

# Prognozy wyników kwartalnych

## IV kwartał 2014

### Sektor finansowy

Wyniki banków giełdowych w IV kwartale były niższe od wypracowanych trzy miesiące wcześniej. Poprawiające się wolumeny jedynie w części zniwelowały negatywny wpływ obniżek stóp procentowych na wynik odsetkowy. Najważniejszym czynnikiem wpływającym na roczną dynamikę wyników prowizyjnych w IV kwartale będzie natomiast obniżenie opłaty interchange. W części banków pozytywnie na wyniki przełoży się sprzedaż portfela obligacji. Koszty będą w wyższe niż w poprzednim kwartale, co jest pochodną sezonowości tej pozycji. Nie spodziewamy się niespodzianek po stronie wysokości odpisów, pomimo sezonowości będą jedynie nieznacznie wyższe niż w III kwartale. Podsumowując, spodziewamy się gorszego niż poprzedni okresu dla banków - będzie to kolejny kwartał spadku koniunktury w sektorze - sumaryczny zysk netto w analizowanych bankach spadnie w stosunku do III kwartału o 11% (-17% r/r). Najlepsze wyniki na tle sektora będą naszym zdaniem udziałem mBanku, Alior Banku i Banku Handlowego. Słabiej poradziły sobie PKO BP, GNB i w mniejszym stopniu ING BSK.

### Przemysł spożywczy

Wyniki spółek mięsnych były pod wpływem silnych spadków cen wieprzowiny. Spowodowało to obniżenie sprzedaży jednak istotnie powinno poprawić marże w przypadku Tarczyńskiego. Na wyniki Dudy prócz spadku cen mięsa negatywnie cały czas wpływa choroba ASF. Poprawa wyników Ambry powinna być nieznaczna, natomiast wyraźna w przypadku Otmuchowa.

### Handel

IV kwartał był wyjątkowo słaby dla LPP ze względu na silne osłabienie rubla, słabą sprzedaż i spadek marży brutto. Lepiej wypadł wynik CCC, gdyż dynamiki sprzedaży odbiegały tylko nieznacznie od wcześniejszych kwartałów. Wszyscy dystrybutorzy IT powinni istotnie poprawić zyski w IV kwartale, a pozytywnie na tym tle wyróżni się spółka AB dzięki ponownej poprawie marży operacyjnej.

### Przemysł

W czwartym kwartale dobre wyniki pokażą spółki eksportujące do Rosji (Amica,

Aplisens), jednak nie należy zakładać kontynuacji tej tendencji w 2015 r. Niskie ceny surowców oraz słaba złotówka korzystnie wpłyną na marże eksporterów na Zachód (Zetkama, Amica, Ferro) oraz lekko negatywnie na Elemental Holding, który specjalizuje się w recyklingu oraz obrocie metalami nieżelaznymi.

### Deweloperzy mieszkaniowi

W 2014 roku na sześciu głównych rynkach deweloperzy sprzedali (wg danych Reas) 43 tys. mieszkań (20% więcej niż w rekordowych latach 2007 i 2013). Podaż w tym czasie wyniosła 47.5 tys. lokali (+50% r/r), a oferta na koniec 2014 roku wyniosła 47 tys. mieszkań (vs. 41 tys. przed rokiem). W ostatnim kwartale ub.r. sprzedaż deweloperów napędzała m.in. obowiązująca od 2015 roku rekomendacja KNF ograniczająca maksymalny poziom LtV dla kredytu hipotecznego do 90%. W najbliższych kwartałach spodziewamy się utrzymania korzystnych warunków rynkowych, jednak w I kwartale oczekujemy spadków poziomu przedsprzedaży w ujęciu kwartalnym (efekt LtV, tj. przyspieszonego popytu w IV kw. ub.r.).

## Prognozy zysków netto spółek w IV kwartale 2014 (mln PLN)

Spółka	IVQ'2013	IVQ'2014	zmiana	termin publikacji raportu	Spółka	IVQ'2013	IVQ'2014	zmiana	termin publikacji raportu
<b>Banki i finanse</b>					ABC Data	19.7	22.9	16.2%	19 marca
Bank Handlowy	151.8	199.8	31.6%	12 lutego	Action	19.3	21.4	10.9%	23 marca
ING BSK	250.5	225.8	-9.9%	11 lutego	<b>Deweloperzy</b>				
mBank	314.8	307.1	-2.4%	5 lutego	Dom Development	25.9	28.9	11.5%	26 lutego
Alior Bank	58.0	87.5	50.8%	27 lutego	Robyg	8.6	12.5	45.6%	19 marca
Pekao	735.6	688.5	-6.4%	11 lutego	JW. Construction	4.0	-0.1	-	19 marca
PKO BP	938.3	700.1	-25.4%	16 marca	Polnord	1.9	1.1	-43.2%	23 marca
Getin Noble	160.2	80.5	-49.8%	23 marca	<b>Przemysł</b>				
BZ WBK	651.8	424.4	-34.9%	3 lutego	Zetkama	1.9	3.5	81.0%	23 marca
<b>Branża spożywcza</b>					Elemental Holding	4.7	6.0	28.0%	20 marca
Ambra	20.3	21.1	3.9%	16 lutego	Ferro	4.4	4.6	5.7%	19 marca
Duda	6.8	4.2	-38.2%	19 marca	Amica	29.6	14.9	-49.6%	27 lutego
Otmuchów	-1.0	1.6	-	18 marca	Aplisens	3.5	3.3	-3.3%	20 marca
Tarczyński	2.1	3.4	61.9%	20 marca	Apator	16.8	23.1	37.7%	19 lutego
<b>Handel</b>					<b>Pozostałe</b>				
CCC	77.2	88.6	14.8%	17 lutego	Benefit	4.6	5.6	21.6%	18 marca
LPP	181.4	149.2	-17.8%	19 lutego	Impel	-3.9	1.4	-	18 marca
AB	21.1	28.0	32.7%	27 lutego	Work Service	13.8	19.3	39.9%	20 marca

*kolor zielony* - pozytywna ocena prognozy wyników w kontekście wyceny giełdowej, *kolor czerwony* - negatywna ocena prognozy wyników w kontekście wyceny giełdowej

## SPIS TREŚCI

Banki i finanse.....	3
Przemysł spożywczy.....	7
Handel .....	9
Deweloperzy.....	12
Przemysł .....	14
Pozostałe .....	17
Rekomendacje .....	18

# Bank Handlowy

akumuluj

Cena docelowa: 114.9

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Przychody	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2014p	1 179	620	2 393	1 155	936	7.2	7.2	55.4	14.9	1.9	52.1	2.0%	12.9%
2015p	1 180	625	2 297	1 049	827	6.3	7.1	54.8	16.9	2.0	54.7	1.7%	11.5%
2016p	1 263	668	2 435	1 212	949	7.3	6.3	55.9	14.7	1.9	50.6	1.8%	13.1%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki Banku Handlowego będą niższe niż w III kwartale. Pomogą, podobnie jak trzy miesiące wcześniej, dodatkowe zyski z operacji finansowych. Spodziewamy się spadku wyniku odsetkowego o 6.1% r/r oraz obniżenia zysków z tytułu prowizji o 5.4% r/r (skutek niższych stawek interchange).

Spodziewamy się spadku kosztów działalności o 17.9% (kolejne efekty restrukturyzacji), rezerwy powinny pozostać na niskim poziomie (ok. 5 mln PLN). Podsumowując, prognozujemy że spółka osiągnie zysk netto w IV kwartale w wysokości 199.8 mln PLN (+31.6% r/r).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Wynik odsetkowy	298.3	304.1	280.1	-6.1%
Wynik prowizyjny	160.6	144.4	152.0	-5.4%
WNB	563.9	573.2	562.1	-0.3%
Koszty	376.1	303.8	308.7	-17.9%
Wynik operacyjny	178.6	273.4	257.9	44.4%
Rezerwy	19.0	7.8	-5.0	-126.3%
Zysk brutto	198.0	281.7	252.9	27.8%
Zysk netto	151.8	228.4	199.8	31.6%

# mBank

kupuj

Cena docelowa: 546.7

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Przychody	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2014p	2 487	911	3 854	2 216	1 285	30.5	17.0	262.3	14.8	1.7	44.6	1.2%	12.1%
2015p	2 409	921	3 804	2 178	1 326	31.5	18.3	275.5	14.3	1.6	46.7	1.1%	11.7%
2016p	2 496	964	3 955	2 140	1 330	31.5	20.4	286.6	14.3	1.6	47.8	1.1%	11.2%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Spodziewamy się kolejnego niezłego kwartału w mBanku, wynik netto powinien być zbliżony do wypracowanego w III kwartale. Oczekujemy wzrostu wyniku odsetkowego o 7.0% r/r, spadku dochodów prowizyjnych o 8.3% r/r. Całkowite dochody będą wyższe o 3.1% r/r, przy zwiększeniu kosztów o 2.8% r/r. Spodziewamy się utrzymania poziomu rezerw z poprzedniego kwartału, będą one jednocześnie wyższe niż w IV kwartale ubiegłego roku.

