4Q spółka złożyła wniosek o dotację na 15 mln PLN (dofinansowanie 40%) na rozwój flagowego produktu, rozstrzygnięcie w lutym.
- W całym 2015 spółka zrealizuje wyniki niższe niż pierwotnie zakładała.
- Spółka planuje podzielić się zyskiem za 2015 - rozważa dwie opcje: wypłatę dywidendy (oczekiwany DPS 3 PLN, yield 8%) lub skup akcji.

Kalendarz

26 stycznia	O2 Czech Republic
27 stycznia	BZ WBK
28 stycznia	PKN Orlen
1 lutego	Millennium
4 lutego	ING BSK mBank
8 lutego	Macrologia
9 lutego	Telekom Austria Pekao
11 lutego	Komerční Banka
15 lutego	Orange Polska
16 lutego	PGE
17 lutego	Handlowy
18 lutego	Asseco SEE OMV
24 lutego	Budimex Magyar Telekom MOL NWR
25 lutego	Apator CCC Eurocash GPW
26 lutego	Asbis Erste Bank
29 lutego	AB

29 lutego	Amica Cyfrowy Polsat Dom Development JSW
2 marca	Jeronimo Martins
3 marca	Lotos
4 marca	OTP PGNiG
9 marca	Tauron
11 marca	Grupa Azoty
15 marca	CEZ Duon Energa PHN PKP Cargo PZU
16 marca	Asseco Poland Kęty Raiffeisen Bank International
17 marca	Forte GTC KGHM Neuca
18 marca	WPH ZPC Otmuchów
21 marca	Action

21 marca	Echo Investment Elektrobudowa Pelion Torpol Trakcja ZEPAK ZPUE
brak danych	ABC Data Alior Alumetal AmRest Bogdanka Ciech Emperia Enea LPP Netia Newag Norilsk Pekabex Polenergia Robyg Sanok Synthos

Rekomendacje

Bank	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Kapitalizacja (mln zł)	P/E skorygowane			P/BV		
					2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P
Banki										
Alior Bank	Kupuj	2015-12-17	74,00	4 012,47	13,0	12,0	9,7	1,1	1,0	0,9
BZ WBK	Trzymaj	2015-12-17	281,00	24 198,34	10,5	12,4	12,6	1,3	1,2	1,2
Erste Bank	Kupuj	2015-09-28	29,80	50 164,35	15,3	13,8	12,5	1,1	1,0	0,9
Handlowy	Kupuj	2015-12-17	71,00	8 976,31	14,4	15,4	16,8	1,3	1,3	1,3
ING BSK	Kupuj	2015-12-17	123,00	13 530,40	12,4	12,8	12,7	1,3	1,2	1,2
Komerční	Trzymaj	2015-09-21	5 926,00	30 439,33	15,4	14,8	14,2	1,8	1,7	1,7
mBank	Trzymaj	2015-12-17	331,00	12 090,35	9,7	12,3	12,5	1,0	1,0	0,9
Millennium	Trzymaj	2015-12-17	5,60	5 750,17	10,4	9,3	10,8	0,9	0,8	0,8
OTP Bank	Trzymaj	2015-07-16	5 809,00	23 281,58	20,8	13,0	8,5	1,4	1,3	1,1
Pekao	Trzymaj	2015-12-17	148,00	34 422,94	15,4	17,3	15,7	1,5	1,5	1,5
Raiffeisen	Trzymaj	2015-12-10	15,10	15 269,04	9,1	12,4	7,9	0,4	0,4	0,4

