

środa, 4 listopada 2015 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: listopad 2015

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Rynki nadal powinny zachowywać się pod dyktando działań banków centralnych. Ze wzrostowego scenariusza mogłyby wyrwać nas zaskakująco dobre dane makro (mało prawdopodobne), które zwiększyłyby szansę na podwyżki stóp w USA.

Ze spółek

Finanse

Zalecamy selektywne podejście do polskich banków. Po wyborach oczekujemy wprowadzenia podatku bankowego, ale i odłożenia w czasie restrukturyzacji zadłużenia CHF. Uważamy, iż najważniejszym wydarzeniem dla sektora w bieżącym miesiącu będzie ogłoszenie projektu podatku bankowego. Pozostajemy pozytywni na PKO BP, Millennium, Aliora oraz PZU, gdzie podatek został już z nawiązką zdyskontowany, a z zagranicznych spółek na Erste Bank oraz OTP Bank.

Paliwa

Spadek marż petrochemicznych może negatywnie wpływać na notowania PKN. W naszym scenariuszu wzrostu cen ropy alternatywą pozostają akcje LTS i MOL. Podtrzymujemy negatywną rekomendację na PGN.

Energetyka

Ceny energii na TGE dyskontują już podwyższenie budżetu ORM, ale na razie nie przełożyło się to na wyceny spółek z sektora. Naszym zdaniem największą ekspozycję na ten scenariusz mają Tauron i PGE.

Telekomunikacja, Media, IT

Fundamentalna poprawa trendów wynikowych oraz pozytywny outlook na resztę roku powinny przełożyć się na umocnienie notowań Agory i Asseco Poland. Wyniki za 3Q'15 powinny pozytywnie zaskoczyć inwestorów Netii. W długim terminie podtrzymujemy pozytywne podejście do Orange Polska.

Górnictwo i metale

Informacje o ograniczaniu podaży surowców – jako efekt wprowadzanych obniżek kosztów – i oznaki stabilizacji sytuacji gospodarczej w Chinach (PMI) pozytywnie wpływają na sentyment do sektora. Z drugiej strony, oczekiwanie rynków na podwyżkę stóp przez FED umacnia USD.

Przemysł

W 3Q'15 oczekujemy, że na 49 obserwowanych spółek przemysłowych 39% poprawi zeszłoroczne rezultaty, a 27% je pogorszy (proporcje zbliżone do 1Q'15 oraz 2Q'15). Najwyższe dynamiki wzrostu naszym zdaniem zaprezentują Alumetal, Berling, Feerum, Forte, Elemental, Relpol, Uniwheels. Negatywnych zaskoczeń oczekujemy w spółkach: Alchemia, Boryszew, Famur, Impexmetal, Kernel, Kopex, Patentus.

Budownictwo

Spółki budowlane są notowane średnio na wskaźnikach P/E'15=14,1x oraz EV/EBITDA'15=6,9x. W 2016 r. prognozujemy około 10% wzrost zysku sektora. Po październikowym wzroście kursów spółek budujących koleje, brak wyraźnych faworytów sektora.

Deweloperzy

Środowisko niskich stóp procentowych w Polsce nie powinno być krótkoterminowym fenomenem i będzie wspierać sektor w całym 2016 r. Kursy LC Corp, Robyga, Dom Development, Polnordu wciąż są atrakcyjne.

Handel

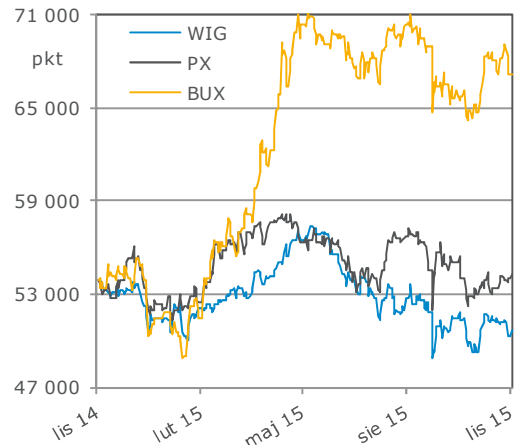
Presja ze strony wysokiego kursu USDPLN oraz słaba sprzedaż spółek we wrześniu powinna negatywnie wpłynąć na wyniki LPP i CCC. Oczekujemy dobrych wyników za 3Q'15 ze strony spółek Eurocash i AmRest.

Inne

Mamy neutralne podejście do Work Service w listopadzie 2015.

WIG 50 643
Średnie P/E 2015 14,0
Średnie P/E 2016 12,1
Średni dzienny obrót (3M) 807 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Budimex	Akumuluj	▼
Elektrobudowa	Akumuluj	▼
Eurocash	Sprzedaj	▼
PZU	Kupuj	►

Departament Analiz:

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

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	5
3. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	7
4. Statystyki rekomendacji	8
5. Banki	9
5.1. Alior Bank	12
5.2. BZ WBK	13
5.3. Getin Noble Bank	14
5.4. Handlowy	15
5.5. ING BSK	16
5.6. Millennium	17
5.7. Pekao	18
5.8. PKO BP	19
5.9. Komercni Banka	21
5.10. Erste Bank	22
5.11. RBI	23
5.12. OTP Bank	24
6. Ubezpieczyciele	25
6.1. PZU	25
7. Usługi finansowe	26
7.1. Kruk	26
7.2. Prime Car Management	27
7.3. Skarbiec Holding	28
8. Paliwa, chemia	29
8.1. Ciech	30
8.2. Lotos	31
8.3. MOL	33
8.4. PGNiG	34
8.5. PKN Orlen	36
8.6. Polwax	37
8.7. Synthos	38
9. Energetyka	39
9.1. CEZ	40
9.2. Enea	41
9.3. Energa	42
9.4. PGE	43
9.5. Tauron	44
10. Telekomunikacja	46
10.1. Netia	46
10.2. Orange Polska	47
11. Media	49
11.1. Agora	49
11.2. Cyfrowy Polsat	50
11.3. Wirtualna Polska	51
12. IT	52
12.1. Asseco Poland	52
12.2. CD Projekt	53
13. Górnictwo i metale	54
13.1. JSW	54
13.2. KGHM	55
13.3. LW Bogdanka	56
14. Przemysł	58
14.1. Elemental	61
14.2. Famur	62
14.3. Kernel	63
14.4. Kęty	65
14.5. Kopex	66
14.6. Tarczyński	67
14.7. UNIWHEELS	68
14.8. Vistal	69
15. Budownictwo	70
15.1. Budimex	71
15.2. Elektrobudowa	73

15.3. Erbud	74
15.4. Unibep.....	75
16. Deweloperzy.....	76
16.1. Capital Park.....	78
16.2. Dom Development.....	79
16.3. Echo Investment.....	80
16.4. GTC.....	81
16.5. Robyg.....	82
17. Handel.....	83
17.1. AmRest.....	85
17.2. CCC.....	86
17.3. Eurocash.....	87
17.4. Jeronimo Martins.....	88
17.5. LPP.....	89
18. Inne	90
18.1. Work Service	90

Rynek akcji

Październik przyniósł wyraźne odreagowanie na większości rynków akcji. Wbrew konsensusowi i dosyć słabym wynikom spółek, liderem wzrostów był rynek amerykański (S&P500 +12,3% m/m), co na tle MSCI Global (+7,8% m/m) i DAX (+8,3% m/m) prezentuje się okazale. Pomimo ponownego osłabienia walut z rynków wschodzących MSCI EM wzrósł o 6,6% m/m. O trendzie na giełdach decydują przede wszystkim oczekiwania na przyszłe działania banków centralnych. Naszym zdaniem jest mniej prawdopodobne, że FED podwyższy stopy procentowe już w grudniu, z drugiej strony prawdopodobieństwo, że ECB i PBOC ponownie poluzują politykę monetarną jest zdecydowanie wyższe niż 50%. Oczekiwania te powinny nadal pozytywnie wpływać na rynki. WIG był jednym z najsłabszych indeksów notując zaledwie 0,9% wzrostu – przede wszystkim za sprawą utrzymującego się ryzyka politycznego. Wydawało się, że po wyborach czynnik ten zostanie uznany przez rynki za zdyskontowany – wygląda jednak na to, że byliśmy „niepoprawnymi” optymistami. Do momentu zapadnięcia kluczowych dla rynku decyzji politycznych, tj. jakie podatki zostaną nałożone na banki oraz rozwiązania kwestii zaangażowania energetyki w sektorze górniczym, polski rynek będzie zachowywał się gorzej niż giełdy zagraniczne. Tym niemniej uważamy, że w ślad za rynkami zagranicznymi indeksy na GPW w końcówce roku powinny rosnąć. Z odczytów krajowych wskaźników wyprzedzających wynika, że sytuacja przedsiębiorstw nieznacznie poprawia się – w ocenie ankietowanych firm zarówno w ocenie bieżącej sytuacji, jak również przyszłości. Przy niepewnej sytuacji na rynkach eksportowych na obecną chwilę trudno oczekiwać, że mamy do czynienia z diametralnym odwróceniem sytuacji, tym niemniej koniunktura już się nie pogarsza, a więc prognozy wzrostu PKB na poziomie 3-3,3% r/r są nadal realne.

Banki centralne na pierwszej linii

Najbliższe tygodnie upłyną pod znakiem spekulacji inwestorów przed grudniową decyzją FED. Po listopadowym posiedzeniu oczekiwania rynkowe na pierwszą podwyżkę wzrosły do niemal 50%, co zaczęło również umacniać USD. Wszystko za sprawą zmiany komunikatu rynkowego, w którym nie pojawiło się stwierdzenie o ryzykach zewnętrznych – jako elementu wstrzymującego FOMC przed pierwszą podwyżką. Jednocześnie FED nie wskazuje, żeby obserwowane spowolnienie gospodarki amerykańskiej było postrzegane jako zagrożenie w średnim okresie. Wprawdzie rynek pracy wykazuje nadal słabość, to jednak poziom konsumpcji oraz nieco lepsze inwestycje przedsiębiorstw podtrzymują obraz „umiarkowanego” ożywienia. W najbliższych tygodniach szczególnie ważne będą publikacje kolejnych raportów z rynku pracy (pierwszy już 5-6 listopada) oraz danych o inflacji. Jeżeli inwestorzy nie dostaną słabych danych z tych obszarów to rynkowe

oczekiwania na grudniową podwyżkę będzie rosło. ISM w amerykańskim przemyśle wprowadzie tylko ustabilizował się na poziomie 50,1 pkt, lecz jego składowe mogą świadczyć, że kolejne odczyty powinny być już lepsze. Subindeks nowych zamówień wzrósł do 52,9 pkt (z 50,1) przy jednoczesnym obniżeniu wskaźnika zapasów do 46,5 z 48,5 pkt w poprzednim miesiącu. Zmniejsza się również poziom opóźnień w realizacji zamówień. W strukturze ISM najsłabiej prezentuje się komponent zatrudnienia, który obniżył się do 47,6 pkt, co może mieć istotne znaczenie jeśli chodzi o decyzje FED – nawet jeśli odczyt głównego wskaźnika na początku grudnia będzie lepszy niż w listopadzie.

Wprawdzie w październiku ECB utrzymał stopę operacji refinansowania na niezmienianym poziomie 0,05% oraz QE w wysokości 60 mld EUR miesięcznie to jednak członkowie Rady ECB potwierdzili, że w kontekście relatywnie słabego wzrostu w strefie jak również ponownego oddalenia się inflacji od celu ECB, bank rozważy na grudniowym posiedzeniu dalsze łagodzenie polityki monetarnej (stopa obniżona do -0,3%), w tym zmianę skali europejskiego QE. Jak dotąd „siła rażenia” QE na realną gospodarkę jest niewielka. Z opublikowanych niedawno danych wynika, że zaledwie jeden na siedem europejskich banków wykorzystywał dodatkową płynność, aby zwiększać akcję kredytową. Jak na razie kanał ten nie działa tak jak oczekuje ECB. Oddziaływanie QE sprowadza się zatem głównie do oddziaływania na rynki finansowe, m.in. osłabienie EUR.

Zgodnie z oczekiwaniami, do działania ponownie przystąpiły również Chiny, gdzie podjęto decyzję o obniżce podstawowych stóp procentowych oraz stopie rezerw obowiązkowych (obecnie 17,5%). Uzasadnieniem cięcia stóp jest nadal problem obsługi wysokiego zadłużenia przedsiębiorstw i konsumentów prywatnych, co stopuje wzrost popytu wewnętrznego – przy słabnącym popycie zewnętrznym, a w efekcie spowalniającej gospodarki (PKB +6,9% w 3Q, tj. najniższy wzrost od kryzysu 2008-09) i niskiej inflacji. Obniżenie stopy rezerw obowiązkowych ma na celu również zmniejszenie presji na odpływ kapitału z Chin (już ponad 600 mld USD). Rynki oczekują, że w kolejnych miesiącach PBOC dokona następnych obniżek stóp procentowych i stopy rezerw obowiązkowych. Jest raczej mało prawdopodobne, żeby Chiny zdecydowały się na zdecydowane działania po stronie polityki fiskalnej, a w szczególności programy infrastrukturalne. Chiny obawiają się również dalszego rozbudowywania mocy produkcyjnych – które dziś nie są efektywnie wykorzystywane, jak np. w przemyśle stalowym. Ze względu na kwestie budżetowe również mało prawdopodobne jest obniżenie podatków, które mogłoby pobudzić konsumpcję indywidualną.

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

Makroekonomia

PMI w przemyśle

W październiku PMI w polskim przemyśle wzrósł z 50,9 do 52,2, nieznacznie powyżej naszej prognozy i konsensusu rynkowego (51,5). Wzrost, który nastąpił po dwóch miesiącach negatywnych niespodzianek, jest jednak stosunkowo niewielki i zasadniczo spójny ze wskazaniami innych indeksów koniunktury (GUS, KE). Nie zaskakują również szczegóły raportu – wzrost PMI był napędzany głównie przez wyższe oceny produkcji (z 51,1 do 52,6) i nowych zamówień (z 50,8 do 52,8) – wśród tych ostatnich można odnotować powrót oszacowania zamówień eksportowych na terytorium wzrostowe. Tempo kreacji miejsc pracy z kolei nieznacznie wzrosło i pozostało bliskie średniej dla obecnej fazy ożywienia gospodarczego. Wreszcie, nie jest zaskoczeniem to, że niskie ceny surowców znalazły odzwierciedlenie zarówno w spadku kosztów produkcji (najgłębszym od kwietnia 2013 r.) i cen wyrobów gotowych (subindeks znalazł się najniższym poziomem od 13 miesięcy). Odbicie PMI jest oczywiście zbyt małe, by rozwiać obawy o spowolnienie polskiej gospodarki. Niezależnie od jakości PMI jako wskaźnika przewidującego „twarde” dane, jego obecne poziomy są spójne z neutralnym momentum, a więc z dynamikami aktywności gospodarczej (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna) de facto bliskimi stagnacji. Jeżeli dodamy do tego absolutny brak postępu na drodze do celu inflacyjnego – wskazania PMI sugerują, że impuls inflacyjny nie nadejdzie ze strony krajowego przemysłu, który pozostaje niewolnikiem niskich cen surowców i wysokiej konkurencji – staje się jasne, że o wznowieniu stymulacji monetarnej można już mówić w kategoriach scenariusza bazowego i nie tylko w związku ze zmienionym układem politycznym. Potwierdza to powolny dryf konsensusu rynkowego w kierunku obniżek w przyszłym roku i wycen instrumentów pochodnych.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna we wrześniu wzrosła zaledwie o 0,1% r/r, a więc słabiej niż oczekiwano (nasza prognoza i konsensus rynkowy wynosiły ok. 1,4%). Podobnie, jak w przypadku produkcji przemysłowej, wrześniowe wyniki sprzedaży są splotem kilku czynników. O ile bowiem z powodzeniem można było obstawić załamanie nominalnej sprzedaży paliw (efekt cenowy – dynamika spadła z -8,8% do -13,6% r/r), o tyle analogicznego, choć działającego w przeciwną stronę, efektu w odniesieniu do sprzedaży żywności można szukać ze świecą (stabilizacja dynamiki w tej kategorii na poziomie 3,1%). Wreszcie, spośród kategorii od reagujących fatalny sierpień, o realizacji takiego scenariusza można mówić wyłącznie w kontekście dóbr trwałych, takich jak odzież i obuwie oraz meble, RTV i AGD. Wahliwa kategoria Pozostałe przyspieszyła jedynie nieznacznie (z -15,2 do -11,3%).

Sprzedaż detaliczną należy zatem postrzegać przede wszystkim jako zaburzoną efektami cenowymi oraz specyfiką jednej z kategorii. Nasze ulubione miary „bazowej” sprzedaży detalicznej powróciły we wrześniu do dynamik obserwowanych w lipcu (a więc wówczas, gdy fale upałów nie obniżały sprzedaży). Dynamika realnej sprzedaży detalicznej (2,9% r/r) jest wprawdzie niższa od tegorocznej średniej, ale nie musi to oznaczać istotnego spowolnienia w konsumpcji prywatnej. Mocny sentyment konsumentów, solidne wzrosty płac realnych i duży udział usług oznaczają, że nawet w świetle danych za III kwartał wzrost konsumpcji nie jest istotnie zagrożony.

Produkcja przemysłowa

We wrześniu produkcja przemysłowa wzrosła o 4,1% r/r, blisko konsensusu rynkowego i naszych prognoz (odpowiednio, 4,0 i 4,8%). Spowolnienie w stosunku do poprzedniego miesiąca (kiedy to produkcja wzrosła o 5,3% r/r) wynikało ze splotu trzech czynników: niekorzystnej różnicy dni roboczych (0 r/r wobec +1 r/r), wysokiej bazy statystycznej w kategorii „Produkcja pojazdów samochodowych” oraz nadrabiania zaległości po fatalnym sierpniu w części branż, które dotknięte były ograniczeniami w dostawie energii elektrycznej, problemami logistycznymi i obniżoną wydajnością pracowników. W ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła o 1,5%, wyrównując po prostu straty z poprzedniego miesiąca.

