

czwartek, 23 lipca 2015 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 2Q 2015

Rynek akcji

Finanse

Oczekujemy, iż wyniki banków w Polsce zanotują spadek Q/Q ze względu na obniżki stóp procentowych w marcu oraz znaczące zdarzenia jednorazowe w 1Q'15. Na tle sektora pozytywnie postrzegamy wyniki ING BSK, PKO BP, a z zagranicy Erste Banku. Presja na wyniki będzie także widoczna w PZU ze względu na znacząco niższy wynik lokacyjny w 2Q'15.

Paliwa

Rafinerie powinny spieniężyć znakomite warunki makro notując rekordowe wyniki na przerobie ropy, wzmocnione dodatkowo efektem LIFO. W PGNiG oczekujemy gorszych wyników w segmencie obrotu (Q/Q) co potwierdzi, że wysoki kurs rynkowy ma dość kruche podstawy.

Energetyka

W sektorze energetycznym generalna ocena 2Q'15 będzie utrudniona przez szereg zdarzeń jednorazowych, ale na poziomie oczyszczonych rezultatów najlepiej wypadną naszym zdaniem PGE i Enea. Słabszych wyników oczekujemy w przypadku Energi.

Telekomunikacja, Media, IT

Spodziewamy się słabych wyników wśród spółek telekomunikacyjnych: wynik EBITDA w Orange Polska, Netii i w Cyfrowym Polsacie powinien zanotować spadek o 8-9% R/R. Zysk netto za 2Q'15: matka Asseco Poland zanotuje słabe wyniki, Grupie pomogą spółki córki notujące rekordowe obroty. Z kolei Agora pokaże wzrosty EBITDA pomimo słabego repertuaru kinowego.

Górnictwo i Metale

Obecne kursy dyskontują słaby 3Q, wyniki 2Q będą jeszcze porównywalne z ubiegłorocznymi.

Przemysł

W 2Q'15 oczekujemy, że na 49 obserwowanych spółek aż 53% poprawi zeszłoroczne rezultaty, a zaledwie 14% pogorszy. Wśród największych pozytywnych zaskoczeń widzielibyśmy spółki: ACE, BSC Drukarnia, Elemental Holding, Feerum, Kruszwica, Pozbud, SecoWarwick, Synthos, Tarczyński i Uniwheels. Słabiej poradzą sobie naszym zdaniem AC Auto Gaz, Cognor, Famur, Kopex, Patentus oraz Zamet.

Budownictwo

Zdecydowana większość spółek budowlanych powinna poprawić wyniki już drugi kwartał z rzędu. Najsilniejszych dynamik spodziewamy się w Elektrobudowie, Budimeksie, Elektrotimie, Torpolu.

Deweloperzy

Niewielka liczba rozliczonych mieszkań i niskie wyniki finansowe wśród deweloperów mieszkaniowych. Pozytywnym wyjątkiem będzie LC Corp. Umocnienie euro do złotego wspierało w 2Q deweloperów komercyjnych.

Handel

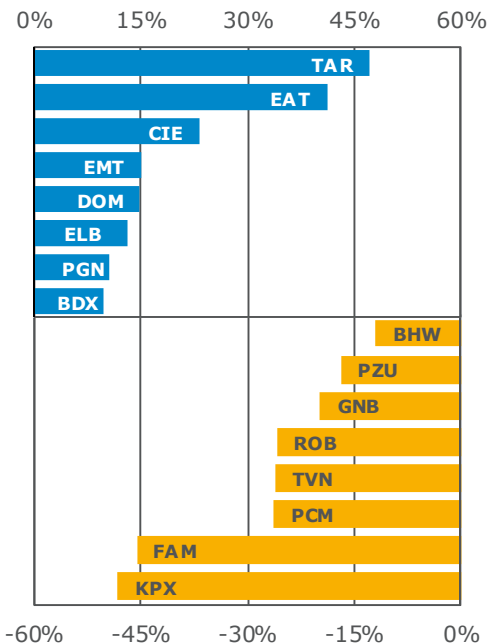
Kontynuacja poprawy R/R wyników w 2Q'15 powinna zostać zaraportowana przez AmRest i CCC. Braku poprawy R/R oczekujemy w Eurocash i Jeronimo Martins. LPP powinno odnotować istotny spadek dynamiki wyników w 2Q'15.

Inne

Work Service pokaże w 2Q'15 słabe wyniki głównie ze względu na rynek niemiecki.

WIG..... 51 698
 Średnie P/E 2015 13,9
 Średnie P/E 2016 12,3
 Średni dzienny obrót (3 m-ce) ... 787 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



*liczone za okres: 3Q'14-2Q'15 / 2Q'14-1Q'15

Departament Analiz:

Michał Marczak
 +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl

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

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

Piotr Zybala
 +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl

Michał Konarski
 +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl

Paweł Szpigel
 +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl

Piotr Bogusz
 +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl

Spis treści

1. Banki	3
1.1. BZ WBK	3
1.2. Getin Noble Bank	3
1.3. Handlowy	4
1.4. ING BSK	4
1.5. Millennium	5
1.6. Pekao	5
1.7. PKO BP	6
1.8. Komerčni Bank	6
1.9. Erste Bank	7
1.10. OTP Bank	7
2. Ubezpieczyciele	8
2.1. PZU	8
3. Sektor finansowy	9
3.1. Kruk	9
3.2. Prime Car Management	9
3.3. Skarbiec Holding	10
4. Paliwa, Chemia	11
4.1. Ciech	11
4.2. Lotos	11
4.3. MOL	12
4.4. PGNiG	12
4.5. Polwax	13
4.6. Synthos	13
5. Energetyka	14
5.1. CEZ	14
5.2. Enea	14
5.3. Energa	15
5.4. PGE	15
5.5. Tauron	16
6. Telekomunikacja	17
6.1. Netia	17
6.2. Orange Polska	17
7. Media	18
7.1. Agora	18
7.2. Cyfrowy Polsat	18
7.3. TVN	19
8. IT	20
8.1. Asseco Poland	20
9. Górnictwo i Metale	21
9.1. JSW	21
9.2. KGHM	21
9.3. LW Bogdanka	22
10. Przemysł	23
10.1. Elemental	23
10.2. Famur	23
10.3. Kernel	24
10.4. Kęty	24
10.5. Kopex	25
10.6. Tarczyński	25
10.7. Uniwheels	26
10.8. Vistal	26
11. Budownictwo	27
11.1. Budimex	27
11.2. Elektrobudowa	27
11.3. Erbud	28
11.4. Unibep	28
12. Deweloperzy	29
12.1. Capital Park	29
12.2. Dom Development	29
12.3. Echo Investment	30
12.4. GTC	30
12.5. Robyng	31
13. Handel	32
13.1. AmRest	32
13.2. CCC	32
13.3. Eurocash	33
13.4. Jeronimo Martins	33
13.5. LPP	34
14. Inne	35
14.1. Work Service	35
15. Terminy publikacji raportów	36
16. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	37
17. Statystyki rekomendacji	38

Banki

Banki BZ WBK		Redukuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	286,60 PLN		P/E 2015	15,2		P/BV 2015	1,6
		Cena docelowa	310,36 PLN		P/E 2016	12,3		P/BV 2016	1,5
(mIn PLN)		2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		1 024,0	1 050,2	905,3	-2,5%	13,1%	3 868,8	3 996,8	-3,2%
Wynik prowizyjny		473,0	459,2	451,2	3,0%	4,8%	1 931,5	1 847,8	4,5%
WNDB		1 731,7	2 373,4	1 540,1	-27,0%	12,4%	6 578,2	6 579,0	0,0%
Koszty operacyjne		-816,5	-808,4	-715,6	1,0%	14,1%	-3 065,8	-3 027,5	1,3%
Wynik operacyjny*		891,6	1 544,3	807,9	-42,3%	10,4%	3 414,2	3 475,2	-1,8%
Saldo rezerw		183,1	190,7	173,9	-4,0%	5,3%	862,7	836,6	3,1%
Zysk brutto		709,2	1 354,3	634,2	-47,6%	11,8%	2 551,5	2 638,7	-3,3%
Zysk netto		528,3	1 035,8	504,1	-49,0%	4,8%	1 871,1	1 914,7	-2,3%

*przed kosztami rezerw

Kolejny kwartał wsparty przez zyski jednorazowe

BZ WBK zaraportuje wyniki za 2Q'15 30 lipca. Zysk netto za 2Q'15 prognozujemy na poziomie 528 mln PLN, -49% Q/Q, ale +4,8% R/R. Wyniki w 1Q'15 znalazły się pod silnym wpływem zysku jednorazowego (570 mln PLN brutto) ze sprzedaży części udziałów w ubezpieczycielach Aviva oraz sprzedaży papierów wartościowych AFS. W 2Q'15 oczekujemy jednorazowej dywidendy, która wesprze wynik handlowy o około +80 mln PLN. Oczekujemy, iż spadek stóp

procentowych w marcu 2015 będzie mieć negatywny wpływ na wynik odsetkowy (-2,5% Q/Q) w 2Q'15. Oczekujemy spadku marży odsetkowej (do średnich aktywów) na poziomie 8 p.b. Q/Q. Koszty operacyjne w 2Q'15 powinny wzrosnąć o 1,0% Q/Q ze względu na wyższe koszty integracji. Ostatecznie, oczekujemy spadku salda rezerw o 4,0% Q/Q, ale stabilnych kosztów ryzyka na poziomie 78 p.b. (do średnich kredytów brutto).

Banki Getin Noble Bank		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	1,03 PLN		P/E 2015	9,7		P/BV 2015	1,0
		Cena docelowa	2,26 PLN		P/E 2016	5,6		P/BV 2016	0,9
(mIn PLN)		2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		281,9	271,2	364,5	3,9%	-22,7%	1 333,4	1 430,5	-6,8%
Wynik prowizyjny		96,8	94,9	106,6	2,0%	-9,1%	462,0	437,0	5,7%
WNDB		405,9	505,4	510,6	-19,7%	-20,5%	1 882,7	1 956,3	-3,8%
Koszty operacyjne		-248,5	-250,6	-237,3	-0,9%	4,7%	-969,5	-923,0	5,0%
Wynik operacyjny*		157,4	254,8	273,2	-38,2%	-42,4%	913,2	1 033,3	-11,6%
Saldo rezerw		79,6	128,4	163,3	-38,0%	-51,2%	654,3	733,0	-10,7%
Zysk brutto		80,0	127,6	115,0	-37,3%	-30,4%	258,9	300,2	-13,8%
Zysk netto		64,6	128,6	135,9	-49,7%	-52,4%	281,8	360,0	-21,7%

*przed kosztami rezerw

Wyniki wsparte przez sprzedaż wierzytelności

Getin Noble Bank opublikuje wyniki za 2Q'15 31 sierpnia. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 64,6 mln PLN (-49,7% Q/Q oraz -52,4% R/R). Średnie oczekiwania rynkowe nie są dostępne. Oczekujemy pozytywnych efektów przeceny depozytów w GNB w wyniku odsetkowym (+3,9% Q/Q), a także wpływu sprzedaży kredytów niepracujących na saldo

rezerw (-38,0% Q/Q). Prognozujemy wzrost zysku z działalności podstawowej na poziomie 3,4% w 2Q'15. Uważamy, iż wzrost wyniku odsetkowego w kwartale znajdzie swoje przełożenie we wzroście marży odsetkowej (do średnich aktywów) o 2 p.b. do poziomu 1,55%. Ponadto oczekujemy, że efektywna stawka podatkowa w GNB wyniesie 18,0% w 2Q'15.

Banki Handlowy		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	87,63 PLN		P/E 2015	13,9		P/BV 2015	1,6
		Cena docelowa	95,35 PLN		P/E 2016	13,4		P/BV 2016	1,6
(mIn PLN)		2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		241,0	256,8	302,1	-6,1%	-20,2%	1 086,1	1 163,9	-6,7%
Wynik prowizyjny		160,5	151,4	167,1	6,0%	-4,0%	612,7	618,9	-1,0%
WNDB		511,5	591,1	651,3	-13,5%	-21,5%	2 349,3	2 423,8	-3,1%
Koszty operacyjne		-314,5	-312,9	-328,3	0,5%	-4,2%	-1 241,6	-1 273,9	-2,5%
Wynik operacyjny*		197,0	278,1	322,9	-29,2%	-39,0%	1 048,5	1 149,9	-8,8%
Saldo rezerw		3,9	3,5	4,4	n.m.	n.m.	31,0	-17,8	n.m.
Zysk brutto		193,2	274,6	318,9	-29,7%	-39,4%	1 017,5	1 167,7	-12,9%
Zysk netto		156,5	217,0	266,2	-27,9%	-41,2%	824,9	947,3	-12,9%

*przed kosztami rezerw

Wynik handlowy nie pomoże w 2Q'15

Bank Handlowy opublikuje swoje wyniki 28 sierpnia. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 156,5 mln PLN, czyli -27,9% Q/Q oraz -41,2% R/R. Oczekujemy, iż wyniki znajdą się pod presją ze względu na niższy wynik handlowy (-43% Q/Q). Oczekujemy również spadku wyniku z działalności podstawowej, gdzie spadek wyniku odsetkowego (-6,1%

Q/Q) przeważą wzrost po stronie wyniku prowizyjnego (+6,0% Q/Q). Jednocześnie szacujemy, iż spadek marży odsetkowej w 2Q'15 wyniesie 10 p.b. do poziomu 2,02% (do średnich aktywów). Salda rezerw oczekujemy na poziomie 3,9 mln PLN, dzięki nadal wysokiej jakości aktywów. Oczekujemy, iż koszty operacyjne pozostaną na praktycznie niezmiennym poziomie 314,5 mln PLN (+0,5% Q/Q).

Banki ING BSK		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	114,95 PLN		P/E 2015	13,9		P/BV 2015	1,6
		Cena docelowa	135,20 PLN		P/E 2016	11,8		P/BV 2016	1,5
(mIn PLN)		2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		575,5	569,0	582,2	1,1%	-1,1%	2 413,0	2 330,2	3,6%
Wynik prowizyjny		245,8	250,0	279,6	-1,7%	-12,1%	992,0	1 062,9	-6,7%
WNDB		934,0	906,0	896,6	3,1%	4,2%	3 673,6	3 532,5	4,0%
Koszty operacyjne		-502,5	-495,6	-480,5	1,4%	4,6%	-2 026,4	-1 929,7	5,0%
Wynik operacyjny*		431,5	410,4	416,1	5,1%	3,7%	1 647,2	1 602,8	2,8%
Saldo rezerw		85,1	84,3	33,3	1,0%	155,7%	321,2	267,7	20,0%
Zysk brutto		346,4	326,1	383,9	6,2%	-9,8%	1 326,0	1 335,1	-0,7%
Zysk netto		280,6	261,0	282,3	7,5%	-0,6%	1 073,7	1 040,7	3,2%

*przed kosztami rezerw

Wyjątkowo dobre wyniki na tle sektora

ING Bank Śląski zaraportuje wyniki za 2Q'15 5 sierpnia. Prognozujemy, że zysk netto za 2Q 2015 wyniesie 280,6 mln PLN, +7,5% Q/Q, ale -0,6% R/R. Konsensus rynkowy jest jeszcze niedostępny. W porównaniu do 1Q'15, oczekujemy zaksięgowania jednorazowej dywidendy od ING PTE w wysokości około 80 mln PLN. Jednocześnie nie oczekujemy, aby ING BSK w 2Q'15 zrealizowało znaczące

jednorazowe zyski z papierów wartościowych AFS. Wraz z przeceną depozytów terminowych w ING BSK oczekujemy wzrostu w 2Q'15 wyniku odsetkowego o 1,1% Q/Q. Jednocześnie, pozytywny efekt przeceny zostanie nieco zniwelowany przez gorszy wynik prowizyjny w kwartale o 1,7%. W ujęciu kwartalnym oczekujemy stabilnych kosztów operacyjnych (+1,4% Q/Q) oraz salda rezerw (+1,0% Q/Q).

Banki Millennium		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	5,77 PLN	P/E 2015	12,2	P/BV 2015	1,2		
		Cena docelowa	8,36 PLN	P/E 2016	9,6	P/BV 2016	1,1		
(mIn PLN)	2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana	
Wynik odsetkowy	328,4	333,3	375,8	-1,5%	-12,6%	1 382,1	1 454,1	-5,0%	
Wynik prowizyjny	150,5	156,8	163,1	-4,0%	-7,7%	624,6	611,7	2,1%	
WNDB	538,8	558,8	594,1	-3,6%	-9,3%	2 254,5	2 308,4	-2,3%	
Koszty operacyjne	-279,4	-274,4	-279,5	1,8%	-0,1%	-1 155,6	-1 111,4	4,0%	
Wynik operacyjny*	242,4	271,1	288,0	-10,6%	-15,8%	995,1	1 104,2	-9,9%	
Saldo rezerw	65,8	67,8	74,1	-3,0%	-11,2%	289,3	265,5	9,0%	
Zysk brutto	176,9	201,8	213,9	-12,3%	-17,3%	705,8	838,7	-15,8%	
Zysk netto	143,3	162,6	163,6	-11,8%	-12,4%	571,7	650,9	-12,2%	

*przed kosztami rezerw

Wyniki w 2Q'15 pod presją

Bank Millennium zaraportuje wyniki za 2Q'15 27 lipca. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 143,3 mln PLN, czyli spadnie o 11,8% Q/Q oraz o 12,4% R/R. Uważamy, iż na kwartalne pogorszenie wyników wpływ przede wszystkim będzie mieć spadek wyników z działalności podstawowej (-2,3% Q/Q oraz 11,1% R/R). W 2Q'15 prognozujemy wynik odsetkowy na poziomie 328,4 mln PLN, co oznacza spadek o 1,5% Q/Q oraz o 12,6% R/R, gdzie nadal dobre wolumeny w kredytach konsumpcyjnych zmięgują w części efekt obniżek stóp procentowych z marca. Oczekujemy presji na marżę odsetkową na poziomie 10 p.b (2,04% do średnich

aktywów), po spadku na poziomie 16 p.b. w 1Q'15 i 20 p.b. w 4Q'14. Uważamy, iż Bank Millennium w 2Q'15 zanotuje także negatywną dynamikę wyniku prowizyjnego (-4,0% Q/Q oraz -7,7% R/R), który w 1Q'15 został jednorazowo wsparty przez bancassurance. Oczekujemy, iż w 2Q'15 koszty operacyjne pozostaną na prawie niezmiennym poziomie R/R, ale wzrosną o 1,8% Q/Q. Ponadto oczekujemy, iż saldo rezerw ulegnie lekkiej poprawie (-3,0% Q/Q) wspierane przez poprawiającą się sytuację makroekonomiczną (m.in. stopa bezrobocia od końca marca do końca maja br. spadła z 11,7% do 10,8%).

Banki Pekao		Redukuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	157,90 PLN	P/E 2015	16,2	P/BV 2015	1,8		
		Cena docelowa	166,96 PLN	P/E 2016	13,9	P/BV 2016	1,8		
(mIn PLN)	2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana	
Wynik odsetkowy	976,0	1 042,9	1 139,9	-6,4%	-0,1%	4 402,2	4 461,3	-1,3%	
Wynik prowizyjny	478,2	480,6	526,2	-0,5%	-9,1%	2 078,9	2 043,7	1,7%	
WNDB	1 692,6	1 768,2	1 837,7	-4,3%	-7,9%	7 136,2	7 284,9	-2,0%	
Koszty operacyjne	-880,7	-871,2	-865,1	1,1%	1,8%	-3 514,0	-3 428,8	2,5%	
Wynik operacyjny*	811,9	897,0	972,6	-9,5%	-16,5%	3 622,3	3 856,1	-6,1%	
Saldo rezerw	137,4	137,1	142,7	0,2%	-3,7%	531,1	559,6	-5,1%	
Zysk brutto	965,6	1 049,7	1 130,7	-8,0%	-14,6%	3 091,2	3 296,5	-6,2%	
Zysk netto	559,1	624,4	685,1	-10,5%	-18,4%	2 562,5	2 714,7	-5,6%	

*przed kosztami rezerw

Wynik pod presją stóp procentowych

Bank Pekao opublikuje wyniki za 2Q'15 4 sierpnia. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 559,1 mln PLN, czyli spadnie o 10,5% Q/Q oraz o 18,4% R/R i będzie najniższy od prawie 7 lat. Oczekujemy znaczącej presji na działalność podstawową (-4,6% Q/Q oraz 12,7% R/R) ze względu na cięcie stóp procentowych w marcu 2015 roku oraz obniżenie opłaty interchange. Po spadku marży odsetkowej (do średnich aktywów) o 28 p.b. Q/Q w 4Q'14 i 3 p.b. w 1Q'15 oczekujemy spadku o 17 p.b. Q/Q w 2Q'15 do poziomu

2,35%, co przekłada się na spadek wyniku odsetkowego na poziomie 6,4% Q/Q. Aby zniwelować negatywny efekt obniżki stóp procentowych i opłat interchange oczekujemy, że bank Pekao znowu zrealizuje zyski na papierach wartościowych dostępnych do sprzedaży, co przełoży się na wzrost wyniku handlowego (+46% R/R) w 2Q'15 do poziomu 221 mln PLN. Oczekujemy, iż koszty całkowite wzrosną o 1,1% Q/Q oraz 1,8% R/R. Ostatecznie, oczekujemy płaskiego salda rezerw w ujęciu kwartalnym oraz lekko spadającego wskaźnika CoR (43 p.b. do średnich kredytów brutto).