Podsumowując, prognozujemy że spółka osiągnie zysk netto w III kwartale w wysokości 307.1 mln PLN (-2.4% r/r).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Wynik odsetkowy	588.1	649.9	629.2	7.0%
Wynik prowizyjny	228.9	216.2	210.0	-8.3%
WNB	930.5	982.2	959.2	3.1%
Koszty	441.6	441.2	454.0	2.8%
Wynik operacyjny	522.6	577.7	543.7	4.0%
Rezerwy	-117.1	-157.9	-155.0	32.4%
Zysk brutto	405.5	419.8	388.7	-4.1%
Zysk netto	314.8	315.5	307.1	-2.4%

# ING BSK

neutralnie

Cena docelowa: 143.6

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Przychody	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2014p	2 321	1 078	3 528	1 606	1 036	8.0	4.4	78.0	17.2	1.8	54.7	1.1%	11.0%
2015p	2 433	1 082	3 690	1 677	1 133	8.7	4.4	82.3	15.7	1.7	54.8	1.1%	10.9%
2016p	2 618	1 158	3 862	1 806	1 245	9.6	4.8	87.1	14.3	1.6	53.5	1.1%	11.3%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Dla ING BSK spodziewamy się wyniku netto znacznie niższego od osiągniętego w poprzednim kwartale. Oczekujemy wzrostu wyniku odsetkowego o 5.2% r/r, dochody prowizyjne będą minimalnie niższe niż w III kwartale (-0.4% r/r). Wynik na działalności bankowej powinien być wyższy w stosunku do wypracowanego w analogicznym okresie 2013 roku o ponad 6.0%. Oczekujemy wzrostu wydatków o 10.6%. W IV kwartale oczekujemy podwyższonego salda rezerw (+24% r/r, wysoki wzrost to jednak efekt zmiany w modelach). Sądzymy, że wynik netto banku wyniesie w III kwartale 228.8 mln PLN (-9.9% r/r).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Wynik odsetkowy	545.4	596.9	574.0	5.2%
Wynik prowizyjny	264.8	258.3	263.8	-0.4%
WNB	824.4	891.2	873.8	6.0%
Koszty	450.4	489.5	498.0	10.6%
Wynik operacyjny	376.7	407.8	380.8	1.1%
Rezerwy	-76.4	-65.2	-95.0	24%
Zysk brutto	300.3	342.6	285.8	-4.8%
Zysk netto	250.5	273.2	225.8	-9.9%

# Pekao

akumuluj

Cena docelowa: 185.0

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Przychody	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2014p	4 502	2 059	7 231	3 871	2 712	10.3	10.0	90.9	17.4	2.0	47.0	1.7%	11.5%
2015p	4 587	2 000	7 206	3 760	2 628	10.0	9.3	91.6	18.0	2.0	48.3	1.5%	11.0%
2016p	4 810	2 136	7 448	4 025	2 838	10.8	9.0	93.4	16.6	1.9	46.5	1.6%	11.7%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

W Pekao spodziewamy się rezultatu nieznacznie niższego od wypracowanego w III kwartale. Wzrost presji ze strony marży spowoduje, że wynik odsetkowy będzie niższy niż w analogicznym okresie 2013 o 3.3% r/r. Spadkowego trendu oczekujemy w dochodach prowizyjnych (-6.0% r/r). Wynik na działalności bankowej będzie niższy o 1.5% niż w IV kwartale 2013 roku, wspomaga go w znacznym stopniu sprzedaż portfela AFS (oczekujemy, że min. 100 mln PLN).

Jak zwykle Pekao może pochwalić się dobrą kontrolą kosztów - wydatki w spółce wzrosną w ciągu roku o 0.3%. Oczekujemy spadku poziomu rezerw (-23.8% r/r). Podsumowując, zysk netto Pekao w IV kwartale wyniesie 688.5 mln PLN (-6.4%) i będzie niższy niż w III kwartale.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Wynik odsetkowy	1135.7	1133.9	1098.0	-3.3%
Wynik prowizyjny	547.6	505.0	515.0	-6.0%
WNB	1849.4	1854.1	1822.0	-1.5%
Koszty	840.3	861.2	843.0	0.3%
Wynik operacyjny	1037.7	1005.0	979.0	-5.7%
Rezerwy	-169.2	-134.2	-129.0	-23.8%
Zysk brutto	911.0	704.4	850.0	-6.7%
Zysk netto	735.6	704.4	688.5	-6.4%

# PKO BP

kupuj

Cena docelowa: 39.2

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Przychody	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2014p	7 720	3 240	11 367	6 125	3 398	2.7	0.8	22.2	12.1	1.5	46.9	1.5%	12.8%
2015p	7 690	2 996	11 107	5 768	3 129	2.5	1.4	23.3	13.2	1.4	49.9	1.2%	11.0%
2016p	7 801	3 116	11 352	5 911	3 212	2.6	1.3	24.6	12.8	1.3	48.6	1.2%	10.7%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN, wyniki 2014 z Nordea pro-forma

Dla PKO BP spodziewamy się wyniku znacznie gorszego niż wypracowany w III kwartale, będzie to w dużej części skutek braku dochodów jednorazowych w tym okresie oraz silnego spadku marży odsetkowej w stosunku do III kwartału 2014.

Wynik odsetkowy wzrośnie naszym zdaniem o 6% r/r (dodatnia dynamika to jedynie skutek przejścia NB), natomiast wynik prowizyjny będzie niższy o 9.8% r/r. Oczekujemy wzrostu kosztów o 14.1% r/r przy zwiększeniu dochodów o 3.0% i zmniejszenia odpisów na rezerwy o 29.0% r/r. Szacujemy, że zysk netto spółki w IV kwartale wyniesie 700.1 mln PLN i będzie niższy niż w analogicznym okresie 2013 roku o 25.4% i to pomimo konsolidacji Nordea Banku.

### Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Wynik odsetkowy	1714.5	1978.7	1817.2	6.0%
Wynik prowizyjny	814.8	726.8	735.0	-9.8%
WNB	2651.4	2826.0	2732.2	3.0%
Koszty	1281.4	1337.2	1462.2	14.1%
Wynik operacyjny	1894.7	1554.0	1332.0	-29.7%
Rezerwy	-683.2	-475.2	-485.0	-29.0%
Zysk brutto	1211.5	1078.8	847.0	-30.1%
Zysk netto	938.3	873.4	700.1	-25.4%

# Getin Noble Bank

neutralnie

Cena docelowa: \*

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Przychody	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2014p	1 469	432	2 048	1 065	411	0.2	0.0	2.0	11.3	0.9	46.9	0.6%	8.3%
2015p	1 496	464	2 074	1 022	434	0.2	0.0	2.1	10.7	0.8	50.1	0.6%	8.0%
2016p	1 604	491	2 214	1 129	449	0.2	0.0	2.3	10.3	0.8	48.4	0.6%	7.7%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Oczekujemy słabego wyniku za IV kwartał w Getin Noble Bank. Prognozujemy wzrost wyniku odsetkowego o 4.1% r/r, spadek dochodów prowizyjnych o 7.8% r/r. Koszty działalności wzrosną więcej niż dochody - ok. 3.0% r/r vs. 1.2%. Spodziewamy się spadku odpisów na rezerwy w stosunku do III kwartału (+28.2% r/r) i to pomimo sprzedaży części portfela kredytów zagrożonych.

Podobnie jak w ubiegłych kwartałach na wyniki pozytywnie wpłynie tarcza podatkowa z działalności leasingowej. Podsumowując, wynik netto w IV kwartale wyniesie 80.5 mln PLN (-49.8% r/r). Dynamika zysku brutto, będąca bardziej miarodajną oceną jakości wyników, spadnie do -45.4% r/r.

### Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Wynik odsetkowy	346.9	379.6	361.0	4.1%
Wynik prowizyjny	116.0	105.7	107.0	-7.8%
WNB	494.2	517.6	500.0	1.2%
Koszty	233.9	227.5	241.0	3.0%
Wynik operacyjny	253.8	276.4	250.5	-1.3%
Rezerwy	-152.1	-224.0	-195.0	28.2%
Zysk brutto	101.7	52.5	55.5	-45.4%
Zysk netto	160.2	79.7	80.5	-49.8%

## Alior Bank

akumuluj

Cena docelowa: 93.1

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Przychody	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2014p	1 217	340	1 824	928	309	4.4	0.0	35.7	19.2	2.4	50.0	1.1%	13.2%
2015p	1 369	414	2 059	1 049	370	5.1	0.0	39.6	16.6	2.1	49.9	1.1%	13.8%
2016p	1 508	464	2 258	1 176	451	6.2	0.0	45.9	13.6	1.9	48.7	1.2%	14.6%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki Alior Banku powinny być lepsze niż w III kwartale. Wynik odsetkowy wzrośnie naszym zdaniem o 7.8% r/r, przy nieznacznym spadku marży odsetkowej, przychód prowizyjny będzie niższy o 1.5% r/r.

Prognozujemy wzrost kosztów działalności (5.0% r/r) przy wzroście dochodów o 8.9% oraz spadek salda rezerw o 8.1%. Naszym zdaniem wynik netto wyniesie 87.5 mln PLN (+50.8% r/r).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Wynik odsetkowy	297.7	321.3	321.0	7.8%
Wynik prowizyjny	88.4	85.2	87.0	-1.5%
WNB	437.1	482.1	476.0	8.9%
Koszty	233.3	235.4	245.0	5.0%
Wynik operacyjny	215.0	254.1	239.0	11.2%
Rezerwy	-142.5	-166.6	-131.0	-8.1%
Zysk brutto	72.5	87.6	108.0	48.9%
Zysk netto	58.0	70.1	87.5	50.8%

## BZ WBK

neutralnie

Cena docelowa: 364.4

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Przychody	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2014p	4 459	1 965	6 900	3 830	2 086	21.1	10.1	167.8	16.1	2.0	46.1	1.7%	13.7%
2015p	4 386	1 941	6 702	3 621	1 999	20.2	11.6	176.5	16.8	1.9	47.6	1.5%	11.7%
2016p	4 561	2 058	7 005	3 992	2 253	22.8	11.1	188.3	14.9	1.8	44.7	1.6%	12.5%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

W BZ WBK, po przejęciu Santander Consumer Banku, spodziewamy się wzrostu wyniku odsetkowego o 27.1% r/r. Oczekujemy poprawy wyników prowizyjnych o 4.3% r/r - całkowite dochody powinny być jednak niższe o 0.6% r/r. Rezultatem powinna pomóc sprzedaż części portfela obligacji (szacujemy dodatkowy zysk na 140 mln PLN brutto).

Koszty działalności będą wyższe o 9.4% r/r (w tym koszty integracji ok. 40-50 mln PLN). Oczekujemy wzrostu poziomu odpisów o 58.5%. Ujemnie na wyniki wpłynie wysoka stopa podatkowa (skutek sprzedaży części portfela NPL). Podsumowując, prognozujemy że spółka osiągnie zysk netto w IV kwartale w wysokości 424.4 mln PLN (-34.9% r/r).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Wynik odsetkowy	861.8	1152.8	1095.0	27.1%
Wynik prowizyjny	458.5	482.7	478.0	4.3%
WNB	1799.1	1705.6	1788.4	-0.6%
Koszty	791.8	779.6	866.0	9.4%
Wynik operacyjny	1007.3	947.3	937.4	-6.9%
Rezerwy	-177.2	-216.0	-281.0	58.5%
Zysk brutto	830.0	731.2	656.4	-20.9%
Zysk netto	651.8	515.5	424.4	-34.9%

# Ambra

kupuj

Cena docelowa: 11.1

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2013/14	418.2	30.2	40.9	26.0	1.0	1.5	10.1	7.8	0.8	5.4	9.4	7.0	10.3
2014/15p	434.1	31.9	42.7	19.5	0.8	1.2	10.4	10.3	0.8	5.6	8.9	6.7	7.5
2015/16p	458.2	34.1	45.1	21.2	0.8	1.3	10.7	9.5	0.7	6.1	8.4	6.3	7.8

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 8.0 PLN

Oczekujemy, że Ambra pokaże w wynikach za II kwartał 2013/2014 przychody zbliżone do tych sprzed roku. W Polsce i Czech nastąpił nieznaczny spadek sprzedaży, jednak zostało to skompensowane kilkunastoprocentowym wzrostem w Rumunii. Spadek w Polsce to głównie efekt wyjścia wermutu Cin&Cin z Biedronki, co w I kwartale było jeszcze kompensowane silną sezonową sprzedażą cydru. Ze względu na niższe ceny surowców, pomimo płaskiej sprzedaży, EBIT powinien wzrosnąć kilka procent r/r. Wzrost zysku byłby większy gdyby nie nakłady na rozwój sieci sprzedaży Cydru Lubelskiego. Cały czas będzie widać ujemną kontrybucję tego produktu, jednak sytuacja powinna wyraźnie się poprawić w kolejnych kwartałach (nie tylko ze względu na sezonowość). Spółka powinna pokazać korzystny cash flow operacyjny i niższe koszty odsetkowe r/r ze względu na wyższe o 20 mln PLN zatowarowanie przed podwyżką akcyzy rok wcześniej.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	174.8	86.8	173.9	-0.5%
EBITDA	31.3	9.0	32.9	5.0%
EBIT	28.6	6.3	30.2	5.5%
Zysk netto	20.3	2.4	21.1	4.1%

## Marże

Marża EBITDA	17.9%	10.4%	18.9%
Marża EBIT	16.4%	7.3%	17.3%
Marża netto	11.6%	2.8%	12.1%

# Duda

neutralnie

Cena docelowa: 7.3

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2013	1903.6	38.4	63.5	22.9	0.8	1.72	13.08	8.7	0.6	0.0	9.4	5.7	6.3
2014p	1729.3	32.0	55.1	15.7	0.6	1.46	13.67	12.7	0.5	0.0	11.3	6.5	4.1
2015p	1699.1	30.8	54.4	16.4	0.6	1.44	14.27	12.2	0.5	0.0	11.7	6.6	4.1

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 7.2 PLN

W IV kwartale wyniki będą dużo słabsze r/r oraz zbliżone patrząc kw/kw. Przychody spadły r/r wyraźnie ze względu na spadek cen żywca aż o 18.2% r/r. Sprzedaż segmentu handlowego spadła o 11% r/r jednak EBITDA powinna wzrosnąć z 4.9 mln PLN do 5.5 mln PLN dzięki systematycznej poprawie operacyjnej. W segmencie produkcyjnym oczekujemy spadku sprzedaży o 21% r/r oraz EBITDA z 6.5 mln PLN do 3.8 mln PLN. W efekcie spadku cen wieprzowiny mocno spadł wynik segmentu rolno zwierzęcego (praktycznie do zera z 4 mln PLN rok wcześniej). Segment roślinny miał zbliżony wynik do III kw. (ok. 1 mln PLN EBITDA), natomiast "pozostałe" ok. 2.8 mln PLN (okazuje się że dobre wyniki na Ukrainie są w miarę powtarzalne). Zakładamy, że spółka zaksięguje normalny 19% podatek dochodowy.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	490.0	419.2	435.0	-11.2%
EBITDA	18.0	12.9	13.5	-25.0%
EBIT	10.8	7.4	8.0	-25.9%
Zysk netto	6.8	2.9	4.2	-38.1%

## Marże

Marża EBITDA	3.7%	3.1%	3.1%
Marża EBIT	2.2%	1.8%	1.8%
Marża netto	1.4%	0.7%	1.0%



# Otmuchów

kupuj

Cena docelowa: 11.8

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2013	280.1	5.9	17.8	4.0	0.3	1.2	10.7	26.5	0.8	0.0	27.0	8.9	2.9
2014p	278.2	13.0	21.4	9.3	0.7	1.7	11.4	11.6	0.7	0.0	12.2	7.4	6.3
2015p	296.2	15.2	27.1	10.4	0.8	1.8	12.2	10.2	0.7	0.0	10.4	5.9	6.7