W szerszej perspektywie obraz polskiego przemysłu to jednak obraz stagnacji – produkcja wciąż nie przekroczyła cyklicznego maksimum z marca b.r., a momentum we wrześniu wyniosło niemal dokładnie zero. Perspektywy ożywienia przemysłu w kolejnych miesiącach przedstawiają się dość skromnie – słabość gospodarki globalnej ciąży sekcjom eksportowym, a wpływ skandalu VW na przemysł państw Europy Środkowej nie jest jeszcze znany. Dodatkowo, seria wysokich baz nie będzie sprzyjać przyspieszeniu produkcji w ostatnich miesiącach roku.

Inflacja

Sygnalny odczyt inflacji za październik okazał się nieco niższy od konsensusu prognoz i wyniósł -0,8% r/r. Inflacja utrzymała się zatem na poziomie z poprzedniego miesiąca. Tradycyjnie już nie znamy szczegółowego rozbitcia inflacji, możemy tylko odnotować, że nasze szacunki wskazywały na spadek cen paliw oraz niewielki wzrost cen żywności (nawet przy skokowym wzroście cen pomidorów). Inflacja bazowa prawdopodobnie wzrosła o 0,1-0,2pp do 0,3-0,4% r/r. Niemniej jednak, momentum inflacji jest ciągle bardzo niskie i zbliżone do zera. Trendy na paliwach, żywności, czy wreszcie brak presji popytowej sugerują, że wychodzenie z deflacji będzie dłuższe niż wcześniej oczekiwano, a w 2016 roku inflacja będzie bardzo bliska zeru. Na sam moment wyjścia z deflacji typujemy grudzień lub styczeń. Nie ma to jednak większego znaczenia dla polityki pieniężnej. Nowa projekcja pokaże niższą ścieżkę inflacji (i wzrostu gospodarczego). Oczekiwanie co do obniżek stóp wiszą natomiast, poza czynnikami ekonomicznymi, czy zsynchronizowaniem polityki europejskich banków centralnych, również na nominacjach prorządowych i bardziej gołębich członków RPP (co niewątpliwie nastąpi). Nasza prognoza to obniżki stóp w sumie o 50pb, co już zbliżone jest do wycen instrumentów rynku stopy procentowej. Naszym zdaniem zmienność na krótkim końcu krzywej dochodowości może być przez najbliższe miesiące stosunkowo niska, jako, że jedynie wydarzenia o charakterze „epokowym/kryzysowym” mogłyby zakwestionować szansę na obniżki stóp procentowych. Istotne zintensyfikowanie oczekiwań na 5 miesięcy przed rekonstrukcją RPP też nie jest zbyt prawdopodobne – chyba, że już na najbliższym posiedzeniu (dzisiaj) pojawi się wniosek o obniżkę stóp procentowych. Oczywiście, ewentualne wznowienie obniżek przez Węgierski Bank Centralny na początku roku może pobudzić apetyt na obniżki w Polsce.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących

Deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się z 1 660 do 864 mln EUR. Rachunek obrotów bieżących prawie się zbilansował – deficyt spadł tam z 747 do 91 mln EUR. Główną przyczyną tego było załamanie w imporcie, który spadł z 14 724 (po korekcie) do 12 855 mln EUR; załamanie to zbiegło się także z niskim eksportem (12 764 mln EUR) i to również po stronie sektora usług: w konsekwencji saldo

usług zawężyło się do zaledwie 356 mln EUR (średnia w tym roku to 748 mln EUR), przy wysokiej dynamice importu usług. Pozostałe salda zachowały się zgodnie z tendencjami sezonowymi. Nie możemy wykluczyć, że na ostatni odczyt na rachunku obrotów bieżących został poważnie zaburzony. Po pierwsze, import skorygował się naszym zdaniem w sposób nagły i niespodziewany (nie można tego wytłumaczyć ani cenami ropy naftowej, ani zachowaniem agregatów opisujących popyt krajowy) i nie dotyczyło to importu usług (w grę wchodzi utrudnienia w transporcie towarów związane z wysokimi temperaturami). Na tym etapie wydaje się, że gwałtowny spadek importu może mieć naturę jednorazową. Załamały się obie kategorie eksportu (eksport i usługi), co naszym zdaniem może mieć charakter bardziej trwały. Pogorszenie momentum w eksporcie trwa od kilku miesięcy i, biorąc pod uwagę dane o strukturze geograficznej wymiany handlowej, powinno być postrzegane jako element większej całości, tj. spowolnienia w gospodarce światowej i handlu międzynarodowym. Jest to element, który już wcześniej skłonił nas do rewizji w dół dynamiki PKB na bieżący i przyszły rok. Realizuje się nakreślony przez nas scenariusz stopniowego pogorszenia salda obrotów bieżących – stosunkowo silny popyt wewnętrzny powinien podtrzymywać stosunkowo wysoki import, podczas gdy wzrosty eksportu napotykają zewnętrzne ograniczenie w postaci spowolnienia w handlu światowym (kłopoty rynków wschodzących). W kolejnych miesiącach dodatkowym czynnikiem wpływającym negatywnie na polski eksport może być jednak pewne pogorszenie konkurencyjności cenowej w związku z silnym umocnieniem złotego w stosunku do wielu walut EM.

Departament Analiz Ekonomicznych mBanku

(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)

research@mBank.pl

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2015	2016	2015	2016
Banki										
ALIOR BANK	Kupuj	2015-09-15	87,50	109,72	80,70	+36,0%	14,6	10,7		
BZ WBK	Trzymaj	2015-09-15	311,50	315,28	308,00	+2,4%	12,1	13,2		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2015-09-15	0,88	2,03	0,77	+163,6%	6,2	8,1		
HANDLOWY	Trzymaj	2015-09-15	85,50	90,27	80,56	+12,1%	15,2	13,9		
ING BSK	Trzymaj	2015-09-15	123,20	140,49	124,70	+12,7%	14,0	13,0		
MILLENNIUM	Kupuj	2015-09-15	6,23	9,04	6,10	+48,2%	11,1	10,1		
PEKAO	Trzymaj	2015-09-15	164,40	157,86	149,25	+5,8%	15,8	14,9		
PKO BP	Kupuj	2015-09-15	30,06	40,05	28,52	+40,4%	13,1	10,8		
KOMERCNI BANKA	Redukuj	2014-12-11	4920	4549 CZK	5090	-10,6%	15,4	14,7		
ERSTE BANK	Akumuluj	2015-03-06	23,29	25,43 EUR	26,62	-4,5%	14,4	11,8		
RBI	Kupuj	2015-01-26	10,21	18,27 EUR	14,46	+26,3%	12,1	6,5		
OTP BANK	Akumuluj	2015-08-21	5635	6288 HUF	5510	+14,1%	16,9	9,2		
Ubezpieczyciele										
PZU	Kupuj	2015-11-04	376,50	458,23	376,50	+21,7%	12,0	11,3		
Usługi finansowe										
KRUK	Trzymaj	2015-05-06	154,00	143,10	184,25	-22,3%	17,9	15,2		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2015-09-02	43,01	53,60	40,99	+30,8%	11,5	10,6		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2015-05-14	47,83	64,30	33,00	+94,8%	7,2	5,6		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Redukuj	2015-03-06	54,00	46,90	75,40	-37,8%	23,4	17,4	8,9	8,3
LOTOS	Akumuluj	2015-10-09	30,66	34,00	28,44	+19,5%	8,2	8,4	5,4	5,8
MOL	Kupuj	2015-10-09	178,00	237,50	172,75	+37,5%	19,5	7,6	3,6	3,4
PGNiG	Sprzedaj	2015-10-09	6,94	5,49	6,85	-19,9%	13,8	16,2	6,4	7,0
PKN ORLEN	Redukuj	2015-10-09	64,50	59,80	63,00	-5,1%	7,5	7,5	5,0	5,0
POLWAX	Kupuj	2014-11-06	15,05	24,20	15,38	+57,3%	6,7	6,5	6,0	5,6
SYNTHOS	Trzymaj	2015-05-05	4,76	4,75	3,80	+25,0%	14,2	10,3	9,4	8,1
Energetyka										
CEZ	Trzymaj	2015-07-30	88,40	89,20	77,15	+15,6%	9,4	11,2	6,1	6,8
ENEA	Kupuj	2015-07-30	13,94	18,10	13,25	+36,6%	6,9	8,5	4,3	5,4
ENERGA	Redukuj	2015-07-30	19,70	18,60	15,59	+19,3%	7,3	9,3	4,8	5,7
PGE	Kupuj	2015-09-03	15,08	16,82	14,59	+15,3%	7,5	8,9	3,9	4,9
TAURON	Kupuj	2015-07-30	3,63	4,70	3,16	+48,7%	4,9	5,8	4,1	4,7
Telekomunikacja										
NETIA	Trzymaj	2015-01-26	5,70	5,80	5,50	+5,5%	95,7	61,2	4,9	5,2
ORANGE POLSKA	Kupuj	2015-08-06	8,12	10,20	7,19	+41,9%	26,4	32,4	3,7	4,3
Media										
AGORA	Trzymaj	2015-01-26	8,35	8,20	11,85	-30,8%	-	-	8,6	8,6
CYFROWY POLSAT	Redukuj	2015-01-26	22,90	21,80	25,29	-13,8%	20,1	16,4	7,5	6,9
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	2015-07-01	33,67	44,70	41,13	+8,7%	25,9	15,3	14,9	11,7
IT										
ASSECO POLAND	Trzymaj	2015-04-02	58,68	59,00	56,99	+3,5%	13,7	13,6	7,3	7,2
CD PROJEKT	Kupuj	2015-09-04	25,55	30,90	26,98	+14,5%	5,1	14,7	3,4	8,6
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	122,00	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	10,12	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Trzymaj	2015-01-26	20,40	27,00	13,23	+104,1%	-	-	6,5	2,3
KGHM	Kupuj	2015-01-26	108,25	127,00	92,30	+37,6%	8,5	7,4	4,8	4,4
LW BOGDANKA	w trakcie aktualizacji	2015-06-12	66,00	-	41,89	-	-	-	-	-
Przemysł										
ELEMENTAL	Akumuluj	2015-06-17	4,07	4,50	4,45	+1,1%	19,6	18,3	13,0	10,6
FAMUR	Kupuj	2015-09-03	1,69	3,00	1,86	+61,3%	9,8	8,4	3,5	2,9
KERNEL	Redukuj	2015-07-17	40,35	35,00	53,40	-34,5%	10,3	7,6	3,7	4,8
KĘTY	Trzymaj	2015-11-02	278,00	275,60	277,85	-0,8%	13,8	14,0	9,1	8,4
KOPEX	Trzymaj	2015-06-03	8,08	8,10	6,06	+33,7%	10,2	9,2	3,7	3,5
TARCZYŃSKI	Trzymaj	2015-03-06	14,65	15,00	13,30	+12,8%	10,5	9,9	6,4	6,0
UNIWHEELS	Kupuj	2015-06-11	115,05	136,60	120,95	+12,9%	10,7	10,1	7,3	6,8
VISTAL	Kupuj	2015-01-26	9,59	16,40	11,08	+48,0%	9,0	6,6	7,3	6,1
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2015-11-04	211,00	225,10	211,00	+6,7%	25,3	17,8	12,7	9,7
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2015-11-04	155,00	170,50	155,00	+10,0%	13,7	13,3	8,8	7,9
ERBUD	Akumuluj	2015-07-03	32,00	34,50	30,54	+13,0%	14,0	12,1	7,1	6,3
UNIBEP	Trzymaj	2015-03-06	10,25	10,40	11,41	-8,9%	16,5	12,9	10,0	7,9
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Akumuluj	2015-10-02	5,88	6,50	6,04	+7,6%	-	46,1	-	30,3
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2015-09-03	47,01	57,90	55,00	+5,3%	18,1	14,3	14,6	11,5
ECHO	Akumuluj	2015-06-03	7,17	8,00	6,75	+18,5%	20,5	12,5	27,0	17,2
GTC	Akumuluj	2015-10-02	6,20	6,60	6,75	-2,2%	22,2	10,5	17,3	13,7
ROBYG	Kupuj	2015-01-26	2,16	2,95	2,59	+13,9%	15,0	10,1	12,7	8,7
Handel										
AMREST	Kupuj	2015-07-10	148,00	180,00	178,80	+0,7%	28,8	24,7	11,1	9,3
CCC	Sprzedaj	2015-03-06	185,55	158,00	169,00	-6,5%	19,3	15,9	18,7	15,0
EUROCASH	Sprzedaj	2015-11-04	49,75	40,80	49,75	-18,0%	31,2	24,9	15,6	13,4
JERONIMO MARTINS	Sprzedaj	2015-05-06	13,10	10,7 EUR	12,84	-16,6%	24,6	21,1	11,1	10,0
LPP	Sprzedaj	2015-10-09	7634	6300	7150	-11,9%	34,6	26,2	18,6	15,4
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2015-03-06	21,50	21,90	15,82	+38,4%	22,0	14,4	10,4	8,0

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Kęty	Trzymaj	Redukuj	275,60	2015-11-02
Lotos	Akumuluj	Kupuj	34,00	2015-10-09
LPP	Sprzedaj	Sprzedaj	6300,00	2015-10-09
MOL	Kupuj	Kupuj	237,50	2015-10-09
PGNiG	Sprzedaj	Sprzedaj	5,49	2015-10-09
PKN Orlen	Redukuj	Trzymaj	59,80	2015-10-09

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Budimex	Akumuluj	Kupuj	225,10	2015-11-04
Elektrobudowa	Akumuluj	Kupuj	170,50	2015-11-04
Eurocash	Sprzedaj	Akumuluj	40,80	2015-11-04
PZU	Kupuj	Kupuj	458,23	2015-11-04

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych Z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	5	8,3%	1	3,2%
Redukuj	6	10,0%	1	3,2%
Trzymaj	15	25,0%	10	32,3%
Akumuluj	11	18,3%	6	19,4%
Kupuj	23	38,3%	13	41,9%

Banki

Wyniki sektora bankowego – wrzesień (NBP)

Wyniki za wrzesień oceniamy pozytywnie biorąc pod uwagę dalszą poprawę marży odsetkowej oraz wyniku prowizyjnego. Poprawa ta jest jeszcze bardziej wyraźna w całym 3Q'15. W kolejnych miesiącach oczekujemy stabilizacji salda rezerw, które w będzie wspierane przez sprzedaż portfeli wierzytelności (np. GNB) oraz dalszej poprawy marży odsetkowej. Jednocześnie zauważamy, iż spadek zysku netto na poziomie 12,0% w 9M'15 na chwilę obecną przewyższył oczekiwania banków odnośnie spadku zysku netto w 2015r. (-10,3% R/R).

Wyniki we wrzesień

We wrześniu polski sektor bankowy zaraportował zysk netto w wysokości 1 037 mln PLN, +5,9% M/M, ale -18,5% R/R. Wzrost zysku netto w ujęciu miesięcznym jest głównie zasługą wzrostu wyniku pozaodsetkowego w miesiącu (+9,3% M/M), który z kolei był wspierany przez wynik prowizyjny (+4,6% M/M) oraz pozostały przychody (+366% M/M). Wynik odsetkowy we wrześniu spadł o 0,7% M/M oraz -5,6% R/R. Pomimo spadku wyniku odsetkowego marża odsetkowa (do średnich aktywów, skorygowana o liczbę dni) wzrosła 3p.b. M/M. Koszty całkowite spadły we wrześniu o 1,8% (M/M), dzięki znaczącemu spadkowi amortyzacji (-4,9% M/M). Saldo rezerw wzrosło we wrześniu o 6,6% M/M (-10,1% R/R), zaś koszt ryzyka z 88 p.b. w sierpniu do 93 p.b. we wrześniu.

Wyniki w 9M'15

W ujęciu zagregowanym (styczeń-wrzesień) zysk netto spadł o 12,0% R/R do poziomu 11,4 mld PLN. Na spadek zysku netto wpływ ma przede wszystkim wynik odsetkowy (-8,2% R/R), prowizyjny (-2,3% R/R) oraz lekko rosnące koszty (+0,8% R/R). Negatywny efekt jest częściowo rekompensowany przez spadek salda rezerw (-10,5% R/R).

Wyniki w 3Q'15

W ujęciu kwartalnym zysk netto spadł o 12,0% Q/Q oraz 19,8% R/R. Spadek zysku netto spowodowany był w dużej mierze przez spadek wyniku z tytułu dywidend oraz wzrost kosztów ogółem (+6,1% R/R), jak i salda rezerw (+12,5% R/R). Wynik odsetkowy w 3Q'15 wzrósł o 7,5% Q/Q, co przełożyło się także na wzrost marży odsetkowej (do średnich aktywów) o 11p.b. Q/Q do poziomu 1,92%. Wskaźnik kosztów do dochodów w 3Q'15 uległ nieznacznemu pogorszeniu z 52,3% w 2Q'15 do 54,8%. Jednocześnie, koszt ryzyka wzrósł do 79p.b. z 72p.b., co nadal plasuje 3Q'15 poniżej długoterminowej średniej (ok 1%).

Statystyki NBP dla kredytów i depozytów sektora MFI za wrzesień

Kredyty ogółem monetarnych instytucji finansowych we wrześniu wzrosły o 0,7% M/M, 1,6% Q/Q oraz 6,6% R/R. Kredyty detaliczne pozostały w miesiącu na niezmienionym poziomie ponieważ lekki spadek kredytów hipotecznych (-0,2% M/M) został zrównoważony przez wzrost po stronie kredytów konsumenckich (+0,6% M/M). Jednocześnie we wrześniu sektor zanotował wysoki wzrost kredytów korporacyjnych (+1,7% M/M). W ujęciu kwartalnym kredyty również były napędzane przez segment korporacyjny (+3,4% Q/Q) przy stabilnym wolumenie kredytów detalicznych (hipoteki -0,7% Q/Q, zaś konsumenckie + 1,8% Q/Q).

W ujęciu rocznym kredyty ogółem wzrosły o 6,6% R/R z czego kredyty korporacyjne o 7,3% R/R, zaś detaliczne o 6,1% R/R.

Depozyty monetarnych instytucji finansowych we wrześniu wzrosły o 1,8% M/M, 3,0% Q/Q oraz 9,3% R/R. W ujęciu rocznym wzrost depozytów był zasługą zarówno klientów korporacyjnych (+9,2% R/R, +4,9% Q/Q oraz 4,1% M/M),

jak i klientów detalicznych (+9,4% R/R, +1,9% Q/Q oraz +0,3 M/M). Wskaźnik kredytów do depozytów spadł z 102,3% w sierpniu do 101,2%.

Jakość kredytów polskiego sektora bankowego we wrześniu

Jakość aktywów we wrześniu uległa nieznacznej poprawie z poziomu 7,29% w sierpniu do 7,23%. Poprawa to zasługa zarówno kredytów detalicznych (z 6,58% w sierpniu do 6,52% we wrześniu), jak i korporacyjnych (z 8,35% do 8,29%). W kredytach korporacyjnych jakość aktywów uległa pogorszeniu w segmencie MŚP, co jednak zostało co najmniej zrównoważone przez poprawę jakości aktywów w segmencie dużych przedsiębiorstw. W kredytach detalicznych poprawa jakości była widoczna po stronie kredytów hipotecznych (w PLN z 3,38% w sierpniu do 3,31%, zaś w CHF z 3,63% w sierpniu do 3,54%). Jakość kredytów konsumenckich pozostała we wrześniu bez zmian na poziomie 12,2%.

Dwukrotny wzrost liczby wniosków w ramach programu MdM we wrześniu

Według danych przekazanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego, liczba wniosków o dofinansowanie zakupu lokalu w ramach programu „Mieszkanie dla Młodych” zwiększyła się we wrześniu dwa razy w porównaniu z sierpniem. Wpłynęło 3 744 wnioski na kwotę blisko 94 mln PLN, z czego 43% dotyczyło nabycia lokali używanych, podczas gdy miesiąc wcześniej było ich 1 787 na kwotę 42 mln PLN. Skokowy wzrost wynikał z poszerzenia rządowego programu MdM o rynek wtórny. Zmienione zasady dopuściły możliwość ubiegania się o dofinansowanie na nieruchomości także spoza rynku pierwotnego. Ponadto, cytowany w komunikacie BGK wicedyrektor departamentu usług agencyjnych Bogusław Białowas powiedział, że jeśli zainteresowanie się utrzyma, tegoroczny limit przeznaczony na dopłaty powinien zostać wykorzystany pod koniec 4Q'15. Nowelizacja ustawy określającej zasady funkcjonowania programu „Mieszkanie dla Młodych” wesprze popyt na kredyty hipoteczne w końcowych miesiącach roku. BGK podało, że po 3Q'15 wysokość zgłoszonego zapotrzebowania na dofinansowanie wkładu własnego sięgnęła 403 mln PLN i przekroczyła połowę przewidzianego w ustawie limitu na 2015 rok. Jednocześnie PKO BP informowało niedawno, iż po zmianach w programie MdM, liczba złożonych wniosków o kredyt hipoteczny w jego ramach była w banku o ok. 250% wyższa niż w sierpniu.

PiS rozważa trzeci wariant podatku od banków

Szef Rady Programowej PiS Piotr Gliński poinformował, że jego partia oprócz opodatkowania aktywów banków albo transakcji finansowych rozpatruje też wariant podniesienia CIT dla banków. Przedstawiciel PiS dodał, że dwa obiecane podatki sektorowe, tj. bankowy i od sklepów wielkopowierzchniowych, są racjonalne i powinny zostać wprowadzone dość szybko. Jednocześnie Gliński stwierdził, że osobiście opowiada się za podatkiem od aktywów, przy czym jego zdaniem mógłby on być zróżnicowany w zależności od ich typu, np. dla aktywów bardziej ryzykownych stosowano by inną stopę opodatkowania. Według przedstawiciela PiS podatek od transakcji finansowych mógłby być niebezpieczny, z uwagi na to, że polska giełda i tak jest słaba. Ponadto prof. Gliński zadeklarował, że PiS chce współpracować z sektorem bankowym, aby go nie „zadusić”, ale z drugiej strony ma świadomość wysokości zysków banków. Brak informacji dotyczących ewentualnego poziomu podniesionej stawki podatku CIT dla banków uniemożliwia oszacowanie wpływu tego wariantu na wyniki finansowe sektora. Do tej pory w ramach propozycji przedstawianych przez PiS podczas kampanii przedwyborczej

wymieniano podatek od aktywów banków w wysokości 0,39% oraz podatek od transakcji finansowych, którego stawka miałaby wynosić 0,14% dla instrumentów finansowych i 0,07% dla instrumentów pochodnych.

Przedstawiciel PiS o metodach ograniczenia przerzucania kosztów na klientów banków

Na antenie telewizji TVN24 Biznes i Świat Paweł Szałamacha z PiS zapowiedział, że jest kilka metod, którymi można ograniczyć ryzyko przerzucania opłat na klientów banków. W szczególności wskazał, że wyobraża sobie sytuację, w której prezes banku PKO BP, który jest kontrolowany przez Skarb Państwa,łoży publiczne oświadczenie, w którym zaprasza klientów konkurencji w przypadku gdyby tamte banki próbowałyby podwyższyć swoje opłaty. Szałamacha argumentował, iż wówczas działając według takiej logiki stracą biznes. Jednocześnie stwierdził, że po to Skarb Państwa ma narzędzia jakimi są jego aktywa, aby osiągać rozsądne cele gospodarcze. Ponadto, w kontekście przewalutowania kredytów denominowanych w CHF, przedstawiciel PiS przyznał, że rozważana jest sytuacja w której być może należałoby pozwolić odliczyć część potencjalnych strat od wymiaru podatku bankowego, gdyż system bankowy może nie być w stanie udźwignąć podwójnego obciążenia. Wypowiedzi członków partii PiS wskazują, iż nowy rząd może wywierać znaczącą presję na spółki Skarbu Państwa nie biorąc pod uwagę interesów wszystkich akcjonariuszy (Skarb Państwa posiada w PKO BP 29,43%, zaś ponad 70% to free float). Jednocześnie uważamy, iż wykorzystanie PKO BP do ograniczenia wzrostu opłat i prowizji w całym sektorze bankowym może być ciężkie do osiągnięcia. Zakładamy, że przy średniej skali różnic cenowych za produkty i usługi klienci prawdopodobnie nie będą masowo przenosić rachunków ze swoich dotychczasowych banków.

Komisja sejmowa opowiedziała się za poprawkami Senatu do ustawy o wsparciu kredytobiorców

Sejmowa komisja finansów zarekomendowała poparcie wszystkich poprawek uchwalonych przez Senat do ustawy o wsparciu kredytobiorców znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej, którzy zaciągnęli kredyt mieszkaniowy. Wśród najważniejszych zmian znajduje się rozszerzenie grona kredytobiorców uprawnionych do pomocy. Według pierwotnie przyjętego dokumentu, o wsparcie mogli ubiegać się kredytobiorcy, posiadający status bezrobotnego, lub ponoszący miesięczne koszty obsługi kredytu w wysokości przekraczającej 60% dochodów osiąganych przez gospodarstwo domowe. Obecnie kryteria zostały poszerzone o osoby spełniające warunki otrzymania świadczeń pieniężnych z pomocy społecznej. Progi dochodowe w tym zakresie wynoszą 634 PLN w jednoosobowym gospodarstwie domowym i 514 PLN na osobę w gospodarstwach wieloosobowych. Druga z najistotniejszych poprawek dotyczy sposobu ustalenia kontrybucji banków do Funduszu Wsparcia Kredytobiorców, który zostanie utworzony przy BGK w początkowej wysokości 600 mln PLN. Według senackiej wersji ustawy, wpłaty kredytodawców nastąpią proporcjonalnie do wielkości posiadanego portfela kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, których opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek przekracza 90 dni. Tę zmianę pozytywnie oceniła w imieniu rządu wiceminister finansów Izabela Leszczyna, która podsumowała, że bardziej dotknięte będą te banki, które udzielały kredytów wysokiego ryzyka.

Opracowywana ustawa określa zasady przyznawania zwrotnego nieoprocentowanego wsparcia finansowego osobom fizycznym zobowiązanym do spłaty kredytu mieszkaniowego, udzielonego w dowolnej walucie, które znalazły się w trudnej sytuacji. Klienci będą mogli ubiegać się

o pomoc w maksymalnej wysokości 1 500 PLN miesięcznie, otrzymywaną przez okres nie dłuższy niż 18 miesięcy, poprzez złożenie odpowiedniego wniosku w terminie do dnia 31 grudnia 2018 roku. Zwrot pomocy przez kredytobiorców będzie rozpoczynał się w 2 lata od wypłaty ostatniej raty wsparcia i zostanie rozłożony na 8 lat. W przypadku, gdy wielkość środków w Funduszu spadnie poniżej 100 mln PLN, dokonywane będzie jego uzupełnienie do wysokości nie mniejszej niż 300 mln PLN przez wniesienie przez banki dalszych środków proporcjonalnie do wielkości wsparcia udzielonego klientom danego kredytodawcy.

KNF nakłada bufory kapitałowe na banki

Zgodnie z zapowiedziami, KNF nałożył indywidualne bufory kapitałowe na banki, które posiadają ekspozycję na kredyty CHF. Z dostępnych informacji wynika, iż najwyższy bufor kapitałowy został nałożony na mBank (TCR: 4,39%; Tier 1: 3,29%), a następnie na Bank Millennium (TCR: 3,83%; Tier 1: 2,87%), Getin Noble Bank (TCR: 2,03%; Tier 1: 1,52%), PKO BP (TCR: 0,76%; Tier 1: 0,57%) oraz BZ WBK (TCR: 0,72%; Tier 1: 0,54%). Według naszych szacunków (jednostkowe wskaźniki kapitałowe są niedostępne dla BZ WBK oraz Banku Millennium) minimalne współczynniki wypłacalności oraz współczynniki wypłacalności wymagane do wypłaty 50% dywidendy są spełnione przez mBank, PKO BP oraz BZ WBK. Z drugiej strony uważamy, iż Bank Millennium ma niewystarczające kapitały Tier 2, zaś GNB zarówno Tier 1, jak i Tier 2, aby spełnić minimalne wymogi kapitałowe. Jednocześnie, od 1 stycznia KNF podwyższa wymogi kapitałowe dla wszystkich banków o 1,25 p.p. do 10,25% dla Tier 1 oraz 13,25% dla TCR. Rzecznik Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) Łukasz Dajnowicz potwierdził, że dodatkowe bufory kapitałowe dla banków z ekspozycją na kredyty walutowe dla gospodarstw domowych będą od 2016 roku liczone od wyższych minimalnych poziomów wymogów kapitałowych, tj. 10,25% dla współczynnika kapitału podstawowego Tier 1 (CET1) i 13,25% dla łącznego współczynnika kapitałowego (TCR). Ponadto, przewodniczący KNF Andrzej Jakubiak ocenił, że około 90% nałożonych na banki domiarów kapitałowych jest pokryte posiadanymi funduszami własnymi, a w przypadku 3 banków jest potrzeba uzupełnienia kapitału poprzez podjęcie dodatkowych działań. Według niego, 6 banków z 14 może wypłacić dywidendę w takiej wysokości, w jakiej prawnie jest ona możliwa, czyli do 100% zysku, w 3 bankach będzie można wypłacić do 50% dywidendy, a w 5 bankach musi nastąpić zatrzymanie całego zysku. Z kolei zastępca przewodniczącego KNF Wojciech Kwaśniak poinformował, że łączna kwota domiarów w 3 bankach, które wymagają uzupełnienia kapitału, wynosi ok. 1 mld PLN. Wśród środków do zastosowania, wiceszef KNF wymienił, że banki te mogą wstrzymać dywidendę za 2015 rok, a jak im zabraknie to mogą zatrzymywać zysk za 2016 rok; możliwa jest również sprzedaż portfeli i restrukturyzacja tych kredytów. Jednocześnie Kwaśniak wskazał, że banki będą musiały osiągnąć wymogi kapitałowe, uwzględniające nałożone bufory, do połowy 2016 roku. Każdy bank ma przedstawić swoje indywidualne stanowisko, jak chce to zrobić, a nadzór podejmie decyzję, kiedy zdjąć dodatkowe wymogi.

KNF postuluje rozłożenie przyszłej składki na rzecz BFG na raty

Wśród uwag do projektu ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji, przekazanych przez Komisję Nadzoru Finansowego do rozpatrzenia przez Stały Komitet Rady Ministrów został powtórzony postulat rozłożenia na co najmniej dwie raty kosztów dotyczących składek płaconych przez banki na rzecz BFG. KNF uzasadnia, że jednorazowa wpłata powoduje obowiązek obciążenia sektora bankowego kosztami na początku roku, co znacząco zniekształca obraz

sytuacji finansowej banków i uniemożliwia porównywalność przekazywanych przez nie danych. Obecnie składka BFG jest już rozkładana na 4 raty. Niemniej jednak, według projektu banki sporządzające sprawozdania finansowe zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej będą zobligowane księgować kontrybucję do BFG w momencie powstania zobowiązania, co istotnie zwiększałoby koszty działalności w pierwszym kwartale roku.

Stawki opłat na BFG na 2016 rok zostaną ustalone 25 listopada

Przewodniczący Rady Bankowego Funduszu Gwarancyjnego (BFG) Piotr Piłat poinformował, że posiedzenie w sprawie ustalenia wysokości stawek opłaty rocznej i ostrożnościowej dla banków na 2016 rok odbędzie się 25 listopada. Metodologia wyznaczania stawek pozostanie jak stosowana dotychczas, a punktem odniesienia będą poziomy opłat z roku poprzedniego. Piłat ocenił, że szanse aby przyszłoroczne opłaty były niższe są obecnie małe. Obowiązujące w 2015 roku składki na rzecz BFG wyniosły odpowiednio 0,189% dla opłaty rocznej i 0,05% dla opłaty ostrożnościowej, i były w sumie blisko dwukrotnie wyższe niż rok wcześniej (łącznie 0,239% w 2015 wobec 0,137% w 2014 roku). Ze względu na fakt, że nowelizacja ustawy o BFG nie została uchwalona w kończącej się kadencji Sejmu, to w 2016 roku podstawą naliczania kontrybucji płaconej przez banki pozostaną aktywa wazone ryzykiem, a ustalanie stawek w oparciu o nowy model będzie odbywać się w kolejnych latach, po zaimplementowaniu w polskich przepisach unijnych wytycznych. W projekcie ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji zawarto docelowy poziom nowych funduszy, opłacanych przez banki, jaki ma zostać osiągnięty w zdefiniowanym czasie.

Prezydent szuka rozsądnego rozwiązania problemu frankowego

W wywiadzie dla TVN24, Prezydent Andrzej Duda stwierdził, iż zaproponowane przez jego doradców rozwiązanie problemu kredytów denominowanych w CHF musi być rozsądne, a zarazem sprawiedliwe wobec kredytobiorców, którzy wzięli kredyt w PLN. Jednocześnie Prezydent stwierdził, iż możliwy jest kompromis pomiędzy rozwiązaniem, które zmusza kredytodawców do poniesienia 50% kosztów przewalutowania a tym, który zmusza do poniesienia większości kosztów.

PiS zdecyduje o kształcie podatku bankowego w ciągu 6-8 tygodni

Posel Prawa i Sprawiedliwości Paweł Szałamacha poinformował, że ostateczny wariant podatku bankowego zostanie wybrany w ciągu 6-8 tygodni. Dodał, że tyle czasu PiS daje sobie na dyskusję i opinie ze strony środowisk eksperckich, w tym NBP. Inny przedstawiciel PiS Henryk Kowalczyk podkreślił, że jego partia zdecydowanie pomiędzy podatkiem od aktywów a podatkiem od transakcji finansowych i zaakceptuje jeden z nich, a nie obydwa. Z projektu ustawy przedstawionego przez PiS wynika, że prognozowana wielkość dochodów budżetu państwa z tytułu podatku transakcyjnego jest szacowana na poziomie 1,7 mld PLN w pierwszym roku obowiązywania. Jednocześnie PiS zastrzega, że jest to kwota przybliżona, gdyż precyzyjne określenie bazy podatkowej nie jest możliwe ze względu na jej szeroki zakres i brak dokładnych wiarygodnych danych. Ponadto Szałamacha podtrzymał, że wciąż aktualny jest również projekt podatku od aktywów ze stawką 0,39%, który miałby przynieść wpływ dla budżetu w wysokości 5 mld PLN. Z przygotowanej we wrześniu przez PiS prezentacji wynika, że podatek transakcyjny dotyczyłby obrotów papierami wartościowymi i instrumentami pochodnymi. Szałamacha wskazał wówczas, że stawka podatku wynosiłaby 0,14% dla akcji i obligacji oraz 0,07% dla derywatów. Projekt przewiduje brak opodatkowania pierwotnej emisji papierów wartościowych, a także operacji związanych z finansowaniem potrzeb pożyczkowych państwa i jednostek samorządu terytorialnego. Jednocześnie poseł PiS informował, że intencją partii jest, aby podatek bankowy mógł obowiązywać od 1Q'16 lub 2Q'16.