Banki		Kupuj							
PKO BP									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	28,81 PLN		P/E 2015	13,3		P/BV 2015	1,2
		Cena docelowa	38,59 PLN		P/E 2016	9,6		P/BV 2016	1,1
(mIn PLN)		2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		1 630,9	1 670,7	1 939,0	-2,4%	-15,9%	7 053,7	7 522,9	-6,2%
Wynik prowizyjny		709,7	679,2	783,6	4,5%	-9,4%	2 923,4	2 933,5	-0,3%
WNDB		2 618,1	2 637,7	3 052,8	-0,7%	-14,2%	11 053,8	11 494,8	-3,8%
Koszty operacyjne		-1 406,2	-1 404,8	-1 342,8	0,1%	4,7%	-5 373,7	-5 245,1	2,5%
Wynik operacyjny*		1 135,6	1 176,0	1 607,6	-3,4%	-29,4%	5 377,8	5 901,4	-8,9%
Saldo rezerw		369,8	373,6	557,7	-1,0%	-33,7%	2 096,1	1 898,7	10,4%
Zysk brutto		774,3	810,9	1 062,9	-4,5%	-27,2%	3 281,7	4 002,8	-18,0%
Zysk netto		638,6	647,2	855,6	-1,3%	-25,4%	2 716,3	3 254,1	-16,5%

*przed kosztami rezerw

Dobry kwartał pomimo spadku zysku netto

PKO BP opublikuje wyniki za 2Q'15 10 sierpnia. Prognozujemy, zysk netto PKO BP za 2Q'15 będzie na poziomie 638,6 mln PLN, -1,3% Q/Q oraz -25,4% R/R. Spadek zysku netto w 2Q'15 będzie głównie konsekwencją presji na wynik odsetkowy spowodowanej obniżeniem stóp procentowych w marcu. Prognozujemy, iż wynik odsetkowy spadnie o 2,4% Q/Q, zaś marża odsetkowa (do średnich

aktywów) o 12 p.b. Q/Q, czyli będzie na niższym poziomie niż w 1Q'15 oraz w 4Q'14. Ponadto, oczekujemy odbicia w wyniku prowizyjnym (+4,5% Q/Q) wspartego przez utrzymującą się dobrą sprzedaż kredytów oraz prowizje od TFI. W 2Q'15 oczekujemy płaskich kosztów operacyjnych ze względu na porównywalne koszty integracyjne Q/Q. Prognozujemy spadek salda rezerw w 2Q'15 o 1,0% Q/Q wspierany przez sytuację makroekonomiczną.

Banki		Redukuj							
Komerční Banka									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	5598 CZK		P/E 2015	17,0		P/BV 2015	2,2
		Cena docelowa	4549 CZK		P/E 2016	16,2		P/BV 2016	2,2
(mIn CZK)		2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		5 093,1	5 126,0	5 335,0	-0,6%	-4,5%	21 642,1	21 423,0	1,0%
Wynik prowizyjny		1 695,6	1 699,0	1 711,0	-0,2%	-0,9%	6 591,8	6 751,0	-2,4%
WNDB		7 416,1	7 507,0	7 588,0	-1,2%	-2,3%	30 669,5	30 676,0	0,0%
Koszty operacyjne		-3 144,8	-3 132,0	-3 201,0	0,4%	-1,8%	-13 068,8	-13 033,0	0,3%
Wynik operacyjny*		4 271,4	4 375,0	4 387,0	-2,4%	-2,6%	17 600,7	17 642,0	-0,2%
Saldo rezerw		-111,7	-109,0	-262,0	2,5%	-57,4%	-1 602,0	-1 296,0	23,6%
Zysk brutto		4 209,1	4 313,0	4 053,0	-2,4%	3,9%	15 752,3	16 031,0	-1,7%
Zysk netto		3 393,8	3 456,0	3 305,0	-1,8%	2,7%	12 467,7	12 985,0	-4,0%

*przed kosztami rezerw

Stabilne wyniki w 2Q'15

Komerční Banka opublikuje swoje wyniki za 2Q'15 5 sierpnia. Przychody z działalności podstawowej KB nie będą porównywalne R/R ze względu na dekonsolidację od 1Q'15 funduszu transformacyjnego (ubezpieczenia społeczne; negatywny wpływ na wynik odsetkowy, pozytywny na wynik prowizyjny). Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 3 394 mln CZK (-1,8% Q/Q, ale +2,7% R/R). Średnie

oczekiwania rynkowe nie są jeszcze dostępne. Marża odsetkowa, według naszych prognoz, spadnie o 3 p.b. Q/Q (do średnich aktywów) do poziomu 2,17%. Po stronie kosztowej oczekujemy stabilizacji Q/Q, ale spadku o -1,8% R/R. Jednocześnie oczekujemy, iż w 2Q'15 koszt ryzyka utrzyma się na bardzo niskim poziomie 9 p.b. (do średnich kredytów brutto), co przekłada się na wzrost salda rezerw o 2,5% Q/Q.

Banki		Akumuluj							
Erste Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	27,81 EUR		P/E 2015	15,1		P/BV 2015	1,1
		Cena docelowa	25,43 EUR		P/E 2016	12,3		P/BV 2016	1,1
(mIn EUR)		2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		1 113,8	1 098,5	1 119,7	1,4%	-0,5%	4 406,4	4 495,2	-2,0%
Wynik prowizyjny		454,5	461,0	454,9	-1,4%	-0,1%	1 842,6	1 869,8	-1,5%
WNDB		1 642,1	1 643,9	1 686,0	-0,1%	-2,6%	6 549,2	6 697,3	-2,2%
Koszty operacyjne		-950,9	-948,1	-933,1	0,3%	1,9%	-3 736,2	-3 787,3	-1,3%
Wynik operacyjny*		684,3	598,4	-349,1	n.m.	-296,0%	2 547,8	1 356,0	87,9%
Saldo rezerw		-260,6	-183,1	-431,9	42,3%	-39,7%	-1 206,7	-2 159,2	-44,1%
Zysk brutto		423,7	415,2	-781,0	2,0%	n.m.	1 341,1	-803,2	-267,0%
Zysk netto		229,9	225,8	-1 033,0	1,8%	n.m.	793,8	-1 442,0	n.m.

*przed kosztami rezerw

Kolejny dobry kwartał

Erste Bank opublikuje wyniki za 2Q'15 7 sierpnia. Oczekujemy, iż zysk netto Erste Banku w 2Q'15 wyniesie 229,9 mln EUR, co przekłada się na 1,8% wzrost Q/Q. Średnie oczekiwania rynkowe nie są jeszcze dostępne, ale nasza półroczna prognoza stanowi 57% rynkowej rocznej prognozy zysku netto (źródło: Bloomberg). Poprawa wyników nastąpi głównie dzięki spadkowi podatku bankowego (cały podatek bankowy na Węgrzech zaksięgowany w 1Q'15) oraz braku opłaty na tzw. resolution fund, która miała miejsce w

1Q'15 (około 50 mln EUR). Jednocześnie oczekujemy, iż saldo rezerw wzrosnie o 42,3% Q/Q (-40% R/R) ze względu na wyższe odpisy na Węgrzech oraz w Rumunii. Oczekujemy, iż wyższe odpisy spowodują stratę na Węgrzech w 2Q'15. Na poziomie skonsolidowanym wynik na działalności bankowej powinien pozostać płaski ze spadającym wynikiem prowizyjnym (-1,4% Q/Q) oraz wzrastającym odsetkowym (+1,4% Q/Q). Oczekujemy płaskich kosztów operacyjnych (+0,3% Q/Q) oraz wysokiego podatku dochodowego (28%).

Banki		Trzymaj							
OTP Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	5861 HUF		P/E 2015	13,4		P/BV 2015	1,0
		Cena docelowa	4048 HUF		P/E 2016	11,0		P/BV 2016	0,9
(mld HUF)		2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Wynik odsetkowy		141,2	142,0	157,8	-0,6%	-10,5%	551,0	635,3	-13,3%
Wynik prowizyjny		38,5	37,3	41,5	3,1%	-7,3%	162,6	169,6	-4,1%
WNDB		44,8	47,1	56,1	-4,8%	-20,2%	215,1	193,3	11,3%
Koszty operacyjne		95,5	94,1	101,8	1,5%	-6,2%	390,4	411,5	-5,1%
Wynik operacyjny*		90,5	95,0	112,1	-4,8%	-19,3%	375,7	417,1	-9,9%
Saldo rezerw		49,4	64,5	63,4	-23,4%	-22,1%	215,2	274,7	-21,7%
Zysk brutto		41,1	30,6	48,7	34,5%	-15,7%	160,5	142,3	12,8%
Zysk netto		32,6	2,2	-153,1	n.m.	n.m.	110,0	-102,0	n.m.

*przed kosztami rezerw

Lekka poprawa wyników bez zdarzeń jednorazowych

OTP Bank zaraportuje swoje wyniki za 2Q'15 14 sierpnia. Prognozujemy, iż zysk netto w 2Q'15 w OTP Bank wyniesie 32,57 mld HUF wobec zysku netto na poziomie 2,15 mld HUF w 1Q'15. Wyniki w 1H'15 (35 mld HUF) stanowią 33,7% obecnej rynkowej prognozy zysku netto na 2015 rok, która naszym zdaniem jest nadal do zrealizowania. Uważamy, iż wynik na działalności podstawowej zostanie negatywnie

dotknięty przez dalszy spadek wyniku odsetkowego (-0,6% Q/Q), ale wsparty przez wynik prowizyjny (+3,1% Q/Q). Oczekujemy, iż koszty operacyjne w kwartale lekko wzrosną (+1,5% Q/Q), ale spadną w ujęciu rocznym (-6,2% R/R). Oczekujemy znacznej poprawy salda rezerw w 2Q'15 (-23,4% Q/Q) ze względu na Rosję oraz Ukrainę, gdzie nadal oczekujemy strat netto. Ze zdarzeń jednorazowych oczekujemy dalszych jednorazowych odpisów na Ukrainę, które jednak nie powinny znacząco wpłynąć na wynik netto.

Ubezpieczyciele

Ubezpieczyciele PZU		Akumuluj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	409,15 PLN		P/E 2015	13,1		P/BV 2015	3,0
		Cena docelowa	488,23 PLN		P/E 2016	12,3		P/BV 2016	2,9
(mln PLN)		2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym		4 405,9	4 680,8	4 083,9	-5,9%	7,9%	17 844,3	16 884,6	5,7%
ubezpieczenia majątkowe		2 335,3	2 686,7	2 132,1	-13,1%	9,5%	9 944,8	9 110,7	9,2%
ubezpieczenia na życie		1 993,9	1 999,9	1 952,9	-0,3%	2,1%	7 948,1	7 807,7	1,8%
Odszkodowania i świadczenia netto		-2 943,3	-3 045,9	-2 753,9	-3,4%	6,9%	-12 107,1	-11 541,7	4,9%
Koszty		-981,3	-961,1	-896,9	2,1%	9,4%	-3 793,1	-3 674,7	3,2%
Wynik techniczny		433,6	300,1	392,0	44,5%	10,6%	1 442,8	1 212,9	19,0%
Wynik na działalności lokacyjnej		199,0	951,0	822,6	-79,1%	-75,8%	2 321,1	2 733,5	-15,1%
Zysk brutto		529,2	1 154,2	1 196,6	-54,2%	-55,8%	3 440,5	3 913,1	-12,1%
Zysk netto		428,6	941,3	959,9	-54,5%	-55,3%	2 706,1	2 967,6	-8,8%

Ostry spadek wyniku lokacyjnego w 2Q'15

Prognozujemy, że zysk netto PZU wyniesie 428,6 mln PLN, czyli spadnie o 54,5% Q/Q i o 55,3% R/R. Wynik netto znajdzie się pod presją ze względu na spadek wyniku lokacyjnego (-79,1% Q/Q) do poziomu 199,0 mln PLN. Składka przypisana brutto jest prognozowana przez nas na poziomie 4 405,9 mln PLN, oznacza to 5,9% spadek Q/Q. Oczekujemy, iż w segmencie majątkowym składka

przypisana brutto spadnie o 13,1% Q/Q (+9,5% R/R), zaś w segmencie życiowym oczekujemy stabilizacji (-0,3% Q/Q). Oczekujemy, iż odszkodowania netto spadną o 3,4% Q/Q, ale wzrosną o 6,9% R/R. Prognozujemy, że skonsolidowane koszty ogółem wzrosną o 2,1% Q/Q przy czym wskaźnik kosztów pozostanie na niezmiennym poziomie (22,5%).

Usługi finansowe

Usługi finansowe Kruk		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	167,00 PLN		P/E 2015	16,2		P/BV 2015	3,8
		Cena docelowa	143,10 PLN		P/E 2016	13,8		P/BV 2016	3,0
(mln PLN)		2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Przychody ogółem		140,9	133,2	143,6	5,8%	-1,9%	553,3	487,9	13,4%
zakup wierzytelności		128,7	121,4	132,1	6,0%	-2,6%	502,7	442,4	13,6%
inkaso		8,0	7,6	8,3	5,0%	-3,8%	35,5	31,7	11,8%
Koszty bezpośrednie i pośrednie		50,1	49,9	45,3	0,5%	10,8%	215,7	194,0	11,2%
Marża pośrednia		90,8	83,4	98,4	8,9%	-7,7%	337,6	293,9	14,8%
Zysk operacyjny		67,7	60,7	77,2	11,5%	-12,3%	237,0	208,2	13,8%
Zysk brutto		54,8	49,9	60,4	9,7%	-9,4%	179,7	152,8	17,6%
Zysk netto		54,0	50,6	60,1	6,8%	-10,1%	174,3	151,8	14,8%

Kolejny bardzo dobry kwartał

Kruk udostępnił wyniki za 2Q'15 31 sierpnia. Oczekujemy, iż zysk netto Kruka wyniesie 54,0 mln PLN, +6,8% Q/Q, ale -10,1% R/R. Kwartałny wzrost zysku netto związany jest ze wzrostem marży pośredniej na nabytych pakietach wierzytelności (+8,7% Q/Q). Dodatkowo, zakładamy również lekki wzrost kosztów operacyjnych w 2Q'15 (+2,0% Q/Q) ze względu na ekspansję zagraniczną oraz koszty nowego programu motywacyjnego. Uważamy, iż znaczący wzrost kosztów operacyjnych będzie miał miejsce w 2H'15 roku. Według oficjalnego komunikatu, Kruk w 2Q'15 nabył

wierzytelności za łączną kwotę 176,6 mln PLN (44,2 mln PLN w 2Q'14). Wartość nominalna nabytych wierzytelności w 2Q'15 wyniosła 1,8 mld PLN wobec 657 mln PLN w 2Q'14. Średnia cena za wierzytelności w 2Q'15 wyniosła 9,8% wobec 6,7% w 2Q'14. W całym 1H'15 Kruk wydał na wierzytelności 220,5 mln PLN (wartość nominalna 2,3 mld PLN; średnia cena równa 9,6%) wobec 313,1 mln PLN w 1H'14 (wartość nominalna na poziomie 1,7 mld PLN; średnia cena równa 18,4%). Spłaty Kruka w 2Q'15 wyniosły 211,0 mln PLN wobec 206,6 mln PLN w 2Q'14.

Usługi finansowe Prime Car Management		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	43,41 PLN		P/E 2015	10,1		P/BV 2015	1,1
		Cena docelowa	65,00 PLN		P/E 2016	9,8		P/BV 2016	1,1
(mln PLN)		2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2015P	2014	zmiana
Przychody z tytułu leasingu		35,9	36,1	40,2	-0,5%	-10,8%	149,7	155,3	-3,6%
Przychody z tytułu prowizji		53,1	49,9	51,4	6,5%	3,4%	210,4	201,5	4,4%
Przychody odsetkowe		8,5	8,5	9,0	0,9%	-5,2%	36,5	36,2	0,8%
Przychody ogółem		137,0	134,1	151,1	2,1%	-9,4%	555,9	552,1	0,7%
Koszty napraw i serwisu		43,5	41,4	42,4	5,2%	2,6%	171,0	164,2	4,2%
Koszty ogółem		122,4	119,5	120,7	2,5%	1,4%	490,6	476,2	3,0%
Wynik na sprzedaży poleasingowej		2,7	4,0	1,2	-32,2%	121,0%	9,9	9,8	1,6%
Zysk netto		11,4	11,5	27,0	-1,1%	-57,8%	51,3	62,6	-18,2%

Stabilne wyniki w 2Q'15

PCM (Grupa Masterlease) zaraportuje wyniki za 2Q'15 w dniu 31 sierpnia. Oczekujemy, iż zysk netto za 1Q'15 wyniesie 11,4 mln PLN, -1,1% Q/Q. Oczekujemy, iż przychody wzrosną w 2Q'15 o 2,1% Q/Q przy jednoczesnym wzroście kosztów o 2,5% Q/Q. Jednocześnie oczekujemy, iż wyniki na leasingu będą znajdować się nadal pod presją, ale znacznie słabszą niż w poprzednich kwartałach. Presja widoczna

powinna być na linii przychodów z tytułu leasingu i opłat dodatkowych (-0,5% Q/Q) przy jednoczesnym wzroście wyniku odsetkowego na poziomie (+0,9% Q/Q). Jednocześnie oczekujemy, iż marża serwisowa wzrośnie z poziomu 5 mln PLN w 2Q'14 do 6 mln PLN w 2Q'15 tak jak i marża na ubezpieczeniach (z 2 mln PLN do 3 mln PLN). Prognozujemy, że zysk na re-marketingu spadnie w 2Q'15 do 2,7 mln PLN z 4,0 mln PLN w 1Q'15

Usługi finansowe Skarbiec Holding		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	40,00 PLN		P/E 2015	8,7	P/BV 2015	2,6	
		Cena docelowa	64,30 PLN		P/E 2016	6,8	P/BV 2016	2,4	
(mln PLN)		2Q'15P	1Q'15	2Q'14	zm. Q/Q	zm. R/R	2014/15P	2013	zmiana
Przychody ogółem		22,3	29,2	23,1	-23,6%	-3,3%	142,6	101,3	40,7%
wynagrodzenie stałe		18,8	17,9	17,7	5,0%	6,6%	107,8	68,6	57,1%
wynagrodzenie zmienne		1,5	9,6	3,2	-84,2%	-51,9%	23,6	24,6	-4,1%
Koszty ogółem		-16,3	-17,7	-17,3	-7,6%	-5,5%	-101,1	-65,8	53,7%
koszty dystrybucji		-8,9	-8,9	-9,1	0,2%	-1,2%	-52,1	-32,4	60,7%
koszty pracownicze		-3,6	-4,8	-4,7	-26,3%	-24,0%	-25,8	-19,5	32,2%
Zysk brutto		5,6	11,5	5,7	-51,5%	-2,3%	40,7	36,1	12,7%
Zysk netto		5,3	9,3	4,5	-42,7%	19,0%	33,0	28,9	14,0%

Bardzo niska opłata zmienna w 2Q'15

Oczekujemy, iż Skarbiec zaraportuje zysk netto na poziomie 5,3 mln PLN, +19,0% R/R, ale -42,7% Q/Q. Znaczący spadek wyniku w ujęciu kwartalnym wynika ze znacznie niższej opłaty zmiennej, jaką TFI zaksięguje w 2Q'15 (1,5 mln PLN) wobec 1Q'15 (9,6 mln PLN). Niższa opłata wynika z gorszego zachowania się funduszy w czerwcu.

Jednocześnie, wraz z napływami do funduszy akcyjnych w 2Q'15 wartość wynagrodzenia stałego powinno zanotować wzrost z 17,9 mln PLN w 1Q'15 do 18,8 mln PLN w 2Q'15 (+5% Q/Q oraz +7% R/R). Wraz z niższą opłatą zmienną oczekujemy spadku kosztów pracowniczych o 26,3% Q/Q. Jednocześnie oczekujemy, iż napływy do funduszy w 2Q'15 nie pozwoliły Skarbcowi na obniżenie opłaty dystrybucyjnej.