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 8.3 PLN

W IV kw. oczekujemy przychodów zbliżonych do zeszlatorocznych (nie powinny istotnie odbiegać ani w górę ani w dół). W głównym segmencie wyrobów śniadaniowych przychody nieznacznie wzrosły, natomiast EBIT wyraźnie się poprawił r/r, gdyż rok wcześniej spółka dokonywała odpisów i wyprzedawała produkty po niższych marżach głównie w tym segmencie. Spadek przychodów będzie widoczny w segmencie śniadaniowym (tak jak to było we wcześniejszych kwartałach, czyli ponad -30% r/r). W żelkach zanotowano nieznaczny wzrost przychodów, a w innych segmentach przychody były zbliżone r/r. Oczekujemy, że EBIT spółki wyniósł 2.5 mln PLN i był słabszy niż w III kwartale pomimo podobnych obrotów ze względu na akcje promocyjne Biedronki wymagające od producenta niższych cen. Na wyniki mogą wpłynąć, czego nie uwzględnialiśmy, odpisy na należności od Foocare oraz zawiązanie aktywa podatkowego.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	70.0	69.0	71.0	1.4%
EBITDA	0.8	5.9	5.4	575.0%
EBIT	-2.2	3.0	2.5	-
Zysk netto	-1.0	2.5	1.6	-

## Marże

Marża EBITDA	1.1%	8.6%	7.6%
Marża EBIT	-3.1%	4.3%	3.5%
Marża netto	-1.4%	3.6%	2.3%

# Tarczyński

akumuluj

Cena docelowa: 13.8

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2013	448.3	17.3	32.9	9.3	0.8	2.20	10.17	15.1	1.2	0.1	15.9	8.4	8.1
2014p	486.3	21.1	41.2	11.2	0.8	2.60	11.01	12.5	1.1	0.0	13.0	6.7	7.7
2015p	517.4	18.1	41.3	10.0	0.9	2.93	11.90	14.1	1.0	0.0	15.2	6.7	7.4

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 12.4 PLN

Spółka w IV kwartale powinna pokazać wyraźnie gorszą dynamikę sprzedaży niż w I półroczu (gdy wyniosła 16.3% r/r) i III kwartale (+5.3% r/r), ze względu na efekt bazy oraz spadek cen wieprzowiny (cena półtusza spadła o 17.5% r/r). Oczekujemy nieznacznego spadku przychodów, jednak mogły one spaść bardziej. Przy tak dynamicznym ruchu cen surowca trudno oszacować prędkość oddawania obniżek klientowi. Oczekujemy, że pomimo spadku przychodów, nastąpi wyraźny wzrost EBIT dzięki niższym kosztom surowca. Korzyści z kupna taniego surowca w I kwartale 2014 nie były już znaczące, gdyż ceny na koniec roku spadły nawet poniżej dołków z początku roku. Niemniej przy szybkiej dynamice spadku cen surowca zakładamy istotne rozszerzenie marży (oczekujemy marży EBIT 5.2%, czyli zbliżonej do tej z III kwartału). Szacujemy koszty odsetkowe spółki na 1.8 mln PLN w III kwartale. Dzięki spadkowi kapitału obrotowego (zejście z zapasów oraz niższe ceny wieprzowiny) dług netto powinien spaść do ok. 140 mln PLN.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	118.3	127.2	115.9	-2.0%
EBITDA	9.7	12.3	11.2	15.8%
EBIT	4.3	7.1	6.0	40.2%
Zysk netto	2.1	4.4	3.4	63.1%

## Marże

Marża EBITDA	8.2%	9.7%	9.7%
Marża EBIT	3.6%	5.6%	5.2%
Marża netto	1.8%	3.5%	3.0%



## CCC

neutralnie

Cena docelowa: 138

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2013	1643.1	169.8	207.5	126.4	3.3	4.3	15.7	46.2	9.7	1.1	35.4	29.0	21.0
2014p	2030.9	264.1	305.8	199.2	5.2	6.3	19.1	29.3	7.9	1.1	22.8	19.7	27.1
2015p	2511.0	309.5	360.3	235.2	6.1	7.4	23.5	24.8	6.5	1.2	19.4	16.7	26.1

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 152 PLN

Zgodnie z informacjami przedstawionymi przez spółkę, sprzedaż w IV kwartale wzrosła do 681 mln PLN i była wyższa o 20.0% r/r przy średnim wzroście powierzchni o 22% r/r. Oczekujemy, że podobnie jak w poprzednich kwartałach, spółka poprawiła marżę brutto r/r, a poprawa była bardziej zbliżona do pokazanej w II kw. niż w I i III kw. (oczekujemy wzrostu o 3.0 p.p. do 54.5%). Zakładamy wzrost kosztów sprzedaży i zarządu na 1 m<sup>2</sup> na poziomie 8.0% do poziomu 278 PLN w wyniku rosnącego udziału zagranicznej powierzchni o większych kosztach jednostkowych. Zakładamy saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych na poziomie zbliżonym do zeszłorocznego (-8.0 mln PLN), a koszty finansowe netto 7.5 mln PLN. Pomimo wzrostu przychodów i poprawie marży brutto wzrost EBIT i zysku netto będzie niewielki ze względu na silny wzrost kosztów sprzedaży (o 36.5% r/r).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	582.9	474.0	699.5	20.0%
EBITDA	114.4	62.1	129.4	13.1%
EBIT	102.9	52.2	119.6	16.2%
Zysk netto	77.2	40.2	88.6	14.7%

## Marże

Marża EBITDA	19.6%	13.1%	18.5%
Marża EBIT	17.7%	11.0%	17.1%
Marża netto	13.3%	8.5%	12.7%

## LPP

redukuj

Cena docelowa: 6350

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2013	4116.3	614.7	762.9	431.6	238.6	320.5	827	31.4	9.1	1.1	22.4	18.1	28.8
2014p	4759.3	582.9	798.1	385.5	216.5	337.3	960	34.6	7.8	1.2	23.6	17.3	22.6
2015p	5520.1	582.5	830.1	453.0	254.4	393.4	1 108	29.9	6.8	1.4	23.6	16.6	23.0

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 7500 PLN

Zgodnie z miesięcznymi danymi podawanymi przez spółkę przychody w IV kwartale powinny wynieść 1395 mln PLN (wzrost o 10.1%) przy wzroście powierzchni sklepów o 26.9%. Sprzedaż rosła więc dużo słabiej niż przyrost powierzchni i wolniej niż we wcześniejszych okresach. Szacunkowa marża brutto na sprzedaży spadła o 1.5 p.p. r/r i była najniższa w IV kwartale od 4 lat (sugeruje to również słabą marżę w I kwartale). Zakładamy, że utrzymała się tendencja spadku kosztów SG&A na 1m<sup>2</sup>, które szacujemy na 282 PLN/m<sup>2</sup> (274 PLN/m<sup>2</sup> w III kw. oraz 299 PLN/m<sup>2</sup> rok wcześniej). Pozostałe koszty operacyjne netto powinny wynieść ok. 11 mln PLN. Szacujemy, że spółka miała w IV kwartale 34 mln PLN ujemnych różnic kursowych (wzrost USD/PLN i spadek RUB/PLN). Zakładamy, że w IV kw. efektywny podatek wyniósł 18%.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	1 267.0	1 234.2	1 395.0	10.1%
EBITDA	303.1	185.0	274.5	-9.4%
EBIT	261.7	134.4	222.0	-15.2%
Zysk netto	181.4	81.7	149.2	-17.8%

## Marże

Marża EBITDA	23.9%	15.0%	19.7%
Marża EBIT	20.7%	10.9%	15.9%
Marża netto	14.3%	6.6%	10.7%

AB

kupuj

Cena docelowa: 42.0

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2013/14	5758.2	85.3	96.0	57.3	3.5	4.20	28.66	9.9	1.2	0.0	8.4	7.4	12.4
2014/15p	6391.6	97.5	108.7	69.5	4.3	4.98	32.45	8.2	1.1	1.4	7.3	6.6	13.2
2015/16p	6918.9	107.8	122.2	77.0	4.8	5.64	36.51	7.4	1.0	2.0	6.6	5.9	13.0

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 35 PLN

Oczekujemy, że spółka w poprzednim kwartale kontynuowała dwucyfrowe dynamiki sprzedaży, choć będą bardziej zbliżone do 15% r/r a nie 20% r/r jak to było we wcześniejszym okresie. Dynamika po kilkanaście procent powinna być zarówno w Polsce jak i w spółce czeskiej. Według AB rynek IT rósł w Polsce 5-6% i w roku 2015 powinno być podobnie. Spółka zawdzięcza wysokie dynamiki wchodzeniu w nowe asortymenty, w tym szybki wzrost sprzedaży AGD (w tym rozwój sieci franczyzowej Kakto) oraz wypieraniu mniejszych graczy (szczególnie w Czechach). Tendencje wzrostu marż powinny być kontynuowane, jednak jak pokazały ostatnie kwartały potencjał poprawy w tym zakresie powoli się wyczerpuje. Oczekujemy, że marża EBIT była nieznacznie (o 0.1 p.p.) lepsza r/r. Zysk netto dzięki niższym kosztom finansowym o 1.5 mln PLN powinien wzrosnąć o 32.6% r/r. Według spółki to był dobry kwartał, a najbliższe okresy również zapowiadają się korzystnie.

#### Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	1 636.7	1 494.6	1 898.6	16.0%
EBITDA	33.3	22.6	40.0	20.0%
EBIT	30.9	20.6	38.0	22.9%
Zysk netto	21.1	15.1	28.0	32.6%

#### Marże

Marża EBITDA	2.0%	1.5%	2.1%
Marża EBIT	1.9%	1.4%	2.0%
Marża netto	1.3%	1.0%	1.5%

ABC Data

neutralnie

Cena docelowa: 3.75

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2013	4822.5	77.1	79.5	59.1	0.5	0.49	2.52	7.2	1.3	7.0	8.4	8.1	18.7
2014p	5544.9	72.7	74.8	42.9	0.3	0.37	2.58	9.9	1.3	10.5	8.9	8.7	13.3
2015p	5767.5	80.5	84.3	55.5	0.4	0.47	2.82	7.7	1.2	6.0	8.0	7.7	15.7

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 3.65 PLN

Według spółki w całym 2014 roku bez problemu powinna być osiągnięta obniżona prognoza na poziomie 5.54 mld PLN przychodów oraz 74.8 mln PLN EBITDA (wartość pokazywana w sprawozdaniu finansowym, zawierająca zdarzenia jednorazowe). Uważamy, że prognoza ta nie będzie jednak istotnie przekroczona. Oczekujemy, że spółka pokaże dynamiki przychodów zbliżone do tych z III kwartału (13.4% r/r) przy marży EBITDA takiej samej r/r. Dług netto na koniec roku powinien być niższy kw/kw gdyż spółka w październiku otrzymała zwrot VAT w kwocie 58 mln PLN. Zakładamy brak zdarzeń jednorazowych, jednak zmiana na stanowisku prezesa od początku 2015 roku sprawia, że istnieje realne prawdopodobieństwo, że nowa pani prezes zaksięguje jakieś negatywne zdarzenia w wyniku za 2014 (na konto swojego poprzemianika).

#### Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	1 425.0	1 375.0	1 610.0	13.0%
EBITDA	28.4	8.0	31.6	11.3%
EBIT	27.6	7.5	31.1	12.7%
Zysk netto	19.7	2.0	22.9	16.4%

#### Marże

Marża EBITDA	2.0%	0.6%	2.0%
Marża EBIT	1.94%	0.5%	1.9%
Marża netto	1.4%	0.1%	1.4%

# Action

akumuluj

Cena docelowa: 53.5

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2013	4626.8	83.4	91.6	62.8	3.8	4.33	18.67	12.0	2.5	3.3	9.8	9.0	20.5
2014p	5523.6	93.3	102.9	70.0	4.4	4.85	22.04	10.5	2.1	2.2	8.8	8.0	19.8
2015p	6114.3	109.8	119.7	82.8	5.0	5.65	25.34	9.1	1.8	3.8	7.5	6.9	19.9

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 46 PLN

Oczekujemy, że w IV kwartale wzrost sprzedaży spółki nieznacznie przyspieszył do 15% r/r z 13.3% r/r w III kwartale. Praktycznie cały wzrost będzie generowany przez wzrost sprzedaży zagranicznej, tak samo jak to było w III kwartale. Szacujemy, że przychody Action Europe powinny wynieść ok. 35 mln EUR, natomiast przejęta w maju spółka Lapado wygenerowała ok. 18 mln EUR. Brak wzrostu poza tymi dwoma spółkami może być wynikiem zmniejszania przychodów z handlu sprzętem "niewiadomego pochodzenia". Przychody te i tak zniknęłyby w najbliższym czasie po wprowadzeniu odwróconego VAT, które wyeliminuje nieuczciwych graczy. Na poziomie operacyjnym marża EBIT prawdopodobnie kontynuowała spadek (niższe marżę w obu spółkach zagranicznych). Spółka powinna nieznacznie przekroczyć swoją całoroczną prognozę na poziomie przychodów (5.45 mld PLN), lecz nie na poziomie zysku netto (70.9 mln PLN).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	1 488.0	1 291.4	1 711.2	15.0%
EBITDA	26.6	23.2	29.8	12.0%
EBIT	24.2	20.8	27.4	13.1%
Zysk netto	19.3	15.5	21.4	10.7%

## Marże

Marża EBITDA	1.8%	1.8%	1.7%
Marża EBIT	1.6%	1.6%	1.6%
Marża netto	1.3%	1.2%	1.2%

# Benefit

akumuluj

Cena docelowa: 363

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014p	450	48.5	53.2	45.5	35.1	13.9	26.1	53.4	22.0	5.7	16.6	15.1	27.1
2015p	516	57.3	63.1	54.0	41.6	16.4	30.9	59.9	18.6	5.1	14.0	12.8	28.7
2016p	564	64.7	71.4	61.1	47.0	18.6	34.9	68.1	16.4	4.5	12.5	11.3	31.8

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 305.05 PLN

Prognozujemy, że wysoka dynamika przychodów z dwóch ostatnich kwartałów delikatnie się osłabi, jednak spółka wciąż utrzymuje bardzo dobrą marżę na głównym produkcie: kartach sportowych. Zakładamy, że strata na nowych produktach w IV kw. 2014 r. wyniesie poniżej 5 mln PLN, wobec ok. 3.3 mln PLN w III kw. 2014 r. Należy pamiętać, że stratę w poprzednim kwartale obniżył czynnik jednorazowy, którym był recharge posiadaczy kart Multisport, korzystających z platformy MultiBenefit. Nie licząc zdarzenia jednorazowego, strata na nowych produktach drugi kwartał z rzędu obniża się. Możliwe jest w najbliższym czasie wydzielenie segmentu fitness, które będzie stanowić kontynuację porządkowania grupy. Benefit zastanawia się również nad wejściem na kolejne rynki zagraniczne.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	103.0	109.8	118.6	15.1%
EBITDA	7.0	23.6	12.9	84.7%
EBIT	5.7	22.3	11.6	102.0%
Zysk netto	4.6	17.7	5.6	21.6%

## Marże

Marża EBITDA	6.8%	21.5%	10.8%
Marża EBIT	5.6%	20.3%	9.7%
Marża netto	4.5%	16.1%	4.7%

# Dom Development

akumuluj

Cena docelowa: 52.3

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E*	P/BV*	DY *	EV /EBIT*	EV /EBITDA*	ROE (%)
2014p	772.4	70.1	73.3	55.1	2.2	2.4	34.6	22.0	1.41	4.5%	18.7	17.9	6.4%
2015p	867.7	82.9	86.2	65.0	2.6	2.8	35.0	18.6	1.39	4.6%	15.6	15.0	7.5%
2016p	985.4	104.8	108.1	82.7	3.3	3.5	35.7	14.6	1.37	5.4%	12.0	11.6	9.4%

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; \* wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 48.85 PLN za akcję

W ostatnim kwartale ub.r. deweloper przekazał do użytkowania pierwsze cztery budynki projektu Artystyczny Żoliborz (etap I i II) oraz kolejny etap inwestycji Derby (łącznie ok. 560 mieszkań). Oferta, wzbogacona w grudniu o około 250 mieszkań w ramach projektu Wilno, wyniosła na koniec roku 2,235 lokali. Ostatni kwartał był decydujący dla wyników całego 2014 roku. O wynikach tego okresu zdecydowało 618 przekazanych mieszkań, z czego najwięcej w projektach Żoliborz Artystyczny (290 mieszkań), Derby (100) oraz Saska (97). Według naszych szacunków deweloper wypracował w tym czasie 250 mln PLN przychodów ze sprzedaży, 38 mln PLN zysku operacyjnego oraz 29 mln zysku netto.