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Kapitalizacja (mln zł)	P/E skorygowane			EV/EBITDA		
					2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P
Przemysł podstawowy										
Forte	Kupuj	2015-12-04	64,50	1 104,90	13,1	12,2	11,2	10,2	9,4	9,9
Sektor chemiczny										
Ciech	Sprzedaj	2016-01-13	59,60	4 382,00	13,2	10,6	11,9	7,6	6,7	7,1
Grupa Azoty	Sprzedaj	2015-12-11	84,60	9 736,04	16,3	13,9	13,5	7,7	6,6	6,3
Synthos	Kupuj	2015-12-16	4,16	5 054,82	11,4	13,5	12,5	9,6	10,0	8,8
Sektor budowlany										
Budimex	Kupuj	2015-11-03	233,00	4 719,24	20,8	15,0	13,5	9,1	6,9	5,6
Elektrobudowa	Trzymaj	2015-04-13	110,00	569,24	26,9	21,2	19,7	14,8	12,9	12,6
Pekabex	Trzymaj	2015-12-18	12,00	240,92	10,4	12,9	10,7	7,2	7,4	6,1
Cykliczne dobra konsumpcyjne										
CCC	Trzymaj	2015-12-08	154,00	4 439,04	20,2	17,1	12,4	15,7	13,4	10,6
LPP	Sprzedaj	2015-12-08	5 059,00	12 130,09	30,9	26,4	22,7	16,0	15,3	13,0
Cykliczne usługi										
PKP Cargo	Sprzedaj	2016-01-22	45,00	2 239,50	14,3	13,6	12,5	4,1	4,6	4,7
Dystrybutorzy										
AB	Kupuj	2015-05-25	49,00	504,89	7,7	7,5	7,2	7,3	6,6	6,4
Action	Trzymaj	2015-05-25	42,50	414,59	5,4	5,1	4,8	5,4	5,0	-
Neuca	Kupuj	2015-11-06	398,00	1 453,41	14,6	13,3	12,3	10,9	9,6	8,6
Pelion	Trzymaj	2015-11-06	70,00	587,94	13,1	12,3	9,6	6,9	7,5	6,8
Media i rozrywka										
WPH	Kupuj	2015-06-24	45,50	1 005,80	18,1	12,6	10,7	11,1	8,2	6,7

Rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Kapitalizacja (mln zł)	P/E skorygowane			EV/EBITDA		
					2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P
Sektor ubezpieczeniowy										
PZU	Kupuj	2015-11-30	45,70	27 209,61	12,1	10,6	10,3	-	-	-
Sektor deweloperski										
Dom Development	Kupuj	2015-11-25	55,20	1 236,09	15,8	13,4	13,5	13,5	11,3	11,6
Echo	Kupuj	2014-10-03	7,30	2 793,92	7,5	4,4	nm	3,9	nm	-
GTC	Trzymaj	2015-12-10	7,14	2 392,42	12,5	4,1	5,9	14,6	8,2	10,9
PHN	Kupuj	2015-12-03	23,70	825,97	7,9	17,8	14,4	16,0	21,1	17,3
Robyg	Kupuj	2016-01-14	3,02	739,29	9,8	7,9	8,6	-	-	-
Pozostałe usługi finansowe										
GPW	Trzymaj	2015-12-02	44,20	1 445,94	12,1	12,6	11,6	7,8	7,9	7,5
Holdingi przemysłowe										
Alumetal	Trzymaj	2015-07-20	59,50	722,19	10,6	10,8	9,0	8,2	9,4	7,4
Kęty	Kupuj	2015-09-02	370,00	2 596,55	12,5	12,2	10,9	8,6	8,3	7,3
Sprzęt elektroniczny i elektryczny										
Apator	Trzymaj	2015-10-30	34,00	919,71	12,9	11,9	11,3	8,7	7,7	7,2
ZPUE	Kupuj	2015-08-06	355,00	518,00	14,1	13,4	13,7	8,8	8,2	7,8
Sektor konsumpcyjny										
AmRest	Kupuj	2015-12-18	215,70	3 567,68	21,7	19,4	16,5	9,6	7,9	6,6
Emperia	Kupuj	2016-01-15	81,90	827,19	15,3	13,1	10,6	6,8	5,8	4,6
Eurocash	Kupuj	2016-01-15	61,30	6 755,14	27,7	20,3	16,6	14,9	12,1	10,1
Jeronimo Martins	Kupuj	2015-11-30	16,20	31 800,48	20,9	19,6	16,3	9,8	8,8	7,3
Otmuchów	Kupuj	2015-11-27	7,41	69,35	14,7	9,5	7,3	5,7	4,6	4,0
Sektor telekomunikacyjny										
Cyfrowy Polsat	Kupuj	2015-12-15	26,60	13 430,47	11,4	11,5	11,4	6,3	6,2	5,9
Magyar Telekom	Trzymaj	2015-11-25	439,00	5 899,16	15,0	13,4	11,5	4,7	4,4	4,1
Netia	Kupuj	2015-12-15	7,10	1 855,31	67,4	72,7	81,0	4,4	4,6	4,8
O2 Czech Republic	Kupuj	2015-11-25	298,00	12 847,12	16,2	16,1	16,2	8,7	8,7	8,7
Orange Polska	Kupuj	2015-12-15	7,50	8 040,76	26,0	54,2	38,5	4,2	4,0	3,9
Telekom Austria AG	Trzymaj	2015-11-25	5,50	14 901,23	10,5	9,9	10,8	5,3	5,0	4,9

Rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Kapitalizacja (mln zł)	P/E skorygowane			EV/EBITDA		
					2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P
Sektor wydobywczy										
Bogdanka	Trzymaj	2015-09-04	49,60	1 123,47	6,2	11,3	8,2	2,8	3,2	2,8
JSW	Trzymaj	2015-09-24	14,70	1 106,02	nm	nm	nm	5,7	3,4	2,5
KGHM	Trzymaj	2015-09-03	80,00	11 040,00	4,9	15,0	9,7	2,9	3,8	3,8
Norilsk Nickel	Kupuj	2015-12-16	15,00	75 394,00	7,8	9,8	8,1	5,6	7,7	6,6
NWR	Sprzedaj	2015-05-21	0,03	66,61	nm	nm	0,5	11,9	14,6	3,0
Sektor paliwowy										
Duon	Kupuj	2015-07-16	4,11	395,45	15,7	13,8	12,9	9,4	8,6	7,9
Lotos	Sprzedaj	2015-09-18	27,20	4 989,73	7,4	8,4	7,9	6,0	6,5	6,7
MOL	Trzymaj	2015-09-18	13 552,00	20 277,58	8,1	7,0	7,3	3,3	3,3	3,1
OMV	Trzymaj	2015-09-18	23,44	32 683,07	9,8	12,4	10,8	3,6	3,3	3,1
PGNIG	Trzymaj	2015-12-07	5,15	28 497,00	12,6	14,3	13,4	4,8	5,4	5,2
PKN Orlen	Sprzedaj	2015-09-18	66,80	27 792,53	6,2	6,8	7,5	4,1	4,2	4,5
Sektor energetyczny										
CEZ	Trzymaj	2015-09-29	80,05	33 904,11	8,3	11,4	13,2	5,7	5,8	6,0
Enea	Kupuj	2015-09-29	15,80	4 922,08	4,8	8,2	8,4	3,6	5,4	5,0
Energa	Kupuj	2015-09-29	19,00	5 382,87	7,1	9,5	9,2	4,2	4,8	4,8
PGE	Kupuj	2015-09-29	15,00	24 867,82	nm	8,7	9,1	3,4	4,9	5,3
Polenergia	Kupuj	2015-09-29	36,90	1 058,75	13,3	14,4	22,6	8,5	7,1	10,5
Tauron	Trzymaj	2015-09-29	3,41	4 854,56	4,7	5,9	6,5	3,9	4,7	5,3
ZE PAK	Trzymaj	2015-09-29	14,70	419,29	4,8	8,0	2,8	2,9	2,7	1,9

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Włodzimierz Giller	(handel, media, telekomunikacja)	(022) 521 79 17	wlodzimierz.giller@pkobp.pl
Monika Kalwasińska	(paliwa, chemia, sektor spożywczy)	(022) 521 79 41	monika.kalwasinska@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(dystrybucja, inne)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 521 52 04	alicia.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja)	(022) 580 33 68	malgorzata.zelazko@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Mark Cowley	(sales)	(022) 521 52 46	mark.cowley@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedecjus@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluza@pkobp.pl
Andrzej Sychowski	(trader)	(022) 521 48 93	andrzej.sychowski@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza publikacja (dalej: „Publikacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (dalej: Rozporządzenie), wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP.

Publikacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że informacje zawarte w Publikacji są w pełni dokładne i kompletne. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Publikacji.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Niniejsza Publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), jak również umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji
śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży