

# Prognozy wyników kwartalnych

## I kwartał 2015

### Sektor finansowy

Na wyniki banków w I kwartale będą silnie oddziaływały czynniki zewnętrzne: kolejna obniżka stóp procentowych, która po raz kolejny negatywnie wpłynie na marżę odsetkową, wzrost płatności na BFG oraz w niektórych przypadkach zwiększenie rezerw na portfel kredytów hipotecznych w CHF, na skutek silnej aprecjacji tej waluty. Początek roku to także nienajlepszy okres jeśli chodzi o dynamikę wyniku prowidynowego. Szczęśliwie dla banków, wyżej wymienione czynniki będą częściowo zrekomensowane niższymi rezerwami oraz dochodami ze sprzedaży portfela obligacji (w I kwartale mieliśmy do czynienia z kolejnym wzrostem cen obligacji). W niektórych przypadkach na wyniki pozytywnie wpłyną transakcje jednorazowe. Tym samym ostateczne wyniki banków nie będą tak słabe, jak to się jeszcze wydawało kilkanaście tygodni temu, choć w przypadku największych podmiotów inwestorzy będą raczej rozczarowani zyskami. Naszym zdaniem dobre rezultaty pokażą ING BSK, Bank Handlowy oraz Alior bank. Po raz kolejny słabszym wynikiem rozczaruje Getin Noble (po uwzględnieniu jednorazowej sprzedaży

aktywów), rozczarowaniem będą także zyski Pekao i PKO BP.

### Przemysł spożywczy

I kwartał był dość słaby dla spółek spożywczych porównując r/r. W Dudzie segment ubojowy cały czas cierpi z powodu wpływu choroby ASF, a na segment rolny negatywnie wpływają niskie ceny wieprzowiny. Na wyniki Ambry negatywnie wpływają podniesione koszty (m.in. sprzedaży) w ostatnich kwartałach. Spadek zysków r/r w Otmuchowie to natomiast głównie efekt porównania do wyjątkowo rewelacyjnego I kwartału 2014 roku.

### Handel

I kwartał był gorszy r/r zarówno dla LPP jak i CCC. W obu przypadkach w dużym stopniu był to efekt wzrostu kursu USD/PLN, a w przypadku spółki odzieżowej negatywnie wpływa cały czas słaba sprzedaż u wschodnich sąsiadów. Spadek zysku operacyjnego w CCC nie jest aż tak niepokojący, gdyż I kwartał ubiegłego roku był wyjątkowo dobry. Dystrybutorzy IT poprawiali wyniki,

a najlepsze dynamiki wzrostu zysków cały czas pokazuje nasz top pick: AB.

### Deweloperzy mieszkaniowi

W I kwartale 2015 roku na sześciu głównych rynkach deweloperzy sprzedali (wg danych Reas) blisko 11.5 tys. mieszkań (+2.2% kw/kw), zaś do oferty wprowadzili 11.3 tys. lokali. W okresie ostatnich 4 kwartałów sprzedaż wyniosła 43.5 tys. mieszkań, zaś oferta nowych mieszkań wzbogacona została o 49.3 tys. Podaż w I kwartale była zbliżona do popytu, stąd na rynku panowała równowaga, a oferta na koniec marca wyniosła ok. 47.7 tys. mieszkań. Pomimo obaw, wymóg posiadania 10% wkładu własnego nie okazał się przeszkodą dla kupujących, natomiast wsparciem pozostał program MdM. W kolejnych kwartałach spodziewamy się utrzymania korzystnych warunków rynkowych (niskie stopy procentowe, rosnące wynagrodzenia, stabilne ceny) i kolejnych rekordów sprzedaży osiągniętych przez deweloperów.

## Prognozy zysków netto spółek w I kwartale 2015 (mln PLN)

Spółka	IQ'2014	IQ'2015	zmiana	termin publikacji raportu	Spółka	IQ'2014	IQ'2015	zmiana	termin publikacji raportu
<b>Banki i finanse</b>					<b>Branża spożywcza</b>				
Bank Handlowy	247.8	204.6	-17.4%	8 maja	Ambra	-3.4	-3.8	-	11 maja
ING BSK	254.6	238.3	-6.4%	7 maja	Duda	6.6	3.6	-46.0%	13 maja
mBank	337.8	342.8	1.5%	29 kwietnia	Otmuchów	3.7	2.7	-25.7%	7 maja
Alior Bank	68.4	86.3	26.1%	15 maja	<b>Handel</b>				
Pekao	634.2	604.2	-4.7%	12 maja	CCC	0.4	0.7	75.0%	15 maja
PKO BP	802.6	648.0	-19.3%	11 maja	LPP	-14.9	-57.9	-	12 maja
Getin Noble	130.1	106.5	-18.1%	15 maja	Redan	-2.6	-3.7	-	14 maja
BZ WBK	449.5	974.5	116.8%	28 kwietnia	AB	10.6	14.0	31.7%	15 maja
<b>Deweloperzy</b>					ABC Data	6.8	6.9	1.4%	14 maja
Robyg	8.1	3.6	-55.8%	14 maja	Action	17.3	20.9	21.0%	15 maja
JW. Construction	5.2	-5.5	-	14 maja	<b>Pozostałe</b>				
Polnord	2.3	0.4	-83.3%	15 maja	Impel	2.0	3.6	81.8%	13 maja

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
Rekomendacje .....	14

# 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	619	2 417	1 153	951	7.3	7.2	55.6	15.5	2.0	52.5	2.1%	13.1%
2015p	1 180	625	2 322	1 049	827	6.3	7.4	54.6	17.9	2.1	55.0	1.7%	11.5%
2016p	1 263	668	2 460	1 213	949	7.3	6.3	55.7	15.6	2.0	50.9	1.8%	13.2%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki Banku Handlowego będą zbliżone do wypracowanych w IV kwartale. Pomogą, podobnie jak trzy miesiące wcześniej, dodatkowe zyski z operacji finansowych. Spodziewamy się spadku wyniku odsetkowego o 10.6% r/r, wzrostu zysków z tytułu prowizji o 3% r/r (skutek wprowadzenia dodatkowych opłat dla klientów).

Spodziewamy się wzrostu kosztów działalności o 7.7% (wyższa stawka na BFG), rezerwy powinny pozostać na niskim poziomie (ok. 5 mln PLN). Podsumowując, prognozujemy że spółka osiągnie zysk netto w I kwartale w wysokości 204.6 mln PLN (-17.4% r/r).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Wynik odsetkowy	293.1	264.6	262.1	-10.6%
Wynik prowizyjny	157.0	150.4	161.7	3.0%
WNB	617.2	569.8	594.1	-3.8%
Koszty	314.4	327.3	338.7	7.7%
Wynik operacyjny	306.1	241.1	258.0	-15.7%
Rezerwy	2.4	12.0	-5.0	-310.1%
Zysk brutto	308.6	258.7	253.0	-18.0%
Zysk netto	247.8	205.0	204.6	-17.4%

# 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	2 491	902	3 833	2 169	1 287	30.5	17.0	262.0	15.6	1.8	44.9	1.2%	12.1%
2015p	2 554	905	3 894	2 245	1 389	33.0	18.3	276.6	14.4	1.7	45.8	1.2%	12.2%
2016p	2 648	948	4 049	2 211	1 381	32.8	21.4	287.9	14.5	1.6	46.8	1.1%	11.6%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Spodziewamy się kolejnego niezłego kwartału w mBanku, co będzie skutkiem zaksięgowania w tym okresie dodatkowych zysków ze sprzedaży TU, które zrekompensują wzrost składki na BFG (bank zaksięguje całość tego wydatku na początku roku). Oczekujemy niewielkiego spadku wyniku odsetkowego o 1.0% r/r, spadku dochodów prowizyjnych o 13.7% r/r. Całkowite dochody będą wyższe o 15.8% r/r, przy zwiększeniu kosztów o 34.5% r/r. Spodziewamy się utrzymania poziomu rezerw z poprzedniego kwartału, będą one jednocześnie wyższe niż w I kwartale ubiegłego roku.

Podsumowując, prognozujemy że spółka osiągnie zysk netto w III kwartale w wysokości 342.8 mln PLN (+1.5% r/r).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Wynik odsetkowy	591.0	632.5	585.0	-1.0%
Wynik prowizyjny	241.4	200.4	208.4	-13.7%
WNB	934.4	938.9	1081.9	15.8%
Koszty	430.6	443.5	579.1	34.5%
Wynik operacyjny	526.0	496.4	539.3	2.5%
Rezerwy	-89.5	-112.6	-110.4	23.4%
Zysk brutto	436.5	383.8	428.9	-1.8%
Zysk netto	337.8	308.6	342.8	1.5%

# 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	2 330	1 063	3 512	1 603	1 041	8.0	4.4	80.4	17.8	1.8	54.6	1.1%	10.9%
2015p	2 459	1 047	3 631	1 605	1 143	8.8	4.4	84.8	16.2	1.7	56.1	1.1%	10.6%
2016p	2 692	1 059	3 787	1 711	1 164	8.9	4.8	88.9	15.9	1.6	55.1	1.0%	10.3%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Dla ING BSK spodziewamy się wyniku netto wyższego od osiągniętego w poprzednim kwartale. Oczekujemy wzrostu wyniku odsetkowego o 3.1% r/r, dochody prowizyjne będą niższe niż w IV kwartale (-7.8% r/r). Wynik na działalności bankowej powinien być zbliżony do wypracowanego w analogicznym okresie 2014 roku. Oczekujemy wzrostu wydatków o 6.3%. W I kwartale oczekujemy spadku poziomu rezerw w stosunku do końca roku (-7% r/r). Sądzymy, że wynik netto banku wyniesie w IV kwartale 238.3 mln PLN (-6.4% r/r).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Wynik odsetkowy	567.9	583.2	585.2	3.1%
Wynik prowizyjny	276.1	248.9	254.6	-7.8%
WNB	870.0	858.5	868.8	-0.1%
Koszty	471.2	488.5	501.1	6.3%
Wynik operacyjny	401.4	377.5	372.8	-7.1%
Rezerwy	-84.1	-85.1	-78.5	-7%
Zysk brutto	317.3	292.4	294.3	-7.2%
Zysk netto	254.6	230.8	238.3	-6.4%

# 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	4 461	2 044	7 211	3 857	2 715	10.3	10.0	91.5	18.6	2.1	47.1	1.7%	11.4%
2015p	4 477	2 056	7 072	3 632	2 551	9.7	9.3	91.9	19.8	2.1	49.2	1.5%	10.6%
2016p	4 894	2 167	7 481	4 063	2 889	11.0	8.7	94.2	17.4	2.0	46.2	1.6%	11.8%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

W Pekao spodziewamy się rezultatu znacznie niższego od wypracowanego w IV kwartale. Wzrost presji ze strony marży spowoduje, że wynik odsetkowy będzie niższy niż w analogicznym okresie 2014 o 13.7% r/r. Spadkowego trendu oczekujemy w dochodach prowizyjnych (-2.1% r/r). Wynik na działalności bankowej będzie niższy o 0.4% niż w I kwartale 2014 roku, wspomaga go w znacznym stopniu sprzedaż portfela AFS.

Jak zwykle Pekao może pochwalić się stosunkowo dobrą kontrolą kosztów - wydatki w spółce wzrosną w ciągu roku jedynie o 1.9%. Oczekujemy spadku poziomu rezerw (-11.3% r/r). Podsumowując, zysk netto Pekao w I kwartale wyniesie 604.2 mln PLN (-4.7%) i będzie niższy niż w IV kwartale.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Wynik odsetkowy	1130.1	1057.4	974.9	-13.7%
Wynik prowizyjny	512.9	499.7	502.3	-2.1%
WNB	1737.7	1814.3	1731.1	-0.4%
Koszty	858.6	843.5	875.1	1.9%
Wynik operacyjny	911.9	992.5	878.3	-3.7%
Rezerwy	-148.7	-135.2	-131.8	-11.3%
Zysk brutto	788.5	691.0	746.5	-5.3%
Zysk netto	634.2	691.0	604.2	-4.7%

# PKO BP

kupuj

Cena docelowa: 40.0

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Przychody	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2014p	7 669	2 943	11 096	5 949	3 255	2.6	0.8	22.1	14.0	1.7	47.5	1.5%	12.3%
2015p	7 454	2 937	10 880	5 767	3 222	2.6	0.8	23.9	14.2	1.5	49.1	1.3%	11.2%
2016p	7 774	3 054	11 318	6 114	3 465	2.8	1.3	25.4	13.2	1.4	47.0	1.3%	11.3%

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

Dla PKO BP spodziewamy się wyniku znacznie gorszego niż wypracowany w IV kwartale, będzie to w dużej części skutek spadku marży odsetkowej w stosunku do Itego okresu.

Wynik odsetkowy utrzyma się na poziomie z 2014 roku, pomimo uwzględnienia w nim przejętej Nordei, podobnie jak wynik prowizyjny. Oczekujemy wzrostu kosztów o 21.6% r/r przy zwiększeniu dochodów o 1.0% i zwiększenia odpisów na rezerwy o 7.2% r/r. Szacujemy, że zysk netto spółki w I kwartale wyniesie 648.1 mln PLN i będzie niższy niż w analogicznym okresie 2014 roku o 19.3% i to pomimo konsolidacji Nordea Banku.

### Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Wynik odsetkowy	1739.8	1865.4	1725.2	-0.8%
Wynik prowizyjny	705.4	717.7	709.6	0.6%
WNB	2513.7	2697.0	2539.0	1.0%
Koszty	1125.8	1439.4	1368.9	21.6%
Wynik operacyjny	1422.4	1317.3	1225.8	-13.8%
Rezerwy	-413.5	-452.3	-443.3	7.2%
Zysk brutto	1009.0	865.0	782.5	-22.4%
Zysk netto	802.6	722.6	648.0	-19.3%

# 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	1 431	437	2 017	1 033	361	0.1	0.0	1.9	13.2	0.9	47.2	0.5%	7.3%
2015p	1 472	460	2 037	988	401	0.2	0.0	2.1	11.9	0.9	50.4	0.6%	7.5%
2016p	1 581	487	2 178	1 097	402	0.2	0.0	2.2	11.9	0.8	48.6	0.5%	7.0%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Oczekujemy kolejnego słabego wyniku za I kwartał w Getin Noble Bank, wyniki uratuje sprzedaż aktywów. Prognozujemy spadek wyniku odsetkowego o 21.2% r/r, spadek dochodów prowizyjnych o 5.2% r/r. Koszty działalności wzrosną o 0.4% r/r. Spodziewamy się spadku odpisów na rezerwy w stosunku do IV kwartału (-10% r/r).

Podobnie jak w ubiegłych kwartałach na wyniki pozytywnie wpłynie tarcza podatkowa z działalności leasingowej. Podsumowując, wynik netto w I kwartale wyniesie 106.5 mln PLN (-18.1% r/r).

### Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Wynik odsetkowy	363.7	322.8	286.4	-21.2%
Wynik prowizyjny	112.8	112.0	106.9	-5.2%
WNB	498.9	468.8	505.7	1.4%
Koszty	234.7	223.6	235.5	0.4%
Wynik operacyjny	265.1	218.5	255.1	-3.8%
Rezerwy	-157.1	-188.6	-141.5	-10.0%
Zysk brutto	108.0	29.9	113.6	5.2%
Zysk netto	130.1	14.4	106.5	-18.1%

# 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	1 216	348	1 841	948	322	4.6	0.0	43.1	19.1	2.0	49.4	1.2%	12.4%
2015p	1 379	409	2 074	1 068	373	5.2	0.0	46.8	17.1	1.9	49.3	1.1%	11.6%
2016p	1 535	450	2 283	1 215	423	5.9	0.0	52.7	15.0	1.7	47.6	1.1%	11.8%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki Alior Banku powinny być lepsze niż w IV kwartale. Wynik odsetkowy wzrośnie naszym zdaniem o 21% r/r, przy nieznacznym spadku marży odsetkowej, przychód prowizyjny będzie wyższy o 15.8% r/r.

Prognozujemy wzrost kosztów działalności (20.6% r/r) przy wzroście dochodów o 24.4% oraz spadek salda rezerw o 30.3%. Naszym zdaniem wynik netto wyniesie 86.3 mln PLN (+26.1% r/r).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Wynik odsetkowy	271.1	319.4	327.9	21.0%
Wynik prowizyjny	83.6	95.5	96.8	15.8%
WNB	410.4	492.8	510.4	24.4%
Koszty	214.9	240.9	259.2	20.6%
Wynik operacyjny	202.4	258.9	259.3	28.1%
Rezerwy	-117.3	-132.9	-152.8	30.3%
Zysk brutto	85.1	126.0	106.5	25.1%
Zysk netto	68.4	100.9	86.3	26.1%

# 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	4 435	1 959	6 866	3 872	2 112	21.3	10.1	167.0	17.8	2.3	45.6	1.8%	13.9%
2015p	4 423	1 961	6 754	3 829	2 186	22.1	11.7	177.5	17.2	2.1	45.4	1.6%	12.8%
2016p	4 635	2 079	7 097	4 237	2 470	25.0	12.1	190.4	15.2	2.0	42.4	1.7%	13.6%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

W BZ WBK, po przejęciu Santander Consumer Banku, spodziewamy się wzrostu wyniku odsetkowego o 22.4% r/r. Oczekujemy poprawy wyników prowizyjnych o 1.9% r/r. Pozytywnie na zyskowność spółki wpłynie sprzedaż biznesu ubezpieczeniowego (+461 mln PLN) dzięki temu całkowite dochody będą wyższe aż o 71.1% r/r. Rezultatem powinna pomóc także sprzedaż części portfela obligacji (szacujemy dodatkowy zysk na 160 mln PLN brutto).

Koszty działalności będą wyższe o 17.2% r/r. Oczekujemy wzrostu poziomu odpisów o 57.4%. Podsumowując, prognozujemy że spółka osiągnie zysk netto w I kwartale w wysokości 974.5 mln PLN (116.8% r/r).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Wynik odsetkowy	867.8	1071.0	1062.0	22.4%
Wynik prowizyjny	441.9	471.9	450.3	1.9%
WNB	1342.0	1760.9	2295.5	71.1%
Koszty	698.5	833.8	818.6	17.2%
Wynik operacyjny	733.2	986.5	1537.1	109.6%
Rezerwy	-162.0	-284.6	-255.0	57.4%
Zysk brutto	571.2	701.9	1282.1	124.5%
Zysk netto	449.5	445.2	974.5	116.8%

# 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	8.8	0.9	4.7	10.4	7.7	10.3
2014/15p	434.1	31.9	42.7	19.5	0.8	1.2	10.4	11.7	0.9	4.9	9.8	7.3	7.5
2015/16p	458.2	34.1	45.1	21.2	0.8	1.3	10.7	10.8	0.8	5.4	9.2	6.9	7.8

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 9.1 PLN

Oczekujemy, że Ambra pokaże w wynikach za III kwartał 2013/2014 przychody nieznacznie wyższe r/r równocześnie generując wyższe straty niż rok wcześniej. Sprzedaż Cydru Lubelskiego wzrosła dwukrotnie r/r do ok. 0.9 mln litrów. Początek roku to sezonowo najgorszy kwartał pod względem przychodów i zysków w spółce. Oznacza to, że koszty stałe podwyższone 2 kwartały wcześniej relatywnie mocniej odbija się na wynikach III kwartału. Mix produktowy był gorszy niż rok wcześniej (więcej alkoholi mocnych), co spowodowało brak poprawy pierwszej marży widocznej we wcześniejszych kwartałach. Dodatkowo podwyżka kosztów stałych od początku roku obrotowego będzie cały czas widoczna (ok. 1.5 mln PLN r/r). Jest to częściowo efekt inwestowania w sprzedaż cydru, a także nieuniknione, odwołane wcześniej podwyżki dla pracowników. W końcowym efekcie strata spółki będzie wyższa niż rok wcześniej.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	68.8	165.1	70.2	2.0%
EBITDA	-0.1	40.2	-1.1	-
EBIT	-2.8	37.3	-4.0	-
Zysk netto	-3.4	24.3	-3.8	-

## Marże

Marża EBITDA	-0.2%	24.3%	-1.6%
Marża EBIT	-4.1%	22.6%	-5.7%
Marża netto	-4.9%	14.7%	-5.4%

# Duda

neutralnie

Cena docelowa: 7.3

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014	1688.4	31.7	54.5	22.6	0.8	1.63	13.09	8.5	0.5	0.0	11.1	6.5	6.2
2015p	1642.8	32.0	55.1	15.7	0.6	1.58	13.90	12.2	0.5	0.0	11.0	6.4	4.1
2016p	1593.5	34.6	58.3	19.5	0.7	1.55	14.62	9.9	0.5	0.0	10.2	6.0	4.8

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 6.9 PLN

W I kwartale wyniki będą dużo słabsze r/r, co będzie zgodne z tendencjami widocznymi w poprzednich kwartałach. Jak już wcześniej ostrzegaliśmy, I półrocze będzie prawdopodobnie dnem wyników bardzo słabo wyglądającym szczególnie r/r. Wprowadzie EBITDA segmentu handlowego powinna być nieznacznie wyższa r/r (oczekujemy 6 mln PLN vs 5.8 mln PLN rok wcześniej) jednak był to efekt świąt, które w tym roku były na początku kwietnia, a więc sprzedaż była jeszcze w I kwartale. Szacujemy, że EBITDA w części ubojowo-produkcyjnej była na takim poziomie jak w IV kwartale (3.4 mln PLN), czyli wyraźnie gorzej niż rok wcześniej (5.3 mln PLN). W efekcie spadku cen wieprzowiny mocno spadł wynik segmentu rolno zwierzęcego (oczekujemy zera względem 2.5 mln PLN EBITDA rok wcześniej). W segmencie roślinnym oczekujemy 1 mln PLN EBITDA, a w części "pozostałe" 2.0 mln PLN, choć biorąc pod uwagę dobre ostatnie kwartały tu może mieć miejsce pozytywna niespodzianka.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	432.1	394.1	365.0	-15.5%
EBITDA	15.4	12.9	12.4	-19.5%
EBIT	9.4	7.7	7.4	-21.3%
Zysk netto	6.6	11.1	3.6	-46.0%

## Marże

Marża EBITDA	3.6%	3.3%	3.4%
Marża EBIT	2.2%	2.0%	2.0%
Marża netto	1.5%	2.8%	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 (%)
2014	279.8	12.7	24.3	9.4	0.7	1.6	10.8	11.8	0.8	0.0	12.9	6.8	6.8
2015p	288.9	14.8	26.4	10.4	0.8	1.7	11.7	10.7	0.7	0.0	11.1	6.2	7.0
2016p	298.0	15.5	26.7	11.2	0.9	1.8	12.5	9.9	0.7	0.0	10.6	6.2	7.0

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 8.7 PLN

W I kw. oczekujemy przychodów nieznacznie poniżej zeszlórocznych poziomów, co było spowodowane wejściem do Biedronki nowych dostawców w kategorii ptasiego mleczka oraz płatków śniadaniowych. Spadki nie będą znaczące (już rok temu sprzedaż płatków mocno spadła, a dodatkowo sprzedaż będzie wspierana przez rosnące znaczenie eksportu). Spółka nie odczuła pozytywnego wpływu na I kwartał wcześniejszych świąt Wielkanocnych. Marża brutto była wyjątkowo wysoka rok temu, dlatego powinna spaść (zakładamy obniżkę o 1 p.p. do 21.6%). Zakładamy podwyżkę kosztów sprzedaży i zarządu o 0.5 mln PLN. Oczekujemy, że EBIT spółki wyniósł 4.0 mln PLN i był niższy o 23.8% r/r. Mimo gorszych wyników w I kwartale utrzymujemy oczekiwania poprawy zysków w całym roku. I kwartał 2014 roku był ponadprzeciętnie dobry (wygenerował 39% całorocznego zysku netto).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	74.5	72.6	73.4	-1.5%
EBITDA	8.2	5.2	7.0	-14.2%
EBIT	5.3	2.2	4.0	-23.8%
Zysk netto	3.7	1.7	2.7	-25.7%

## Marże

Marża EBITDA	11.0%	7.2%	9.6%
Marża EBIT	7.1%	3.0%	5.5%
Marża netto	5.0%	2.3%	3.7%

# CCC

neutralnie

Cena docelowa: 171.9

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014	2011.9	247.3	297.9	422.8	11.0	12.3	24.9	17.3	7.6	0.9	30.2	25.1	44.2
2015p	2566.8	333.5	400.9	256.7	6.7	8.4	29.6	28.4	6.4	1.1	22.4	18.7	22.6
2016p	3182.3	413.9	494.9	318.8	8.3	10.4	35.8	22.9	5.3	1.1	18.1	15.1	23.2

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 190 PLN

Zgodnie z informacjami przedstawionymi przez spółkę, sprzedaż w I kwartale wzrosła do 428 mln PLN i była wyższa o 19.0% r/r przy średnim wzroście powierzchni o 24.5% r/r. Oczekujemy, że po wyjątkowo dobrej marży w I kw. 2014, teraz obniży się ona o ok. 2.5 p.p. r/r (do 49.8%). Będzie to przede wszystkim skutek skokowego wzrostu USD/PLN pod koniec ubiegłego roku. Spółka nie przerzuciła jeszcze cen na klientów (zapowiada, że zrobi to od kolekcji jesienno-zimowej). Spadek marży oznacza odwrócenie wzrostowej tendencji widocznej w poprzednich kwartałach. W I kwartale weszło do użytkowania nowe centrum logistyczne (zakładamy zwiększoną amortyzację oraz ogólne koszty zarządu o 12 mln PLN). Zakładamy wzrost kosztów sprzedaży 1 m<sup>2</sup> na poziomie 5.0% w wyniku rosnącego udziału zagranicznej powierzchni o większych kosztach jednostkowych. Na wynik netto wpłynie planowe systematyczne zawiązywanie aktywa podatkowego (zakładamy 30 mln PLN).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	359.7	682.0	428.0	19.0%
EBITDA	15.8	124.2	-6.3	-
EBIT	5.0	102.9	-28.3	-
Zysk netto	0.4	312.3	0.7	75.0%

## Marże

Marża EBITDA	4.4%	18.2%	-1.5%
Marża EBIT	1.4%	15.1%	-6.6%
Marża netto	0.1%	45.8%	0.2%



# LPP

redukuj

Cena docelowa: 6105

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014	4769.0	609.3	803.0	482.3	270.8	379.6	920	28.4	8.4	1.2	23.2	17.6	29.4
2015p	5481.1	535.8	759.9	409.8	230.1	355.9	1 043	33.5	7.4	1.3	26.4	18.6	22.1
2016p	6640.7	680.8	933.8	527.7	296.3	438.4	1 221	26.4	6.3	1.5	20.8	15.1	24.3

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 7700 PLN

Zgodnie z miesięcznymi danymi podawanymi przez spółkę, przychody w I kwartale 2015 powinny wynieść 1003 mln PLN (wzrost o 6.3%) przy wzroście powierzchni sklepów o 22.8%. Dynamika sprzedaży na jednocyfrowym poziomie była po raz pierwszy od 2010 roku, a przyrost powierzchni najniższy od 2012 roku. Widać więc efekty "czynnika wschodniego" i wymuszonej zmiany strategii. Także marża brutto była słaba r/r - wyniosła 52.5% i była niższa o 3.4 p.p. Niska marżowość to efekt m.in. potrzeby większej wyprzedaży po słabym IV kwartale oraz wpływ wzrostu kursu USD/PLN. Zakładamy, że utrzymała się tendencja spadku kosztów SG&A na 1m<sup>2</sup>, które szacujemy na 255 PLN/m<sup>2</sup> (271 PLN/m<sup>2</sup> w IV kw. oraz 270 PLN/m<sup>2</sup> rok wcześniej). Pozostałe koszty operacyjne netto powinny wynieść ok. 10 mln PLN. Szacujemy, że spółka miała w IV kwartale 26 mln PLN ujemnych różnic kursowych (wzrost USD/PLN i spadek UAH/PLN).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	945.0	1 404.7	1 005.0	6.3%
EBITDA	91.4	299.9	15.6	-82.9%
EBIT	48.4	248.3	-36.9	-
Zysk netto	-14.9	327.0	-57.9	-

## Marże

Marża EBITDA	9.7%	21.3%	1.6%
Marża EBIT	5.1%	17.7%	-3.7%
Marża netto	-1.6%	23.3%	-5.8%

# Redan

akumuluj

Cena docelowa: 4.50

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014	503.9	12.4	19.8	5.6	0.16	0.38	2.25	25.4	1.8	0.0	18.6	11.6	7.2
2015p	558.4	15.6	23.9	6.1	0.17	0.40	2.34	23.5	1.7	0.0	14.8	9.7	7.2
2016p	611.7	21.5	31.8	9.7	0.27	0.56	2.61	14.7	1.6	0.0	10.7	7.3	10.4

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 4.12 PLN

Przychody grupy Redan w I kwartale wyniosły 113 mln PLN. Powierzchnia całej sieci sprzedaży grupy na koniec marca wyniosła 109.2 tys. m<sup>2</sup> (+9% r/r). Sprzedaż części dyskontowej wyniosła 61 mln PLN (+16% r/r), a łączna powierzchnia tego segmentu wzrosła o 8% r/r. Wartość sprzedaży towarów części modowej na rynku polskim wyniosła 46 mln PLN (+24% r/r), zaś przychody zrealizowane na rynkach zagranicznych wyniosły 6 mln PLN (-50% r/r). Łącznie powierzchnia punktów handlowych części modowej wzrosła o 9% r/r. Oczekujemy nieznacznie niższej marży brutto w obu segmentach (średnio o 1 p.p.) ze względu na wzrost USD/PLN w części modowej oraz wyjątkowo dobry zeszłoroczny I kwartał w części dyskontowej. Szacujemy, że tym razem ujemne różnice kursowe były niewielkie (ok. 0.5 mln PLN), a zyski mniejszości wyniosą ok. 0.2 mln PLN.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	103.7	151.8	113.0	9.0%
EBITDA	1.0	7.5	-0.6	-
EBIT	-0.8	5.6	-2.5	-
Zysk netto	-2.6	7.7	-3.7	-

## Marże

Marża EBITDA	1.0%	4.9%	-0.5%
Marża EBIT	-0.77%	3.7%	-2.2%
Marża netto	-2.5%	5.1%	-3.3%

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	12.2	1.5	0.0	9.9	8.8	12.4
2014/15p	6391.6	97.5	108.7	69.5	4.3	4.98	32.45	10.0	1.3	1.2	8.7	7.8	13.2
2015/16p	6918.9	107.8	122.2	77.0	4.8	5.64	36.51	9.1	1.2	1.6	7.8	6.9	13.0

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 43 PLN

Oczekujemy, że spółka w poprzednim kwartale kontynuowała dwucyfrowe dynamiki sprzedaży, choć po znakomitych dynamikach w IV kwartale 2014 (+26.9%) raczej należy się spodziewać pewnego spowolnienia poniżej 20% (bezpiecznie można założyć 15-20%). Dynamika po kilkanaście procent powinna być zarówno w Polsce jak i w spółce czeskiej. Według AB rynek IT praktycznie nie rósł w Polsce (2-4%), a jednym z niewielu asortymentów gdzie było widoczne silniejsze odbicie były laptopy. Wysokie dynamiki w spółce są możliwe dzięki wchodzeniu w nowe asortymenty, w tym szybki wzrost sprzedaży AGD oraz wypieraniu mniejszych graczy (w Czechach pozycja zdecydowanego lidera ATC jeszcze bardziej rośnie). Sądymy, że po kilku kwartałowej tendencji poprawy marż, w I kwartale zyskowność się ustabilizowała (było to już widoczne w IV kwartale), dlatego EBIT rósł w sposób zbliżony do przychodów. Zysk netto dzięki niższym kosztom finansowym o 0.5 mln PLN powinien wzrosnąć o 31% r/r.

#### Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	1 348.4	2 078.0	1 591.1	18.0%
EBITDA	18.8	39.3	21.5	14.5%
EBIT	16.3	37.2	19.2	18.0%
Zysk netto	10.6	25.6	14.0	31.7%

#### Marże

Marża EBITDA	1.4%	1.9%	1.4%
Marża EBIT	1.2%	1.8%	1.2%
Marża netto	0.8%	1.2%	0.9%

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 (%)
2014	5573.4	60.5	62.7	33.3	0.27	0.28	2.38	12.8	1.4	10.6	10.7	10.3	11.2
2015p	5544.9	72.7	74.8	42.9	0.34	0.36	2.40	9.9	1.4	10.6	8.9	8.7	14.3
2016p	5933.0	80.5	84.3	55.5	0.44	0.47	2.48	7.7	1.4	10.6	8.0	7.7	17.9

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 3.4 PLN

Oczekujemy, że w I kwartale spółka pokaże dynamikę sprzedaży zbliżoną do 10%. W I kwartale 2014 r. udział eksportu wyniósł już 47%, a więc nie może rosnąć dużo szybciej niż sprzedaż w Polsce (istnieje wręcz ryzyko spadku). W Polsce natomiast w ostatnich kwartałach sprzedaż rosła na poziomie 8-9%. Oczekujemy marży brutto nieznacznie wyższej niż rok wcześniej (wzrost o 0.1 p.p. r/r do 4.4%). Jednak 15% wzrost kosztów sprzedaży i zarządu spowoduje, że EBIT pokazany za I kwartał będzie bardzo podobny r/r. Rok temu spółka miała 2 mln PLN kosztów jednorazowych, jednak biorąc pod uwagę, że zdarzenia jednorazowe powtarzają się w spółce relatywnie często, istnieje ryzyko, że i w tym roku coś się mogło zdarzyć. Mogą to być przykładowo koszty małej restrukturyzacji (odpraw) związanych z pewnym wyhamowaniem sprzedaży zagranicznej.

#### Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	1 169.4	1 638.5	1 298.0	11.0%
EBITDA	12.7	19.5	11.6	-8.6%
EBIT	12.2	18.9	11.1	-8.9%
Zysk netto	6.8	13.3	6.9	1.4%

#### Marże

Marża EBITDA	1.1%	1.2%	0.9%
Marża EBIT	1.04%	1.2%	0.9%
Marża netto	0.6%	0.8%	0.5%

# Action

akumuluj

Cena docelowa: 53.5

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2014	5445.2	92.3	101.8	69.9	4.3	4.84	21.02	11.5	2.3	3.1	9.4	8.5	20.3
2015p	6114.3	109.8	119.7	82.8	5.0	5.65	25.34	9.7	1.9	2.0	7.9	7.3	19.9
2016p	6734.3	120.6	129.3	91.9	5.6	6.13	28.92	8.7	1.7	3.6	7.2	6.7	19.4

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN. Wskaźniki przy cenie akcji 49 PLN

Oczekujemy bardzo niskiej dynamiki sprzedaży w Polsce (+2%) co jest zbliżone do tego co spółka pokazywała w ostatnich kwartałach. Głównym czynnikiem wzrostu przychodów były spółki Lapado oraz Action Europe. W I kwartale ub. r. spółka niemiecka wygenerowała 28 mln EUR, a zarząd mówi o 50% dynamice r/r, dlatego oczekujemy sprzedaży na poziomie 42 mln EUR. W całym 2015 roku Action Europe ma zwiększyć przychody do 180 mln EUR (+71% r/r). W I kwartale 2014 r. nie była jeszcze konsolidowana przejęta w maju ub. r. spółka Lapado, która w I kw. 2015 powinna dodać ok. 24 mln EUR (+10% r/r). Oczekujemy, że negatywne tendencje dotyczące marż zrównoważą pozytywne związane z mniejszą stratą w Niemczech i marża EBIT będzie zbliżona r/r (nieznacznie wyższa o 0.05 p.p.).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	1 323.6	1 632.8	1 505.9	13.8%
EBITDA	25.8	28.7	29.8	15.5%
EBIT	23.5	26.4	27.5	17.0%
Zysk netto	17.3	21.3	20.9	21.0%

## Marże

Marża EBITDA	2.0%	1.8%	2.0%
Marża EBIT	1.8%	1.6%	1.8%
Marża netto	1.3%	1.3%	1.4%

# 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 (%)
2014	1 722.5	53.1	97.6	40.0	30.5	2.4	5.8	22.7	13.1	1.4	0.0	7.5	4.1	11.0
2015p	1 857.5	57.4	102.4	40.1	32.5	2.5	6.0	27.8	12.2	1.1	4.8	5.7	3.2	10.0
2016p	1 994.1	66.6	112.1	59.2	47.9	3.7	7.3	30.3	8.3	1.0	4.8	4.9	2.9	12.8

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 30.95 PLN za akcję

Spodziewamy się, że przychody grupy Impel w I kwartale br. wzrosły w ujęciu rocznym o 7% r/r (bez dotacji). Oczekujemy rentowności na sprzedaży zbliżonej do osiągniętej w poprzednim kwartale (2.13%), co oznacza poprawę w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego (1.95%). Przyjmując neutralny wpływ salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych spodziewamy się ok. 9.2 mln PLN zysk operacyjny, natomiast na poziomie netto oczekujemy 3.5 mln PLN zysku.

Akcjonariusze spółki zdecydowali podczas ZWZA w dniu 25 kwietnia o powrocie spółki do wypłat części zysków akcjonariuszom. Tegoroczna dywidenda została ustalona na poziomie 1.50 PLN na akcję, co oznacza DY~4.7% (dzień dywidendy ustalono na 30 czerwca).

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	404.1	453.3	431.7	6.8%
w tym: dotacje	9.4	9.7	9.4	0.0%
EBITDA	18.6	21.6	21.5	15.8%
EBIT	7.7	9.3	9.2	19.0%
Zysk netto	2.0	6.7	3.6	81.8%

## Marże

Marża EBITDA	4.6%	4.8%	5.0%
Marża EBIT	1.9%	2.1%	2.1%
Marża netto	0.5%	1.5%	0.8%

# Polnord

\*

Cena docelowa: \*

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E*	P/BV*	DY*	EV /EBIT*	EV /EBITDA*	ROE (%)
2014	183.2	23.8	24.5	11.3	20.5	0.6	0.6	32.7	16.0	0.31	0.0%	31.7	30.8	1.7%
2015e	254.0	25.7	26.9	14.7	9.0	0.3	0.3	33.1	36.3	0.30	0.0%	28.1	26.8	0.8%
2016e	265.3	31.6	32.8	26.1	18.0	0.6	0.6	33.7	18.2	0.30	0.0%	21.7	20.9	1.6%

e - konsensus Bloomberg, mln PLN; \* wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 10 PLN za akcję

W I kwartale br. deweloper rozpoznał przychody z 250 lokali w związku z czym szacujemy, że przychody ze sprzedaży wyniosły około 60 mln PLN. Zakładamy rentowność brutto na sprzedaży na poziomie nieznacznie słabszym w stosunku do poprzedniego kwartału, co pozwoliło na pokrycie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Przyjmujemy neutralny wpływ salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych, w efekcie na poziomie operacyjnym spodziewamy się ponad 4 mln PLN zysku. Na poziomie netto, spodziewamy się nieznacznie dodatniego wyniku.