Sprzedaż mieszkań netto w 4Q'14 wyniosła 531 lokali (+14% r/r, +7% kw/kw), a w całym roku było to 1,889 lokali (+18% r/r). W bieżącym roku spółka planuje uruchomić 2,500 lokali w ramach 13 inwestycji (w tym trzy nowe na warszawskim Mokotowie, trzy na Bemowie oraz jedna na Bródnie).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	212.6	159.9	250.8	18.0%
Zysk brutto*	54.4	40.2	58.5	7.5%
EBIT	35.7	20.3	38.0	6.5%
Zysk netto	25.9	15.3	28.9	11.5%

## Marże

Marża brutto*	25.6%	25.1%	23.3%
Marża EBIT	16.8%	12.7%	15.1%
Marża netto	12.2%	9.5%	11.5%

mln PLN, \* - zysk i marża brutto na sprzedaży

# Robyg

kupuj

Cena docelowa: 2.7

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E*	P/BV*	DY *	EV /EBIT*	EV /EBITDA*	ROE (%)
2014p	400.9	59.3	60.5	34.9	0.13	0.14	1.65	16.4	1.33	3.7%	13.3	13.1	8.2%
2015p	451.9	69.2	70.4	45.5	0.17	0.18	1.72	12.6	1.28	4.9%	13.8	13.6	10.3%
2016p	673.6	99.2	100.4	63.4	0.24	0.25	1.82	9.1	1.20	6.3%	10.2	10.1	13.7%

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; \* wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 2.19 PLN za akcję

W IV kwartale br. deweloper przekazał klientom blisko 700 lokali, z czego najwięcej w projekcie Young City (ok. 25%) oraz Osiedle Królewskie (20%) w Warszawie (obydwa projekty w JV), a także Albatros Tower, Lawendowe Wzgórza i Słoneczna Morena (po ok. 15%) w Gdańsku. Obroty w minionym kwartale szacujemy na poziomie niespełna 120 mln PLN. Na poziomie operacyjnym (po uwzględnieniu projektów JV) spodziewamy się ok. 18 mln PLN zysku, zaś na poziomie netto oczekujemy 12.5 mln PLN zysku.

Deweloper sprzedał w 4Q 2014r. 549 mieszkań netto wobec 550 w analogicznym okresie roku poprzedniego. W całym 2014 roku sprzedaż wyniosła 2,118 (+22% r/r). Malejące dynamiki sprzedaży znalazły odzwierciedlenie w planach spółki, która jeszcze na początku grudnia ub.r. liczyła na osiągnięcie kontraktacji nawet ponad 2.5 tys. lokali w nadchodzących latach, a obecnie zakłada sprzedaż rzędu 2.1-2.3 tys. lokali rocznie.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	117.0	43.6	116.6	-0.3%
Zysk brutto*	24.8	8.8	24.9	0.0
EBIT	12.1	5.5	17.9	0.5
Zysk netto	8.6	2.7	12.5	0.5

## Marże

Marża brutto*	21.2%	20.2%	21.4%
Marża EBIT	10.3%	12.6%	15.4%
Marża netto	7.3%	6.2%	10.7%

mln PLN, \* - zysk i marża brutto na sprzedaży

# J.W. Construction

\*

Cena docelowa: \*

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E*	P/BV*	DY*	EV /EBIT*	EV /EBITDA*	ROE (%)
2012	355.6	59.6	72.2	12.3	9.6	0.2	0.4	9.3	0.0	0.28	0.0%	2.4	2.0	1.9%
2013	327.5	48.5	60.6	12.8	11.4	0.2	0.4	9.5	12.5	0.28	0.0%	16.4	13.1	2.3%
2014p	207.2	39.0	47.0	9.8	7.9	0.1	0.2	5.9	29.8	0.45	0.0%	23.7	19.7	1.2%

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; \* wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 2.65 PLN za akcję

W minionym kwartale deweloper przekazywał lokale z ukończonych już wcześniej inwestycji. Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży w IV kwartale wyniosły około 52 mln PLN, zysk operacyjny niespełna 8 mln PLN, a na poziomie netto spodziewamy się wyniku bliskiego zeru (nie uwzględniamy możliwego wpływu zdarzeń jednorazowych, w szczególności aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych).

Deweloper nie ujawnił danych o przedsprzedaży w ostatnim kwartale ub.r. Sprzedaż po trzech kwartałach wynosiła niespełna 800 lokali (ambitne plany zakładały sprzedaż ponad 1 tys. mieszkań w 2014 roku oraz 1.5-2 tys. w latach kolejnych). Obecny rok dla dewelopera będzie (podobnie jak miniony) pełen wyzwań. Obciążeniem dla wyników pozostaje m.in. uruchomiony we wrześniu 2012 roku Hotel Czarny Potok, jednak głównym problemem pozostaje brak przekazania nowych projektów mieszkaniowych do użytkowania. Pod koniec br. mogą pojawić się przekazania pierwszych lokali z I etapu, charakteryzującej się ponadprzeciętną rentownością warszawskiej inwestycji Bliska Wola.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	69.1	38.3	52.0	-24.8%
Zysk brutto*	11.7	6.3	14.2	21.4%
EBIT	12.5	8.1	7.6	-39.3%
Zysk netto	4.0	2.1	-0.1	-

## Marże

Marża brutto*	17.0%	16.5%	27.4%
Marża EBIT	18.1%	21.2%	14.6%
Marża netto	5.8%	5.4%	-0.2%

mln PLN, \* - zysk i marża brutto na sprzedaży

# Polnord

\*

Cena docelowa: \*

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E*	P/BV*	DY*	EV /EBIT*	EV /EBITDA*	ROE (%)
2012	289.1	156.4	158.0	33.1	25.7	1.0	1.1	51.8	7.2	0.14	0.0%	5.3	5.2	2.9%
2013	241.8	22.6	23.7	-9.4	4.8	0.1	0.2	33.2	49.7	0.22	0.0%	32.6	31.1	1.1%
2014p	198.4	27.7	29.0	8.8	7.4	0.2	0.3	33.4	32.0	0.22	0.0%	24.0	22.9	0.6%

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; \* wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 7.25 PLN za akcję

W IV kwartale br. deweloper rozpoznał przychody z ponad 260 lokali (część w projektach JV), w związku z czym szacujemy, że przychody ze sprzedaży wyniosły ok. 60 mln PLN. Zakładamy rentowność brutto na sprzedaży na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału (ok. 23%), co pozwoliło pokryć koszty sprzedaży i ogólnego zarządu. Przyjmujemy neutralny wpływ salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych, w efekcie na poziomie operacyjnym oczekujemy 6 mln PLN zysku. Na poziomie wyniku netto spodziewamy się 1 mln PLN zysku.

Deweloper zawarł w IV kw. 328 przedwstępnych umów sprzedaży lokali netto (-18% r/r, +8% kw/kw), natomiast w całym roku były to 1,253 mieszkania (+14% r/r). W bieżącym roku spółka planuje sprzedać i przekazać 1.5 tys. mieszkań. Spółka poinformowała, że na koniec ub.r. nominalne zadłużenie netto Grupy ukształtowało się na poziomie 428.2 mln PLN wobec 499.7 mln PLN w porównaniu ze stanem na koniec 2013 roku.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	127.8	75.7	60.5	-52.7%
Zysk brutto*	22.6	17.7	14.1	-37.6%
EBIT	-7.3	10.5	6.4	-
Zysk netto	1.9	2.3	1.1	-43.2%

## Marże

Marża brutto*	17.7%	23.3%	23.3%
Marża EBIT	-5.7%	13.8%	10.6%
Marża netto	1.5%	3.1%	1.8%

mln PLN, \* - zysk i marża brutto na sprzedaży

## Zetkama

akumuluj

Cena docelowa: 75.5

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014p	303	34.1	43.8	35.0	28.4	5.8	7.8	36.6	11.3	1.8	9.4	7.3	19.2
2015p	366	36.8	47.5	37.1	30.0	6.1	8.3	42.6	10.7	1.5	8.7	6.8	18.0
2016p	381	38.7	49.8	39.3	31.9	0.5	8.8	49.0	10.1	1.3	8.3	6.4	16.9

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 67.07 PLN

Prognozujemy, że Zetkama uda się delikatnie przekroczyć zmodyfikowaną w listopadzie ubiegłego roku prognozę wyników rocznych na poziomie przychodów i EBITDA oraz uzyskać minimalnie słabszy rezultat na poziomie zysku netto. Czwarty kwartał jest tradycyjnie najsłabszym okresem w ciągu roku dla spółki, dlatego szacowany przez nas wzrost przychodów o 3.5% r/r w połączeniu z wypracowaniem lepszej marży zysku brutto, przyczynić się powinien do znaczącego procentowo wzrostu wyników. W 2015 r. wyniki w segmencie armatury będą w dużej mierze powiązane z rozwojem wypadków na rynku rosyjskim. W elementach złącznych sytuacja jest stabilna. Śrubena produkuje śruby do nawierzchni kolejowych, dlatego może skorzystać na programie inwestycji w polskim kolejnictwie już w 2015 r. Segment komponentów dla przemysłu maszynowego to stabilnie rozwijający się biznes w grupie i w kolejnym roku można również spodziewać się wzrostów.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	64.4	78.5	66.6	3.5%
EBITDA	2.3	11.4	7.3	212.2%
EBIT	2.3	8.9	4.8	105.4%
Zysk netto	1.9	7.5	3.5	81.0%