Paliwa, Chemia

Chemia Ciech		Redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	67,65 PLN	P/E 2015	21,0	EV/EBITDA 2015	8,2		
		Cena docelowa	46,90 PLN	P/E 2016	15,7	EV/EBITDA 2016	7,6		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	791,8	814,1	-3%	1 609,2	1 659,0	-3%	3 133,8	3 243,9	-3%
EBITDA	176,3	133,4	32%	349,4	251,3	39%	574,9	524,8	10%
Marża	22,27%	16,39%	-	21,71%	16,18%	-	18,34%	16,18%	-
EBIT	120,4	82,8	45%	237,5	150,6	58%	364,1	320,3	14%
Zysk brutto	86,4	23,1	-	156,2	49,7	214%	210,0	153,0	37%
Zysk netto	70,0	20,6	-	122,2	27,0	352%	170,1	167,1	2%

Przestój remontowy i umocnienie EUR

Po bardzo dobrym pierwszym kwartale, w 2Q'15 oczekujemy nieznacznego spadku EBITDA q/q. Po części będzie to pochodną słabszych oczyszczonych wyników w segmencie sodowym, zainfekowanych spadkiem kursu EUR/PLN i przeprowadzonym remontem instalacji w Inowrocławiu (włączenie dodatkowych mocy, które będą widoczne od 3Q). Szacujemy, że EBITDA sięgnie 150 mln PLN vs. 156 mln PLN kwartał wcześniej (pozytywnym aspektem będzie dalszy spadek kosztów węgla i kosztów transportowych).

W segmencie organicznym oczekujemy sezonowego pogorszenia rezultatów, ale podobnie jak w 1Q'15 będą one nieco słabsze r/r (oczyszczona EBITDA 20 mln PLN vs. 22,6 mln PLN w 2Q'14), co będzie konsekwencją presji na marżę w kategorii żywic. W przypadku krzemianów i kosztów ogólnych nie zakładamy większych zaskoczeń. Na działalności finansowej uwzględniamy tylko standardowe koszty odsetkowe. Przy efektywnej stopie podatkowej rzędu 19% zysk netto powinien sięgnąć 70 mln PLN.

Paliwa Lotos		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	31,95 PLN	P/E 2015	10,1	EV/EBITDA 2015	5,5		
		Cena docelowa	34,40 PLN	P/E 2016	7,3	EV/EBITDA 2016	5,1		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	6 185,8	7 199,3	-14%	11 317,3	14 376,3	-21%	20 824,6	28 501,9	-27%
EBITDA	795,1	-242,3	-428%	1 240,7	-10,7	-	2 010,5	-584,1	-
Marża	12,85%	-3,37%	-	7,05%	8,26%	-	7,05%	-2,05%	-
EBIT	623,7	-415,0	-	891,4	-397,7	-	1 146,9	-1 393,0	-
Zysk brutto	612,0	-506,0	-	502,0	-527,0	-	731,7	-2 123,7	-
Zysk netto	495,7	-122,5	-	394,4	-154,9	-	584,5	-1 466,3	-

Najlepszy drugi kwartał w historii

Lotos kolejny kwartał z rzędu powinien odbudować zaufanie inwestorów nadszarpnięte słabszymi rezultatami z 2H'14. W 2Q'15 Spółka powinna naszym zdaniem z nawiązką spieniężyć bardzo dobre otoczenie makro w sektorze rafineryjnym. Szacujemy, że EBITDA LIFO w tym segmencie sięgnie około 540 mln PLN, na co obok wysokich marż i pełnej utylizacji mocy złożą się również dodatnie różnice kursowe (około 30 mln PLN) oraz kolejne odwrócenie części odpisów zapasów wg LIFO wynikające ze wzrostów cen ropy (zakładamy około 40 mln PLN z pozostałych na bilansie 90 mln PLN). Raportowany wynik powinien być wzmocniony efektem LIFO w kwocie +113 mln PLN.

W segmencie detalicznym zakładamy kontynuację pozytywnych tendencji z 1Q (wynik EBITDA 23 mln PLN vs. 17 mln PLN przed rokiem). W przypadku segmentu wydobywczego przy podobnych wolumenach EBITDA powinna wzrosnąć Q/Q (86 mln PLN vs. 75 mln PLN) z uwagi na wyższą średnią cenę ropy. Dodatkowo, podobnie jak w 1Q'15 oczekujemy dodatnich korekt konsolidacyjnych (30 mln PLN) związanych z rozpoznaniem zaległych zysków z przerobu własnej ropy z zapasów. Na działalności finansowej saldo powinno być bliskie neutralnego, gdyż koszty odsetkowe zostaną zneutralizowane przez niewielkie dodatnie różnice kursowe. Ostatecznie więc zysk netto sięgnie prawie 0,5 mld PLN.

Paliwa MOL									
Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca	194,00 PLN		P/E 2015	11,2	EV/EBITDA 2015	4,6		
	Cena docelowa	251,60 PLN		P/E 2016	9,3	EV/EBITDA 2016	4,1		
(mld HUF)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	1 031,6	1 232,2	-16%	1 962,2	2 353,0	-17%	3 651,2	4 869,4	-25%
EBITDA	177,7	99,1	79%	316,3	212,3	49%	589,3	409,0	44%
Marża	17,23%	8,04%	-	16,12%	9,02%	-	13,98%	8,40%	-
EBIT	105,9	32,7	224%	170,5	79,1	115%	265,7	40,9	550%
Zysk brutto	93,8	27,3	244%	105,1	58,7	79%	226,0	-43,9	-
Zysk netto	66,6	24,0	177%	75,7	44,9	69%	136,0	4,8	-

Rekordowe makro w wynikach downstream

Oczyszczona EBITDA LIFO powinna w tym kwartale sięgnąć około 164 mld HUF wobec 95 mld HUF przed rokiem i 150 mld HUF (po korekcie o 4 mld HUF rozwiązanych rezerw) wypracowanych w 1Q'15. Główną siłą napędową tego kwartału będzie ponownie segment downstream (efekt rekordowo wysokich marż przerobowych), który łącznie powinien wypracować 104 mld HUF EBITDA LIFO (74 mld HUF w poprzednim kwartale), z czego około 35 mld HUF powinno pochodzić z obszaru petrochemii. W segmencie wydobywczym EBITDA sięgnie naszym zdaniem około 56 mld HUF, co będzie porównywalne z oczyszczonym wynikiem z 1Q'15 (wówczas MOL zaraportował 60 mld HUF, ale około 4 mld HUF pochodziło ze wspomnianego

rozwiązania rezerw). Brak poprawy q/q mimo wyższych cen ropy to kwestia sezonowego spadku wolumenów na Węgrzech i w Chorwacji oraz niższych cen gazu w regionie. Z uwagi na ograniczone płatności nadal kontrybucja Kurdystanu nie będzie znacząca. W segmencie gazowym zakładamy wynik zbliżony do ubiegłorocznego po korekcie o brak konsolidacji Prirodni Plin (EBITDA 15 mld HUF). Raportowany wynik Grupy będzie wzmocniony dodatnim efektem LIFO, który szacujemy na +14 mld HUF. Na kosztach ogólnych spodziewamy się około -10 mld HUF. Na działalności finansowej z uwagi na zmianę kursu EUR/HUF mogą wystąpić ujemne różnice kursowe, co po uwzględnieniu zysków należnych akcjonariuszom mniejszościowym zaowocuje zyskiem netto rzędu 66 mld HUF.

Paliwa PGNiG									
Sprzedaj									
Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca	6,31 PLN		P/E 2015	13,6	EV/EBITDA 2015	6,3		
	Cena docelowa	5,24 PLN		P/E 2016	14,4	EV/EBITDA 2016	6,4		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	7 867,0	6 846,0	15%	20 362,0	16 381,0	24%	34 874,7	34 304,0	2%
EBITDA	1 389,5	1 286,0	8%	3 715,5	3 467,0	7%	6 323,4	6 345,0	0%
Marża	17,66%	18,78%	-	18,25%	21,16%	-	18,13%	18,50%	-
EBIT	702,5	611,0	15%	2 364,5	2 169,0	9%	3 631,1	3 843,0	-6%
Zysk brutto	862,5	543,0	59%	2 452,5	2 063,0	19%	3 301,9	3 626,0	-9%
Zysk netto	646,9	338,0	91%	1 889,9	1 519,0	24%	2 734,4	2 823,0	-3%

Pogorszenie rentowności na obrocie i odpisy

W 2Q'15 wyniki PGNiG obciążą odpisy na 377 mln PLN, ale przypominamy że rok temu wyniki również były zainfekowane przez zdarzenia jednorazowe w kwocie 490 mln PLN (także w segmencie wydobywczym). Oczyszczona EBITDA wyniesie 1,7 mld PLN vs. 1,8 mld PLN przed rokiem. Segment wydobywczy po korekcie o wspomniane odpisy aktywów powinien wypracować niecałe 0,9 mld PLN zysku EBITDA vs. 1,3 mld PLN w 2Q'14. Pogorszenie to głównie efekt spadku cen ropy oraz dodatkowych kosztów miesięcznego przestoju remontowego. W segmencie obrotu prognozujemy 218 mln PLN EBITDA, a pogorszenie Q/Q (619 mln PLN w 1Q'15) to kwestia spadku średniej ceny sprzedaży (obniżenie taryfy i sezonowy spadek udziału PGNiG OD w przychodach), niższych wolumenów

(sezonowość), wyższego importu z kierunku wschodniego, braku kar naliczonych Gazpromowi oraz dodatkowych kosztów z kontraktu katarskiego (efekt spadku rynkowych cen LNG o 8% Q/Q). W dystrybucji powinien zadziałać efekt wyższych wolumenów oraz dodatni wynik na bilansowaniu i dlatego wynik EBITDA w tym obszarze szacujemy na poziomie 541 mln PLN. Nadal nie zakładamy żadnych rezerw na nagrody roczne, gdyż wciąż Zarząd nie porozumiał się ze związkami. W segmencie ciepłowniczym EBITDA powinna wzrosnąć r/r z 72 mln PLN do 113 mln PLN z uwagi na niższe koszty węgla oraz wzrost taryfy i wolumenu ciepła. Na działalności finansowej zakładamy niewielką stratę (efekt dodatnich różnic kursowych na pożyczce dolarowej w PGNiG Norway) i przy stopie podatkowej rzędu 25% zysk netto powinien sięgnąć 647 mln PLN.

Paliwa Polwax		Kupuj								
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	17,85 PLN	P/E 2015	7,7	EV/EBITDA 2015	6,8			
		Cena docelowa	24,20 PLN	P/E 2016	7,6	EV/EBITDA 2016	6,4			
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	
Przychody	50,7	50,2	1%	104,4	95,6	9%	257,2	258,2	0%	
EBITDA	6,2	6,4	-3%	12,3	12,2	1%	32,7	30,8	6%	
Marża	12,3%	12,8%	-	11,8%	12,8%	-	12,7%	11,9%	-	
EBIT	5,4	5,7	-5%	10,6	10,8	-2%	29,9	27,7	8%	
Zysk brutto	5,1	5,3	-4%	10,1	10,5	-4%	29,1	27,8	5%	
Zysk netto	4,1	4,3	-3%	8,1	8,4	-4%	23,6	21,4	10%	

Poprawa marż q/q, ale będzie trudno pobić 2Q'14

Drugi kwartał sezonowo jest zazwyczaj najslabszym okresem dla Polwaxu, ale rok temu spółce udało się wypracować w tym okresie bardzo dobre wyniki, szczególnie jeśli chodzi o poziom wolumenów, które w segmencie świecowym były wyższe od 1Q'14. Tym razem może być jednak trudniej o taką dynamikę sprzedaży w ujęciu tonażowym z uwagi na przeprowadzone podwyżki cen produktów (część klientów zapewne w takim otoczeniu wstrzymywało się z zakupami licząc na powrót spadkowego trendu na rynek produktów ropopochodnych). Uważamy jednak, że nieco niższe

przychody w tej kategorii powinny zostać skompensowane wzrostem rentowności (gacze nie drożała w 2Q) oraz utrzymaniem pozytywnych tendencji w segmencie specjalistycznych wyrobów dla przemysłu. Zwracamy też uwagę, że na poziomie EBITDA bazę 2Q'14 zawyża dodatnie saldo na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie 0,8 mln PLN (rozwiązanie rezerw na zapasy). Na działalności finansowej strata powinna być mniejsza niż rok temu z uwagi na niższy stan zadłużenia netto. W efekcie spodziewamy się tylko nieznacznego spadku zysku netto r/r.

Chemia Synthos		Trzymaj								
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	4,53 PLN	P/E 2015	16,9	EV/EBITDA 2015	10,9			
		Cena docelowa	4,75 PLN	P/E 2016	12,2	EV/EBITDA 2016	9,3			
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana	
Przychody	998,7	1 163,9	-14,2%	1 972,8	2 350,0	-16,0%	4 799,2	4 618,8	3,9%	
EBITDA	181,2	163,0	11,1%	283,0	330,0	-14,2%	650,9	635,8	2,4%	
Marża	18,1%	14,0%		14,3%	14,0%		13,6%	13,8%		
EBIT	141,7	123,9	14,3%	205,2	252,2	-18,7%	486,2	479,6	1,4%	
Zysk brutto	130,8	109,5	19,4%	231,4	232,2	-0,4%	438,4	427,1	2,7%	
Zysk netto	105,9	96,7	9,6%	197,5	168,9	16,9%	354,5	356,9	-0,7%	

Straty z 1Q uda się częściowo nadgonić w 2Q

W 2Q'15 oczekujemy, że wolumen sprzedaży kauczuków syntetycznych wzrośnie o 7,0% r/r, co wynika z dobrej koniunktury na europejskim rynku motoryzacyjnym w tym okresie oraz wyższych cen butadienu w Azji, co miało naszym zdaniem wpływ na opłacalność europejskiego eksportu. W przypadku produktów styrenopochodnych zakładamy, że wolumeny 2Q'15 będą o 2,9% r/r niższe, co wynika z całkiem wysokiej bazy 2Q'14. W sumie oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży spadną o 14,2% r/r, z czego przychody segmentu kauczuków syntetycznych spadną o 13,7% r/r (szacujemy, że część przewagi po stronie surowców między Azją a Europą Synthos odda azjatyckim klientom w cenach), a produktów styrenopochodnych o 12,6% r/r (ceny produktów w 2Q'15 było o 5-9% r/r niższe). Szacujemy, że w wyniku bardziej sprzyjającego otoczenia surowców w 2Q'15 (ceny butadienu w Azji wyraźnie rosły w 2Q'15 i były wyraźnie niższe niż na rynku europejskim) na każdej tonie sprzedanych kauczuków Synthos zarabiać będzie 1,98 tys. PLN vs. 1,94 tys. PLN w 2Q'14 (EBITDA/t).

Szacujemy również, że w segmencie produktów styrenopochodnych spółka powinna generować około 0,6 tys. PLN/t (tyle samo co w 2Q'14) (EBITDA/t). W sumie oczekujemy, że skonsolidowana EBITDA Grupy w 2Q'15 wyniesie 181,2 mln PLN i będzie o 11,1% r/r wyższa niż w 2Q'14.

W 2Q'15 oczekujemy, że wpływ zmiany kursów walutowych na wycenę portfela kredytów w walutach obcych będzie mały i wyniesie +4 mln PLN. W rezultacie oczekujemy, że wynik netto 2Q'15 wyniesie 105,9 mln PLN i będzie o 9,6% r/r wyższy.

Po IH'15 szacujemy, że nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 41% na poziomie sprzedaży, 43% EBITDA oraz 56% wyniku netto.

Szacujemy, że na koniec IH'15 zadłużenie netto spółki wyniesie 700-750 mln PLN (1,2-1,3x EBITDA'12m). Po wynikach 2Q'15 kluczowym naszym zdaniem będzie to czy projekt inwestycyjny w produkcję kauczuków SSBR rozpocznie działalność na czas.

Energetyka

Energetyka CEZ		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	91,16 PLN	P/E 2015	13,3	EV/EBITDA 2015	7,8		
		Cena docelowa	84,00 PLN	P/E 2016	16,9	EV/EBITDA 2016	8,5		
(mIn CZK)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	45 732,1	48 549,0	-6%	98 738,1	101 706,0	-3%	210 528,1	200 657,0	5%
EBITDA	16 331,1	16 635,0	-2%	35 552,1	37 872,0	-6%	64 250,1	64 651,0	-1%
Marża	35,71%	34,26%	-	36,01%	37,24%	-	30,52%	32,22%	-
EBIT	9 138,1	9 724,0	-6%	21 165,1	24 098,0	-12%	35 709,3	36 946,0	-3%
Zysk brutto	8 023,3	9 092,0	-12%	17 599,3	21 497,0	-18%	30 535,5	28 656,0	7%
Zysk netto	6 338,4	7 360,0	-14%	13 853,4	17 272,0	-20%	24 161,5	22 403,0	8%

Baza odniesienia zaniżona odpisami

W 2Q'14 CEZ zdecydował się zawiązać odpisy na -2,1 mld CZK (farmy wiatrowe w Rumunii), które zainfekowały segment wytwarzania. Dzięki temu na poziomie EBITDA oczekujemy w 2Q'15 zbliżonych rezultatów r/r mimo pogorszenia warunków cenowych. EBITDA segmentu wytwórczego (łącznie Europa Środkowa i Południowa) szacujemy na 8,8 mld CZK (9,3 mld CZK przed rokiem), a spadek zysków oczyszczonych (-2,6 mld CZK r/r) to kwestia niższych cen sprzedaży oraz niższej o 8% generacji w elektrowniach jądrowych (wydłużający się postój

remontowy). Częściowo nadrobić powinien to segment dystrybucji i sprzedaży, gdzie łączny poziom EBITDA prognozujemy na 5,8 mld CZK vs. 5,5 mld CZK (efekt dodatkowej marży na sprzedaży w związku z niższą ceną zakupu). W segmencie wydobywczym zakładamy utrzymanie wyników r/r, podobnie jak w segmencie pozostałe. Na działalności finansowej ujemne różnice kursowe ze spółek tureckich powinny być skompensowane umocnieniem korony czeskiej do EUR i saldo będzie głównie pochodną kosztów odsetkowych. W efekcie na zysku netto pojawi się większa ujemna dynamika r/r.

Energetyka Enea		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	14,47 PLN	P/E 2015	8,1	EV/EBITDA 2015	5,1		
		Cena docelowa	18,00 PLN	P/E 2016	8,7	EV/EBITDA 2016	5,9		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	2 262,9	2 466,5	-8%	4 709,3	4 840,2	-3%	9 917,4	9 855,4	1%
EBITDA	399,4	642,0	-38%	908,5	1 106,4	-18%	1 801,1	1 914,9	-6%
Marża	17,65%	26,03%	-	19,25%	17,54%	-	18,16%	19,43%	-
EBIT	217,7	492,2	-56%	545,0	761,8	-28%	1 090,8	1 186,5	-8%
Zysk brutto	200,9	498,9	-60%	530,2	770,7	-31%	973,5	1 143,1	-15%
Zysk netto	161,9	416,1	-61%	424,7	626,6	-32%	788,6	908,3	-13%

Oczyszczona EBITDA wyższa r/r

Wyniki Grupy w 2Q'14 były zniekształcone przez zdarzenia jednorazowe na ponad 300 mln PLN (w tym 257 mln PLN przychodów z rekompensat KDT oraz rozwiązania rezerw w dystrybucji na 80 mln PLN) tak więc raportowana EBITDA będzie tym razem znacznie niższa r/r, ale na poziomie oczyszczonym spółka powinna poprawić rezultat aż o 30% r/r. Kluczem do lepszych rezultatów powinien być segment wytwarzania, gdzie z uwagi na wyższe ceny sprzedaży, dodatkowy zysk na tradingu (wykorzystanie tanich notowań spot) oraz niższe ceny węgla strumień EBITDA szacujemy na 122 mln PLN (oczyszczone 60 mln PLN rok wcześniej). W

segmencie dystrybucji prognozujemy 268 mln PLN zysku EBITDA (rok temu 313 mln PLN z uwagi na wspomniane rozwiązanie rezerw pracowniczych i na majątek sieciowy), a niekorzystne parametry taryfowe powinny być z nawiązką skompensowane oszczędnościami oraz wyższym wolumenem. W obrocie oczekujemy utrzymania trendów z 1Q'15, tak więc szacujemy EBITDA na 21 mln PLN, nieznacznie poniżej poziomu z roku ubiegłego. Na działalności finansowej saldo powinno być ujemne z uwagi na rosnące zadłużenie netto i w efekcie zysk netto sięgnie niecałych 162 mln PLN.

Energetyka Energia		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	20,05 PLN		P/E 2015	9,4	EV/EBITDA 2015	5,4	
		Cena docelowa	23,40 PLN		P/E 2016	13,4	EV/EBITDA 2016	6,4	
(mln PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	2 670,6	2 538,5	5%	5 583,5	5 286,5	6%	10 627,5	10 590,6	0%
EBITDA	539,1	638,1	-16%	1 230,5	1 281,3	-4%	2 315,0	2 307,0	0%
Marża	20,19%	25,14%	-	20,76%	18,90%	-	21,78%	21,78%	-
EBIT	314,7	422,6	-26%	781,6	857,7	-9%	1 405,0	1 446,2	-3%
Zysk brutto	268,7	364,0	-26%	687,0	757,7	-9%	1 090,0	1 248,1	-13%
Zysk netto	217,2	283,3	-23%	568,2	595,4	-5%	882,9	982,1	-10%

Zielone certyfikaty obciążeniem

Wyniki Energi za 2Q'15 będą naszym zdaniem obciążone niższymi cenami zielonych certyfikatów, zarówno poprzez spadek bieżących przychodów ze sprzedaży energii z odnawialnych źródeł jak i konieczności przeceny posiadanych zapasów świadectw pochodzenia. W efekcie EBITDA segmentu OZE spadnie z 93 mln PLN przed rokiem do 50 mln PLN. Gorzej r/r wypadnie także zysk Ostrołęki, która wypracuje według naszych szacunków 30 mln PLN EBITDA wobec 105 mln PLN rok wcześniej. W tym wypadku źródłem pogorszenia będzie jednak przede wszystkim zawyżona baza odniesienia z 2Q'14, kiedy to rozpoznano zyski na przyznanach z opóźnieniem certyfikatów zielonych na współspalaniu oraz odwrócono rezerwę na CO₂. W tym roku

oczekujemy też spadku przychodów z wymuszenia. W obszarze dystrybucji prognozujemy 420 mln PLN EBITDA vs. 384 mln PLN przed rokiem. Poprawa r/r to głównie pochodna niższych kosztów bilansowania, ale skala jest już mniejsza niż kwartał wcześniej kiedy to zostało dodatkowo wzmocnione zmianą zasad księgowania wolumenów sprzedaży (częstsze odczyty liczników i niedopasowanie kosztów do przychodów). W segmencie obrotu zakładamy spadek strumienia EBITDA z 76 mln PLN do 44 mln PLN z uwagi na zaksięgowane rok wcześniej rozwiązanie odpisu na należności w kwocie 26 mln PLN. Saldo na działalności finansowej nie powinno przynieść zaskoczeń, co implikuje zysk netto na poziomie 217 mln PLN.

Energetyka PGE		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	17,48 PLN		P/E 2015	10,0	EV/EBITDA 2015	5,3	
		Cena docelowa	20,10 PLN		P/E 2016	11,0	EV/EBITDA 2016	6,1	
(mln PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	6 897,3	7 279,0	-5%	14 450,3	14 208,0	2%	27 975,9	28 137,0	-1%
EBITDA	2 069,5	2 947,0	-30%	4 279,5	4 661,0	-8%	7 326,0	8 184,0	-10%
Marża	30,00%	40,49%	-	29,62%	32,81%	-	26,19%	29,09%	-
EBIT	1 275,5	2 150,0	-41%	2 691,5	3 125,0	-14%	4 264,5	5 096,0	-16%
Zysk brutto	1 241,5	2 136,0	-42%	2 603,5	3 118,0	-17%	4 030,3	4 613,0	-13%
Zysk netto	1 000,9	1 708,0	-41%	2 095,9	2 497,0	-16%	3 259,4	3 638,0	-10%

Zawyżona baza odniesienia

W ubiegłym roku w 2Q spółka zaksięgowała szereg zdarzeń jednorazowych, z czego rezerwa rekultywacyjna była korygowana w raporcie rocznym, tak więc baza odniesienia jest zniekształcona i utrudnia porównanie r/r. Oczyszczone rezultaty powinny być jednak lepsze r/r. W segmencie wytwarzania strumień EBITDA szacujemy na 1,2 mld PLN (1,05 mld PLN bez KDT-ów wobec około 0,7 mld PLN rok wcześniej), a poprawa r/r powinna wynikać z wyższych cen energii i spadku kosztu jednostkowego węgla oraz oszczędności w kosztach stałych. W segmencie OZE spadek cen certyfikatów zielonych wpłynie naszym zdaniem na pogorszenie wyniku o około 10 mln PLN do poziomu 90 mln PLN EBITDA. W dystrybucji podobnie jak w

pierwszym kwartale tego roku powinniśmy zaobserwować wzrost zysków r/r w związku z niższymi kosztami strat sieciowych (mocny spadek cen na rynku spotowym), ale przypominamy o tym że w 2Q'14 bazę zawyża rozwiązanie rezerw na około 30 mln PLN (nasza prognoza EBITDA dla segmentu to 602 mln PLN vs. 585 mln PLN rok wcześniej). W segmencie obrotu strumień EBITDA szacujemy na 125 mln PLN vs. zaledwie 20 mln PLN rok wcześniej, co będzie konsekwencją zmiany agresywnej polityki sprzedażowej i brakiem straty w detalu (rok temu -100 mln PLN). Na działalności finansowej saldo powinno być nieco lepsze niż kwartał wcześniej z uwagi na brak ujemnych różnic kursowych. W efekcie zysk netto sięgnie około 1 mld PLN.

Energetyka Tauron									
Kupuj									
Analitik: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca	3,78 PLN		P/E 2015	6,4	EV/EBITDA 2015	4,6		
	Cena docelowa	6,10 PLN		P/E 2016	6,4	EV/EBITDA 2016	4,9		
(mln PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	Zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	4 366,0	4 339,1	1%	9 119,8	9 226,3	-1%	18 875,3	18 440,8	2%
EBITDA	858,1	906,4	-5%	1 879,0	1 994,6	-6%	3 575,6	3 627,0	-1%
Marża	19,65%	20,89%	-	20,60%	21,62%	-	18,94%	19,67%	-
EBIT	422,8	450,0	-6%	1 008,4	1 082,5	-7%	1 675,0	1 830,1	-8%
Zysk brutto	330,2	368,0	-10%	904,5	925,5	-2%	1 272,5	1 498,2	-15%
Zysk netto	267,4	334,4	-20%	769,5	730,3	5%	1 030,7	1 180,9	-13%

Wydobycie obciąża kwartał

W 2Q'15 podobnie jak kwartał wcześniej czarną owcą wyników Tauronu będzie segment wydobywczy. Tym razem obok niskich cen sprzedaży oraz wyższego jednostkowego kosztu związanego z upłynnianiem zapasów ze zwałów dodatkowym źródłem słabego rezultatu w tym obszarze będzie odpis zapasów, jaki zakładamy w związku z informacjami prasowymi dotyczącym śledztwa w sprawie brakujących 100 tys. ton węgla. W efekcie zakładamy, że EBITDA segmentu wyniesie -85 mln PLN vs. 8,5 mln PLN rok wcześniej. W segmencie wytwarzania oczekujemy 155 mln PLN zysku EBITDA, na który złożą się 100 mln PLN z energetyki konwencjonalnej (rok temu 59 mln PLN, a poprawa powinna wynikać z wyższych cen sprzedaży, niższych kosztów paliwa oraz zastępowania zakontraktowanej produkcji zakupami z rynku spot), 10 mln PLN z segmentu

ciepło (pogorszenie r/r z poziomu 36 mln PLN to kwestia dekonsolidacji EC Nowa) oraz 45 mln PLN z segmentu OZE (rok temu było to 40 mln PLN). W dystrybucji oczekujemy, że spółka nadrobi nieco słabszy 1Q i wypracuje 644 mln PLN EBITDA (m.in. efekt niższych kosztów bilansowania) wobec 612 mln PLN rok wcześniej. W obrocie szacujemy zysk EBITDA na 142 mln PLN czyli na poziomie zbliżonym r/r. Na działalności finansowej obok standardowych kosztów odsetkowych oraz zysków z konsolidacji JV z Arcelorem, spółka powinna zaksięgować straty na różnicach kursowych wynikające z wyceny długu denominowanego w EUR w skali około -27 mln PLN (odwrócenie znacznej części zysków zaksięgowanych w 1Q'15 z uwagi na wzrost kursu EUR/PLN). W efekcie ujemna dynamika na zysku netto sięgnie aż -20%. Po pierwszym półroczu nie widzimy jednak ryzyka dla naszych rocznych szacunków.

Telekomunikacja

Telekomunikacja Netia		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	5,64 PLN	P/E 2015	98,2	EV/EBITDA 2015	5,1		
		Cena docelowa	5,80 PLN	P/E 2016	62,8	EV/EBITDA 2016	5,3		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	379,7	422,2	-10,1%	768,4	856,5	-10,3%	1 562,3	1 674,0	-6,7%
EBITDA	109,4	119,8	-8,7%	220,9	245,8	-10,1%	421,8	738,7	-42,9%
Marża	28,8%	28,4%	-	28,7%	28,7%	-	27,0%	44,1%	-
EBIT	3,6	14,2	-75,0%	9,6	34,9	-72,5%	41,6	157,4	-73,5%
Zysk brutto	2,3	9,3	-75,7%	7,0	25,5	-72,4%	24,7	126,4	-80,5%
Zysk netto	2,3	8,3	-72,7%	3,5	19,2	-81,7%	20,0	174,8	-88,6%

Kolejny kwartał negatywnych tendencji przychodowych

W 2Q'15 spodziewamy się utrzymania negatywnych tendencji z poprzedniego kwartału. ARPU z usług głosowych na własnej sieci powinno wykazać spadek do poziomu 30,5 PLN (-18% R/R), a na dzierżawionej infrastrukturze powinno być na poziomie -8% R/R (zakładamy 40,7 PLN). Zakładamy spadek liczby użytkowników na koniec okresu do 1,27 mln (-10% R/R), co wynika ze spadku abonentów na liniach dzierżawionych o blisko 26 tys. w kwartale. Przychody z usługi transmisji danych powinny dalej spadać R/R ze względu na znaczne odpływy abonentów podłączonych w

formule Bitstream Access i Local Loop Unbundling. ARPU z usług transmisji danych powinno wynieść 54,5 PLN (zakładamy niewielki spadek Q/Q). Spadek obrotów będzie zrekomensowany zmniejszeniem się bazy kosztowej: szacujemy spadki COGS do 271 mln PLN (tj. ponad 7% R/R) przez kolejne oszczędności w ramach programu Netia Lajt. Estymujemy także spadki na kosztach ogólnego zarządu i sprzedaży (razem ok. 17 mln PLN). Zysk EBITDA wyniesie 109 mln PLN (skorygowana EBITDA będzie na poziomie 110 mln PLN). Przy ujęciu kosztów finansowych netto na poziomie 1,3 mln PLN zysk netto wyniesie 2,3 mln PLN.

Telekomunikacja Orange Polska		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	8,00 PLN	P/E 2015	33,7	EV/EBITDA 2015	4,2		
		Cena docelowa	8,40 PLN	P/E 2016	41,5	EV/EBITDA 2016	4,5		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	2 971,0	3 084,0	-3,7%	5 901,0	6 079,0	-2,9%	11 681,9	12 212,0	-4,3%
EBITDA	910,7	996,0	-8,6%	1 869,7	2 138,0	-12,5%	3 575,0	4 076,0	-12,3%
Marża	30,7%	32,3%	-	31,7%	35,2%	-	30,6%	33,4%	-
EBIT	200,7	200,0	0,4%	446,7	591,0	-24,4%	721,4	986,0	-26,8%
Zysk brutto	140,7	82,0	71,6%	328,7	354,0	-7,1%	343,9	581,0	-40,8%
Zysk netto	126,7	94,0	34,7%	297,7	365,0	-18,4%	278,5	535,0	-47,9%

Pierwszy kwartał bez pomocy sprzedaży ratalnej

Przychody ze sprzedaży w 2Q'15 estymujemy na poziomie 2 971 mln PLN, tj. o 3,7% R/R niższym. W obszarze telefonii mobilnej Orange Polska powinno wygenerować 1 397 mln PLN obrotów, tj. 4,0% mniej R/R, głównie ze względu na dalszą presję cenową w obszarze B2B (zakładamy spadek ARPU B2B o 13% R/R). W obszarze usług stacjonarnych estymujemy osiągnięcie 448 mln PLN przychodów z dostępu wąskopasmowego (vs. 506 mln PLN rok wcześniej) ze względu na dalsze spadki ilości linii abonenckich POTS i ISDN, czego nie nadrobią mniej marżowe linie VoIP. Ponadto: (1) obroty na dostępie szerokopasmowym będą mniejsze o ponad 3% R/R i wyniosą 402 mln PLN w wyniku presji usług LTE oferowanych przez konkurencyjną grupę Cyfrowego Polsatu na abonentów ADSL, (2) usługi hurtowe odnotują spadek obrotów na poziomie 10% ze względu na odpływy na

WLR. Przychody ze sprzedaży sprzętu szacujemy na 143 mln PLN vs. 110 mln PLN w 2Q'14. Koszty świadczeń pracowniczych w okresie wyniosą 461 mln PLN. Koszty usług obcych będą lekko wyższe R/R, głównie w wyniku (1) zapowiadanej większej aktywności komercyjnej i (2) wyższych kosztów rozliczeń z innymi operatorami w wyniku większego ruchu. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej zakładamy na poziomie -90 mln PLN. Zysk EBITDA wyniesie 911 mln PLN. Nie spodziewamy się zdarzeń jednorazowych w okresie. Przy amortyzacji na poziomie 710 mln PLN, kosztach finansowych netto równych 60 mln PLN i efektywnej stawce podatkowej = 10%, zysk netto wyniesie 127 mln PLN i będzie wyższy ponad 30% R/R. Poprawa na linii netto to efekt refinansowania Orange Polska w trakcie 2014 r.

Media

Media Agora		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	11,50 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	5,1		
		Cena docelowa	8,20 PLN	P/E 2016	-	EV/EBITDA 2016	5,3		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	280,5	270,8	3,6%	563,3	524,7	7,4%	1094,8	1 102,4	-0,7%
EBITDA	25,2	24,1	4,4%	51,1	38,3	33,3%	79,0	77,7	1,6%
Marża	9,0%	8,9%	-	9,1%	7,3%	-	7,2%	7,1%	-
EBIT	-2,7	0,0	-	-0,2	-9,6	-	-12,1	-18,3	-
Zysk brutto	-3,8	-9,8	-	-2,4	-10,1	-	-15,8	-17,9	-
Zysk netto	-3,7	-9,6	-	-2,2	-10,9	-	-17,9	-11,0	-

Lekka poprawa R/R

W 2Q'15 spodziewamy się wzrostu przychodów w Grupie o 3,6% R/R. Kolejny kwartał spodziewamy się spadków w segmencie Prasa, którego obroty szacujemy na 78,6 mln PLN (-2,3% R/R) przy założeniu wyniku rozpowszechniania płatnego *Wyborczej* w wysokości 178 tys. sztuk. Istotnych wzrostów obrotów oczekujemy w segmentach (1) Film i Książka – w wyniku dobrego repertuaru kinowego (szacujemy ilość sprzedanych biletów na 1,6 mln oraz

spodziewamy się stabilnej R/R średniej ceny biletu i wzrostu o 3% R/R średniego wydatku w barach na jeden bilet), (2) Internet – ze względu na wzrosty na rynku reklamy i istotną powierzchnię innych portali reklamowych sprzedawanych przez Agorę oraz (3) Radio – w związku z pośrednictwem w sprzedaży innych stacji radiowych i rynkowymi wzrostami w rejonie reklamy radiowej. W 2Q'15 spodziewamy się wyniku operacyjnego na poziomie -2,7 mln PLN.

Media Cyfrowy Polsat		Redukuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	23,20 PLN	P/E 2015	18,5	EV/EBITDA 2015	7,2		
		Cena docelowa	21,80 PLN	P/E 2016	15,1	EV/EBITDA 2016	6,6		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	2 468,5	735,9	235,4%	4 797,5	2 469,2	94,3%	9 756,5	7 409,9	31,7%
EBITDA	938,4	257,3	264,7%	1 835,0	990,9	85,2%	3 562,5	2 738,3	30,1%
Marża	38,0%	35,0%	-	38,2%	40,1%	-	36,5%	37,0%	-
EBIT	503,0	195,0	158,0%	931,7	617,1	51,0%	1 761,4	1 442,4	22,1%
Zysk brutto	279,2	94,1	196,7%	476,0	261,4	82,1%	960,7	314,2	205,8%
Zysk netto	245,7	80,7	204,5%	416,5	230,3	80,9%	804,1	292,5	174,9%

Istotne spadki wyniku EBITDA

Ze względu na konsolidację Polkomtela wyniki za 2Q'15 nie są porównywalne R/R. Przychody szacujemy na poziomie 2 468 mln PLN, tj. będą na lekko wyższym poziomie R/R vs. wyniki stary CPS i Polkomtel proforma. Spodziewamy się spadku przychodów detalicznych od klientów indywidualnych o ponad 3% R/R do 1 654 mln PLN w wyniku spadku ARPU detalicznego, co zostanie zrekomensowane: wzrostem obrotów hurtowych w grupie oraz wzrostem przychodów ze sprzedaży sprzętu (co dodatkowo wpływa na poprawę marży księgowej EBITDA). Bazę kosztową bez amortyzacji

szacujemy na 1 530 mln PLN (vs. 1 412 mln PLN w 2Q'14 proforma), co będzie wynikać przede wszystkim ze wzrostu kosztów własnych sprzedanego sprzętu oraz kosztów technicznych i rozliczeń międzyoperatorskich (zakładamy zużycie 50,7 mln GB w kwartale kupionych od Midasa po obniżonej w marcu stawce za 1 GB). Wynik EBITDA powinien wynieść 938 mln PLN, tj. 9% niżej R/R vs. wynik proforma sprzed roku. Przy amortyzacji na poziomie 435 mln PLN i 224 mln PLN kosztów finansowych zysk brutto wyniesie 279 mln PLN, a netto 246 mln PLN.

Media TVN									
Sprzedaż									
Analityk: Paweł Szpigiel	Cena bieżąca	19,81 PLN		P/E 2015	24,0	EV/EBITDA 2015	16,5		
	Cena docelowa	18,90 PLN		P/E 2016	17,0	EV/EBITDA 2016	13,4		
(mln PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	446,0	432,5	3,1%	808,9	784,3	3,1%	1668,6	1593,8	4,7%
EBITDA	170,2	182,5	-6,8%	229,5	278,3	-17,5%	532,1	548,8	-3,0%
Marża	38,2%	42,2%	-	28,4%	35,5%	-	31,9%	34,4%	-
EBIT	152,6	165,5	-7,8%	194,3	244,3	-20,5%	463,3	477,3	-2,9%
Zysk brutto	50,2	124,8	-59,8%	138,7	127,1	9,1%	340,2	197,1	72,6%
Zysk netto	46,4	115,1	-59,7%	125,9	126,2	-0,3%	280,9	194,8	44,3%

Oczyszczona EBITDA stabilna R/R pomimo wzrostów na rynku reklamy TV

W 2Q'15 spodziewamy się umiarkowanych wzrostów na rynku reklamy telewizyjnej na poziomie +4% R/R. Na tym tle przychody związane z reklamą TVN powinny wzrosnąć w podobnym tempie i przełożyć się na obroty w kwartale równe 446 mln PLN (+3,1% R/R). Bazę kosztową szacujemy na poziomie 292 mln PLN przy uwzględnieniu: (1) 120 mln PLN kosztów produkcji własnej, (2) 17,5 mln PLN jednorazowych kosztów związanych z transakcją sprzedaży pakietu większościowego TVN, (3) kosztów wynagrodzeń na poziomie 41 mln PLN. Wynik jednostek stowarzyszonych zakładamy na

poziomie 17 mln PLN, co przy 102 mln PLN kosztów finansowych (uwzględniając stratę w wysokości 58 mln PLN w wyniku przeszacowania wartości długu TVN denominowanego w EUR) powinno przełożyć się na zysk netto na poziomie 46,4 mln PLN. Zwracamy uwagę, że wynik EBITDA skorygowany o wyniki nC+ i Onetu oraz o jednorazowe koszty transakcji jest estymowany przez nas na 171 mln PLN, czyli na poziomie wyższym R/R tylko o 2%, przy rentowności EBITDA na poziomie 38,3%, co jest wynikiem relatywnie słabym patrząc na cenę 20,00 PLN proponowaną w wezwaniu od Scripps.

IT

IT Asseco Poland		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	58,35 PLN	P/E 2015	14,0	EV/EBITDA 2015	7,5		
		Cena docelowa	59,00 PLN	P/E 2016	13,9	EV/EBITDA 2016	7,3		
(mln PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	1 631,1	1 499,1	8,8%	3 223,1	2 913,0	10,6%	6 443,6	6 231,9	3,4%
EBITDA	220,4	220,5	-0,1%	605,2	430,7	40,5%	918,3	905,1	1,5%
Marża	13,5%	14,7%	-	18,8%	14,8%	-	14,3%	14,5%	-
EBIT	155,9	150,2	3,8%	320,4	295,3	8,5%	656,2	636,7	3,1%
Zysk brutto	154,7	142,5	8,5%	318,0	306,9	3,6%	633,5	648,1	-2,2%
Zysk netto	73,3	86,5	-15,3%	150,9	183,2	-17,6%	345,6	358,4	-3,6%

Spółka matka pod presją segmentu administracji publicznej

W 2Q'15 spółka matka Asseco Poland powinna wykazać istotny spadek obrotów w wyniku spadku wydatków administracji publicznej na rozwiązania IT. W kwartale Asseco odczuło także mniejszy popyt na rozwiązania dla medycyny, w tym na systemy AMMS dla szpitali. Stąd przychody spółki matki szacujemy na 301,5 mln PLN, a wynik EBIT na 49,5 mln PLN (czyli ponad 20% mniej R/R). Z drugiej strony, wyniki grupy zostaną uratowane przez spółki córki, tj. spodziewamy się bardzo dobrego kwartału w ASEE ze względu na istotny popyt na rozwiązania paymentowe, zwłaszcza w Serbii i w Macedonii oraz na rynku

zachodnioeuropejskim (przy czym istotne wzrosty Asseco Spain to częściowo wynik na niskomarżowej sprzedaży sprzętu). Zastój w kontraktach dofinansowywanych ze starej puli środków UE na rynku czeskim powrócił, jednak zostało to nadrobione dobrymi wynikami Słowacji. W sumie zysk EBIT estymujemy na poziomie 165 mln PLN, co zostanie prawdopodobnie zmniejszone o zawiązanie rezerwy na ŚKUP (zakładamy 9 mln PLN rezerwy w związku z tym, że KZK GOP poinformował o naliczeniu kary 13,3 mln PLN w maju). Przy kosztach finansowych netto równych -1,2 mln PLN oraz efektywnej stawce podatkowej w wysokości 21% spodziewamy się zysku netto na poziomie 122,2 mln PLN, w tym 73,3 mln PLN dla akcjonariuszy jednostki dominującej.

Górnictwo i Metale

Górnictwo węgla JSW		Trzymaj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	11,66 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	6,1		
		Cena docelowa	27,00 PLN	P/E 2016	-	EV/EBITDA 2016	2,2		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	1 920,5	1 465,0	31,1%	3 730,6	3 128,7	19,2%	7 270,5	6 814,9	6,7%
EBITDA	-104,7	19,3	-	354,5	229,6	54,4%	489,5	521,2	-6,1%
Marża	-5,5%	1,3%		9,5%	7,3%		6,7%	7,6%	
EBIT	-104,7	-292,7	-	-310,1	-382,9	-	-833,8	-774,8	-
Zysk brutto	-138,7	-313,7	-	-379,5	-428,6	-	-998,9	-882,2	-
Zysk netto	-113,7	-252,9	-	-310,4	-341,4	-	-776,8	-1 079,2	-

Wyższe wolumeny, niższe ceny

Wyższy wolumen produkcji i sprzedaży, ale niższe ceny zbytu determinowały wyniki JSW w 2Q. Ceny referencyjne węgla koksowego obniżyły się do 110 USD/t, tj. o 6% q/q. Pod presją pozostają również ceny węgla energetycznego na rynku polskim (w prognozie 220 PLN/t vs. 229 PLN/t w poprzednim kwartale). Zakładamy, że ceny koksu zachowywały się analogicznie jak węgiel koksowy (-6% q/q). Po zakończeniu strajku spółka odzyskała zdolności produkcyjne na poziomie ok. 1,4 mln ton kwartalnie, co oznacza, że kwartalna produkcja powinna wynieść ok.

2,96 mln ton węgla koksowego i 1,28 mln ton węgla energetycznego. Produkcja koksu jest pochodną zdolności produkcyjnych zakładu i wynosi ok. 1 mln ton. Zakładamy, że wielkość sprzedaży będzie zbliżona do wielkości produkcji. W prognozie nie zakładamy zdarzeń jednorazowych. Pomimo wysokiej straty kwartalnej prawdziwym wyzwaniem dla spółki będzie jednak dopiero 3Q, w którym ceny referencyjne węgla koksowego obniżyły się do 93 USD/t, tj. -15,5% q/q. Według naszych szacunków w 3Q spółce skończy się gotówka i będzie potrzebowała dodatkowego finansowania.

Metale KGHM		Kupuj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	90,30 PLN	P/E 2015	8,4	EV/EBITDA 2015	4,7		
		Cena docelowa	127,00 PLN	P/E 2016	7,3	EV/EBITDA 2016	4,4		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	4 024,2	3 927,0	2,5%	7 791,2	7 727,0	0,8%	23 220,4	20 492,0	13,3%
EBITDA	993,0	1 041,0	-4,6%	2 009,0	1 965,0	2,2%	5 300,8	5 311,0	-0,2%
Marża	24,7%	26,5%		25,8%	25,4%		22,8%	25,9%	
EBIT	789,0	828,0	-4,7%	1 579,0	1 546,0	2,1%	3 403,8	3 676,0	-7,4%
Zysk brutto	754,0	819,0	-7,9%	1 459,0	1 531,0	-4,7%	3 085,8	3 098,0	-0,4%
Zysk netto	535,1	612,0	-12,6%	1 032,1	1 119,0	-7,8%	2 159,7	2 450,0	-11,9%

Jeszcze udany kwartał

W 2Q średnia cena miedzi wyniosła 6 047 USD/t w stosunku do 5 805 USD/t w poprzednim kwartale. Średnie ceny srebra kształtowały się na poziomie 537 USD/kg, tj. o 0,4% mniej w ujęciu q/q. Po słabym 1Q, kiedy na poziomie jednostkowym spółka sprzedała tylko 132 tys. ton miedzi, w omawianym okresie zakładamy wzrost wolumenu sprzedaży do 142 tys. ton, a srebra do 280 ton (+4% q/q). Przy zbliżonych cenach

surowców i nieco wyższym wolumenie oczekujemy, że na poziomie jednostkowym zysk netto spółki powinien przekroczyć 500 mln PLN. W przypadku KGHM Int. zakładamy stratę netto w wysokości 91 mln PLN – w wynikach nadal nie jest uwzględniony projekt Sierra Gorda (od 3Q). W prognozie nie uwzględniamy odpisów trwałej wartości aktywów górniczych w KGHM Int, które mogą pojawić się w sprawozdaniu półrocznym.

**Górnictwo węgla
LW Bogdanka**

W trakcie aktualizacji

Analityk: Michał Marczak	Cena bieżąca	51,66 PLN		P/E 2015	-		EV/EBITDA 2015	-	
	Cena docelowa	-		P/E 2016	-		EV/EBITDA 2016	-	
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	415,3	448,1	-7,3%	843,6	945,4	-10,8%	1 817,9	2 013,6	-9,7%
EBITDA	141,8	129,8	9,3%	286,2	303,4	-5,7%	590,7	750,0	-21,2%
Marża	34,1%	29,0%		33,9%	32,1%		32,5%	37,2%	
EBIT	48,2	40,7	18,3%	92,9	126,7	-26,6%	203,1	362,3	-44,0%
Zysk brutto	38,8	37,6	3,2%	81,4	116,8	-30,3%	189,1	345,9	-45,3%
Zysk netto	31,4	28,8	9,0%	64,1	91,4	-29,9%	153,2	272,4	-43,8%

Powtórka z 1Q

Zarząd zaraportował już, że w 2Q wydobycie węgla handlowego wyniosło 1,9 mln ton (-90 tys. ton q/q), a sprzedaż 1,88 mln ton (o 70 tys. ton mniej niż w 1Q). W prognozie zakładamy, że jednostkowy przychód ze sprzedaży węgla wyniósł 208 PLN/t, tj. o 1,4% mniej niż w poprzednim kwartale. Biorąc pod uwagę otoczenie rynkowe tak niewielkie zmiany cen rynek powinien odebrać jako pozytywny sygnał.

Zarząd spółki będzie jednak przestrzegał inwestorów przed możliwym spadkiem cen w roku przyszłym. W prognozie zakładamy również wystąpienie efektu oszczędności kosztowych w kwocie 7 mln PLN, co powoduje że pomimo niższego wolumenu sprzedaży w stosunku do 1Q wynik netto raportowanego okresu powinien być zbliżony do poprzedniego kwartału. W prognozie nie zakładamy jednorazowych zdarzeń.

Przemysł

Przemysł Elemental		Akumuluj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	4,10 PLN	P/E 2015	18,0	EV/EBITDA 2015	12,2		
		Cena docelowa	4,50 PLN	P/E 2016	16,9	EV/EBITDA 2016	9,9		
(mln UAH)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	224,0	162,6	37,8%	431,2	336,2	28,3%	1 151,8	772,3	69,7%
EBITDA	14,9	10,0	48,7%	29,4	21,1	39,3%	66,1	41,2	55,1%
Marża	6,6%	6,2%		6,8%	6,3%		5,7%	5,3%	
EBIT	12,0	8,6	39,8%	24,3	18,7	29,5%	54,9	34,9	57,2%
Zysk brutto	10,2	8,2	24,9%	22,7	17,8	27,3%	54,9	32,2	60,2%
Zysk netto	9,4	7,7	22,4%	21,6	16,9	28,1%	36,0	31,1	25,3%

Poprawa dzięki akwizycjom

W 2Q'15 oczekujemy, że skonsolidowany wolumen ze sprzedaży wyniesie 45,8 tys. ton (+33% r/r). Największej poprawy wolumenu sprzedaży oczekujemy w segmentach związanych z recyklingiem płytek nadrukowanych (+110% r/r), oraz zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego (+52% r/r). W segmencie katalizatorów oczekujemy, że sprzedaż sięgnie 186 ton (3 tony w 2Q'14), a wolumen handlu metalami wzrośnie o 23% r/r. Zakładamy również, że w okresie 2Q'15 Spółka konsolidować będzie w pełni EMP Recycling, Metal Holding oraz Evciler (Evciler w 1Q'15 konsolidowany był przez jeden miesiąc). Biorąc pod uwagę ceny metali kolorowych oraz stali szacujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą w

2Q'15 224,0 mln PLN i będą o 37,8% r/r wyższe. Wartościowo naszym zdaniem EBITDA powinna wzrosnąć w 2Q'15 o 48,7% r/r. Zakładamy, że największy wzrost wartości EBITDA będzie miał miejsce w segmencie nadrukowanych płytek elektronicznych, (+80% r/r). W segmencie katalizatorów zakładamy, że segment wygeneruje wynik EBITDA na poziomie 3,7 mln PLN. Na poziomie wyniku netto oczekujemy rezultatu na poziomie 9,4 mln PLN (+22,4% r/r). Po IH'15 nasza całoroczna prognoza sprzedaży wykonana będzie w 37% na poziomie sprzedaży, 44% EBITDA oraz 60% wyniku netto. Oczekujemy ujemnego przepływu gotówki z działalności operacyjnej w 2Q'15. Szacujemy, że dług netto na koniec 2Q'15 wyniesie około 60 mln PLN.

Przemysł elektromaszynowy Famur		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	1,60 PLN	P/E 2015	8,4	EV/EBITDA 2015	3,0		
		Cena docelowa	3,00 PLN	P/E 2016	7,2	EV/EBITDA 2016	2,4		
(mln PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	148,9	138,3	7,7%	425,1	313,0	35,8%	816,0	708,8	15,1%
EBITDA	38,0	56,8	-33,0%	97,8	127,6	-23,4%	229,8	275,9	-16,7%
Marża	25,5%	41,1%		23,0%	40,8%		28,2%	38,9%	
EBIT	3,6	18,1	-80,2%	28,5	50,6	-43,6%	95,6	121,9	-21,6%
Zysk brutto	1,1	16,9	-93,6%	32,3	52,7	-38,7%	101,5	113,3	-10,4%
Zysk netto	0,9	17,6	-95,0%	29,9	46,6	-35,9%	91,3	100,3	-8,9%

Słaby kwartał pod względem rentowności i generowanych przychodów

W 1Q'15 oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą około 148,9 mln PLN i będą o około 7,7% r/r wyższe oraz 67,5% q/q niższe. Pozytywny wpływ na wielkość sprzedaży będzie miała konsolidacja przejętego na początku roku Famak (około 20 mln PLN prognozowanej sprzedaży w 2Q'15) oraz nieznacznie wyższa sprzedaż w segmencie kompleksów ścianowych (+7,2% r/r). Niższej sprzedaży oczekujemy w segmentach kompleksów chodnikowych (-12,8% r/r), systemów transportu (-25,0% r/r) oraz usług (-6,5% r/r). Oczekujemy, że wynik brutto ze sprzedaży wyniesie w 2Q'15 48,5 mln PLN i będzie o 8,0% r/r wyższy, głównie w efekcie przejścia Famak. Oczekujemy 15-16% spadku wyniku w segmentach kompleksów chodnikowych oraz systemów transportu oraz zbliżonych r/r

wyników segmentu kompleksów ścianowych. W rezultacie wyższych kosztów sprzedaży (14,3 mln PLN vs. 1,3 mln PLN w 2Q'14; konsolidacja Famak) oraz negatywnego wpływu pozostałej działalności operacyjnej (w kwocie 5 mln PLN) szacujemy, że wynik EBITDA spadnie w 2Q'15 o 33% r/r do poziomu 38,0 mln PLN. Przy istotnym poziomie amortyzacji, oczekujemy, że wynik netto ukształtuje się na poziomie 0,9 mln PLN, czyli istotnie niżej niż miało to miejsce w 2Q'14. Oczekujemy w 2Q'15 wysokiego pozytywnego przepływu gotówki z działalności operacyjnej, co wynika z rozliczenia kontraktów eksportowych oraz części realizowanych w 1Q'15 kontraktów krajowych. W rezultacie oczekujemy, że dług netto spadnie na koniec IH'15 do poziomu około 100 mln PLN vs. 190,4 mln PLN na koniec 1Q'15. Po IH'15 nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 52% na poziomie sprzedaży, 43% EBITDA oraz 33% wyniku netto.

**Przemysł spożywczy
Kernel**
Redukuj

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	44,50 PLN		P/E 2015	6,1	EV/EBITDA 2015	3,1		
	Cena docelowa	35,00 PLN		P/E 2016	6,5	EV/EBITDA 2016	4,3		
(mIn USD)	4Q'14/15P	4Q'13/14	zmiana	2014/15P	2013/14	zmiana	2015/16P	2014/15P	zmiana
Przychody	509,6	579,9	-12,1%	1 880,5	2393,3	-21,4%	1987,5	1 880,5	5,7%
EBITDA	123,9	87,6	41,4%	266,8	223,0	19,6%	284,5	266,8	6,6%
Marża	24,3%	15,1%		14,2%	9,3%		14,3%	14,2%	
EBIT	102,8	65,6	56,7%	173,6	128,7	34,9%	194,2	173,6	11,9%
Zysk brutto	80,4	-14,7	-	96,8	-90,4	-	122,1	96,8	26,1%
Zysk netto	79,2	-30,7	-	91,0	-98,3	-	113,5	91,0	24,8%

Ostatni kwartał dodatnich dynamik

W 2Q'15 wolumen sprzedaży oleju luzem wyniósł 300,3 tys. ton (+1% r/r), a oleju butelkowanego 18,1 tys. ton (-5% r/r). Sprzedaż zboża w 2Q'15 sięgnęła 788,3 tys. ton i była o 11% r/r wyższa, a obłożenie terminali przeładunkowych wzrosło do 949,6 tys. ton i było o 13% r/r wyższe. Sprzedaży zboża naszym zdaniem rozczarowała w 2Q'15 (-32,7% r/r). Według naszych szacunków eksport zboża na rynku ukraińskim mógł być w 2Q'15 nawet o 50% wyższy niż w 2Q'14. Rozczarował wynik sprzedażowy rosyjskiego portu w Tamanie, który w 2Q'15 zanotował spadek wolumenu sprzedaży o 48,7% r/r (rolnicy nie sprzedają zboża w oczekiwaniu na zniesienie przez lokalny Rząd ceł eksportowych). W sumie na bazie przedstawionych wolumenów sprzedaży szacujemy, że przychody w 2Q'15 Grupy Kernel wyniosą 509,6 mln USD (-12,1% r/r). Naszym

zdaniem EBITDA sięgnie 123,9 mln USD (+41,4% r/r), z czego szacujemy, że około 30% kontrybucję do wyniku będą miały przeszacowania aktywów biologicznych segmentu produkcji rolnej. Na poziomie działalności finansowej oczekujemy, że na wynik wpłyną pozytywne różnice kursowe z tytułu przeszacowania należnego zwrotu podatku VAT (w 2Q'15 UAH umacniała się do USD, co naszym zdaniem wpłynie pozytywnie na wynik w kwocie 9,3 mln USD). W rezultacie oczekujemy, że wynik netto wyniesie 79,2 mln USD (vs. 30,7 mln USD straty w 2Q'14). Spadek wolumenu przerobu słonecznika (-8% r/r) może naszym zdaniem sygnalizować spadek r/r sprzedaży oleju słonecznikowego w 3Q'15. Dodatkowo należy wziąć pod uwagę niski poziom zapasów nasion słonecznika na początku roku obrotowego na rynku ukraińskim (na początku lipca 1 mln ton - 35,5% r/r).

**Przemysł elektromaszynowy
Kęty**
Redukuj

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	292,50 PLN		P/E 2015	14,1	EV/EBITDA 2015	8,7		
	Cena docelowa	261,39 PLN		P/E 2016	14,3	EV/EBITDA 2016	8,6		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	492,0	441,7	11,4%	958,0	854,5	12,1%	1 958,8	1 819,6	7,7%
EBITDA	85,0	81,3	4,5%	158,7	149,2	6,4%	335,3	309,3	8,4%
Marża	17,3%	18,4%		16,6%	17,5%		17,1%	17,0%	
EBIT	64,0	61,1	4,7%	116,3	109,5	6,2%	250,8	224,6	11,7%
Zysk brutto	67,0	58,9	13,7%	106,0	99,2	6,9%	239,4	201,9	18,6%
Zysk netto	52,0	52,6	-1,2%	87,1	83,4	4,4%	193,9	169,0	14,7%

Dynamika wzrostu wyników spowalnia w IH'15

Zarząd Grupy Kęty szacuje, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży 2Q'15 wyniosły 490 - 495 mln PLN, czyli będą wyższe o około 11% r/r. Według przekazanych informacji w trakcie 2Q'15 koniunktura na rynku nadal sprzyjała największym segmentom Grupy Kapitałowej. Segment Systemów Aluminiowych osiągnął obroty o 15% r/r wyższe, natomiast Segment Wyrobów Wyciskanych zwiększył swoją sprzedaż o 20% r/r. Segment Opakowań Giętkich zanotował 13% r/r wzrost przychodów, a sprzedaż Segmentu Akcesoriów Budowlanych pozostała na podobnym do zeszłego roku poziomie. Jedynym segmentem notującym spadek był Segment Usług Budowlanych z około 20% r/r niższą sprzedażą. Według prognozy Zarządu spółki skonsolidowany zysk operacyjny drugiego kwartału wyniesie 63 - 65 mln PLN (dynamika między +3% a +5% r/r), natomiast EBITDA wyniesie 84 - 86 mln PLN (dynamika między +3% a +6% r/r). Saldo działalności finansowej (koszty odsetek, różnice kursowe na wycenie pozycji bilansowych, w tym kredytów

walutowych) ze względu na stabilizację na rynkach finansowych będzie miało wynik dodatni i wyniesie ok 4 mln PLN, (w 2Q'14 saldo wyniosło -2,2 mln PLN). W konsekwencji spółka szacuje, iż skonsolidowany zysk netto wyniesie 51- 53 mln PLN (dynamika między -3% a +0,7% r/r). Na koniec czerwca 2015 roku dług netto Grupy Kapitałowej wyniesie 200 - 210 mln PLN, wobec 200,6 mln PLN na koniec 1Q'15. Podobnie jak w 1Q'15 dynamika wzrostu rezultatów na poziomie operacyjnym i netto wyraźnie spadła i utrzymuje się na poziomie jednocyfrowym. Mimo jednocyfrowej dynamiki wzrostu wyniku operacyjnego wynik netto jest na porównywalnym, jak w ubiegłym roku poziomie. Naszym zdaniem może to być rezultatem wyższej stopy podatkowej zanotowanej w 2Q'15 (w 1Q'15 oraz 2Q'14 efektywna stopa podatkowa utrzymywała się na niskim poziomie 10%). Wielkość długu netto na koniec 2Q'15 może zwiastować, że podobnie jak w 1Q'15 Spółka ponosiła duże nakłady związane z realizacją programu inwestycyjnego. Nasze prognozy na 2Q'15 są zbliżone do oficjalnej prognozy Zarządu.

Przemysł elektromaszynowy									
Kopex Trzymaj									
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	6,65 PLN		P/E 2015	11,2	EV/EBITDA 2015	3,9		
	Cena docelowa	8,10 PLN		P/E 2016	10,1	EV/EBITDA 2016	3,7		
(mln PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	318,1	373,3	-14,8%	645,5	750,6	-14,0%	1 202,0	1 433,9	-16,2%
EBITDA	50,2	78,1	-35,8%	98,9	150,3	-34,2%	220,0	287,4	-23,4%
Marża	15,8%	20,9%		15,3%	20,0%		18,3%	20,0%	
EBIT	15,5	40,5	-61,7%	29,3	75,4	-61,2%	75,1	135,6	-44,6%
Zysk brutto	3,2	36,4	-91,3%	14,0	72,1	-80,6%	56,4	130,0	-56,6%
Zysk netto	2,2	32,5	-93,3%	9,6	58,4	-83,5%	44,2	101,3	-56,4%

Wysoka baza roku ubiegłego przy niskim portfelu zamówień

Na koniec 1Q'15 wartość portfela zamówień Grupy Kopex wyniosła 1255 mln PLN i była o 23,6% r/r niższa. Największy spadek miał miejsce w segmencie urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-63,8% r/r), maszyn i urządzeń górniczych (-28,4% r/r) oraz usług górniczych (-17,6% r/r). Żaden z kluczowych segmentów nie zwiększył wartości pozyskanych zleceń. W rezultacie niższego portfela zamówień oczekujemy spadkowych przychodów w kluczowych obszarach działalności (usługi górnicze -13,0% r/r; maszyny dla górnictwa podziemnego -18,0% r/r; maszyny elektryczne i elektroniczne -68,8% r/r). W sumie szacujemy, że skonsolidowane przychody za 1Q'15 wyniosą 318,1 mln PLN i będą o 14,8% r/r niższe oraz 2,8% q/q niższe. Szacujemy, że wraz za spadającymi obrotami spadek wyniku brutto ze

sprzedaży zanotują również segmenty urządzeń elektrycznych (-71,9% r/r), maszyn dla górnictwa podziemnego (-30,3% r/r) oraz usług górniczych (-18,2% r/r). W sumie szacujemy, że wynik brutto ze sprzedaży wyniesie 47,4 mln PLN i będzie o 36,1% r/r niższy oraz 3,9% q/q wyższy. Oczekujemy 35,8% r/r spadku wyniku EBITDA Grupy oraz 61,7% spadku wyniku operacyjnego. Na poziom wyniku netto negatywny wpływ na wynik będzie miała wycena kontraktów forward na sprzedaż walut. Szacujemy, że łączny wpływ wyniesie 5,9 mln PLN. W efekcie wynik netto prognozujemy, że wyniesie w 2Q'15 2,2 mln PLN i będzie znacząco niższy niż w 2Q'14. Dług netto na koniec IH'15 szacujemy na poziomie 400 mln PLN (1,7x EBITDA'12m). Po IH'15 nasza całoroczna prognoza sprzedaży zrealizowania będzie w 54%, EBITDA 45%, a wynik netto 22%.

Przemysł spożywczy									
Tarczyński Trzymaj									
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	11,90 PLN		P/E 2015	9,4	EV/EBITDA 2015	6,0		
	Cena docelowa	15,00 PLN		P/E 2016	8,8	EV/EBITDA 2016	5,7		
(mln PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	137,5	134,3	2,4%	262,3	243,2	7,9%	540,5	494,4	9,3%
EBITDA	11,4	7,8	47,2%	25,1	17,7	41,9%	42,4	41,8	1,4%
Marża	8,3%	5,8%		9,6%	7,3%		7,8%	8,5%	
EBIT	6,4	3,2	102,6%	15,1	8,0	89,4%	23,3	21,6	7,8%
Zysk brutto	4,5	1,3	241,9%	11,3	4,7	140,2%	17,8	15,0	19,1%
Zysk netto	3,6	1,0	256,8%	9,0	3,5	159,3%	14,4	11,7	23,6%

Wyraźna poprawa rentowności, zmniejszona przez koszty kampanii reklamowej

W 2Q'15 spodziewamy się spadku wolumenu sprzedaży produktów przetworzonych o 3,9% r/r z uwagi na przesunięcie świąt wielkanocnych. W 2014 roku święta przełożyły się na wyższą sprzedaż drugiego kwartału, natomiast w 2015 roku wyższa sprzedaż z tytułu świąt miała miejsce w pierwszym kwartale. Mimo spadku cen surowca mięsnego na rynku oczekujemy, że średni przychód na kilogram wzrośnie w 2Q'15 o 10,2% do 19,3 PLN/kg, co wynika ze zwiększenia proporcji sprzedaży produktów bardziej przetworzonych. W sumie szacujemy, że wielkość przychodów w 2Q'15, mimo niższych wolumenów sprzedaży wzrośnie o 2,4% r/r. Naszym zdaniem na każdym kilogramie sprzedanego produktu Tarczyński w 2Q'15 zarabiać będzie 5,0 PLN, czyli o 30,5% r/r więcej. Wpływ na wzrost marży

mają niższe ceny surowca mięsnego. W 2Q'15 pozytywny wpływ na wyniki będzie miała niższa wartość wydatków reklamowych. W 2Q'14 koszt kampanii reklamowej był na poziomie 2,5 mln PLN, natomiast w 2Q'15 ten naszemu zdaniem spadnie do 0,5 mln PLN. W bieżącym roku większość wydatków reklamowych została poniesiona w 1Q'15 (4,3 mln PLN). W sumie oczekujemy, że EBITDA Grupy wzrośnie o 47,2% r/r, a EBIT 102,6% r/r. Po IH'15 nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 49% na poziomie przychodów ze sprzedaży, 59% EBITDA oraz 62% wyniku netto. Po wynikach IH'15 widzimy możliwość podwyższenia naszych całorocznych rezultatów EBITDA do 47-50 mln PLN, a wyniku netto 15-17 mln PLN. Dług netto na koniec IH'15 szacujemy na poziomie 150 mln PLN (3,0x EBITDA'12m).

**Przemysł samochodowy
Uniwhheels**
Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	117,00 PLN		P/E 2015	10,7		EV/EBITDA 2015	7,3	
	Cena docelowa	136,60 PLN		P/E 2016	10,1		EV/EBITDA 2016	6,8	
(mln EUR)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	98,1	bd.	bd.	203,0	bd.	bd.	401,6	362,6	10,8%
EBITDA	12,2	bd.	bd.	25,4	bd.	bd.	52,0	46,3	12,3%
Marża	12,4%	bd.		12,5%	bd.		12,9%	12,8%	
EBIT	8,5	bd.	bd.	18,1	bd.	bd.	36,5	32,1	13,8%
Zysk brutto	4,7	bd.	bd.	18,3	bd.	bd.	33,6	21,8	54,5%
Zysk netto	4,6	bd.	bd.	18,0	bd.	bd.	33,3	22,2	49,8%

Drugi kwartał powinien potwierdzić całoroczne prognozy

W 2Q'15 oczekujemy, że wolumen sprzedaży felg aluminiowych wyniesie 1,8 mln sztuk, co pozwoli na 91% obłożenie mocy produkcyjnych. Szacujemy, że wolumen sprzedaży felg w ramach Aftermarket wyniesie 264 tys. sztuk, a dla klientów OEM 1 560 tys. sztuk. Oczekujemy 2,2% q/q spadku średnich cen sprzedaży felg, co wynika z 6,6% spadków średnich cen aluminium (średnia cena aluminium + premia producencka). W sumie oczekujemy, że łączne przychody ze sprzedaży wyniosą 98,1 mln EUR. Szacujemy, że średnio w 2Q'15 na każdej wyprodukowanej feldzie Uniwhheels zarabiać będzie 6,7 EUR/sztuka (-4,3% q/q – niższa marża niż w 1Q'15 wynika z mniejszego

oczekiwanego udziału wyżej marżowych kół Aftermarket). Oczekujemy, że EBITDA w 2Q'15 wyniesie 12,2 mln EUR.

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy, że spółka odwróci część zaksięgowanych w 1Q'15 dodatnich różnic kursowych. Szacujemy, że łączny wpływ różnic kursowych na wyniki wyniesie w 2Q'15 -2,5 mln EUR. Wynik netto oczekujemy na poziomie 4,6 mln EUR. Po IH'15 spodziewamy się, że nasza całoroczna prognoza wyników wykonana będzie w 51% na poziomie sprzedaży, 49% EBITDA oraz 54,0% wyniku netto. Po stronie bilansu w 2Q'15 powinno być widoczne umorzenie zobowiązań w formie pożyczki do głównego akcjonariusza oraz efekt podwyższenia kapitału w IPO. W sumie szacujemy, że dług netto na koniec IH'15 wyniesie 30-40 mln EUR (0,6-0,8x EBITDA'15).

**Metale
Vistal**
Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	12,97 PLN		P/E 2015	10,5		EV/EBITDA 2015	7,9	
	Cena docelowa	16,40 PLN		P/E 2016	7,8		EV/EBITDA 2016	6,7	
(mln PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	88,7	78,9	12,5%	176,1	150,2	17,2%	334,2	322,4	3,7%
EBITDA	9,7	9,0	8,2%	19,8	18,2	8,4%	41,4	39,6	4,6%
Marża	10,9%	11,4%		11,2%	12,1%		12,4%	12,3%	
EBIT	6,0	5,6	8,0%	12,4	11,7	6,1%	25,7	27,1	-5,3%
Zysk brutto	1,3	4,7	-71,3%	8,8	9,9	-11,2%	19,5	16,3	19,5%
Zysk netto	1,1	4,3	-74,6%	6,8	7,6	-10,3%	17,2	12,3	40,4%

Wyższa sprzedaż efektem wyższego portfela zamówień, negatywny wpływ osłabienia PLN do EUR

Na koniec 1Q'15 wartość portfela zamówień wyniosła 251,7 mln PLN i była o 2,4% q/q wyższa oraz 16,7% r/r wyższa. Naszym zdaniem większa ilość pozyskanych zleceń przełoży się na wyższe o 12,5% r/r obroty. Największą dynamikę wzrostu przychodów ze sprzedaży naszym zdaniem osiągnie segment budownictwa kubaturowego (+100,6% r/r), infrastruktury (+56,2% r/r) oraz innych (+28,9% r/r). Jedynym segmentem jaki naszym zdaniem zmniejszy wielkość obrotów będzie Marine&Offshore (-56,8% r/r). W rezultacie wyższej sprzedaży oczekujemy, że wynik brutto ze sprzedaży wzrośnie o 9,3% r/r, z czego największy wzrost zanotuje segment infrastruktury (+21,8% r/r – efekt większej proporcji bardziej rentownych kontraktów zagranicznych). W rezultacie EBITDA Grupy w 2Q'15 prognozujemy, że wzrośnie o 8,2% r/r, a EBIT o 8,0% r/r.

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy, że negatywny wpływ na wynik będzie miało osłabienie PLN do EUR, co przełoży się na wzrost wartości kredytów notowanych w walutach obcych. Spodziewamy się, że wartość negatywnych różnic kursowych w 2Q'15 wyniesie 2,5 mln PLN. W efekcie oczekujemy, że wynik netto wyniesie w 2Q'15 1,1 mln PLN i będzie o 74,6% r/r niższy. Po IH'15 nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 53% na poziomie przychodów ze sprzedaży, 48% EBITDA oraz 40% wyniku netto. Poziomy te według nas nie generują ryzyka obniżenia całorocznych prognoz, tym bardziej, że od 2Q'15 Vistal rozpocznie realizację dużego i rentownego zlecenia w segmencie Marine&Offshore (75 mln PLN). Na koniec 2Q'15 szacujemy, że portfel zamówień spółki wzrośnie do około 280-300 mln PLN, czyli będzie o 11-19% q/q wyższy. Szacujemy, że na koniec 2Q'15 dług netto wyniesie około 200 mln PLN (4,8x EBITDA'12m).

Budownictwo

Budownictwo Budimex		Trzymaj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	179,25 PLN	P/E 2015	24,4	EV/EBITDA 2015	12,4		
		Cena docelowa	162,70 PLN	P/E 2016	16,3	EV/EBITDA 2016	9,0		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	1 419,6	1 319,1	7,6%	2 266,0	2 153,1	5,2%	4 953,2	4 949,9	0,1%
EBITDA	81,4	63,1	28,9%	133,6	121,7	9,8%	245,9	270,3	-9,1%
Marża	5,7%	4,8%	-	5,9%	5,7%	-	5,0%	5,5%	-
EBIT	76,2	57,5	32,6%	122,9	110,0	11,7%	223,6	247,3	-9,6%
Zysk brutto	76,7	55,8	37,5%	124,6	110,2	13,1%	231,3	242,6	-4,7%
Zysk netto	62,2	44,2	40,8%	99,5	86,9	14,5%	187,3	192,0	-2,4%

Solidny wzrost r/r

Budimex nie powinien mieć problemu z wyraźną poprawą wyników w 2Q'15. Szacujemy wzrost przychodów spółki do 1,42 mld PLN (+8% r/r), wzrost zysku operacyjnego do 76 mln PLN (+33% r/r) oraz zysku netto do 62 mln PLN (+41% r/r). Tak silny wzrost jest częściowo następstwem niezbyt wysokiej bazy ubiegłego roku. Nie bez znaczenia jest też systematyczny wzrost portfela zamówień oraz stabilizacja marż na wysokim poziomie, obserwowana w ostatnich kwartałach. W segmencie budowlanym szacujemy wzrost przychodów o 5% r/r przy marży brutto ze sprzedaży w

wysokości 8%. Przy braku zdarzeń jednorazowych, zysk EBIT segmentu powinien wzrosnąć o około 10 mln PLN r/r do 61 mln PLN. W segmencie deweloperskim wzrost zysku EBIT szacujemy na ok. 8 mln PLN do 14 mln PLN, co jest następstwem wyższej liczby przekazanych mieszkań w 2Q'15 (293 szt.). Po pierwszych sześciu miesiącach 2015 r. nasza całoroczna prognoza wyników powinna być zrealizowana w 55% na poziomie operacyjnym oraz 53% na poziomie zysku netto. W związku z powyższym widzimy dużą szansę na przekroczenie naszej całorocznej prognozy zysku netto, zakładając, że nasze szacunki za 2Q'15 okażą się słuszne.

Budownictwo Elektrobudowa		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	135,50 PLN	P/E 2015	13,6	EV/EBITDA 2015	8,2		
		Cena docelowa	149,70 PLN	P/E 2016	13,8	EV/EBITDA 2016	8,1		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	303,4	257,9	17,6%	549,2	442,3	24,2%	1 170,8	1 108,3	5,6%
EBITDA	18,2	8,6	110,4%	35,8	11,3	218,3%	79,2	49,3	60,6%
Marża	6,0%	3,3%	-	6,5%	2,5%	-	6,8%	4,4%	-
EBIT	14,8	5,1	193,2%	28,9	4,5	544,5%	65,5	35,7	83,3%
Zysk brutto	13,7	5,1	168,0%	26,4	3,4	685,1%	60,6	33,5	81,0%
Zysk netto	10,7	5,4	99,2%	20,5	2,1	871,5%	47,2	27,3	72,8%

Silny wzrost zysku z niską bazą w tle

Wyniki Elektrobudowy przez cały ubiegły rok były zainfekowane przez straty segmentu Rynek Przemysłu (szczególnie dotkliwe w pierwszej połowie roku). W pierwszym kwartale br. Elektrobudowa po raz pierwszy od dwóch lat zaprezentowała dodatni wynik tego segmentu, co wskazuje na stopniowe zakończenie procesu restrukturyzacji tej części działalności. Powyższe kwestie stoją u podstawy prognozowanej przez nas silnej poprawy wyników Elektrobudowy w 2Q'15. Kolejnymi argumentami za poprawą zysku w 2Q'15 jest wejście w kluczową fazę kontraktu

realizowanego dla Tauronu w Tychach oraz znacznie wyższe niż w ubiegłym roku tempo prac przy kontraktach realizowanych dla PSE. W 2Q'15 szacujemy wzrost przychodów Elektrobudowy o 18% r/r do 303 mln PLN, wzrost zysku EBIT o 193% r/r do 14,8 mln PLN oraz wzrost zysku netto o 99% do 10,7 mln PLN. Druga połowa roku jest w Elektrobudowie sezonowo znacznie lepsza niż pierwsza, stąd realizacja naszych całorocznych prognoz w około 44% po pierwszych 6 miesiącach 2015 r. odczytalibyśmy jako dobry prognostyk na cały rok.

Budownictwo Erbud		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	32,40 PLN		P/E 2015	14,8	EV/EBITDA 2015	7,5	
		Cena docelowa	34,50 PLN		P/E 2016	12,8	EV/EBITDA 2016	6,7	
(mln PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	443,9	425,5	4,3%	780,1	709,1	10,0%	1 642,1	1 693,8	-3,1%
EBITDA	14,2	13,1	8,7%	24,6	20,7	19,0%	54,8	52,7	4,0%
Marża	3,2%	3,1%	-	3,2%	2,9%	-	3,3%	3,1%	-
EBIT	11,8	10,5	12,7%	20,3	16,6	22,5%	46,7	43,8	6,7%
Zysk brutto	9,8	9,9	-1,3%	15,9	13,2	20,1%	38,2	36,5	4,6%
Zysk netto	7,1	6,7	6,1%	12,3	8,0	53,5%	27,9	27,2	2,6%

Umiarkowana poprawa wyników

W 2Q'15 spodziewamy się wzrostu wyników Erbudu. Uważamy jednak, że poprawa nie będzie miała tak spektakularnej skali jak w 1Q'15, kiedy to zysk netto wzrósł o prawie 4 mln PLN r/r. Na koniec marca 2015 r. portfel zamówień Erbudu wyniósł 1,54 mld PLN, co było niemal identyczną kwotą jak w marcu roku ubiegłego. Nieco zmieniła się jednak struktura portfela zamówień. Więcej jest w nim zleceń przeznaczonych do realizacji w bieżącym roku oraz zleceń w segmencie inżynierijno-drogowym. Szacujemy, że posiadany przez Erbud portfel zamówień pozwolił na

osiągnięcie 444 mln PLN przychodów w 2Q'15 (+4% r/r). Zakładamy ponadto wzrost zysku operacyjnego o 13% do 11,8 mln PLN oraz wzrost zysku netto o 6% do 7,1 mln PLN. W prognozach wyników 2Q'15 zakładamy zysk w kwocie 1,5 mln PLN, związany z realizacją projektu Deptak w Poznaniu. Były to już trzeci kwartał z rzędu, kiedy spółka wykazuje zysk na tym projekcie (łącznie ponad 10 mln PLN zaksięgowanego zysku od 4Q'14). Po pierwszych sześciu miesiącach 2015 r. nasza całoroczna prognoza zysku netto powinna być wykonana w około 44%, znacznie powyżej ubiegłorocznego wykonania.

Budownictwo Unibep		Trzymaj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	12,79 PLN		P/E 2015	18,5	EV/EBITDA 2015	11,1	
		Cena docelowa	10,40 PLN		P/E 2016	14,4	EV/EBITDA 2016	8,9	
(mln PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	294,1	260,6	12,9%	542,8	461,9	17,5%	1 253,1	1 079,7	16,1%
EBITDA	9,3	10,3	-9,3%	18,2	14,7	23,8%	41,2	32,1	28,5%
Marża	3,2%	3,9%	-	3,4%	3,2%	-	3,3%	3,0%	-
EBIT	7,7	8,6	-10,0%	14,8	11,3	31,1%	34,6	25,1	37,6%
Zysk brutto	7,1	6,1	16,2%	13,7	11,1	22,8%	32,0	27,6	16,1%
Zysk netto	5,5	4,4	24,1%	10,2	7,3	40,8%	24,3	19,8	22,8%

Wyniki 2Q'15 uwiarygodnią całoroczną prognozę

Szacujemy, że Unibep osiągnie w 2Q'15 przychody w wysokości 294 mln PLN (+13% r/r), EBIT 7,7 mln PLN (-10% r/r) oraz zysk netto w wysokości 5,5 mln PLN (+24% r/r). Po pierwszych sześciu miesiącach 2015 r. wyniki powinny wykazywać tendencję wzrostową i wspierać ostatni wzrost kursu oraz nasze całoroczne prognozy. Szacujemy, że po pierwszych dwóch kwartałach 2015 r. całoroczna prognoza zysku netto w Unibepie będzie zrealizowana w 42%, co byłoby lepszym wynikiem niż w minionym roku. W samym 2Q'15 liczymy w szczególności na dobre wyniki

segmentu domów modułowych oraz segmentu drogowego, które już w minionych kwartałach pokazały się z lepszej strony. Istnieją natomiast ryzyka związane z działalnością spółki na rynku niemieckim, o czym zarząd wspominał na spotkaniach z rynkiem po wynikach za 1Q'15. W naszych prognozach za 2Q'15 staraliśmy się uwzględnić powyższe ryzyka, zakładając rezerwy w pozostałej działalności operacyjnej w kwocie około 1,5 mln PLN. Gdyby nasze obawy o rynek niemiecki okazały się przesadzone widzielibyśmy szansę na przekroczenie przez Unibep całorocznej prognozy zysku netto w kwocie 24,3 mln PLN.