Projekt podatku od aktywów zawiera stawkę na poziomie 0,39%

Według PAP, projekt podatku od aktywów przygotowany przez partię PiS zakłada stawkę podatku na poziomie 0,39%. Podatek obliczany byłby od sumy aktywów z roku poprzedniego i podzielony na 12 rat. Projekt zakłada zwolnienie z podatku podmiotów z aktywami poniżej 1 mld PLN. Podatkiem miałyby zostać objęte banki, banki spółdzielcze oraz ubezpieczyciele. W uzasadnieniu do ustawy PiS oczekuje wpływu z podatku w wysokości około 5 mld PLN rocznie. Uważamy, iż projekt ustawy nie wnosi żadnych nowych informacji. Jednocześnie uważamy, iż przy stawce podatku na poziomie 0,39% PiS zebralby od sektora bankowego oraz ubezpieczeniowego 7 mld PLN, a nie 5 mld PLN jak zakłada projekt ustawy. Jednocześnie PiS nadal podtrzymuje, że ostateczny kształt ustawy jeszcze nie jest przesądzony, a sama partia jeszcze nie wie, czy po wygranych wyborach wprowadzi podatek od aktywów czy od transakcji finansowych. Naszym zdaniem zostanie wprowadzony podatek od transakcji finansowych ponieważ będzie on łatwiejszy do zaakceptowania dla sektora bankowego, ale co ważniejsze nie będzie on blokował wzrostu akcji kredytowej, do czego może się przyczynić podatek od aktywów.

Alior Bank
Kupuj

Analitik: Michał Konarski	Cena bieżąca:		80,70 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2015-09-15
	Cena docelowa:		109,72 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	998,6	1 215,8	21,8%	1 511,1	24,3%	1 795,0	18,8%	Liczba akcji (mln)	70,0
Marża odsetkowa	3,9%	4,4%		4,5%		4,6%		MC (cena bieżąca)	5 647,3
WNDB	1 540,0	1 873,0	21,6%	2 191,1	17,0%	2 544,0	16,1%	Free float	74,8%
Wynik operacyjny*	692,7	947,7	36,8%	1 144,4	20,8%	1 462,9	27,8%		
Zysk brutto	287,7	401,1	39,4%	482,0	20,2%	649,4	34,7%		
Zysk netto	227,9	322,7	41,6%	386,2	19,7%	525,8	36,1%		
ROE	11,9%	12,4%		12,1%		14,4%		Zmiana ceny: 1m	5,2%
P/E	22,5	17,5		14,6		10,7		Zmiana ceny: 6m	-10,4%
P/BV	2,3	1,9		1,7		1,4		Zmiana ceny: 12m	5,6%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	74,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	98,6

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Alior Banku oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 109,72 PLN na akcję. Alior Bank jest jednym z najbardziej dynamicznie rozwijających się banków na polskim rynku. Przez ostatnie 3 lata (CAGR) suma bilansowa wzrosła o 25%, a na kolejne 3 lata prognozujemy ten wzrost na poziomie 15%. Ponadto, Alior Bank charakteryzuje najwyższą na rynku marżę odsetkową (>4%) oraz ponadprzeciętną efektywność kosztowa (<50%). Z drugiej strony, bank boryka się z wysokim kosztem ryzyka (~2,4%) głównie związanym z portfelem kredytów konsumenckich. Dzięki wysokiemu wskaźnikowi ROA (1,3% w 2016 r.) udział podatku bankowego (od aktywów) w zysku netto plasuje bank poniżej średniej. Bank nie posiada ekspozycji na kredyty denominowane w CHF co istotnie redukuje ryzyko.

Prezes Aliora potwierdza prognozę zysku netto na cały rok

W wywiadzie dla Rzeczypospolitej, Prezes Alior Banku potwierdził całoroczną prognozę zysku netto dla banku na poziomie 359 mln PLN. Ponadto Prezes oczekuje, iż przewalutowanie kredytów CHF oraz podatek bankowy przyspieszą konsolidację polskiego rynku. Obecnie, Alior rozważa zakup dwóch mniejszych banków o łącznej sumie bilansowej 3 mld PLN oraz udział w większych transakcjach, których patronem będzie PZU. Uważamy, iż prognoza zarządu jest zbyt konserwatywna. Alior Bank konsekwentnie od 6 kwartałów raportuje wyniki powyżej średnich oczekiwań rynkowych. Ponadto, Prezes Sobieraj podczas ostatniej prezentacji stwierdził, iż wynik na poziomie 373 mln PLN jest nadal w zasięgu banku.

Prognoza wyników kwartalnych

Alior Bank zaraportuje wyniki za 3Q'15 5 listopada. Zysk netto za 3Q'15 prognozujemy na poziomie 86,8 mln PLN, -1,1% Q/Q, ale +23,9% R/R. Oczekujemy normalizacji wyniku z działalności podstawowej (+6,3% Q/Q oraz +16,1% R/R) w szczególności na linii wyniku prowizyjnego (+37% Q/Q). Niemniej jednak oczekujemy, iż w 3Q'15 bank zmierzy się z presją na marżę w wysokości 10p.b., która zostanie zrównoważona w wyniku odsetkowym przez wzrost wolumenów. Jednocześnie oczekujemy lekkiej poprawy kosztów operacyjnych (-1,0% Q/Q) oraz dalszego wzrostu salda rezerw (+9,0% Q/Q oraz +4,4 R/R). Koszt ryzyka jest przez nas prognozowany na poziomie 230p.b., czyli o +14p.b. wyższym niż w 2Q'15.

BZ WBK		Trzymaj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		308,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-09-15	
		Cena docelowa:		315,28 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	3 276,6	3 996,8	22,0%	4 220,8	5,6%	4 539,0	7,5%	Liczba akcji (mln)		98,9	
Marża odsetkowa	3,9%	3,3%		3,1%		3,2%		MC (cena bieżąca)		30 470,1	
WNDB	6 089,8	6 579,0	8,0%	7 500,4	14,0%	7 346,5	-2,1%	Free float		30,0%	
Wynik operacyjny*	3 227,7	3 475,2	7,7%	4 145,8	19,3%	3 975,7	-4,1%				
Zysk brutto	2 514,7	2 640,0	5,0%	3 422,2	29,6%	3 184,2	-7,0%				
Zysk netto	1 982,3	1 914,7	-3,4%	2 520,1	31,6%	2 315,5	-8,1%				
								Zmiana ceny: 1m		6,5%	
ROE	11,9%	12,6%		14,2%		11,5%		Zmiana ceny: 6m		-16,6%	
P/E	14,5	15,0		12,1		13,2		Zmiana ceny: 12m		-17,9%	
P/BV	2,1	1,7		1,6		1,4		Min (52 tyg.)		275,9	
DPS	7,6	10,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		391,4	
Dyld (%)	2,5	3,5		0,0		0,0					

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla BZ WBK oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 315,28 PLN/akcję. Pomimo znaczącego spadku ceny akcji od początku roku (-17% do końca października) uważamy, iż wycena rynkowa BZ WBK nadal nie uwzględnia ani podatku bankowego od aktywów proponowanego przez PiS (20% zysku netto), ani ewentualnej restrukturyzacji kredytów CHF. Zakładając materializację jedynie podatku bankowego (od aktywów) nasza cena docelowa zostałaby skorygowana o 52,57 PLN na akcję. Jednocześnie uważamy, iż w przypadku podatku FTT BZ WBK będzie w stanie skutecznie go przełożyć na klientów banku, a wpływ na bank będzie znikomy. Uważamy także, iż BZ WBK prawie wyczerpał potencjał do realizacji zysków jednorazowych (sprzedaż AM w 2016), co negatywnie przełoży się na dynamikę zysku netto w latach kolejnych.

Wyniki za 3Q'15 lekko powyżej oczekiwań rynkowych

Bank BZ WBK zaraportował zysk netto za 3Q 2015 w wysokości 472,7 mln PLN, -12,7% Q/Q oraz -8,4% R/R, lekko powyżej średnich oczekiwań rynkowych (452,4 mln PLN, +4,5%) oraz naszej prognozy (458,5 mln PLN). Lepsze od oczekiwań wyniki to zasługa przede wszystkim wyższego od oczekiwań wyniku odsetkowego. Jednocześnie grupa w 3Q'15 sprzedała portfel wierzytelności o nominalnej wartości 174 mln PLN i zanotowała zysk brutto w wysokości 8 mln PLN. Wyniki za 9M'15 stanowią 82% całorocznego konsensusu (źródło: Bloomberg). Niemniej jednak uważamy, iż ze względu na znaczące zdarzenia jednorazowe w 9M'15 konsensus nie ma potencjału do wzrostu.

Poprawa marży odsetkowej

Wynik odsetkowy wzrósł o 5,6% Q/Q do poziomu 1 090,2 mln PLN, lekko powyżej oczekiwań rynkowych zakładających wzrost o 3,0% Q/Q. Jednocześnie, po spadku marży odsetkowej o 4 p.b. w 2Q'15, marża odsetkowa (do średnich aktywów) zanotowała odbicie o +13 p.b. Q/Q do poziomu 3,25% w 3Q'15. Wynik odsetkowy w kwartale był wspierany przez dalszy spadek kosztów odsetkowych na poziomie -8,1% Q/Q (-13,0% Q/Q w 2Q'15).

Stabilny wskaźnik kredytów do depozytów

Kredyty brutto wzrosły o 0,7% Q/Q, ze względu na wyższe wolumeny po stronie korporacyjnej (+3,5% Q/Q). Po stronie detalicznej wzrost kredytów konsumenckich (+2,9% Q/Q) został w dużym stopniu zrównoważony przez spadek po stronie hipotek (-0,4% Q/Q). Przy jednoczesnym wzroście depozytów o 2,0% Q/Q w 3Q'15, wskaźnik kredytów do depozytów pozostał na niezmienionym poziomie 96,1%.

Wynik prowizyjny zgodny z oczekiwaniami

Wynik prowizyjny wyniósł 482,7 mln PLN (-3,8% Q/Q) i był zgodny z oczekiwaniami rynkowymi. W kwartale bank odnotował znaczący spadek prowizji z tytułu kredytów (-16,4% Q/Q) oraz pozostałych prowizji (-26,7% Q/Q).

Normalizacja kosztów ryzyka

Saldo rezerw wzrosło o 23,8% Q/Q do poziomu 201,1 mln PLN, lekko powyżej oczekiwań rynkowych (197,1 mln PLN). Niemniej jednak, korygując wynik o sprzedaż kredytów niepracujących (pozytywny efekt +67 mln PLN w 2Q'15 oraz +8 mln PLN w 3Q'15) saldo rezerw spadło o 9,1% Q/Q. Koszt ryzyka (do średnich kredytów brutto) wzrósł z 65 p.b. w 2Q'15 do 79 p.b. w 3Q'15 (87 p.b. – skorygowany o sprzedaż NPL). Wskaźnik niepracujących kredytów pozostał na niezmienionym poziomie 8,1% w 3Q'15 pomimo sprzedaży 174 mln PLN wierzytelności w kwartale.

Koszty pod kontrolą

Koszty operacyjne uległy poprawie o 1,2% Q/Q w 3Q'15, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi. Koszty integracji w 3Q'15 wyniosły 16 mln PLN i były porównywalne do 2Q'15 (15 mln PLN). Koszty pracownicze w 2Q'15 spadły o 0,7% Q/Q, zaś pozostałe koszty administracyjne o 1,9% Q/Q.

Wskaźniki kapitałowe spełniają wymogi KNF

Jednostkowy wskaźnik kapitałowy Tier 1 na koniec 9M'15 wyniósł 14,47%, zaś TCR 14,85% (odpowiednio 13,47% oraz 13,93% dla grupy). Wskaźniki BZ WBK są na granicy wymaganych przez KNF do wypłaty do 50% zysku netto w formie dywidendy (min. wskaźniki do wypłaty dywidendy od 01.2016 równe są 13,79% dla Tier 1 oraz 13,47% dla TCR).

Płaska marża i rosnące koszty ryzyka w 4Q'15

Na konferencji po wynikach 3Q'15 Zarząd stwierdził, iż marża odsetkowa banku w 4Q'15 powinna ulec stabilizacji, zaś koszty ryzyka wzrosnąć ze względu na sprzedaż kredytów niepracujących (stary portfel Kredyt Banku). Sprzedaż kredytów niepracujących powinna spowodować spadek wskaźnika NPL poniżej 8%. Jednocześnie Zarząd oczekuje, iż marża odsetkowa ma dalszy potencjał do poprawy, który zostanie wykorzystany w przyszłym roku. Wyniki w 4Q'15 znajdą się także pod negatywnym wpływem kary nałożonej przez UOKiK w wysokości 26,4 mln PLN. Bank podejmie decyzję o wypłacie dywidendy z zysku za 2014r. oraz 2015r. dopiero po otrzymaniu stosownego listu od KNF. Bank oczekuje zaksięgowania 25 mln PLN (BZ WBK bez SCB) jednorazowych kosztów z tytułu składki na nowy fundusz pomocy kredytobiorcom hipotecznym najprawdopodobniej już w 4Q'15. Uważamy, iż pomimo znaczącego wykonania prognozy rocznej przez BZ WBK (w 9M'15 82% konsensusu) nie należy oczekiwać wzrostu średnich oczekiwań rynkowych ze względu na zaksięgowanie zysków jednorazowych w 1H'15 oraz ze względu na presję na wyniki w 4Q'15.

Getin Noble Bank
Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 0,77 PLN

Cena docelowa: 2,03 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-09-15

(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 297,8	1 430,5	10,2%	1 151,1	-19,5%	1 315,3	14,3%	Liczba akcji (mln)	2 650,1
Marża odsetkowa	4,1%	2,2%		1,7%		1,9%		MC (cena bieżąca)	2 040,6
WNDB	1 886,3	1 956,3	3,7%	1 716,5	-12,3%	1 785,7	4,0%	Free float	49,8%
Wynik operacyjny*	1 007,4	1 033,3	2,6%	752,8	-27,1%	818,1	8,7%		
Zysk brutto	388,0	314,3	-19,0%	377,0	20,0%	315,6	-16,3%		
Zysk netto	399,7	360,0	-9,9%	330,3	-8,3%	250,5	-24,1%		
ROE	8,8%	7,3%		6,2%		4,4%		Zmiana ceny: 1m	-11,5%
P/E	5,1	5,7		6,2		8,1		Zmiana ceny: 6m	-56,7%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-69,0%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,8
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	2,5

*przed kosztami rezerw

Przez ostatnie 12 miesięcy kurs akcji GNB spadł o 69,0% częściowo dyskontując obawy rynku odnośnie ustawy restrukturyzacyjnej CHF czy też wprowadzenia podatku bankowego. Uważamy, iż wraz z wprowadzeniem buforów kapitałowych przez KNF ryzyko emisji akcji istotnie wzrasta. Szacujemy, iż aby osiągnąć wymagany przez KNF wymagany minimalny wskaźnik wypłacalności (Tier 1 na poziomie 11,77%, a TCR na poziomie 15,28%) do czerwca 2016 GNB powinien podwyższyć kapitał o 1,2 mld PLN. Szczegóły planu wsparcia pozycji kapitałowej powinny zostać ujawnione w przeciągu miesiąca. Uważamy, iż w planie podniesienia współczynników kapitałowych znajdzie się redukcja aktywów ważonych ryzykiem, zintensyfikowana sprzedaż wierzytelności, sekurytyzacja portfela kredytów, zatrzymanie zysków oraz sprzedaż udziałów w spółkach (np. Getin Leasing).

Prognoza wyników kwartalnych

Getin Noble Bank opublikuje wyniki za 3Q'15 16 listopada. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 31,6 mln PLN (-54,9% Q/Q oraz -60,4% R/R). Średnie oczekiwania rynkowe nie są dostępne. Oczekujemy, iż wynik odsetkowy w 3Q'15 (+4,8% Q/Q) zostanie wsparty przez przecenę depozytów. Oczekujemy, iż marża odsetkowa w 3Q'15 wzrośnie o 11p.b. do poziomu 1,70% (do średnich aktywów). Jednocześnie oczekujemy spadku wyniku prowizyjnego ze względu na wdrażanie programu bankowości relacyjnej. Wyniki znajdują się pod presją ze względu na brak sprzedaży kredytów niepracujących, która miała miejsce w 2Q'15. Saldo rezerw prognozujemy na poziomie 134 mln PLN, co przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 1,01%. Oczekujemy jeszcze większej dyscypliny kosztowej, która spowoduje spadek kosztów ogółem o 5,5% Q/Q oraz 1,2% R/R pomimo wzrostu opłat BFG.

Handlowy		Trzymaj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		80,56 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-09-15	
		Cena docelowa:		90,27 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	1 242,2	1 163,9	-6,3%	1 003,8	-13,8%	1 134,3	13,0%	Liczba akcji (mln)		130,7	
Marża odsetkowa	2,8%	2,4%		2,0%		2,2%		MC (cena bieżąca)		10 525,9	
WNDB	2 600,5	2 465,4	-5,2%	2 155,1	-12,6%	2 269,2	5,3%	Free float		25,0%	
Wynik operacyjny*	1 183,3	1 149,9	-2,8%	870,9	-24,3%	966,6	11,0%				
Zysk brutto	1 218,1	1 167,7	-4,1%	856,4	-26,7%	936,5	9,3%				
Zysk netto	972,7	947,3	-2,6%	693,7	-26,8%	758,6	9,3%				
ROE	15,3%	12,9%		9,5%		10,1%		Zmiana ceny: 1m		0,7%	
P/E	10,8	11,1		15,2		13,9		Zmiana ceny: 6m		-28,9%	
P/BV	1,4	1,4		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m		-29,0%	
DPS	5,8	7,2		7,4		0,0		Min (52 tyg.)		78,7	
Dyield (%)	7,2	8,9		9,2		0,0		Max (52 tyg.)		114,0	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Banku Handlowego oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 90,27 PLN na akcję. Bank jest notowany z premią do sektora, którą uważamy za uzasadnioną ze względu na konserwatywny bilans z niskim L/D i bez CHF oraz wysoki współczynnik wypłacalności. Z drugiej strony, wysoka efektywność kosztowa oraz bardzo niski koszt ryzyka nie pozwolą na znaczącą poprawę wyników w kolejnych latach. Dodatkowo, ze względu na ryzyko podatku bankowego oraz braku dywidendy uważamy, iż obecna cena rynkowa akcji nie prezentuje potencjału wzrostu.

Prognoza wyników kwartalnych

Bank Handlowy opublikuje swoje wyniki 9 listopada. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 143,7 mln PLN, czyli -4,3% Q/Q oraz -37,1% R/R. Oczekujemy, iż wyniki znajdą się pod presją ze względu na niższy wynik handlowy (-23% Q/Q), zgodnie z zapowiadaną strategią banku „risk-off”. Wynik na działalności podstawowej oczekiwany przez nas jest na poziomie 406,4 mln PLN, +1,9% Q/Q, ale -9,4% R/R, Płaski wynik prowizyjny w kwartale zostanie wsparty przez wynik odsetkowy (+3,6% Q/Q). Oczekujemy, iż marża odsetkowa pozostanie na praktycznie niezmienionym poziomie, gdzie pozytywny efekt sprzedaży kredytów zostanie zniwelowany przez wynik na papierach wartościowych. Ponadto, oczekujemy bardzo niskiego salda rezerw (3,5 mln PLN) oraz spadku kosztów operacyjnych (-3,0% Q/Q).

ING BSK
Trzymaj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 124,70 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2015-09-15
		Cena docelowa: 140,49 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	2 042,6	2 330,2	14,1%	2 346,3	0,7%	2 680,8	14,3%	Liczba akcji (mln)	130,1
Marża odsetkowa	2,5%	2,5%		2,2%		2,3%		MC (cena bieżąca)	16 223,5
WNDB	3 290,4	3 532,5	7,4%	3 693,4	4,6%	3 958,1	7,2%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 422,0	1 602,8	12,7%	1 675,7	4,5%	1 869,8	11,6%		
Zysk brutto	1 192,9	1 347,4	13,0%	1 435,2	6,5%	1 539,9	7,3%		
Zysk netto	961,5	1 040,7	8,2%	1 162,4	11,7%	1 247,2	7,3%		
ROE	11,5%	10,9%		10,8%		10,7%		Zmiana ceny: 1m	4,3%
P/E	16,9	15,6		14,0		13,0		Zmiana ceny: 6m	-13,3%
P/BV	1,9	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	-11,9%
DPS	0,0	4,4		4,0		0,0		Min (52 tyg.)	113,7
Dyild (%)	0,0	3,5		3,2		0,0		Max (52 tyg.)	150,5

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla ING BSK oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 140,49 PLN/akcję. W 9M'15 ING zaraportowało wyniki o 12% wyższe od średnich oczekiwań rynkowych prezentując lepsze niż zakładano przychody z działalności podstawowej, ale i również niskie saldo rezerw. Ponadto, ING BSK prezentuje solidny bilans (niska ekspozycja na CHF) oraz wysoki wskaźnik wypłacalności, co dobrze pozycjonuje bank na wzrost. Ze względu na nadal istotne ryzyko wprowadzenia podatku od aktywów podtrzymujemy rekomendację trzymaj. Niski zwrot z aktywów powoduje, iż ewentualny podatek bankowy od aktywów (32 p.b.) stanowi aż 29% zysku netto i obniża naszą wycenę o 31,74 PLN na akcję.

Lepszy od oczekiwań wynik w 3Q'15

ING BSK zaraportowało zysk netto za 3Q 2015 w wysokości 315,7 mln PLN, -8,4% Q/Q, ale +15,6% R/R, powyżej średnich oczekiwań rynkowych (297,8 mln PLN, +6%), ale zgodnie z naszą prognozą (315,4 mln PLN). Lepszy od oczekiwań wynik netto to zasługa niższego od oczekiwań salda rezerw, ale i wyższego wyniku odsetkowego.

Wyniki w 3Q'15 były także wsparte przez zdarzenia jednorazowe takie jak sprzedaż portfela wierzytelności (+21 mln PLN) czy sprzedaż udziału w PTE (około 15 mln PLN w 3Q'15). Wynik odsetkowy wzrósł w 3Q'15 o 8,5% Q/Q oraz 8,0% R/R i był wspierany przez wolumeny kredytowe (+4,8% Q/Q oraz +18,6% R/R). Marża odsetkowa ING BSK (do średnich aktywów) zanotowała wzrost o 8 p.b. do poziomu 2,37%. Wynik prowizyjny zanotował wyższy niż oczekiwano spadek (-5,5% Q/Q wobec oczekiwanych -2,7% Q/Q). Znaczący spadek wyniku prowizyjnego to przede wszystkim wina prowizji z tytułu działalności maklerskiej (-17,0% Q/Q), kredytów (-7,7% Q/Q) oraz z tytułu ubezpieczeń (-18,6% Q/Q). Koszty operacyjne wzrosły w 3Q'15 o 1,5% Q/Q oraz 4,1% R/R pozostawiając wskaźnik koszty/dochody w 3Q'15 na poziomie 54,4% (51,2% w 2Q'15). Saldo rezerw spadło o 50,2% Q/Q oraz 50,9% R/R, zaś koszt ryzyka do 18 p.b. z 37 p.b. w 2Q'15 (do średnich kredytów brutto). Wskaźnik kredytów niepracujących spadł w 3Q'15 do poziomu 3,2% z 3,8% w 2Q'15. Zarówno saldo rezerw, jak i wskaźnik NPL znajdował się w 3Q'15 pod pozytywnym wpływem sprzedaży wierzytelności (253,4 mln PLN za cenę 30,4 mln PLN). Pozytywny wpływ transakcji na koszty ryzyka banku wyniósł 21 mln PLN.

Millennium		Kupuj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		6,10 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-09-15	
		Cena docelowa:		9,04 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	1 220,1	1 454,1	19,2%	1 374,9	-5,4%	1 498,3	9,0%	Liczba akcji (mln)		1 213,1	
Marża odsetkowa	2,2%	2,5%		2,2%		2,2%		MC (cena bieżąca)		7 400,0	
WNDB	2 080,1	2 308,4	11,0%	2 261,6	-2,0%	2 396,6	6,0%	Free float		50,0%	
Wynik operacyjny*	916,8	1 104,2	20,4%	1 077,9	-2,4%	1 197,1	11,1%				
Zysk brutto	680,6	838,5	23,2%	823,5	-1,8%	906,4	10,1%				
Zysk netto	535,8	650,9	21,5%	667,0	2,5%	734,2	10,1%				
ROE	10,5%	11,7%		10,9%		10,8%		Zmiana ceny: 1m		6,5%	
P/E	13,8	11,4		11,1		10,1		Zmiana ceny: 6m		-19,0%	
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m		-24,7%	
DPS	0,0	0,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)		5,3	
Dyld (%)	0,0	3,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		8,4	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj i 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 9,04 PLN na akcje. Nasza wycena obrazuje potencjał wzrostu, jaki Bank Millennium prezentuje dzięki lepszym od oczekiwań wynikom. Mocny spadek notowań Banku Millennium w roku obecnym (-26% do listopada) to odpowiedź rynku na zagrożenia dla spółki płynące z ustawy restrukturyzacyjnej (CHF) oraz z wprowadzenia podatku bankowego. Niemniej jednak uważamy, iż oba ryzyka są już w dużej części wycenione przez rynek. Jednocześnie w naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, iż po wyborach wygranych przez PiS zostanie wprowadzany podatek FTT, który z kolei zostanie w pełni przeniesiony na klientów.

Widoczna poprawa marży w 3Q'15

Bank Millennium zaraportował zysk netto za 3Q 2015 w wysokości 165,7 mln PLN, +0,3% Q/Q, ale -4,3% R/R, zgodnie ze średnimi oczekiwaniami rynkowymi na poziomie 164,8 mln PLN (według PAP) oraz naszej prognozy na poziomie 160,3 mln PLN. Wyższe od oczekiwań saldo rezerw oraz niższy wynik handlowy zostały w kwartale zrównoważone przez wyższy wynik prowizyjny oraz niższe koszty operacyjne. Wynik netto za 9M'15 stanowi 78% prognozy rynku na cały 2015 rok, co może oznaczać podniesienie konsensusu. Uważamy, iż wyniki powinny mieć pozytywny wpływ na notowania banku ze względu na widoczną poprawę przychodów z działalności podstawowej. Niemniej jednak, pozytywny efekt może być stłumiony przez ryzyka, jakie ciążą nad sektorem bankowym (przewalutowanie kredytów CHF czy też podatek bankowy).

Wynik odsetkowy w 3Q'15 wyniósł 349,0 mln PLN (bez SWAPów), +4,7% Q/Q, ale -6,7% R/R, zgodnie ze średnimi oczekiwaniami rynkowymi. Wzrost przychodów odsetkowych (+3,4% Q/Q) zrównoważył wzrost kosztów odsetkowych (+1,7% Q/Q). Marża odsetkowa (do średnich aktywów) wzrosła o 8 p.b. do poziomu 2,08%, zaś marża odsetkowa skorygowana o SWAPy o +4 p.b. do poziomu 2,17%.

Kredyty netto spadły w 3Q'15 o 1,7% Q/Q, ale wzrosły o 5,3% r/r. Spadek kredytów detalicznych (-3,0% Q/Q) był spowodowany przez kredyty hipoteczne (-3,9% Q/Q) na skutek ruchów walutowych. Jednocześnie, kredyty konsumenckie zanotowały kolejny kwartalny wzrost (+2,3% Q/Q oraz +17,5% R/R). Sprzedaż kredytów konsumenckich oraz leasingowych spadła w kwartale (odpowiednio o 12,8% Q/Q oraz o 9,1% Q/Q) przy jednoczesnym wzroście sprzedaży po stronie faktoringu (+8,8% Q/Q).

Depozyty w 3Q'15 wzrosły o 1,9% Q/Q oraz 7,9% R/R. Wzrost napędzany był przez depozyty detaliczne (+3,7%) przy spadających wolumenach po stronie depozytów

korporacyjnych (-1,1% Q/Q). Wskaźnik kredytów/depozytów pozostał na podobnym poziomie 90% (94% w 2Q'15).

Wynik prowizyjny w 3Q'15 wzrósł do poziomu 151,6 mln PLN, +2,8% Q/Q oraz +0,5% R/R, lekko powyżej średnich oczekiwań rynkowych. Wzrost wyniku prowizyjnego w kwartale to głównie wynik wyższych prowizji z tytułu kredytów (+11,7% Q/Q), ubezpieczeń (+52,9% Q/Q) oraz obsługi rachunków (+4,2% Q/Q). Na uwagę zasługuje również spadek prowizji z tytułu dystrybucji funduszy inwestycyjnych (-21,7% Q/Q).

Koszty operacyjne spadły w 3Q'15 o 1,9% Q/Q oraz o 4,3% R/R, poniżej średnich oczekiwań rynkowych. Dobra dyscyplina kosztowa to głównie zasługa niższych kosztów marketingu (-3,5% Q/Q), ale również niższych kosztów osobowych (-0,7% Q/Q). Jednocześnie w 3Q'15 bank zanotował znaczący wzrost kosztów konsultingu oraz doradztwa (+8,8% Q/Q).

Saldo rezerw wzrosło w 3Q'15 do poziomu 68,8 mln PLN, +16,0% Q/Q oraz +11,6% R/R, powyżej średnich oczekiwań rynkowych. Koszt ryzyka (do średnich kredytów brutto) wzrósł do poziomu 57 p.b. wobec 49 p.b. zanotowanych w 2Q'15. W 3Q'15 saldo rezerw spadło po stronie korporacyjnej (z 11,6 mln PLN w 2Q'15 do 7,7 mln PLN w 3Q'15) przy jednoczesnym znaczącym wzroście po stronie detalicznej (z 47,7 mln PLN do 61,1 mln PLN). Wskaźnik niepracujących kredytów uległ nieznacznej deterioracji z poziomu 4,3% w 2Q'15 do 4,6% w 3Q'15 za sprawą kredytów konsumenckich (z 10,7% do 11,2%) oraz hipotek (z 1,75% do 2,07%). Wskaźnik pokrycia rezerwami spadł do poziomu 66% (z poziomu 70% w 2Q'15) na skutek sprzedaży portfela kredytów niepracujących.

Małe szanse na dywidendę z zysku za 2015 rok

Prezes Banku Millennium Joao Bras Jorge poinformował, że w jego ocenie szanse na wypłatę dywidendy z zysku osiągniętego w 2015 roku są małe. Ponadto pytany, czy wskutek spodziewanego nałożenia na bank dodatkowych buforów kapitałowych konieczna będzie emisja akcji odpowiedział, że Millennium jest bardzo dobrze skapitalizowane i nie spodziewa się, aby zaistniała potrzeba podnoszenia kapitału. W naszych prognozach zakładaliśmy, że Bank Millennium nie wypłaci dywidendy w przyszłym roku. Jednocześnie, jego dotychczasowa polityka w zakresie podziału zysku zakładała przeznaczanie dla akcjonariuszy 35-50% wyniku. Jednak Walne Zgromadzenie banku w maju bieżącego roku zdecydowało o zatrzymaniu całego zysku netto w kwocie 619,5 mln PLN wypracowanego w 2014 roku i przeznaczeniu go na kapitał rezerwowy, co było bezpośrednio związane z otrzymaniem przez Millennium (i inne banki z dużą ekspozycją na kredyty walutowe) zalecenia od KNF o wstrzymaniu wypłaty dywidendy.

Pekao
Trzymaj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 149,25 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2015-09-15
		Cena docelowa: 157,86 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 443,9	4 461,3	0,4%	4 230,0	-5,2%	4 620,8	9,2%	Liczba akcji (mln)	262,5
Marża odsetkowa	2,9%	2,7%		2,5%		2,6%		MC (cena bieżąca)	39 173,7
WNDB	7 475,6	7 284,9	-2,6%	6 990,9	-4,0%	7 319,1	4,7%	Free float	49,9%
Wynik operacyjny*	4 031,9	3 856,1	-4,4%	3 524,5	-8,6%	3 820,8	8,4%		
Zysk brutto	3 432,9	3 359,7	-2,1%	3 055,6	-9,1%	3 256,6	6,6%		
Zysk netto	2 784,8	2 714,7	-2,5%	2 474,0	-8,9%	2 636,6	6,6%		
ROE	12,0%	11,4%		10,4%		10,6%		Zmiana ceny: 1m	-1,3%
P/E	14,1	14,4		15,8		14,9		Zmiana ceny: 6m	-20,0%
P/BV	1,7	1,6		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-17,7%
DPS	8,4	10,0		10,3		0,0		Min (52 tyg.)	149,3
Dyild (%)	5,6	6,7		6,9		0,0		Max (52 tyg.)	196,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Pekao z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 157,86 PLN na akcję. Lepsze zachowanie kursu akcji Banku Pekao od szerokiego indeksu WIG Banki w tym roku odzwierciedla brak istotnej ekspozycji banku na kredyty denominowane w CHF. Niemniej jednak, według naszych szacunków wycena rynkowa banku nie odzwierciedla nadal ryzyka podatku bankowego, który stanowić może około 21% zysku netto za 2016 r. Niemniej jednak, w przypadku wprowadzenia podatku w formie FTT uważamy, iż Pekao jest już adekwatnie wycenione i nie prezentuje potencjału spadku.

Prognoza wyników kwartalnych

Bank Pekao opublikuje wyniki za 3Q'15 10 listopada. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 582,0 mln PLN, czyli spadnie o 6,0% Q/Q oraz o 17,4% R/R, najniżej od prawie 7 lat. Wynik netto zanotowałby bardziej znaczący spadek w 3Q'15, gdyby nie zaksięgowanie zysku jednorazowego z tytułu sprzedaży udziału w KIR (około 44 mln PLN) do NBP. Oczekujemy, iż wynik na działalności podstawowej nie zanotuje poprawy w 3Q'15 ze względu na spadający wynik prowizyjny (-3,3% Q/Q), który zostanie zrównoważony przez lekki wzrost wyniku odsetkowego. Oczekujemy, dalszego spadku marży odsetkowej (-3p.b. Q/Q do 2,40%) ze względu na brak poprawy po stronie przychodowej. Jednocześnie, oczekujemy iż strona kosztów pozostanie silną stroną Pekao (-0,8% Q/Q), zaś koszt ryzyka pozostanie praktycznie na niezmiennym poziomie, co oznacza dalszą lekką poprawę wskaźnika koszt ryzyka (42p.b.).

PKO BP		Kupuj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		28,52 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-09-15	
		Cena docelowa:		40,05 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	6 722,0	7 522,9	11,9%	6 871,7	-8,7%	7 534,1	9,6%	Liczba akcji (mln)	1 250,0		
Marża odsetkowa	3,4%	3,4%		2,7%		2,9%		MC (cena bieżąca)	35 650,0		
WNDB	11 178,1	11 494,8	2,8%	10 765,8	-6,3%	11 457,9	6,4%	Free float	68,6%		
Wynik operacyjny*	6 084,3	5 901,4	-3,0%	4 828,1	-18,2%	5 665,1	17,3%				
Zysk brutto	4 044,5	4 034,6	-0,2%	3 368,5	-16,5%	4 050,7	20,3%				
Zysk netto	3 233,8	3 254,1	0,6%	2 726,7	-16,2%	3 293,2	20,8%				
ROE	13,0%	12,4%		9,5%		10,3%		Zmiana ceny: 1m	-1,9%		
P/E	11,0	11,0		13,1		10,8		Zmiana ceny: 6m	-22,1%		
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-24,2%		
DPS	1,8	0,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	27,0		
Dyld (%)	6,3	2,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	38,2		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla banku PKO BP oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 40,05 PLN na akcję. Spadek kursu akcji PKO BP w roku obecnym obrazuje obawy rynku o wprowadzenie podatku bankowego oraz ustawy restrukturyzującej zadłużenie hipoteczne w FX. Uważamy, iż PKO BP wraz ze stabilizacją środowiska stóp procentowych i przy pomocy synergii płynących z fuzji z Nordeą powinno znacząco poprawić swoją dochodowość (bez podatku bankowego). Ponadto, według doniesień prasowych PKO BP może zanotować bardzo znaczący zysk jednorazowy w 2016 roku (0,8-1,0 mld PLN) związany ze sprzedażą Visa Europe.

PKO BP spełnia wymogi, żeby wypłacić dywidendę z zysku za 2014r.

Wiceprezes PKO BP Piotr Mazur stwierdził, iż PKO BP spełnia warunki regulacyjne, przez co ma możliwość wypłaty 50% zysku netto za rok 2014. Decyzję o wypłacie dywidendy ma podjąć walne zgromadzenie akcjonariuszy, które odbędzie się dopiero w przyszłym roku. Ponadto Pan Mazur potwierdził, iż PKO BP ma zamiar wypłacać dywidendę w przyszłości. Wypłata połowy zysku netto z roku 2014 oznaczałaby DPS na poziomie 1,30 PLN. Niemniej jednak, w czerwcu ZWZ PKO BP uchwaliło przeznaczenie 1,9 mld PLN z zysku osiągniętego w 2014 roku na kapitał zapasowy, a 1,25 mld PLN pozostawiło niepodzielone. Oznacza to, że DPS z zysku niepodzielonego wyniosłby 1,0 PLN co z kolei przekłada się na wskaźnik dividend yield na poziomie 3,5%. Uważamy, iż ewentualna wypłata niepodzielonego zysku z 2014 byłaby pozytywną wiadomością aczkolwiek pozostajemy sceptyczni, czy PKO BP zdecyduje się na taki ruch.

Wyniki PKO BP za 2H'15 będą lepsze od 1H'15

Prezes PKO BP Zbigniew Jagiełło poinformował, że bank podtrzymuje oczekiwanie, iż zysk w 2H'15 będzie lepszy niż wynik odnotowany w 1H'15. W sierpniu zarząd PKO BP wskazywał, że wyniki powinny się poprawiać z kwartału na kwartał. Wśród źródeł odbudowy rezultatów wymieniano przede wszystkim wzrost wyniku odsetkowego. Zysk netto banku za 1H'15 wyniósł 1 350 mln PLN i był niższy o 18,6% w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego.

PKO BP spodziewa się lekkiego wzrostu sprzedaży kredytów hipotecznych w 4Q'15

W wywiadzie dla PAP dyrektor Departamentu Produktów Bankowości Hipotecznej w PKO BP Agnieszka Krawczyk powiedziała, że bank spodziewa się, iż w 4Q'15 sprzedaż kredytów hipotecznych lekko wzrośnie. Dodała, że po zmianach w programie MdM i otwarciu go na mieszkania z rynku wtórnego liczba złożonych do PKO BP wniosków o

kredyt hipoteczny w ramach tego programu jest we wrześniu o ok. 250% wyższa niż była w sierpniu. Przedstawicielka PKO BP dodała, że jednocześnie obserwowany jest spadek średniej kwoty transakcji, a poluzowanie także innych kryteriów dopuszczających do udziału w programie, m.in. możliwość przystąpienia do kredytu osób niespokrewnionych z nabywcą czy skorzystania z niego przez członków spółdzielni, przyczyni się do wzrostu udziału kredytów udzielanych w ramach programu MdM w całej bieżącej sprzedaży kredytów hipotecznych PKO BP. W sierpniu udział wniosków w ramach tego programu stanowił ok. 6% wszystkich wniosków, podczas gdy aktualnie wynosi ok. 15%. W ostatnich kwartałach sprzedaż kredytów mieszkaniowych w PKO BP wykazywała stagnację. W 2Q'15 wyniosła ona 2,5 mld PLN, czyli o 0,7 mld PLN mniej niż przed rokiem. Natomiast portfel kredytów hipotecznych PKO BP wzrósł kwartalnie o 1,9% do 95,6 mld PLN na koniec czerwca 2015 roku.

PKO BP zamierza utrzymać koszty ryzyka na poziomie 80-85 pb

W wypowiedzi dla PAP wiceprezes PKO BP Piotr Mazur poinformował, że w kolejnych kwartałach bank powinien utrzymać koszty ryzyka ogółem na poziomie 80-85 punktów bazowych. Obserwowany będzie dalszy lekki wzrost kosztów ryzyka w segmencie kredytów konsumpcyjnych, który jednak będzie neutralizowany przez spadek odpisów w segmencie klientów korporacyjnych oraz małych i średnich firm. Mazur wyjaśnił, że pogorszenie w obszarze kredytów konsumpcyjnych to efekt większego otworzenia się banku na klientów zewnętrznych. Zarząd PKO BP podczas konferencji wynikowej po 2Q'15 zapowiadał stopniowy spadek kosztów ryzyka do poziomu około 80 punktów bazowych na koniec 2015 roku. Bank podał, posługując się wskaźnikiem krocącym za ostatnie 12 miesięcy, że koszty ryzyka ogółem w 2Q'15 obniżyły się do 86 pb z 96 pb odnotowanych w 1Q'15. W analogicznym okresie koszty ryzyka dla kredytów konsumpcyjnych wzrosły z 127 pb do 159 pb.

PKO BP liczy na wzrost wyniku odsetkowego w 2H'15

W komentarzu dla gazety Parkiet wiceprezes PKO BP Bartosz Drabikowski powiedział, że spadek wyniku odsetkowego został zahamowany w 2Q'15, a zarząd spodziewa się jego stopniowej poprawy w 3Q'15 i 4Q'15, co będzie stanowił główny czynnik odbudowy wyniku na działalności biznesowej. Drabikowski wskazał, że źródłem polepszenia wyniku odsetkowego będą przyrost wolumenów i dalsza optymalizacja kosztów odsetkowych. Pytany o rozwój wyniku prowizyjnego, wiceprezes PKO BP odpowiedział, że można zakładać przynajmniej jego stabilizację, a nawet nieznaczny

wzrost w 2H'15. Ponadto, zdaniem Drabikowskiego tempo wzrostu akcji kredytowej w PKO BP w 2H'15 powinno wynieść kilka procent w stosunku do końca 1H'15. W zakresie nowej sprzedaży, pozostała część roku powinna być lepsza w segmencie kredytów konsumpcyjnych i hipotecznych. Jednocześnie wiceprezes PKO BP wskazuje, że na rynku nie widać na razie silnego popytu na kredyty inwestycyjne, zarówno w segmencie klientów korporacyjnych, jak również małych i średnich przedsiębiorstw, gdzie dominującą rolę będzie odgrywać bieżące finansowanie obrotowej działalności klientów.

Prognoza wyników kwartalnych

PKO BP opublikuje wyniki za 3Q'15 9 listopada. Prognozujemy zysk netto PKO BP za 3Q'15 na poziomie 763,5 mln PLN, +8,6% Q/Q, ale -12,6% R/R. Znacząca poprawa zysku netto w 3Q'15 to zasługa przede wszystkim wzrostu wyniku odsetkowego (+5,4% Q/Q), który znajdzie się pod pozytywnym wpływem przeceny depozytów, ale także intensywniej sprzedaży kredytów konsumenckich. Przekłada się to na dynamiczny wzrost marży odsetkowej do poziomu 3,0% (kwartalna, raportowana). Oczekujemy, iż wynik z tytułu prowizji spadnie o 3,4% Q/Q (+0,7% R/R) ze względu na zaliczenie zysku jednorazowego w pozycji przychodów prowizyjnych kart w 2Q'15. Oczekujemy, iż PKO BP utrzyma dyscyplinę kosztową w 3Q'15, dzięki której wzrost kosztów operacyjnych nie przekroczy +2,1% R/R. Finalnie, prognozujemy spadek salda rezerw w 3Q'15 o 2,0% Q/Q (CoR -2p.b.) wspieranego przez sytuację makroekonomiczną.

PKO BP zyska ponad 800 mln PLN z transakcji nabycia Visa Europe Ltd. przez Visa Inc.

PAP podał, powołując się na źródło zbliżone do banku, że w wyniku przeprowadzenia transakcji nabycia akcji spółki Visa Europe Ltd. przez amerykańską Visa Inc. zysk PKO BP zwiększył się jednorazowo o kwotę od 800 mln PLN do 1 mld PLN w 1H'16. Rozmówca dodał, iż są to ostrożne szacunki, a zaksięgowanie dodatkowego wpływu najprawdopodobniej przypadnie w 2Q'16. Jednocześnie wskazał, że udziały banku w cenie transakcji są liczone skorygowanym obrotem kartowym i przychodami, które Visa Europe z tego tytułu uzyskiwała, co w przypadku PKO BP wynosi istotnie powyżej 1%, przekładając się na co najmniej 800 mln PLN przy podanej wartości transakcji. Bank w raporcie bieżącym informował, że spodziewa się istotnych wpływów z tytułu transakcji nabycia Visa Europe Ltd., które mogłyby wesprzeć wynik PKO BP do końca 1H'16. Jeżeli potwierdziłaby się kwota 800 mln PLN, to stanowiłaby ona 19,7% naszej rocznej prognozy zysku brutto PKO BP na 2016 rok. Zgodnie z treścią umowy, zawartej pomiędzy spółkami kartowymi, wartość transakcji to 21,2 mld EUR, na które składają się: (i) cena nabycia płatna w momencie zamknięcia transakcji wynosząca 16,5 mld EUR, oraz (ii) odroczone płatności typu earn-out w wysokości maksymalnie do 4,7 mld EUR, którą członkowie Visa Europe Ltd. mogą otrzymać po 4 latach od zamknięcia transakcji, w zależności od osiągnięcia w perspektywie 16 kwartałów określonych w umowie celów. Cena nabycia będzie płatna w gotówce w kwocie 11,5 mld EUR oraz uprzywilejowanych akcjach zamiennych na akcje zwykłe Visa Inc. o wartości do 5 mld EUR.

Komerčni Banka		Redukuj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		5 090 CZK				Data ostatniej aktualizacji:		2014-12-11	
		Cena docelowa:		4 549 CZK							
(mln CZK)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)			
Wynik odsetkowy	21 207,0	21 423,0	1,0%	21 642,1	1,0%	22 903,7	5,8%	Liczba akcji (mln)		37,8	
Marża odsetkowa	2,6%	2,4%		2,4%		2,4%		MC (cena bieżąca)		192 255,3	
WNDB	30 894,0	30 676,0	-0,7%	30 669,5	0,0%	32 041,5	4,5%	Free float		39,6%	
Wynik operacyjny*	17 746,0	17 642,0	-0,6%	17 600,7	-0,2%	18 706,1	6,3%				
Zysk brutto	16 940,0	16 031,0	-5,4%	15 752,3	-1,7%	16 482,4	4,6%				
Zysk netto	12 528,0	12 985,0	3,6%	12 467,7	-4,0%	13 066,4	4,8%				
ROE	13,1%	13,7%		12,9%		13,5%		Zmiana ceny: 1m		-5,0%	
P/E	15,3	14,8		15,4		14,7		Zmiana ceny: 6m		-5,6%	
P/BV	2,1	2,0		2,0		2,0		Zmiana ceny: 12m		8,5%	
DPS	230,0	230,0		310,0		300,0		Min (52 tyg.)		4 590,0	
Dyid (%)	4,5	4,5		6,1		5,9		Max (52 tyg.)		5 667,0	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj dla Komerčni Banka. Uważamy, iż Komerčni Banka oferuje z jednej strony jedną z najwyższych dywidend w sektorze, ale z drugiej strony będzie musiało się zmagać z wymagającym środowiskiem operacyjnym, które negatywnie będzie oddziaływać również w 2016 roku (np. cięcie opłat interchange). Niemniej jednak, ze względu na wyższą dywidendę oraz znacznie niższe ryzyko polityczne uważamy, iż historyczne dyskonto z jakim Komerčni Banka było notowane do banków polskich powinno zniknąć.

Prognoza wyników kwartalnych

Komerčni Banka opublikuje swoje wyniki za 3Q'15 5 listopada. Oczekujemy, iż zysk netto wyniesie 3 320 mln CZK, +4,3% Q/Q oraz +1,6% R/R. Wyniki w 2Q'15 były pod negatywnym wpływem odpisów (0,4 mld CZK) na tzw. resolution fund. Niemniej jednak, ze względu na brak odpowiedniej procedury legislacyjnej odpisy te mogą zostać odwrócone w 4Q'15 lub nawet w 3Q'15, a następnie ponownie zawiązane w 2016 roku. Oczekujemy, iż wynik odsetkowy będzie w 3Q'15 stabilny, zaś marża zanotuje dalszą erozję o 7p.b. do poziomu 2,19% (do średnich aktywów). Jednocześnie wynik prowizyjny powinien pozostać pod presją (-2,0% Q/Q) ze względu na programy lojalnościowe. Oczekujemy także stopniowej normalizacji kosztu ryzyka, a przez to jego wzrostu do poziomu 180 mln CZK (9 mln CZK w 2Q'15).

Erste Bank
A kumuluj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		26,62 EUR				Data ostatniej aktualizacji:	2015-03-06	
		Cena docelowa:		25,43 EUR						
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)		
Wynik odsetkowy	4 673,5	4 495,2	-3,8%	4 406,4	-2,0%	4 535,8	2,9%	Liczba akcji (mln)	429,8	
Marża odsetkowa	2,3%	2,3%		2,2%		2,1%		MC (cena bieżąca)	11 439,1	
WNDB	6 812,0	6 697,3	-1,7%	6 549,2	-2,2%	6 722,3	2,6%	Free float	69,5%	
Wynik operacyjny*	2 148,7	1 356,0	-36,9%	2 547,8	87,9%	2 735,7	7,4%			
Zysk brutto	374,3	-803,2		1 341,1		1 576,0	17,5%			
Zysk netto	245,8	-1 442,0		793,8		968,3	22,0%			
ROE	2,2%			7,8%		8,9%		Zmiana ceny: 1m	4,2%	
P/E	46,5			14,4		11,8		Zmiana ceny: 6m	4,0%	
P/BV	1,0	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	34,4%	
DPS	0,4	0,2		0,0		0,5		Min (52 tyg.)	18,4	
Dyield (%)	1,5	0,7		0,0		1,8		Max (52 tyg.)	28,7	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację akumuluj dla Erste Banku. Poprawa sentymentu do Erste Banku obrazuje oczekiwania rynku odnośnie poprawy rentowności banku w 2015 roku. Oczekujemy, iż Erste Bank osiągnie zysk netto na poziomie 794 mln EUR w 2015 roku, a tym samym wskaźnik ROTE na poziomie 9% (Zarząd oczekuje wskaźnika pomiędzy 8-10%). Ponadto, zgodnie z zapowiedziami Zarządu, oczekujemy znaczącej poprawy wyników w Rumunii (BCR) w kolejnych latach, która będzie kluczowa dla wzrostu zyskowności całej grupy w latach kolejnych. Uważamy, iż ze względu na najniższą ekspozycję banku na Ukrainę oraz Rosję (jedynie pośrednio), Erste Bank powinien być notowany z premią do RBI oraz do OTP Banku.

Erste szacuje wpływ przewalutowania kredytów w CHF na działalność w Chorwacji

Według wypowiedzi rzeczniczki Erste Banku Carmen Staicu dla serwisu Bloomberg, austriacka grupa podtrzymuje niezmiennie wskazanie wobec wyników za 2015 rok pomimo chorwackiej ustawy obciążającej banki stratami wynikającymi z konwersji kredytów denominowanych w CHF na EUR. Wpływ przewalutowania na chorwacki Erste Bank miałyby wynieść 149 mln EUR na poziomie zysku przed

opodatkowaniem. Jednocześnie Staicu zastrzegła, że wielkość odpisu nadal pozostaje przedmiotem niepewności, w tym jest uzależniona od wyniku wyborów. Prawo przyjęte przez chorwacki parlament zostało szeroko skrytykowane przez banki, które nie wykluczają zaskarżenia przepisów dotyczących konwersji kredytów. Na koniec 2Q'15 ekspozycja Erste Banku na CHF w Chorwacji wynosiła 610 mln EUR.

Prognoza wyników kwartalnych

Erste Bank opublikuje wyniki za 3Q'15 6 listopada. Oczekujemy, iż zysk netto Erste Banku w 3Q'15 wyniesie 203,7 mln EUR co przekłada się na 22,1% spadek Q/Q. Wyniki będą pod negatywnym wpływem konwersji kredytów CHF w Chorwacji (-140 mln EUR), która zostanie w części zrekompensowana przez sprzedaż udziału w kasynach (+30 mln EUR). Oczekujemy, iż wynik na działalności podstawowej pozostanie bez zmian, gdzie wynik odsetkowy (+0,1% Q/Q) zrekompensuje spadek wyniku prowizyjnego (-0,6% Q/Q). W 3Q'15 oczekujemy, iż koszty operacyjne wzrosną o 1,0% Q/Q oraz 8,0% R/R. Jednocześnie oczekujemy, iż saldo rezerw ulegnie normalizacji, a przez to wzrośnie do poziomu 276 mln EUR. Ze względu na tarczę podatkową związaną ze stratami w Chorwacji oczekujemy niskiej efektywnej stopy podatkowej.

RBI		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		14,46 EUR				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26	
		Cena docelowa:		18,27 EUR					
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Wynik odsetkowy	3 728,9	3 788,9	1,6%	3 513,1	-7,3%	3 651,3	3,9%	Liczba akcji (mln)	292,4
Marża odsetkowa	2,8%	3,0%		2,8%		2,7%		MC (cena bieżąca)	4 228,4
WNDB	5 324,1	4 762,4	-10,5%	4 837,6	1,6%	5 043,0	4,2%	Free float	21,5%
Wynik operacyjny*	1 984,6	1 738,9	-12,4%	1 922,9	10,6%	2 137,3	11,1%		
Zysk brutto	835,4	23,0	-97,3%	451,8	1866,9%	853,2	88,9%		
Zysk netto	358,1	-598,5		349,5		651,1	86,3%		
ROE	4,8%			4,1%		6,7%		Zmiana ceny: 1m	24,0%
P/E	7,9			12,1		6,5		Zmiana ceny: 6m	-3,4%
P/BV	0,4	0,5		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-13,2%
DPS	1,2	1,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)	9,0
Dyield (%)	8.1	7.1		0.0		2.5		Max (52 tyg.)	16.9

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Raiffeisen Bank International (RBI) z ceną docelową na poziomie 18,27 EUR na akcję. Negatywny sentyment inwestorów do RBI spowodowany jest znaczną ekspozycją banku na Rosję oraz na Ukrainę. Dodatkowo, znaczące osłabienie się RUB do EUR spowodowało spadek współczynników wypłacalności, a przez to powrót spekulacji rynkowych odnośnie podniesienia kapitału w banku. Ponadto, bank na lata 2015-17 zapowiedział restrukturyzację Grupy i wyjście z mało rentownych rynków. Według Zarządu restrukturyzacja spowoduje kolejną stratę netto w roku obecnym. Nie oczekujemy podniesienia kapitału poprzez emisję nowych akcji, a obecną wycenę uważamy za zbyt niską. Ponadto uważamy, iż projekt restrukturyzacji może nadal zmienić swój obecny kształt ze względu na problemy RBI przy sprzedaży polskiego oddziału.

Raiffeisen wydzieli portfel CHF z przygotowywanego do sprzedaży polskiego banku

W wypowiedzi cytowanej przez serwis Bloomberg, prezes Raiffeisen Bank International Karl Sevela stwierdził, iż portfel kredytów hipotecznych denominowanych w CHF, o równowartości 3,2 mld EUR, zostanie wydzielony z aktywów polskiego banku, gdyż powodował postrzeganie jednostki jako nieatrakcyjnej dla potencjalnych oferentów. Ponadto, prezes RBI powiedział, że rządowe plany obciążenia banków kosztami konwersji kredytów walutowych były przyczyną odstąpienia od procesu sprzedaży przez potencjalnych zainteresowanych z Francji i Hiszpanii. Dlatego bank przygotowuje się do wyłączenia portfela kredytów w CHF i pozostawienia go na własnych księgach w celu ułatwienia transakcji. Sevela podkreślił, że dyskusja na temat przewalutowania stanowi największą przeszkodę w zbyciu działalności w Polsce. Dodatkowo prezes RBI poinformował, że KNF wspiera plan wydzielania kredytów denominowanych

w CHF do odrębnego podmiotu, i jest pewny, że Raiffeisen będzie w stanie zamknąć sprzedaż w przyszłym roku. Raiffeisen jest zobowiązany przeprowadzić ofertę publiczną polskiej spółki w 2016 roku. Jednocześnie plan sprzedaży banku w Polsce jest częścią strategii wzmocnienia pozycji kapitałowej Grupy RBI, zmierzającej do ograniczenia działalności o jedną piątą i podniesienia wskaźnika kapitału podstawowego do 12%. Uważamy, że wydzielenie portfela kredytów w CHF pozytywnie wpłynie na zainteresowanie polskim podmiotem i cenę, którą zechcą zaoferować potencjalni kupujący. Jednocześnie nie bez znaczenia pozostają kwestie innych obciążeń, które mogą zostać nałożone w 2016 roku na polskie banki, jak podatek bankowy czy wyższe stawki opłat na rzecz BFG.

Działalność RBI w Polsce może zostać sprzedana w 1H'16

Prezes Raiffeisen Bank International Karl Sevela powiedział w wywiadzie dla gazety WirtschaftsBlatt, że oferty w sprawie sprzedaży działalności w Polsce znajdują się na stole, ale kwestia kredytów denominowanych w CHF negatywnie rzutuje na transakcję. Dodał jednak, że bank powinien znaleźć rozwiązanie i można spodziewać się podpisania umowy w 1H'16. Jednocześnie Sevela wskazał, że RBI osiągnie wymagany poziom współczynnika kapitałowego w wysokości 12% do końca 2017 roku bez podwyższenia kapitału. Ponadto ocenił, że bank odnotowuje bardzo silny wzrost dochodów w Czechach, na Słowacji i w Rumunii, a Węgry po stratach ubiegłych lat, wynikających z obciążeń regulacyjnych, mogą zakończyć ten rok pozytywnym wynikiem. Natomiast trudna sytuacja gospodarcza przekłada się na wzrost niespłacalności kredytów, a w konsekwencji pogorszenie wyników w Rosji i na Ukrainie. W ostatnich komentarzach zarząd RBI wskazywał, że mogą wystąpić opóźnienia w finalizacji transakcji zbycia polskiego banku, ze względu na niewyjaśnioną kwestię kredytów walutowych. Jednocześnie należy przypomnieć o nałożonym przez KNF wymogu przeprowadzenia oferty publicznej w 2016 roku.

OTP BANK
A kumuluj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		5 510 HUF				Data ostatniej aktualizacji:		2015-08-21	
		Cena docelowa:		6 288 HUF							
(mld HUF)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mld HUF)			
Wynik odsetkowy	653,8	635,3	-2,8%	558,0	-12,2%	548,9	-1,6%	Liczba akcji (mln)	267,0		
Marża odsetkowa	6,4%	6,0%		5,2%		5,2%		MC (cena bieżąca)	1 471,4		
WNDB	874,6	828,6	-5,3%	749,4	-9,6%	747,0	-0,3%	Free float	100,0%		
Wynik operacyjny*	457,4	417,1	-8,8%	357,4	-14,3%	352,6	-1,3%				
Zysk brutto	184,9	142,3	-23,0%	134,6	-5,4%	212,6	57,9%				
Zysk netto	64,2	-102,0		87,2		159,1	82,4%				
ROE	4,3%			6,8%		11,6%		Zmiana ceny: 1m	4,2%		
P/E	22,9			16,9		9,2		Zmiana ceny: 6m	-8,6%		
P/BV	1,0	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	39,8%		
DPS	121,7	146,9		147,0		148,1		Min (52 tyg.)	3 479,0		
Dyild (%)	2,2	2,7		2,7		2,7		Max (52 tyg.)	6 065,0		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację akumuluj dla OTP Banku z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 6 288 HUF na akcję. Pomimo znaczącego wzrostu kursu przez ostatnie 12 miesięcy uważamy, iż pełen potencjał OTP Banku nadal nie jest odzwierciedlony w wycenie rynkowej. Obecne dyskonto z jakim OTP Bank jest notowany do spółek porównywalnych powinno się dalej zawężać ze względu na konserwatywny bilans banku (wskaźnik kredyty/depozyty 73%; Tier 1 na poziomie 13%), coraz niższy podatek bankowy, brak znaczącej ekspozycji na CHF czy poprawiającą się sytuację gospodarek regionu CEE. Ponadto uważamy, iż średnie oczekiwania rynkowe na lata 2016-17 są obecnie na zbyt niskim poziomie.

OTP Bank kupuje portal turystyczny

OTP Bank zakupił 30% udział w stronie internetowej Szallas.hu, która służy do rezerwacji hoteli. Według wiceprezesa OTP Banku Laszlo Wolfa, strona stwarza synergia dla OTP Travel.

Rząd sprzedaje akcje w OTP Banku

Według spekulacji Bloomberg, rząd węgierski sprzedał 5% udział (14 091 953 akcje) w OTP Banku poprzez ABB. Cena akcji została ustalona na poziomie 5 322 na akcję (6% dyskonto do ceny z dnia poprzedniego).

Prognoza wyników kwartalnych

OTP Bank raportuje swoje wyniki za 3Q'15 13 listopada. Prognozujemy, iż zysk netto OTP Bank wyniesie 16,68 mld HUF, czyli -56,5% Q/Q oraz -51,2% R/R. Gorsze wyniki w 2H'15 wobec 1H'15 były zapowiadane przez zarząd podczas konferencji po wynikach za 2Q'15, ze względu na odpisy na Ukrainie, przewalutowanie kredytów samochodowych oraz odpisy w Chorwacji. OTP Bank w 3Q'15 poniesie jednorazowy odpis na przewalutowanie kredytów samochodowych (4,8 mld HUF) oraz na przewalutowanie kredytów hipotecznych w Chorwacji (5,8 mld HUF). Ponadto, oczekujemy wyższego salda rezerw na Ukrainie, co przełoży się na wzrost całkowitego salda rezerw o 37,9% Q/Q. Oczekujemy, iż działalność podstawowa banku pozostanie pod presją ze spadającym wynikiem odsetkowym (-1,2% Q/Q), jak i wynikiem prowizyjnym (-2,0% Q/Q). Jednocześnie oczekujemy, iż koszty pozostaną pod kontrolą banku (-3,5% R/R). W ujęciu regionalnym oczekujemy dodatnich wyników we wszystkich segmentach oprócz Ukrainy oraz Rosji, gdzie prognozujemy stratę na poziomie odpowiednio 14,3 mld HUF oraz 3,4 mld HUF.

Ubezpieczyciele

PZU		Kupuj							
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		376,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-11-04	
		Cena docelowa:		458,23 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Składka brutto:	16 480,0	16 884,6	2,5%	17 844,3	5,7%	18 380,9	3,0%	Liczba akcji (mln)	86,4
majątkowa	8 739,8	9 110,7	4,2%	9 944,8	9,2%	10 224,0	2,8%	MC (cena bieżąca)	32 511,6
życiowa	7 745,1	7 807,7	0,8%	7 807,7	0,0%	7 948,1	1,8%	Free float	64,8%
Wynik techniczny	19 062,5	19 513,7	2,4%	19 859,7	1,8%	20 558,6	3,5%		
Zysk brutto	4 119,1	3 693,2	-10,3%	3 341,6	-9,5%	3 555,9	6,4%		
Zysk netto	3 294,9	2 967,6	-9,9%	2 706,1	-8,8%	2 879,7	6,4%		
ROE	24,1%	22,6%		21,8%		24,2%		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/E	9,9	11,0		12,0		11,3		Zmiana ceny: 6m	-21,0%
P/BV	2,5	2,5		2,8		2,7		Zmiana ceny: 12m	-22,8%
DPS	49,7	34,0		30,0		43,2		Min (52 tyg.)	374,0
Dyield (%)	13,2	9,0		8,0		11,5		Max (52 tyg.)	511,0

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla PZU z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 458,23 PLN na akcję (cena docelowa została skorygowana o dywidendę w wysokości 30 PLN na akcję). Ostatnio negatywny sentyment inwestorów do walorów PZU odzwierciedla obawy rynku odnośnie presji na przyszłe wyniki PZU (spadek wyniku inwestycyjnego, nowy podatek finansowy), inwestycje w sektor bankowy czy ryzyko polityczne (nawis akcji Skarbu Państwa oraz zmiany w zarządzie po wyborach). Niemniej jednak uważamy, iż obecne inwestycje w sektor bankowy nie powinny zagrozić dywidendzie, zaś wprowadzenie ewentualnego podatku finansowego jest już w wycenie rynkowej PZU. Ze względu na ponadprzeciętną ROE, dywidendę oraz niską wrażliwość na podatek, PZU przedstawia się nadal jako bardzo atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego.

PZU zerwało negocjacje i nie kupi Banku BPH

Według informacji podanych przez gazetę Puls Biznesu, negocjacje pomiędzy PZU i GE Capital w sprawie przejęcia Banku BPH zostały zerwane i nie ma już szans na jego zakup, jak jeszcze niedawno zapowiadał prezes Grupy PZU Andrzej Klesyk. Rzecznik prasowy ubezpieczyciela Michał Witkowski powiedział, iż może w tej chwili potwierdzić, że PZU nie prowadzi negocjacji dotyczących nabycia banku. Według Pulsu Biznesu, powodem przerwania rozmów pomiędzy stronami była cena transakcji. Z kolei Parkiet podał, że amerykański właściciel oczekiwał za polski bank o 0,5-1 mld PLN więcej niż mogło zapłacić PZU. Wcześniej media wskazywały, że poważnym konkurentem PZU, który również analizuje możliwość zakupu Banku BPH, jest Leszek Czarnecki, właściciel grupy skupionej wokół Getinu. Chciał on jednak w części rozliczyć akwizycję akcjami Idea Banku, ale GE Capital odrzuciło taką propozycję. Z jednej strony, niespodziewane zerwanie negocjacji potencjalnie odsuwa w czasie perspektywę zbudowania przez PZU banku, który znalazłby się wśród pięciu największych na rynku pod względem aktywów i osiągnięcia synergii z łączenia kolejnych podmiotów, ale z drugiej strony powód wycofania się w ostatniej fazie rozmów sugeruje, że ubezpieczyciel nie był skłonny zapłacić zbyt wysokiej i nieadekwatnej ceny. W dniu 6 października 2015 roku KNF stwierdził brak podstaw do zgłoszenia sprzeciwu wobec planowanego nabycia przez PZU akcji Alior Banku i objęcia udziału w wysokości 25,25%, zgodnie z umową podpisaną na koniec maja 2015 roku.

KNF może utrzymać zasady wypłaty dywidendy dla zakładów ubezpieczeń

Zastępca przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego Lesław Gajek powiedział w wywiadzie dla PAP, że dotychczasowe zasady podziału zysku dla ubezpieczycieli raczej zostaną podtrzymane. Jednocześnie poinformował, że KNF może dopuścić do przeznaczenia na dywidendę 100% zysku wypracowanego w 2015 roku, gdyż działają na rynku zakłady, które mają znaczące nadwyżki kapitałowe. Gajek zaznaczył ponadto, iż poziomy dywidendy będą zależeć od stress testów, ponieważ uwydatniają się nowe ryzyka między innymi w zakresie szkód osobowych. Przedstawiciel KNF ocenił, że PZU jest bardzo dobrze skapitalizowane i pozostaje dość prawdopodobne, iż będzie mogło ono wypłacić „przyszłowi” dywidendę. KNF planuje przedstawić zalecenia dla sektora ubezpieczeniowego względem polityki dywidendowej za 2015 rok na przełomie listopada i grudnia. Gajek wskazał również, że opracowywana rekomendacja, dotycząca szkód osobowych, będzie miała wpływ na poziom zawiązywanych przez poszczególnych ubezpieczycieli rezerw, a także na podział ich zysków. W zależności od dyskusji, towarzyszących konsultacjom tego dokumentu mógłby od zacząć obowiązywać od połowy 2016 roku. W bieżącym roku nie występowały przesłanki, świadczące o potencjalnych ograniczeniach w zakresie polityki dywidendowej zakładów ubezpieczeń i reasekuracji. Z zysku za 2014 rok PZU przeznaczyło na wypłatę dywidendy kwotę 2,59 mld PLN, czyli 30 PLN na akcję. Dzień dywidendy przypadał 30 września, natomiast wypłata 21 października. Jednocześnie zakładamy w naszych prognozach, że nawet przy dokonaniu dalszych akwizycji w sektorze bankowym, PZU wciąż będzie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami w podobnym wymiarze.

Prognoza wyników kwartalnych

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 568,9 mln PLN, czyli wzrośnie o 74,8% Q/Q. Wynik netto wsparty będzie przez sprzedaż biznesu PZU na Litwie, która zostanie zaksięgowana w linii wyniku na działalności lokacyjnej (szacujemy wpływ na około 100 mln PLN). Jednocześnie oczekujemy, iż składka przypisana brutto zanotuje płaską dynamikę dzięki przyrostom w segmencie majątkowym (+1,5% Q/Q). Ponadto, oczekujemy wzrostu odszkodowań netto na poziomie +4,1% Q/Q. Prognozujemy, że skonsolidowane koszty ogółem wzrosną o 0,7% Q/Q, przy czym wskaźnik kosztów pozostanie praktycznie bez zmian (22,0%). Podczas ogłoszenia wyników za 3Q'15 oczekujemy również informacji dotyczącej nadwyżki kapitałowej, jaką PZU będzie dysponowało pod Solwency II. Uważamy, iż informacja ta może być pozytywnym katalizatorem dla ceny akcji.

Usługi finansowe

Kruk		Trzymaj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		184,25 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-05-06	
		Cena docelowa:		143,10 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody ogółem	405,6	487,9	20,3%	553,3	13,4%	666,7	20,5%	Liczba akcji (mln)		17,0	
Zakupy wierzytelności	355,7	442,4	24,4%	502,7	13,6%	612,4	21,8%	MC (cena bieżąca)		3 124,7	
Inkaso	39,9	31,7	-20,5%	35,5	11,8%	37,4	5,4%	Free float		87,0%	
Marża pośrednia	222,9	293,9	31,9%	337,6	14,8%	409,4	21,3%				
Zysk brutto	98,5	152,8	55,2%	179,7	17,6%	215,9	20,1%				
Zysk netto	97,8	151,8	55,3%	174,3	14,8%	205,1	17,7%				
								Zmiana ceny: 1m			
ROE	26,7%	30,3%		26,2%		24,2%		Zmiana ceny: 6m		7,7%	
P/E	32,0	20,6		17,9		15,2		Zmiana ceny: 12m		18,9%	
P/BV	7,5	5,3		4,2		3,3		Min (52 tyg.)		65,8%	
DPS	0,0	0,0		1,5		0,0		Max (52 tyg.)		109,0	
Dyid (%)	0,0	0,0		0,8		0,0					

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Kruka. Oczekujemy, iż dynamika zysku netto wyhamuje w 2H'15 wobec 1H'15 ze względu na wyższe koszty programu motywacyjnego, koszty marketingu oraz koszty ekspansji. Ponadto szacujemy, iż zapowiedziane zakupy Kruka na rynku niemieckim są na razie zbyt małe, aby zrobiły znaczącą różnicę w RZiS. Widzimy również wzrastające ryzyko dla wyników Kruka z tytułu zapowiadanego przez partię PiS uszczelnienia systemu podatkowego. Uważamy, iż ze względu na brak dywidendy wysoka premia z jaką Kruk notowany jest do grupy porównawczej jest nieuzasadniona.