## Marże

Marża EBITDA	3.6%	14.6%	11.0%
Marża EBIT	3.6%	11.4%	7.2%
Marża netto	3.0%	9.5%	5.2%

## Elemental Holding

kupuj

Cena docelowa: 4.2

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014p	772	34.0	41.1	34.5	32.1	0.2	0.3	1.9	16.0	1.8	16.2	13.4	11.7
2015p	1 000	52.2	61.3	48.6	35.8	0.2	0.5	2.1	14.4	1.6	10.9	9.3	11.6
2016p	1 078	61.3	70.8	57.6	51.0	0.3	0.5	2.4	10.1	1.4	8.8	7.6	14.5

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 3.32 PLN

W segmencie obrotu metalami, który generuje większość przychodów grupy, ostatnie 2 tygodnie grudnia były okresem przestoju, stąd prognozujemy spadek przychodów w IV kw. 2014 r., mimo iż rosła sprzedaż w pozostałych segmentach. Rentowność w grupie poprawiła się w związku z większym udziałem wyżej marżowych segmentów recyklingu i obrotu surowcami wtórnymi oraz ZSEE w strukturze sprzedaży, jednak wynik mógłby być lepszy gdyby nie spadki cen metali w grudniu.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	240.2	217.2	219.1	-8.8%
EBITDA	7.7	11.6	8.6	11.9%
EBIT	6.7	9.7	6.8	0.7%
Zysk netto	4.7	8.6	6.0	28.0%

## Marże

Marża EBITDA	3.2%	5.3%	3.9%
Marża EBIT	2.8%	4.5%	3.1%
Marża netto	2.0%	3.9%	2.8%

# Amica

kupuj

Cena docelowa: 131

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014p	2 049	118.7	152.0	89.0	70.6	9.1	25.7	68.5	11.8	1.6	7.2	5.7	15.3
2015p	2 234	125.8	162.9	95.2	78.2	10.1	27.1	55.9	10.6	1.9	6.8	5.3	15.5
2016p	2 350	135.2	176.1	102.2	83.7	0.8	29.3	59.1	9.9	1.8	6.4	4.9	16.5

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 107 PLN

Zakładamy, że w czwartym kwartale Amica osiągnie blisko 30% dynamikę wzrostu przychodów. O blisko 30% wrośnie sprzedaż w Niemczech dzięki współpracy z dystrybutorem Begross. W Polsce od listopada 2014 r. nie ma już efektu Mastercooka, jednak znacząco rośnie sprzedaż towarów, głównie lodówek i zmywarek. W Rosji sprzedaż w IV kw. wyraźnie wzrosła r/r w związku ze szturmem klientów na sklepy przed planowanymi podwyżkami cen. Dwukrotnie rosła sprzedaż w Wlk. Brytanii, a dobre dynamiki notowały też Czechy i Skandynawia. Zakładamy, że marża zysku brutto na sprzedaży spadnie w IV kw. 2014 r. z 31.9% przed rokiem do 30% w związku z wyższym udziałem towarów w strukturze sprzedaży, jak również niższej marżowości sprzedaży w Rosji. Amica wypracuje niższy wynik EBIT w porównaniu z IV kw. 2013 r., kiedy to saldo na pozostałej działalności finansowej wyniosło aż 9.8 mln PLN.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	497.1	535.5	636.2	28.0%
EBITDA	46.0	45.1	35.2	-23.4%
EBIT	38.6	36.6	26.7	-30.8%
Zysk netto	29.6	22.0	14.9	-49.6%

## Marże

Marża EBITDA	9.3%	8.4%	5.5%
Marża EBIT	7.8%	6.8%	4.2%
Marża netto	2.6%	4.1%	2.3%

# Ferro

kupuj

Cena docelowa: 12.8

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014p	271	36.5	38.9	30.0	26.4	1.2	2.3	8.9	7.8	1.1	7.3	6.8	14.1
2015p	282	37.7	40.1	33.7	27.3	1.3	2.4	9.7	7.6	1.0	6.6	6.2	13.7
2016p	292	38.4	40.9	34.4	27.9	1.3	2.4	10.5	7.4	0.9	6.1	5.7	12.9

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 9.69 PLN

Prognozujemy, że dynamika sprzedaży po dwóch kwartałach z ujemnymi wartościami wyniesie ok. +0.8% r/r. Przy sprzedaży zbliżonej do ubiegłorocznej zakładamy, że marża EBITDA wzrośnie o ponad 10%. Osłabienie złotówki wobec dolara, przez co wyższe będą koszty uiszczane w amerykańskiej walucie, jak transport towarów z Chin; sprawi, że w 2015 r. marża delikatnie się pogorszy. Cena miedzi w złotówkach jest jednak obecnie na poziomie niższym niż średnia z ubiegłego roku, a należy pamiętać, że wypracowana poprawa rentowności to również efekt restrukturyzacji. Ferro w 2015 r. będzie stawiać na wzrost sprzedaży, który ma wspierać wzrost ilości inwestycji budowlanych w końcowych fazach realizacji, jak również większa ilość remontów niż w 2015 r.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	62.0	77.6	62.5	0.8%
EBITDA	6.1	12.3	6.6	9.4%
EBIT	5.5	11.7	6.1	10.3%
Zysk netto	4.4	7.8	4.6	5.7%

## Marże

Marża EBITDA	9.8%	15.8%	10.6%
Marża EBIT	8.9%	15.1%	9.7%
Marża netto	7.0%	10.0%	7.4%



## Aplisens

neutralnie

Cena docelowa: 12.5

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014p	89	18.7	23.5	18.0	14.0	1.0	2.1	9.5	11.7	1.3	8.1	6.5	11.4
2015p	88	18.4	23.4	17.5	13.7	1.0	2.1	10.0	12.0	1.2	8.3	6.5	10.4
2016p	92	19.5	24.7	18.7	14.6	1.2	2.2	10.6	11.2	1.1	8.4	6.2	10.8

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 13.2 PLN

Aplisens w IV kw. powinien poprawić sprzedaż o ponad 10% r/r, dzięki wzrostowi sprzedaży na wszystkich głównych rynkach. W czwartym kwartale wciąż rosła sprzedaż do krajów WNP, jednak nie w tak dynamiczny sposób jak kwartał wcześniej. Wzrost ten nie wynika jednak z ożywienia na tamtejszych rynkach, a z przejęcia udziałów rynkowych po zagranicznych firmach, które rygorystycznie zaczęły podchodzić do kontraktów handlowych z odbiorcami w Rosji. Na rynku rosyjskim nie planowane są duże inwestycje, jednak wciąż istnieje popyt odtworzeniowy. Lokalna konkurencja posiada produkty jedynie z niskiej półki, jednak w warunkach niskich cen ropy i gazu przy słabym rublu należy spodziewać się obniżenia popytu na produkty Aplisensa.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	19.7	25.9	21.8	10.6%
EBITDA	5.7	6.7	5.9	2.7%
EBIT	4.7	5.3	4.8	3.3%
Zysk netto	3.5	3.9	3.3	-3.3%

## Marże

Marża EBITDA	29.0%	25.8%	27.0%
Marża EBIT	23.7%	20.5%	22.2%
Marża netto	17.6%	15.2%	15.3%

## Aparator

neutralnie

Cena docelowa: 38

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014p	729	105.3	127.6	102.8	83.1	2.8	5.1	13.2	12.5	2.7	9.7	8.0	23.3%
2015p	783	112.4	135.0	108.3	87.0	3.0	5.4	14.7	11.9	2.4	8.8	7.4	21.2%
2016p	824	118.3	141.2	114.0	91.6	3.1	5.7	16.3	11.3	2.2	8.1	6.8	20.0%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 35.22 PLN

Szacujemy, że Aparator wypracuje dużo lepszy zysk netto niż w prognozach spółki na 2014 r., głównie dzięki wyższemu niż zakładano wynikowi Elkomtechu. Mniejsze niż spodziewane spadki dotknęły eksport spółki do Rosji, a w tradycyjnych licznikach energii, gdzie spadła marża, wynik udało się nadrobić wyższą sprzedażą. Lukę po zleceniach z rynku holenderskiego Metrix zapełnił na innych rynkach. Obecnie backlog w Elkomtechu jest dużo wyższy r/r, podobnie jak na licznikach energii, a rosnąc w 2015 r. powinny też woda i gaz. Lepiej wyglądać powinna również sytuacja w Aparatorze Control, jednak nie będzie powrotu do rezultatów z 2013 r. Nie zakładamy, że spółce uda się zdobyć w 2015 r. kontrakty w obszarze smart meteringu.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	175.5	181.7	212.4	21.0%
EBITDA	24.4	33.3	34.3	40.4%
EBIT	19.0	27.6	28.5	49.4%
Zysk netto	16.8	22.0	23.1	37.7%