Deweloperzy

Deweloperzy Capital Park		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	4,89 PLN		P/E 2015	-		P/BV 2015	0,59
		Cena docelowa	6,50 PLN		P/E 2016	37,3		P/BV 2016	0,59
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	17,9	11,3	57,6%	35,4	21,7	63,2%	76,3	54,8	39,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	12,8	8,2	55,6%	25,3	15,9	59,7%	56,4	41,5	35,9%
Marża	71,7%	72,6%	-	71,7%	73,2%	-	74,0%	75,7%	-
EBIT bez rewaluacji i SOP*	9,4	8,3	12,8%	19,3	11,2	72,6%	44,1	29,7	48,5%
Rewaluacja	40,9	5,4	650,4%	-27,1	12,8	-	-70,4	-61,0	-
EBIT	49,6	12,1	311,5%	-9,3	20,5	-	-26,3	-35,2	-
Zysk brutto	24,7	10,5	136,8%	-17,4	14,4	-	-34,4	-64,4	-
Zysk netto	21,4	4,1	422,3%	-32,0	8,5	-	-46,6	-61,5	-

*SOP - Stock Option Plan

Kurs EUR/PLN rządzi wynikami

Największy wpływ na wyniki Capital Park miały w H1'15 zmiany kursu EUR/PLN. W Q1'15, ponad 4-procentowe osłabienie kursu euro, wpłynęło negatywnie na wyniki w kwocie 44 mln PLN (efekt netto przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych, kredytów oraz forwardów walutowych). W 2Q'15 trend na walucie się odwrócił, kurs EUR/PLN wzrósł o 2,6%, co powinno zwiększyć wynik okresu o około 23 mln PLN. Obecnie wynik netto Capital Park oczyszczony o efekty kursowe kształtuje się blisko zera. Sytuacja ta zmieni się w 2H'15 po oddaniu do użytku Royal Wilanów oraz EC Delta, co zwiększy o 70% powierzchnię nieruchomości pracujących. Szacujemy, że w samym 2Q'15 przychód z najmu wzrósł w Capital Park o 58% r/r do 17,9 mln PLN, a NOI o wzrósł o 56% r/r do 12,8 mln PLN.

Podobne dynamiki miały miejsce w całej pierwszej połowie roku i wynikały z oddania do użytku biurowca EC Beta-Gamma. Umiarkowany wzrost oczyszczonego zysku operacyjnego z 8,3 mln PLN w Q2'14 do 9,4 mln PLN w Q2'15 jest nieco mylący. Ze względu na bardzo nierównomierne rozłożenie kosztów ogólnych w poszczególnych kwartałach 2014 r., bardziej reprezentatywne jest spojrzenie na dynamiki wzrostu oczyszczonego EBIT w ujęciu półrocznym (+73% r/r). Zysk netto za 2Q'15 przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej szacujemy na 21,4 mln PLN. W całym 1H'15 szacujemy stratę netto w wysokości 32 mln PLN (następstwo osłabienia euro od 31.12.2014 oraz zawiązania rezerw na podatek odroczony w 1Q'15). Zwracamy uwagę, że nasza całoroczna prognoza konserwatywnie zakłada silniejsze osłabienie kursu EUR/PLN.

Deweloperzy Dom Development		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	52,00 PLN		P/E 2015	17,2		P/BV 2015	1,47
		Cena docelowa	57,90 PLN		P/E 2016	13,5		P/BV 2016	1,43
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	151,8	163,0	-6,9%	224,3	361,6	-38,0%	823,8	784,3	5,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	33,4	21,1	58,6%	51,7	53,7	-3,6%	187,6	152,0	23,4%
Marża	22,0%	12,9%	-	23,1%	14,8%	-	22,8%	19,4%	-
EBIT bez rewaluacji	10,0	3,0	236,3%	4,3	11,8	-63,3%	95,3	69,0	38,1%
Rewaluacja	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	10,0	3,0	236,3%	4,3	11,8	-63,3%	95,3	69,0	38,1%
Zysk brutto	9,6	2,6	271,3%	3,1	14,3	-78,1%	92,7	69,4	33,6%
Zysk netto	7,7	1,6	375,1%	2,3	10,9	-78,6%	75,1	55,7	34,8%

Odrabianie strat z 1Q'15

W 2Q'15 Dom Development sprzedał rekordowe 598 mieszkań, lecz w wynikach finansowych rozliczonych zostało zaledwie 375 lokali przekazanych klientom. Liczba przekazanych w 2Q'15 jest o 18% niższa r/r, niemniej rentowność rozliczanych w wyniku mieszkań jest dużo lepsza r/r. Wyższa jest ponadto jednostkowa wartość mieszkań rozliczanych w tegorocznych wynikach. W konsekwencji, wyniki zaprezentowane przez spółkę w 2Q'15 powinny być wyraźnie lepsze r/r. Szacujemy, że miniony kwartał zamknął się w Dom Development przychodami na poziomie 152 mln PLN (-7% r/r) oraz zyskiem brutto ze sprzedaży w wysokości 33 mln PLN (+59% r/r). Marża deweloperska może być wyższa r/r nawet o 9 p.p. (22% vs. 13% w 2Q'14). Tak

spektakularna poprawa marży jest następstwem wyjątkowo niskiej bazy. W ubiegłym roku Dom Development zmagał się w problemami z generalnymi wykonawcami w kilku etapach inwestycji, co doprowadziło do obniżenia rentowności. Oczekiwany przez nas poziom 22% marży brutto ze sprzedaży w 2Q'15 jest zbliżony do poziomu, który szacujemy w całym 2015 r. Zysk operacyjny za 2Q'15 szacujemy na 10 mln PLN, a zysk netto na 8 mln PLN. Na spektakularne wyniki w Dom Development przyjdzie nam poczekać do 4Q'15, w którym przekazywane będzie najwięcej mieszkań. Mimo niskiej realizacji naszych całorocznych prognoz finansowych po 1H'15, uważamy że nasza całoroczna prognoza powinna być wykonana.

Deweloperzy Echo Investment		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	6,64 PLN		P/E 2015	20,2		P/BV 2015	0,81
		Cena docelowa	8,00 PLN		P/E 2016	12,3		P/BV 2016	0,76
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	124,5	111,5	11,6%	267,2	223,4	19,6%	610,9	577,4	5,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	75,7	66,3	14,1%	152,7	132,3	15,5%	325,5	318,0	2,4%
Marża	60,8%	59,5%	-	57,2%	59,2%	-	53,3%	55,1%	-
EBIT bez rewaluacji	54,7	49,6	10,2%	109,5	94,9	15,5%	247,5	211,8	16,8%
Rewaluacja	103,8	-12,7	-	-20,9	432,2	-	-37,7	450,3	-
EBIT	158,5	36,9	329,2%	88,7	527,1	-83,2%	209,9	662,2	-68,3%
Zysk brutto	50,6	12,3	311,9%	56,2	456,8	-87,7%	150,9	448,2	-66,3%
Zysk netto	50,8	16,4	210,3%	57,9	424,7	-86,4%	135,8	405,1	-66,5%

Poprawa wyników operacyjnych wsparta umocnieniem euro

W 2Q'15 spodziewamy się dobrych wyników finansowych Echo. Według naszych szacunków samo umocnienie kursu EUR/PLN pozytywnie wpłynie na wynik finansowy spółki w kwocie 35 mln PLN. Oczyszczone wyniki finansowe za 2Q'15 powinny być widocznie lepsze w ujęciu r/r. Szacujemy, że przychody Echo w minionym kwartale wyniosły 124 mln PLN (+12% r/r), zysk brutto ze sprzedaży 76 mln PLN (+14% r/r), a EBIT bez rewaluacji 55 mln PLN (+10% r/r). Poprawy oczekujemy zarówno w segmencie wynajmu powierzchni, w

związku z oddaniem do użytku nowych nieruchomości biurowych i handlowych oraz w segmencie mieszkaniowym, w związku z większą liczbą rozliczonych mieszkań i poprawą marż. W prognozie rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych (+104 mln PLN), zakładamy jedynie wpływ zmiany kursu EUR/PLN. Nie jest wykluczone, że spółka podejmie decyzję odnośnie przeszacowania któregoś z będących w budowie obiektów komercyjnych, co pozytywnie wpłynęłoby na wyniki 2Q. Zysk netto w 2Q'15 szacujemy na 51 mln PLN, a w całym 1H'15 na 58 mln PLN, co oznaczałoby realizację naszej całorocznej prognozy finansowej w 43%.

Deweloperzy GTC		Trzymaj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	5,84 PLN		P/E 2015	19,8		P/BV 2015	0,97
		Cena docelowa	6,60 PLN		P/E 2016	9,4		P/BV 2016	0,88
(mIn EUR)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	28,3	32,8	-13,6%	57,9	63,7	-9,2%	115,4	124,3	-7,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	19,6	21,1	-6,9%	39,6	40,9	-3,2%	80,2	81,1	-1,1%
Marża	69,3%	64,3%	-	68,4%	64,2%	-	69,5%	65,3%	-
EBIT bez rewaluacji i SOP*	16,3	17,7	-7,8%	33,9	33,3	1,7%	65,9	67,5	-2,4%
Rewaluacja	0,0	-65,4	-	-0,4	-67,4	-	7,8	-194,4	-
EBIT	16,1	-47,8	-	33,2	-32,9	-	73,7	-124,3	-
Zysk brutto	6,0	-70,9	-	9,8	-67,8	-	26,1	-194,5	-
Zysk netto	5,2	-62,7	-	13,4	-63,8	-	25,2	-183,8	-

*SOP - Stock Option Plan

Jeszcze bez rewaluacji Galerii Północnej

Oczyszczone wyniki operacyjne GTC od dłuższego czasu zachowują względną stabilność. Nie widzimy powodów, by w 2Q'15 miało być inaczej. Szacujemy, że w 2Q'15 przychody ze sprzedaży wyniosły 28,3 mln EUR (-14% r/r), a oczyszczony o rewaluację EBIT 16,3 mln EUR (-8% r/r). Spadek przychodów i zysku jest głównie następstwem szacowanych przez nas niższych wpływów i marż ze sprzedaży mieszkań, zamknięć/sprzedaży niektórych obiektów czy też rolowania niektórych umów przy niższych stawkach najmu. Umiarkowany spadek przychodów i zysku operacyjnego jest uwzględniony w naszych przychodach i nie widzielibyśmy w takim scenariuszu nic niepokojącego. Przypominamy, że w 2Q'15 miała miejsce sprzedaż Centrum

Biurowego Kazimierz w Krakowie, co lekko obniżyło bieżące wpływy z czynszów. Szacujemy, że po 1H'15 nasza całoroczna prognoza oczyszczonego EBIT będzie zrealizowana w 51,5% i jest bezpieczna. Nie spodziewamy się istotnych przeszacowań wartości nieruchomości inwestycyjnych w 2Q'15. W związku z presją na czynsze biurowe w Polsce czy na Węgrzech, możliwe są lekkie odpisy wartości biurowców na tych rynkach. Z drugiej strony może pojawić się dodatnia rewaluacja po ukończeniu Biurowca FortyOne w Belgradzie. W drugiej połowie roku spodziewamy większych dodatnich przeszacowań Galerii Północnej w związku z rozpoczęciem budowy tego obiektu w lipcu. W 2Q'15 nie zakładamy jednak żadnej kwoty z tego tytułu.

Deweloperzy Robyg									
Kupuj									
Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca	2,32 PLN		P/E 2015	13,5		P/BV 2015	1,34	
	Cena docelowa	2,95 PLN		P/E 2016	9,0		P/BV 2016	1,25	
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	60,1	102,9	-41,6%	135,8	240,6	-43,5%	410,1	409,3	0,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	10,5	17,7	-40,4%	24,0	41,5	-42,3%	73,7	73,0	1,0%
Marża	17,5%	17,2%	-	17,6%	17,3%	-	18,0%	17,8%	-
EBIT bez rewaluacji	3,2	17,3	-81,7%	16,2	35,9	-54,9%	65,7	51,2	28,3%
Rewaluacja	-2,5	0,0	-	-2,5	0,0	-	0,0	9,3	-100,0%
EBIT	0,7	17,3	-96,2%	13,7	35,9	-61,9%	65,7	60,5	8,6%
Zysk brutto	-1,8	14,7	-	8,3	30,5	-73,0%	57,2	52,0	9,9%
Zysk netto	-1,5	11,7	-	15,2	19,8	-23,3%	45,2	42,3	6,8%

Najslabszy kwartał roku

W 2Q'15 Robyg przekazał klientom i rozliczył w wynikach nieco ponad 200 mieszkań. Szacujemy, że około 45% z nich dotyczyło projektów JV, konsolidowanych metodą praw własności. Liczba przekazania jest o około 40% niższa q/q oraz o około 55% niższa r/r, co oznacza, że wyniki spółki za 2Q'15 będą słabe. Szacujemy, że Robyg wypracował w minionym kwartale przychody w wysokości 60 mln PLN (-42% r/r) przy zysku brutto ze sprzedaży w wysokości 10,5 mln PLN (marża: 17,5% vs. 17,2% w 2Q'14). Udział w zysku z projektów JV szacujemy na 2,7 mln PLN vs. 8,2 mln PLN w 2Q'14. Spodziewamy się, że w wynikach 2Q'15 pojawi się strata na wycenie biurowca, posiadanego przez spółkę na Wilanowie. Jest to związane z niższym od oczekiwanego

poziomem wynajęcia budynku. Stratę tę szacujemy na 2,5 mln PLN. Zysk na działalności operacyjnej szacujemy na 0,7 mln PLN vs. 17,3 mln PLN w 2Q'14. Na poziomie wyniku netto spodziewamy się straty w wysokości 1,5 mln PLN vs. zysk netto w kwocie 11,7 mln PLN w 2Q'14. Słaby wynik 2Q'15 nie jest czynnikiem ryzyka dla naszych całorocznych prognoz finansowych, zakładających 45 mln PLN zysku netto. Prognoza ta była sporządzona przy założeniu braku zdarzeń jednorazowych i powinna być zrealizowana, gdyż w 2H'15 Robyg ma do przekazania 2x więcej lokali niż w pierwszych sześciu miesiącach 2015 r. Wyniki 2015 r. będą dodatkowo wsparte zyskiem związanym z utworzeniem aktywa podatkowego. Zysk ten może wynieść w skali całego roku ponad 30 mln PLN.

Handel

Handel AmRest		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	171,00 PLN		P/E 2015	27,6	EV/EBITDA 2015	10,7	
		Cena docelowa	180,00 PLN		P/E 2016	23,6	EV/EBITDA 2016	8,9	
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	809,3	713,6	13,4%	1 559,6	1 387,8	12%	3 278,2	2 952,7	11%
EBITDA	105,1	76,5	37,3%	200,6	148,7	35%	428,6	356,4	20%
Marża	13,0%	10,7%	2,3p.p.	12,9%	10,7%	2,1p.p.	13,1%	12,1%	1p.p.
EBIT	54,0	27,4	97,1%	97,7	50,6	93%	207,8	109,9	89%
Zysk brutto	41,5	14,2	192,1%	75,9	26,0	192%	160,5	65,3	146%
Zysk netto	33,3	4,5	648,3%	60,4	13,0	367%	131,5	51,7	155%

Utrzymanie pozytywnych tendencji w wynikach

Szacujemy, że przychody AmRest poprawią się o 13,4% R/R do 809,3 mln PLN w 2Q'15 (wartość zgodna ze wstępnymi szacunkami sprzedaży opublikowanymi przez spółkę). Zgodnie z danymi przedstawionymi przez spółkę, liczba restauracji zwiększyła się o 10,3% R/R do 827 placówek (nie uwzględniając 18 kawiarni przejętych w Rumunii i w Bułgarii). Pozytywne trendy w sprzedaży/restaurację zostały utrzymane w 2Q'15, dzięki czemu spółce udało się wypracować 3,4% poprawy efektywności sprzedaży/średnią ilość restauracji. Po stronie marży EBITDA w 2Q'15 oczekujemy: 1) poprawy w dywizji czeskiej (+0,5p.p. do 15,5% w 2Q'15) oraz inne CEE (+4p.p. R/R do 11,7% w 2Q'15); 2) utrzymania poziomu rentowności na rynku polskim (14,9%) oraz na rynku hiszpańskim (20,5%) i 3) spadku rentowności na rynku rosyjskim o 1p.p. R/R do 13,7% w 2Q'15. W dywizji Nowe rynki oczekujemy

zaraportowania 0,9 mln PLN straty EBITDA w 2Q'15 (vs. 3,4 mln PLN straty w 1Q'15). Po uwzględnieniu 5 mln PLN odpisów związanych z aktualizacją wartości aktywów trwałych, oczekujemy 105,1 mln PLN EBITDA w 2Q'15 (+37,3% R/R). Szacujemy, że koszty bezpośrednie działalności restauracji na poziomie Grupy wzrosną o 9,9% R/R do 667,7 mln PLN. Polepszenie efektywności sprzedaży/restaurację przyczyni się do zmniejszenia narzutu kosztów SG&A o 0,28p.p. R/R do 10,20% w 2Q'15, co stanowi 82,5 mln PLN. Uwzględniając te czynniki oczekujemy zaraportowania 54 mln PLN EBIT (+97,1% R/R). Saldo na działalności finansowej szacujemy na -12,5 mln PLN. Biorąc pod uwagę 8,7 mln PLN podatku w 2Q'15 (21% stopa opodatkowania) oraz -0,5 mln PLN straty udziałowców mniejszościowych, oczekujemy zysku netto na poziomie 33,3 mln PLN w 2Q'15 vs. 4,5 mln PLN w 2Q'14.

Handel CCC		Sprzedaj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	188,95 PLN		P/E 2015	21,6	EV/EBITDA 2015	20,7	
		Cena docelowa	158,00 PLN		P/E 2016	17,8	EV/EBITDA 2016	16,7	
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	609,0	496,2	22,7%	1 040,9	855,9	21,6%	2 537,2	2 010,6	26,2%
EBITDA	123,1	97,7	26,0%	147,2	113,5	29,6%	375,5	317,6	18,2%
Marża	20,2%	19,7%	0,5p.p.	14,1%	13,3%	0,9p.p.	14,8%	15,8%	-1p.p.
EBIT	108,6	87,2	24,6%	119,0	92,2	29,1%	326,2	278,3	17,2%
Zysk brutto	98,5	82,5	19,4%	99,4	84,7	17,4%	291,4	256,0	13,8%
Zysk netto	93,7	69,8	34,3%	100,1	70,2	42,6%	336,2	328,6	2,3%

Dobry wynik zasługą Polski, Czech i Węgier

Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży będą zgodne z wartościami zaraportowanymi w raportach miesięcznych i wyniosą 609 mln PLN w 2Q'15 (+22,7% R/R). Powierzchnia sprzedażowa spółki wzrosła o 23,4% R/R na koniec 2Q'15. Wysoka dynamika przychodów została osiągnięta dzięki poprawie sprzedaży porównywalnej w Polsce, Czechach i na Słowacji. Ze względu na wyższe koszty zakupu rozliczane w USD, marża brutto na sprzedaży powinna się obniżyć o około 1,6p.p. R/R do 56,1% w 2Q'15. Koszty SG&A/mkw. powinny podwyższyć się względem analogicznego okresu poprzedniego roku o 2,1% R/R do 277,2 PLN. W efekcie

szacujemy koszty SG&A na 230 mln PLN w 2Q'15. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej powinno wynieść -3 mln PLN w 2Q'15 (przede wszystkim niedobory inwentaryzacyjne). Biorąc powyższe czynniki pod uwagę, EBIT powinien wzrosnąć o 24,6% R/R do 108,6 mln PLN w 2Q'15. Saldo na działalności finansowej szacujemy na -10,1 mln PLN. Spółka powinna rozpoznać część aktywa podatkowego w wysokości 13,9 mln PLN, co przełoży się na zmniejszenie zaraportowanego podatku do 4,8 mln PLN. W efekcie szacujemy zysk netto na 93,7 mln PLN w 2Q'15 (+34,3% R/R).