Deweloper zawarł w I kw. 344 przedwstępne umowy sprzedaży lokali netto (+11.3% r/r, +4.9% kw/kw), natomiast w okresie ostatnich czterech kwartałów było to 1288 mieszkań (+6.9% r/r, +2.8% kw/kw). Spółka poinformowała, że na koniec marca br. nominalne zadłużenie netto Grupy ukształtowało się na poziomie 416.4 mln PLN wobec 428.2 mln PLN na koniec 2014 roku. W bieżącym roku Polnord chce sprzedać i przekazać po ok 1.5 tys. mieszkań (wobec sprzedaży 1252 mieszkań i przekazania 951 lokali w 2014 roku). Oferta grupy na koniec ub.r. wynosiła 1451 mieszkań.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	37.0	45.3	59.0	59.4%
Zysk brutto*	7.2	8.4	10.4	45.1%
EBIT	1.7	2.5	4.4	150.9%
Zysk netto	2.3	13.4	0.4	-83.3%

## Marże

Marża brutto*	19.4%	18.7%	17.6%
Marża EBIT	4.7%	5.4%	7.4%
Marża netto	6.2%	29.7%	0.7%

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 (%)
2014	409.3	60.5	61.8	42.3	0.16	0.17	1.70	14.9	1.41	3.3%	13.9	13.6	9.8%
2015p	453.2	71.4	73.2	47.1	0.18	0.19	1.77	13.4	1.36	4.6%	13.9	13.6	10.3%
2016p	673.6	97.2	99.3	63.4	0.24	0.25	1.87	10.0	1.29	6.0%	10.8	10.6	13.3%

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; \* wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 2.41 PLN za akcję

W I kwartale br. deweloper nie oddał nowych projektów do użytkowania, zaś liczba lokali przekazanych klientom wyniosła 350. Niespełna połowa tych lokali pochodziła z projektów realizowanych samodzielnie przez dewelopera, dlatego przychody za I kwartał szacujemy na blisko 60 mln PLN. Na poziomie operacyjnym (po uwzględnieniu projektów JV) spodziewamy się niespełna 7 mln PLN zysku, zaś na poziomie netto oczekujemy 3.6 mln PLN zysku.

Deweloper sprzedał w I kwartale br. 534 mieszkania netto wobec 576 w analogicznym okresie roku poprzedniego. W okresie ostatnich czterech kwartałów sprzedaż wyniosła 2076 (+3.6% r/r, -2.9% kw/kw). Tegoroczne plany sprzedażowe dewelopera zakładają przekroczenie poziomu 2,100 sprzedanych mieszkań.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	137.7	125.1	58.7	-57.4%
Zysk brutto*	23.9	22.7	12.6	-47.4%
EBIT	18.6	-7.3	6.9	-63.0%
Zysk netto	8.1	20.6	3.6	-55.8%

## Marże

Marża brutto*	17.3%	18.1%	21.4%
Marża EBIT	13.5%	-5.8%	11.7%
Marża netto	5.9%	16.5%	6.1%

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 (%)
2014	212.8	35.2	43.1	11.8	8.3	0.1	0.18	7.1	35.0	0.47	0.0%	22.6	18.5	1.1%
2015e	237.5	19.1	35.0	5.8	4.7	0.1	0.23	7.1	62.6	0.46	0.0%	43.7	23.8	0.7%
2016e	517.5	56.7	72.6	64.4	52.2	0.6	0.77	7.7	5.6	0.43	0.0%	12.6	9.8	7.9%

e - konsensus Bloomberg, mln PLN; \* wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 3.29 PLN za akcję

Z początkiem kwietnia br. deweloper rozpoczął przekazywania mieszkań z I etapu flagowego projektu Bliska Wola. Wyniki I kwartału odzwierciedlają jednak mieszkania, które już od dłuższego czasu czekają na swoich właścicieli, co odbija się na rentowności z ich sprzedaży. Spodziewamy się, że deweloper przekazał w pierwszych trzech miesiącach roku ok. 80 lokali, co przełożyło się na 60 mln PLN. Spodziewamy się, że niska marża brutto nie pokryła kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Zakładając neutralny wpływ salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych (brak zdarzeń jednorazowych) spodziewamy się około 2 mln PLN straty operacyjnej i ponad 5 mln PLN straty netto. Nie należy wykluczać, że wzorem poprzednich kwartałów spółka dokonała aktualizacji części banku ziemi, co umożliwiłoby jej zaraportowanie dodatnich wyników.

## Prognozy wyników kwartalnych

	IQ'14	IVQ'14	IQ'15	% r/r
Przychody	65.3	57.6	63.2	-3.2%
Zysk brutto*	15.5	7.0	6.9	-55.7%
EBIT	13.1	3.9	-1.9	-
Zysk netto	5.2	0.3	-5.5	-

## Marże

Marża brutto*	23.7%	12.1%	10.8%
Marża EBIT	20.1%	6.7%	-2.9%
Marża netto	7.9%	0.6%	-8.7%

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

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

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa
Elemental Holding	kupuj	21 paź 14	2.7	3.6
mBank	akumuluj	31 paź 14	486.3	529.5
ING	akumuluj	5 lis 14	139.7	146.8
PKO BP	kupuj	6 lis 14	37.6	44.2
Work Service	neutralnie	15 gru 14	17.5	17.4
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	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	neutralnie	20 sty 15	7.2	7.3
Echo Investment	akumuluj	20 sty 15	6.4	7.7
Ferro	kupuj	20 sty 15	9.1	13.0
Impel	kupuj	20 sty 15	29.7	35.8
LPP	redukuj	20 sty 15	7400.0	6350.0
mBank	kupuj	20 sty 15	464.0	546.7
Relpol	kupuj	20 sty 15	6.0	7.3
Robyg	kupuj	20 sty 15	2.2	2.7
Zetkama	akumuluj	20 sty 15	64.9	75.5
ZPUE	akumuluj	20 sty 15	421.0	493.0
Elemental Holding	kupuj	20 sty 15	3.5	4.2
Redan	akumuluj	26 lut 15	4.0	4.5
LPP	redukuj	5 mar 15	7050.0	6105.0
CCC	neutralnie	5 mar 15	186.0	171.9
Lentex	kupuj	11 mar 15	8.3	13.3
PKO BP	Kupuj	17 mar 15	34.8	40.0

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

### Sebastian Siemiątkowski

+48 22 598 26 05  
sebastian.siemiatkowski@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,  
budownictwo

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, Eurotel, Dekpol, GKS Katowice, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, oraz KGHM, PZU, GKS Katowice, Eurotel, Dekpol. 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 dochoowaniem 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.