## Marże

Marża EBITDA	13.9%	18.3%	16.1%
Marża EBIT	10.9%	15.2%	13.4%
Marża netto	9.6%	12.1%	10.9%

# Impel

**kupuj**

Cena docelowa: 35.8

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY*	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014p	1 720.9	49.3	93.9	34.2	25.1	2.0	5.4	22.4	15.6	1.4	0.0	12.4	6.5	9.1
2015p	1 855.7	53.2	98.3	36.6	29.7	2.3	5.8	24.9	13.2	1.2	4.2	11.8	6.4	9.8
2016p	1 992.1	62.1	107.6	43.8	35.5	2.8	6.3	26.5	11.0	1.1	4.4	10.3	5.9	10.8

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 30.4 PLN za akcję

W ostatnim kwartale roku przypada czas wszelkich rozliczeń końcowo rocznych, co wpływa na zmienność wyników tego okresu. Szacujemy, że w ostatnich trzech miesiącach ub.r. sprzedaż Impela (bez dotacji) wzrosła o około 7% w ujęciu rocznym i z uwzględnieniem dotacji przekroczyła 450 mln PLN. Na poziomie operacyjnym zakładamy zysk rzędu 5.5 mln PLN, natomiast na poziomie netto oczekujemy 1.4 mln PLN zysku. Podsumowując liczymy na istotną poprawę wyników rocznych (vs. 2013r: 40.2 mln PLN EBIT i 16.3 mln PLN netto).

Zgodnie z wcześniejszymi wypowiedziami Prezesa Zarządu w bieżącym roku spółka planuje powrócić do wypłat dywidend. Spodziewamy się że tegoroczna wypłata DPS będzie w granicach 1-1.5 PLN, co determinuje DY rzędu 3-5%.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	421.6	440.4	451.7	7.1%
w tym: dotacje	8.7	8.9	9.9	13.6%
EBITDA	11.7	32.3	16.8	43.3%
EBIT	0.4	21.8	5.5	1373.7%
Zysk netto	-3.9	14.1	1.4	-

## Marże

Marża EBITDA	2.8%	7.3%	3.7%
Marża EBIT	0.1%	4.9%	1.2%
Marża netto	-0.9%	3.2%	0.3%

# Work Service

**neutralnie**

Cena docelowa: 17.4

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2013	918.4	48.0	52.8	26.5	0.4	0.52	3.93	42.4	4.8	0.0	27.7	25.1	11.2
2014p	1769.2	87.9	96.8	39.2	0.6	0.73	5.78	31.7	3.2	0.0	15.6	14.1	10.2
2015p	2100.7	102.7	115.4	53.5	0.8	1.02	6.60	22.7	2.8	0.0	12.7	11.3	12.5

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 18.4 PLN

Przychody grupy Work Service wzrosną w IV kw. ponad dwukrotnie, podobnie jak to było w III kwartale dzięki konsolidacji przejętych spółek. Bez przejęć spółka również powinna cały czas pokazywać dynamikę przychodów ok. 15-20% r/r. Proporcje między segmentem "pracy tymczasowej" oraz segmentu "pozostałe" powinny pozostać na poziomie z III kwartału. Oczekujemy, że marża EBIT była zbliżona do zeszlazorocznej (nieznacznie wyższa o 0.1 p.p.). Koszty finansowe zakładamy na poziomie z III kwartału, choć mogą być większe ze względu na potencjalne różnice kursowe. Efektywna stopa podatkowa będzie niższa niż w III kwartale, ale wyższa niż w poprzednich latach (ze względu na wyższą stopę podatkową w Niemczech). Poziom zysków mniejszości powinien być o ok. 2 mln PLN mniejszy niż w III kwartale (gdy wyniósł aż 5.6 mln PLN).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IVQ'13	IIIQ'14	IVQ'14	% r/r
Przychody	269.5	488.3	545.0	102.2%
EBITDA	20.5	23.6	36.9	80.0%
EBIT	19.2	21.1	34.4	79.2%
Zysk netto	13.8	5.3	19.3	40.0%

## Marże

Marża EBITDA	7.6%	4.8%	6.8%
Marża EBIT	7.12%	4.3%	6.3%
Marża netto	5.1%	1.1%	3.5%

**Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 6-ciu miesięcy**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa
AB	kupuj	20 sty 15	32.0	42.0
ABC Data	neutralnie	20 sty 15	3.5	3.8
Alior Bank	akumuluj	20 sty 15	78.0	93.1
Amica	kupuj	20 sty 15	100.0	132.0
Apator	akumuluj	8 sie 14	33.2	39.6
Apator	neutralnie	20 sty 15	35.7	38.0
Aplisens	neutralnie	20 sty 15	11.9	12.5
Bank Handlowy	akumuluj	20 sty 15	102.7	114.9
Benefit	akumuluj	20 sty 15	311.0	363.0
BZ WBK	neutralnie	20 sty 15	350.0	364.4
CCC	neutralnie	20 sty 15	142.7	138.0
Dom Development	akumuluj	20 sty 15	44.5	52.3
Duda	akumuluj	2 paź 14	7.1	8.0
Duda	neutralnie	20 sty 15	7.2	7.3
Echo Investment	akumuluj	20 sty 15	6.4	7.7
Elemental Holding	kupuj	21 paź 14	2.7	3.6
Elemental Holding	kupuj	21 sty 15	3.5	4.2
Ferro	kupuj	4 lip 14	10.0	16.2
Ferro	kupuj	20 sty 15	9.1	13.0
Impel	kupuj	20 sty 15	29.7	35.8
ING	akumuluj	6 sie 14	129.1	139.2
ING	akumuluj	5 lis 14	139.7	146.8
LPP	redukuj	20 sty 15	7400.0	6350.0
mBank	akumuluj	31 paź 14	486.3	529.5
mBank	kupuj	20 sty 15	464.0	546.7
Pekao	akumuluj	5 sie 14	172.5	182.8
PKO BP	kupuj	1 wrz 14	38.2	45.0
PKO BP	kupuj	6 lis 14	37.6	44.2
Relpol	kupuj	20 sty 15	6.0	7.3
Robyg	kupuj	20 sty 15	2.2	2.7
Tarczyński	akumuluj	2 paź 14	10.8	12.6
Work Service	neutralnie	15 gru 14	17.5	17.4
Zetkama	akumuluj	20 sty 15	64.9	75.5
ZPUE	akumuluj	20 sty 15	421.0	493.0

Źródło: Millennium DM S.A.

## Departament Analiz

### Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

### Marcin Palenik, CFA

+22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

### Maciej Krefta

+22 598 26 88  
maciej.krefta@millenniumdm.pl

### Wojciech Woźniak

+48 22 598 26 58  
wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

### Sebastian Siemiątkowski

+48 22 598 26 05  
sebastian.siemiątkowski@millenniumdm.pl

### Artur Topczewski

+48 22 598 26 59  
artur.topczewski@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki i finanse, ubezpieczenia

Analityk  
branża spożywcza, handel,  
energetyka

Analityk  
deweloperzy, górnictwo,  
przemysł drzewny

Analityk  
przemysł elektromaszynowy,  
metalowy i chemiczny

Analityk  
fundusze inwestycyjne

Analityk  
fundusze inwestycyjne

## Sprzedaż

### Radosław Zawadzki

+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

**Dyrektor**

### Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

### Marek Przytuła

+22 598 26 68  
marek.przytula@millenniumdm.pl

### Jarosław Oldakowski

+22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

### Leszek Iwaniec

+48 22 598 26 90  
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

### Grażyna Mendrych

+48 22 598 26 26  
grazyna.mendrych@millenniumdm.pl

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
**Ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp**  
**02-593 Warszawa Polska**

**Fax: +22 898 32 02    Tel. +22 598 26 00**

### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
WNB - wynik na działalności bankowej  
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
NPL - kredyty zagrożone

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%  
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, GKS Katowice, Eurotel, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Sygnyty oraz KGHM, PZU, GKS Katowice, Eurotel. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: Dekpol, od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank, Getin Holding oraz Benefit Systems w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Domu Maklerskiego S.A. Pomijając Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

### Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.