Handel Eurocash		Akumuluj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	41,26 PLN	P/E 2015		25,9	EV/EBITDA 2015		13,2
		Cena docelowa	40,80 PLN	P/E 2016		20,6	EV/EBITDA 2016		11,3
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	5 081,6	4 288,7	18,5%	9 687,3	8 010,1	20,9%	20 352,8	16 963,8	20,0%
EBITDA	108,8	100,8	7,9%	150,6	142,4	5,8%	490,8	412,5	19,0%
Marża	2,14%	2,35%	-0,2p.p.	1,55%	1,78%	-0,2p.p.	2,41%	2,43%	0p.p.
EBIT	70,6	69,6	1,5%	77,4	81,6	-5,2%	341,4	287,2	18,9%
Zysk brutto	57,8	58,9	-1,8%	52,4	59,2	-11,5%	287,9	218,8	31,6%
Zysk netto	48,2	49,3	-2,4%	44,8	50,7	-11,6%	221,1	180,5	22,5%

Marża brutto na sprzedaży obciążona konsolidacją Kolportera

Przychody ze sprzedaży w 2Q'15 powinny się wzrosnąć o 18,5% R/R do 5 081,6 mln PLN. Poprawa powinna wynikać przede wszystkim z konsolidacji przejętych biznesów. Oczekujemy, że segment C&C oraz Delikatesy Centrum odnotują spadek sprzedaży w placówkach porównywalnych (efekt deflacji w cenach żywności oraz przesunięcie pozytywnego wpływu świąt wielkanocnych na 1Q'15). Marża brutto na sprzedaży powinna obniżyć się o 0,73p.p. R/R do 9,95% w 2Q'15, na co głównie będzie miała wpływ

konsolidacja Kolportera. Oczekujemy utrzymania dobrej dyscypliny kosztów SG&A, które szacujemy na 425 mln PLN w 2Q'15 (+11,8% R/R). Uwzględniając 10 mln PLN straty na pozostałej działalności operacyjnej, EBIT powinien wynieść 70,6 mln PLN w 2Q'15 (+1,5% R/R). Oczekujemy obniżenia się rentowności na poziomie EBIT o 0,23p.p. R/R do 1,39% w 2Q'15. Saldo na działalności finansowej szacujemy na -12,8 mln PLN. Uwzględniając 8,7 mln PLN podatku dochodowego (stopa podatkowa 15%) oraz 1 mln PLN zysku dla udziałowców mniejszościowych, zysk netto powinien wynieść 48,2 mln PLN w 2Q'15 (-2,4% R/R).

Handel Jeronimo Martins		Sprzedaj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca	12,03 EUR	P/E 2015		23,0	EV/EBITDA 2015		10,4
		Cena docelowa	10,70 EUR	P/E 2016		19,8	EV/EBITDA 2016		9,4
(mIn EUR)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	3 416,2	3 139,3	8,8%	6 603,2	6 051,7	9,1%	13 745,9	12 680,0	8,4%
EBITDA	184,4	183,0	0,8%	350,4	341,0	2,8%	774,3	732,0	5,8%
Marża	5,40%	5,83%	-0,4p.p.	5,31%	5,63%	-0,3p.p.	5,63%	5,77%	-0,1p.p.
EBIT	113,5	115,0	-1,3%	236,5	206,1	14,7%	479,4	448,5	6,9%
Zysk brutto	110,8	110,8	-0,1%	228,5	196,3	16,4%	469,5	428,5	9,6%
Zysk netto	79,1	82,5	-4,1%	179,0	144,9	23,5%	328,6	301,4	9,0%

Kontynuacja spadku rentowności w sieci Biedronka

Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży JMT powinny wynieść 3 416 mln EUR w 2Q'15 (+8,8% R/R). Spółka powinna utrzymać pozytywną sprzedaż porównywalną w sieci Biedronka, pomimo utrzymującej się deflacji i braku pozytywnego efektu świąt wielkanocnych w 2Q'15. Rentowność EBITDA w sieci Biedronka oraz w biznesie portugalskim powinny obniżyć się odpowiednio o 0,3p.p. R/R do 7,1% i o 0,2p.p. R/R do 4,5% w 2Q'15. Szacujemy stratę EBITDA z tytułu rozwijania biznesu Ara oraz Hebe na 16 mln EUR w 2Q'15. Biorąc pod uwagę oczekiwania dotyczące

rentowności poszczególnych segmentów, szacujemy EBITDA na poziomie 184,4 mln EUR (+0,8% R/R). Amortyzację szacujemy na 70,9 mln EUR, co przekłada się na 113,5 mln EUR wyniku EBIT (-1,3% R/R). Koszty dystrybucji oraz administracyjne powinny wynieść 599,6 mln EUR (+9,3% R/R). Saldo na działalności finansowej szacujemy na -2,7 mln EUR (zakładamy pozytywny wpływ różnic kursowych w wysokości 3 mln EUR). Uwzględniając efektywną stopę podatkową w wysokości 25% oraz zysk udziałowców mniejszościowych 3,9 mln EUR, zysk netto powinien wynieść 79,1 mln EUR (-4,1% R/R).

Handel LPP									
Sprzedaż									
Analityk: Piotr Bogusz	Cena bieżąca	7185 PLN		P/E 2015	32,4	EV/EBITDA 2015	17,9		
	Cena docelowa	6400 PLN		P/E 2016	24,7	EV/EBITDA 2016	14,3		
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	1 291,0	1 185,1	8,9%	2 293,6	2 130,1	7,7%	5 448,6	4 758,1	14,5%
EBITDA	177,0	226,5	-21,9%	251,0	317,9	-21,0%	752,0	773,4	-2,8%
Marża	13,7%	19,1%	-5,4p.p.	10,9%	14,9%	-4p.p.	13,8%	16,3%	-2,5p.p.
EBIT	124,6	178,1	-30,0%	148,3	226,5	-34,5%	531,1	583,3	-8,9%
Zysk brutto	137,6	203,5	-32,4%	107,9	191,1	-43,6%	497,3	478,4	4,0%
Zysk netto	114,8	167,7	-31,5%	77,5	152,7	-49,3%	401,0	389,6	2,9%

Wyniki pod presją intensywnych wyprzedaży

Przychody ze sprzedaży powinny być zgodne ze wstępnymi szacunkami na poziomie 1 291 mln PLN (+8,9% R/R). Marża brutto na sprzedaży była w dalszym ciągu pod presją intensywnych wyprzedaży oraz wysokich kosztów zakupu rozliczanych w USD. Według wstępnych szacunków rentowność obniżyła się o 8,5p.p. R/R do 52,8% w 2Q'15. Przyjmujemy poziom zaraportowany w raportach miesięcznych, który może jeszcze ulec odchyleniom ze względu na rozliczenie cen transferowych. Spółka powinna utrzymać dobrą dyscyplinę kosztową pokazaną w 1Q'15, co

przełoży się na obniżenie kosztów SG&A/mkw. o 14% R/R. Uwzględniając 8,7 mln PLN straty w pozostałych kosztach operacyjnych (niedobory inwentaryzacyjne), LPP powinno wypracować o 30% niższy R/R EBIT w wysokości 124,6 mln PLN. Saldo kosztów finansowych szacujemy na +13 mln PLN w 2Q'15. Istotny wpływ na tę pozycję będą miały dodatnie różnice kursowe w wysokości 20 mln PLN, wynikające z umocnienia się UAH oraz RUB w kwartale i osłabienia się USD. Stopa podatkowa powinna wynieść 19%. W efekcie oczekujemy zaraportowania 114,8 mln PLN zysku netto w 2Q'15 (-31,5% R/R).

Inne

Inne Work Service		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	18,00 PLN		P/E 2015	25,0	EV/EBITDA 2015		11,6
		Cena docelowa	21,90 PLN		P/E 2016	16,3	EV/EBITDA 2016		8,9
(mIn PLN)	2Q'15P	2Q'14	zmiana	1H'15P	1H'14	zmiana	2015P	2014	zmiana
Przychody	478,5	390,0	22,7%	953,0	735,9	29,5%	2357,4	1739,8	35,5%
EBITDA	19,7	18,3	7,4%	38,7	32,4	19,4%	124,9	98,7	26,6%
Marża	4,1%	4,7%	-	4,1%	4,4%	-	5,3%	5,7%	-
EBIT	17,0	16,2	4,9%	33,3	32,4	2,8%	112,4	89,1	26,1%
Zysk brutto	10,5	7,6	38,5%	25,4	23,4	8,5%	94,4	62,6	50,9%
Zysk netto	7,6	3,2	138,9%	17,5	14,6	19,6%	48,5	52,4	-7,4%

Spadek rentowności i wysokie koszty SG&A

W 2Q'15 spodziewamy się wzrostu przychodów Work Service o prawie 23% do poziomu 478 mln PLN, ze względu na konsolidację spółki niemieckiej. Marża brutto na sprzedaży powinna oscylować wokół 9,8% (spadek o 0,6 p.p. Q/Q ze względu na słabe wyniki spółki niemieckiej), a nominalny wynik szacujemy na 46,8 mln PLN vs. 44,4 mln PLN rok wcześniej, co oznacza wzrost tylko o 5%. Spodziewamy się płaskich Q/Q kosztów SG&A i dodatkowych kosztów bonusów dla zarządu. Ostatecznie koszty SG&A powinny wynieść 34,8 mln PLN. Work Service może w kwartale zaksięgować

istotne pozostałe przychody operacyjne ze względu na korzystne rozliczenie płatności na Prohumana (zakładamy 5,0 mln PLN netto na pozostałej działalności operacyjnej). Wynik EBIT szacujemy na poziomie 17,0 mln PLN, a po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe na ok. 15 mln PLN. Przy założeniu kosztów finansowych netto na poziomie 6,5 mln PLN oraz przy efektywnej stopie podatkowej równej 19% szacujemy zysk netto na poziomie 8,9 mln PLN, z czego dla akcjonariuszy jednostki dominującej zysk wyniesie 7,6 mln PLN.

Terminy publikacji raportów

Spółka	2Q 2015	3Q 2015
Agora	2015-08-14	2015-11-09
AmRest	2015-08-13	
Asseco Poland	2015-08-19	2015-11-13
Budimex	2015-08-28	2015-10-28
BZ WBK	2015-07-30	2015-10-29
Capital Park	2015-08-28	2015-11-13
CCC	2015-08-31	2015-11-13
CEZ	2015-08-11	2015-11-10
Ciech	2015-08-31	2015-11-16
Cyfrowy Polsat	2015-08-26	2015-11-12
Dom Development	2015-08-26	2015-10-23
Echo Investment	2015-08-31	2015-11-16
Elektrobudowa	2015-08-31	2015-11-16
Elemental	2015-08-31	2015-11-13
Enea	2015-08-28	2015-11-12
Energa	2015-08-12	2015-11-09
Erbud	2015-08-27	2015-11-16
Erste Bank	2015-08-07	2015-11-06
Eurocash	2015-08-21	2015-11-10
Famur	2015-08-28	2015-11-13
Getin Noble Bank	2015-08-31	2015-11-16
GTC	2015-08-20	2015-11-12
Handlowy	2015-08-28	2015-11-04
ING	2015-08-05	2015-11-04
Jeronimo Martins	2015-07-29	
JSW	2015-08-27	2015-11-12
Kernel	2015-10-30	
Kęty	2015-08-13	2015-10-22
KGHM	2015-08-13	2015-11-12
Komercni Banka	2015-08-05	2015-11-05
Kopex	2015-08-26	2015-11-12
Kruk	2015-08-31	2015-11-16
Lotos	2015-08-11	2015-10-29
LPP	2015-08-20	2015-11-10
LW Bogdanka	2015-08-20	2015-10-29
Millennium	2015-07-27	2015-10-27
MOL	2015-08-05	2015-11-06
Netia	2015-08-06	2015-11-05
Orange Polska	2015-07-28	2015-10-21
OTP Bank	2015-08-14	2015-11-13
Pekao	2015-08-05	2015-11-10
PGE	2015-08-11	2015-11-09
PGNiG	2015-08-14	2015-11-06
PKN Orlen	2015-07-23	2015-10-22
PKO BP	2015-08-10	2015-11-09
Polwax	2015-08-31	2015-11-16
Prime Car Management	2015-08-31	2015-11-16
PZU	2015-08-26	2015-11-10
RBI	2015-08-19	2015-11-12
Robyg	2015-08-20	2015-11-12
Skarbiec Holding	2015-08-31	2015-11-16
Synthos	2015-08-28	2015-11-13
Tarczyński	2015-08-28	2015-11-06
Tauron	2015-08-20	2015-11-10
TVN	2015-08-27	2015-11-10
Unibep	2015-08-31	2015-11-13
Vistal	2015-08-31	2015-11-13
Wirtualna Polska	2015-08-28	2015-11-16
Work Service	2015-08-31	2015-11-13

Źródło: Spółki

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2015	2016	2015	2016
Banki										
BZ WBK	Redukuj	2015-01-26	343,15	310,36	286,60	+8,3%	15,2	12,3		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2015-01-26	1,80	2,26	1,03	+119,4%	9,7	5,6		
HANDLOWY	Trzymaj	2015-07-03	92,97	95,35	87,63	+8,8%	13,9	13,4		
ING BSK	Trzymaj	2015-01-26	136,50	135,20	114,95	+17,6%	13,9	11,8		
MILLENNIUM	Kupuj	2015-04-02	6,64	8,36	5,77	+44,9%	12,2	9,6		
PEKAO	Redukuj	2015-01-26	179,00	166,96	157,90	+5,7%	16,2	13,9		
PKO BP	Kupuj	2015-07-03	30,25	38,59	28,81	+33,9%	13,3	9,6		
KOMERCNI BANKA	Redukuj	2014-12-11	4920	4549 CZK	5598	-18,7%	17,0	16,2		
ERSTE BANK	Akumuluj	2015-03-06	23,29	25,43 EUR	27,81	-8,5%	15,1	12,3		
RBI	Kupuj	2015-01-26	10,21	18,27 EUR	13,87	+31,8%	11,6	6,2		
OTP BANK	Trzymaj	2015-03-06	4179	4048 HUF	5861	-30,9%	13,4	11,0		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2015-07-22	433,90	488,23	409,15	+19,3%	13,1	12,3		
Usługi finansowe										
KRUK	Trzymaj	2015-05-06	154,00	143,10	167,00	-14,3%	16,2	13,8		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2015-03-26	51,98	65,00	43,41	+49,7%	10,1	9,8		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2015-05-14	47,83	64,30	40,00	+60,8%	8,7	6,8		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Redukuj	2015-03-06	54,00	46,90	67,65	-30,7%	21,0	15,7	8,2	7,6
LOTOS	Akumuluj	2015-04-28	30,69	34,40	31,95	+7,7%	10,1	7,3	5,5	5,1
MOL	Kupuj	2015-04-28	199,55	251,60	194,00	+29,7%	11,2	9,3	4,6	4,1
PGNiG	Sprzedaj	2015-05-06	6,49	5,24	6,31	-17,0%	13,6	14,4	6,3	6,4
PKN ORLEN	Trzymaj	2015-04-28	69,30	70,80	78,60	-9,9%	9,4	9,6	6,2	6,2
POLWAX	Kupuj	2014-11-06	15,05	24,20	17,85	+35,6%	7,7	7,6	6,8	6,4
SYNTHOS	Trzymaj	2015-05-05	4,76	4,75	4,53	+4,9%	16,9	12,2	10,9	9,3
Energetyka										
CEZ	Trzymaj	2015-07-03	86,00	84,00	91,16	-7,9%	13,3	16,9	7,8	8,5
ENEA	Akumuluj	2015-01-26	16,96	18,00	14,47	+24,4%	8,1	8,7	5,1	5,9
ENERGA	Trzymaj	2015-01-26	23,30	23,40	20,05	+16,7%	9,4	13,4	5,4	6,4
PGE	Trzymaj	2014-12-05	20,02	20,10	17,48	+15,0%	10,0	11,0	5,3	6,1
TAURON	Kupuj	2015-01-26	5,01	6,10	3,78	+61,4%	6,4	6,4	4,6	4,9
Telekomunikacja										
NETIA	Trzymaj	2015-01-26	5,70	5,80	5,64	+2,8%	98,2	62,8	5,1	5,3
ORANGE POLSKA	Trzymaj	2015-01-26	8,20	8,40	8,00	+5,0%	37,7	41,5	4,2	4,5
Media										
AGORA	Trzymaj	2015-01-26	8,35	8,20	11,50	-28,7%	-	-	8,4	8,4
CYFROWY POLSAT	Redukuj	2015-01-26	22,90	21,80	23,20	-6,0%	18,5	15,1	7,2	6,6
GLOBAL CITY HOLDINGS	w trakcie aktualizacji	2014-05-13	34,30	-	39,10	-	-	-	-	-
TVN	Sprzedaj	2015-07-07	19,78	18,90	19,81	-4,6%	24,0	17,0	16,5	13,4
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	2015-07-01	33,67	44,70	36,90	+21,1%	23,2	13,7	13,5	10,6
IT										
ASSECO POLAND	Trzymaj	2015-04-02	58,68	59,00	58,35	+1,1%	14,0	13,9	7,5	7,3
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	129,75	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	8,16	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Trzymaj	2015-01-26	20,40	27,00	11,66	+131,6%	-	-	6,1	2,2
KGHM	Kupuj	2015-01-26	108,25	127,00	90,30	+40,6%	8,4	7,3	4,7	4,4
LW BOGDANKA	w trakcie aktualizacji	2015-06-12	66,00	-	51,66	-	-	-	-	-
Przemysł										
ELEMENTAL	Akumuluj	2015-06-17	4,07	4,50	4,10	+9,8%	18,0	16,9	12,2	9,9
FAMUR	Trzymaj	2015-06-03	2,96	3,00	1,60	+87,5%	8,4	7,2	3,0	2,4
KERNEL	Redukuj	2015-07-17	40,35	35,00	44,50	-21,3%	6,1	6,5	3,1	4,3
KĘTY	Redukuj	2015-03-06	319,00	261,39	292,50	-10,6%	14,1	14,3	8,7	8,6
KOPEX	Trzymaj	2015-06-03	8,08	8,10	6,65	+21,8%	11,2	10,1	3,9	3,7
TARCZYŃSKI	Trzymaj	2015-03-06	14,65	15,00	11,90	+26,1%	9,4	8,8	6,0	5,7
UNIWHEELS	Kupuj	2015-06-11	115,05	136,60	117,00	+16,8%	10,7	10,1	7,3	6,8
VISTAL	Kupuj	2015-01-26	9,59	16,40	12,97	+26,4%	10,5	7,8	7,9	6,7
Budownictwo										
BUDIMEX	Trzymaj	2015-03-06	167,95	162,70	179,25	-9,2%	24,4	16,3	12,4	9,0
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2015-06-02	134,00	149,70	135,50	+10,5%	13,6	13,8	8,2	8,1
ERBUD	Akumuluj	2015-07-03	32,00	34,50	32,40	+6,5%	14,8	12,8	7,5	6,7
UNIBEP	Trzymaj	2015-03-06	10,25	10,40	12,79	-18,7%	18,5	14,4	11,1	8,9
Developeperzy										
CAPITAL PARK	Kupuj	2015-07-20	4,89	6,50	4,89	+32,9%	-	37,3	-	28,3
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	2015-05-06	51,99	57,90	52,00	+11,3%	17,2	13,5	13,8	10,9
ECHO	Akumuluj	2015-06-03	7,17	8,00	6,64	+20,5%	20,2	12,3	26,8	17,1
GTC	Trzymaj	2015-05-06	6,25	6,60	5,84	+13,0%	19,8	9,4	16,5	13,1
ROBYG	Kupuj	2015-01-26	2,16	2,95	2,32	+27,2%	13,5	9,0	11,6	7,9
Handel										
AMREST	Kupuj	2015-07-10	148,00	180,00	171,00	+5,3%	27,6	23,6	10,7	8,9
CCC	Sprzedaj	2015-03-06	185,55	158,00	188,95	-16,4%	21,6	17,8	20,7	16,7
EUROCASH	Akumuluj	2015-04-24	36,80	40,80	41,26	-1,1%	25,9	20,6	13,2	11,3
JERONIMO MARTINS	Sprzedaj	2015-05-06	13,10	10,7 EUR	12,03	-11,0%	23,0	19,8	10,4	9,4
LPP	Sprzedaj	2015-01-26	7716	6400	7185	-10,9%	32,4	24,7	17,9	14,3
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2015-03-06	21,50	21,90	18,00	+21,7%	25,0	16,3	11,6	8,9

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AMREST	Kupuj	(nowa)	180,00	2015-07-10
CAPITAL PARK	Kupuj	Kupuj	6,50	2015-07-20
CEZ	Trzymaj	Redukuj	84,00	2015-07-03
ERBUD	Akumuluj	Trzymaj	34,50	2015-07-03
HANDLOWY	Trzymaj	Redukuj	95,35	2015-07-03
KERNEL	Redukuj	Trzymaj	35,00	2015-07-17
PKO BP	Kupuj	Akumuluj	38,59	2015-07-03
PZU	Akumuluj	Trzymaj	488,23	2015-07-22
TVN	Sprzedaj	Trzymaj	18,90	2015-07-07
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	(nowa)	44,70	2015-07-01

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	5	8,5%	1	3,1%
Redukuj	7	11,9%	3	9,4%
Trzymaj	20	33,9%	12	37,5%
Akumuluj	11	18,6%	6	18,8%
Kupuj	16	27,1%	10	31,3%

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgową**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

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

KUPIJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Groclin, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokółów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Indata Software, Polwax. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF - uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa - opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

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

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

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

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

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

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

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

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