Wyniki powyżej oczekiwań

Kruk zaraportował w 3Q'15 zysk netto na poziomie 52,6 mln PLN, -7,9% Q/Q, ale +102% R/R, powyżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 47,7 mln PLN (+10%, według PAP) oraz naszej prognozy na poziomie 46,5 mln PLN. Pozytywnie w 3Q'15 zaskoczyły przychody, które były 7,9% powyżej konsensusu oraz koszty operacyjne, które spadły o 11,8% Q/Q wobec oczekiwań co do wzrostu.

Spląty na portfelach nabytych wyniosły 206 mln PLN i były 3% niższe Q/Q, ale 23% wyższe R/R. Zysk z rewaluacji portfeli w 3Q'15 był znaczący i wyniósł 21,4 mln PLN (8,9 mln PLN w 2Q'15). Marża pośrednia z nabytych pakietów wierzytelności spadła o 2,6% Q/Q ze względu na rosnące koszty (+21,5% Q/Q), z tytułu usług windykacyjnych o 22,1% Q/Q, zaś z pozostałych usług wzrosła o 8,2% Q/Q. Wzrost kosztów w 3Q'15 wynika głównie ze wzrostu kosztów procesów sądowych (35,7 mln PLN w 3Q'15 wobec 25,3 mln PLN w 2Q'15). Efektywna stawka podatkowa w 3Q'15 wyniosła 2,4% i znalazła się poniżej naszych oczekiwań. Uważamy, iż wyniki powinny mieć lekko pozytywny wpływ na notowania w dniu dzisiejszym

Kruk kupuje portfel wierzytelności od PKO BP

Kruk poinformował, iż wygrał przetarg na zakup portfela wierzytelności mieszanych o wartości nominalnej 718 mln PLN od PKO BP. Cena portfela nie została ujawniona. Na portfel składają się zarówno wierzytelności hipoteczne, konsumenckie, jak i korporacyjne. Nie oczekujemy, aby Kruk przepłacił za portfel wierzytelności. Średnia cena za jaką Kruk kupował portfele przez 9M'15 wyniosła 10%. Kruk wyraźnie przyspieszył z zakupami portfeli w 2H'15.

Prime Car Management				Kupuj					
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		40,99 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-09-02	
		Cena docelowa:		53,60 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody ogółem	557,0	552,1	-0,9%	550,7	-0,2%	577,5	4,9%	Liczba akcji (mln)	11,9
Koszty ogółem	-497,9	-476,2	-4,4%	-496,8	4,3%	-518,6	4,4%	MC (cena bieżąca)	488,1
Należności leasingowe	380,1	453,0	19,2%	566,2	25,0%	617,2	9,0%	Free float	40,0%
Zysk brutto	59,1	75,8	28,2%	54,0	-28,8%	58,9	9,2%		
Zysk netto	44,0	62,6	42,4%	42,4	-32,4%	46,3	9,2%		
ROE	9,9%	13,0%		8,7%		9,6%		Zmiana ceny: 1m	1,8%
P/E	11,1	7,8		11,5		10,6		Zmiana ceny: 6m	-13,7%
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-19,0%
DPS	0,4	2,2		5,3		3,6		Min (52 tyg.)	39,1
Dyield (%)	0,9	5,3		12,8		8,7		Max (52 tyg.)	56,0

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla spółki Prime Car Management (Grupa Masterlease) z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 53,60 PLN na akcję. Nasze prognozy znajdują się 6% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na lata 2015-2016. Uważamy, iż dalsza obniżka konsensusu jest nieunikniona ze względu na gorsze od oczekiwań wyniki za 1H'15, które stanowią zaledwie 45% prognozy rynkowej. Niemniej jednak, na wskaźniku P/E Grupa Masterlease notowana jest nadal z dyskontem do grupy porównawczej. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż dyskonto do spółek porównywalnych nie jest zasadne ze względu na ponadprzeciętną dywidendę (dividend yield na poziomie 8-12%), konserwatywny bilans (D/E na poziomie 1,6x) oraz bardzo silną pozycję na rynku lokalnym (#2).

PCM dostarczył 8 tysięcy samochodów w 9M'15

Według gazety Parkiet, stan floty PCM na koniec 3Q'15 wyniósł 25,6 tys. pojazdów. Liczba pojazdów sfinansowanych pomiędzy 1Q-3Q wyniosła 8 tys. PCM jest na dobrej drodze, aby pobić cel dostaw zakładany na 2015, który wynosi 9 270 samochodów. Wyższe wolumeny powinny także pomóc

zrównoważyć negatywny wpływ presji na marżę, którą spółka odczuwała przez ostatnie kwartały. Po pierwszym półroczu łączny stan floty wyniósł 24,3 tys. pojazdów, zaś liczba środków transportu sfinansowanych przez PCM wyniosła 4,9 tys.

Prognoza wyników kwartalnych

PCM (Grupa Masterlease) zraportuje wyniki za 3Q'15 16 listopada. Oczekujemy, iż zysk netto wyniesie 9,9 mln PLN, +3,1% Q/Q, ale -9,0% R/R. Oczekujemy, iż przychody spadną w 3Q'15 o 0,7% Q/Q przy jednoczesnym spadku kosztów o 1,0% 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 (+1,1% Q/Q). Jednocześnie, oczekujemy iż marża serwisowa wzrośnie z poziomu 4,5 mln PLN w 2Q'15 do 5,0 mln PLN w 3Q'15 przy jednoczesnym spadku marży na ubezpieczeniach (z 1,8 mln PLN do 1,6 mln PLN). Finalnie oczekujemy, iż zysk na remarketingu wyniesie 4,7 mln PLN w 3Q'15, czyli pozostanie bez zmian względem 2Q'15.

Skarbiec Holding
Kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 33,00 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2015-05-14
		Cena docelowa: 64,30 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynagrodzenie stałe	68,6	107,5	56,7%	78,3	-27,2%	91,7	17,2%	Liczba akcji (mln)	6,8
Wynagrodzenie zmienne	24,6	26,9	9,3%	22,5	-16,4%	25,2	12,0%	MC (cena bieżąca)	225,1
Przychody ogółem	101,3	145,6	43,7%	109,6	-24,7%	127,8	16,6%	Free float	25,4%
Koszty ogółem	-65,8	-100,5	52,9%	-72,0	-28,4%	-79,3	10,2%		
Zysk brutto	36,1	44,3	22,5%	38,8	-12,4%	49,7	28,0%		
Zysk netto	28,9	35,9	24,0%	31,4	-12,4%	40,2	28,0%		
ROE	35,4%	36,0%		28,3%		33,2%		Zmiana ceny: 1m	-5,2%
P/E	7,8	6,3		7,2		5,6		Zmiana ceny: 6m	-33,0%
P/BV	2,4	2,1		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	1,5%
DPS	1,0	2,8		3,1		4,6		Min (52 tyg.)	30,2
Dyid (%)	3,0	8,5		9,5		14,0		Max (52 tyg.)	50,3

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla spółki Skarbiec Holding z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 64,30 PLN/akcję. Skarbiec Holding jest akcjonariuszem wiodącego towarzystwa funduszy inwestycyjnych – Skarbiec TFI. Na koniec 2Q'15 wielkość aktywów pod zarządzaniem (AUM) Skarbiec TFI plasowała grupę na 5. miejscu na rynku TFI. Skarbiec TFI charakteryzuje dobrze zdywersyfikowana struktura detalicznych AUM, szeroka sieć dystrybucyjna oraz wysoka dochodowość wspierana przez opłatę zmienną. Oczekujemy, iż Skarbiec dążyć będzie do zmiany struktury AUM w kierunku produktów wysokomarżowych, co pozytywnie przełoży się na wynik finansowy, szczególnie w środowisku oczekiwanej przez nas presji na marżę.

Progniza wyników kwartalnych

Oczekujemy, iż Skarbiec zraportuje zysk netto na poziomie 2,9 mln PLN, -32,0% R/R oraz 36,8% Q/Q. Znaczący spadek wyniku w ujęciu kwartalnym wynika ze znacznie niższej opłaty zmiennej, jaką TFI zaksięguje w 3Q'15 (0,1 mln PLN) wobec 2Q'15 (1,9 mln PLN). Ponadto w 3Q'15 Skarbiec zanotuje koszty restrukturyzacyjne w wysokości około 0,5 mln PLN. Jednocześnie oczekujemy utrzymania się wysokiej opłaty stałej na poziomie 19,4 mln PLN. Na koniec 9M'15 aktywa pod zarządzaniem Skarbca wyniosły 14,1 mld PLN, z czego 1,5 mld PLN w funduszach wysokomarżowych, 1,7 mld PLN w niskomarżowych oraz 10,8 mld PLN w dedykowanych. Finalnie oczekujemy, iż koszty dystrybucji pozostaną w 3Q'15 na prawie niezmiennym poziomie.

Paliwa, chemia

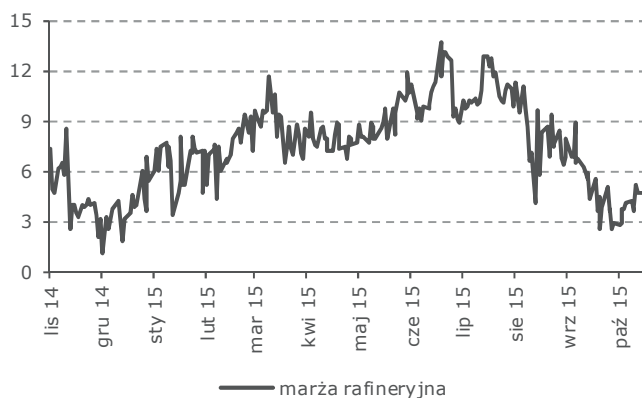
Spadek marż modelowych

Średnia marża rafineryjna wyniosła w październiku 4,1 USD/Bbl, co oznacza istotny spadek m/m (średnia we wrześniu sięgała 7,8 USD/Bbl). Głównym źródłem osłabienia rentowności przerobu przy nadal niskich cenach ropy było dalsze pogorszenie cracków na benzynie, co wynikało ze wzrostu zapasów tego paliwa. W efekcie tych zmian marża benzynowa spadła poniżej marży na dieslu. Naszym zdaniem tak mocna korekta modelowej marży bez wzrostów cen ropy jest niepokojąca, nawet przy uwzględnieniu wzorca sezonowego. W naszym scenariuszu odbicia na rynku surowca benchmark może w krótkim terminie znaleźć się pod większą presją. Częściowo jest to kompensowane wyższym dyferencjałem Ural/Brent, który przekracza obecnie 3 USD/Bbl z uwagi na zwiększoną podaż ropy ciężkiej w regionie (konkurencyjne oferty ropy arabskiej na Bałtyku). Nadal słabo wygląda sytuacja na rynku petrochemicznym, gdzie z tygodnia na tydzień spadają ceny produktów, zarówno w obszarze monomerów jak i polimerów. Marża na olefinach spadła już poniżej lokalnego minimum z początku roku. Naszym zdaniem jest to konsekwencja powrotu do pracy wielu instalacji, które miały awaryjne przestoje remontowe.

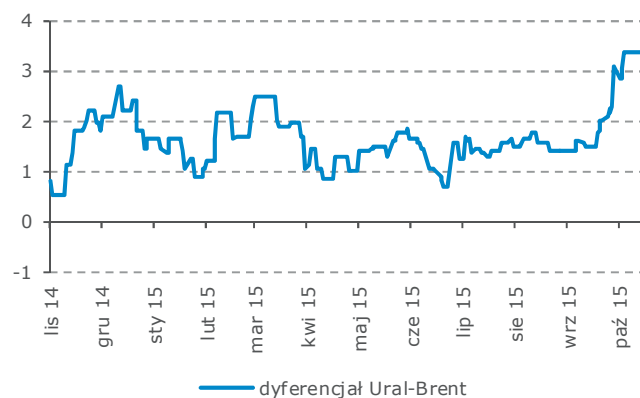
Zapasy ropy w USA dalej w górę

Zapasy ropy w USA w październiku wzrosły m/m o 22 mln baryłek (+4,8%) i obecnie znajdują się 26% powyżej poziomów ubiegłorocznych (+28% na koniec września). Import surowca co prawda spadł o 1,7% m/m, ale rafinerie sezonowo mocno ograniczyły wykorzystanie mocy przerobowych z 91,2% do 86,9%. Zwracamy jednocześnie uwagę, że zapasy w cenotwórczym hubie Cushing wzrosły tylko nieznacznie (+0,7%). Jeśli chodzi o zapasy produktów to w przypadku benzyny zanotowaliśmy spadek o 3,4 mln baryłek (-1,5%), co w tym okresie można uznać za standardowy trend sezonowy, ale w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego są one wyższe już o 7,6% (na koniec września ta dynamika wynosiła +6,5%). Rezerwy średnich destylatów w końcu zaczęły spadać (-9,6 mln baryłek czyli -6%), ale nadal znajdują się znacznie powyżej poziomów z ubiegłego roku (+18%). Popyt na benzynę mimo zakończenia sezonu transportowego wzrósł m/m o 1% i utrzymana została dynamika r/r na poziomie 3,4% (liczona za ostatni miesiąc). Jeśli chodzi o wydobycie ropy w USA to średnio było ono porównywalne do września, ale oczekujemy że wraz ze „starzeniem” się odwiertów łupkowych i dalszym spadkiem liczby aktywnych wiertni (w październiku -46 sztuk, czyli -7%) produkcja w USA będzie spadała w kolejnych miesiącach.

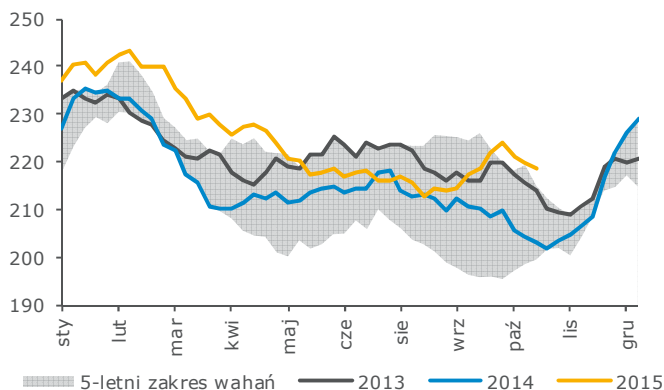
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



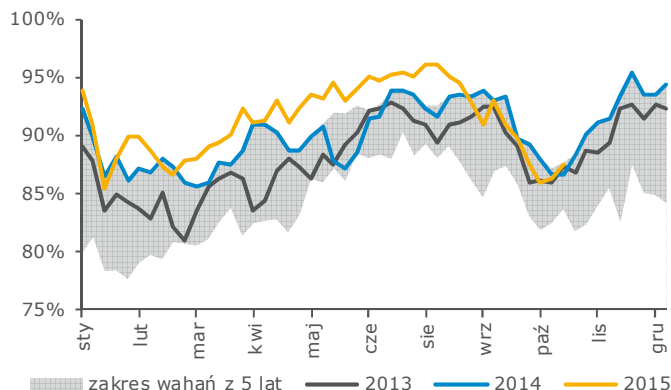
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



Zapasy benzyny w USA



Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Ciech

Redukuj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		75,40 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-03-06	
		Cena docelowa:		46,90 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	3 501,0	3 243,9	-7,3%	3 133,8	-3,4%	3 272,6	4,4%	Liczba akcji (mln)		52,7	
EBITDA	356,3	524,8	47,3%	574,9	9,5%	613,5	6,7%	MC (cena bieżąca)		3 973,6	
marża EBITDA	10,2%	16,2%		18,3%		18,7%		EV (cena bieżąca)		5 108,7	
EBIT	139,7	320,3	129,2%	364,1	13,7%	387,6	6,5%	Free float			
Zysk netto	49,4	167,1	237,9%	170,1	1,8%	227,7	33,9%				
P/E	80,4	23,8		23,4		17,4		Zmiana ceny: 1m		2,3%	
P/CE	14,9	10,7		10,4		8,8		Zmiana ceny: 6m		27,8%	
P/BV	4,4	4,2		3,6		3,0		Zmiana ceny: 12m		78,5%	
EV/EBITDA	14,5	9,7		8,9		8,3		Min (52 tyg.)		40,9	
Dyld (%)	0,0	1,5		0,0		0,0		Max (52 tyq.)		75,7	

Kurs akcji Ciechu po krótkiej korekcie spowodowanej politycznym zamieszaniem wokół procesu prywatyzacji wrócił do średnioterminowych rekordów. Zwracamy jednak uwagę, że konkurencja na globalnym rynku sody powoli się zaostrza, producenci syntetyczni zachęcani wysokimi marżami (spadek cen węgla, koksu i gazu) inwestują w moce produkcyjne (Indie), a coraz agresywniej poczynają sobie firmy chińskie, które z uwagi na spadek popytu lokalnego zwiększają eksport (YTD +27% r/r). W lipcu i sierpniu podaż chińskiej sody na zagranicznych rynkach co prawda trochę spadła (dynamiki r/r były nawet ujemne), ale we wrześniu zanotowaliśmy historyczny rekord jeśli chodzi o eksport z Państwa Środka (+67% r/r). Przypominamy że w ubiegłym roku Chiny wyprodukowały 25 mln ton sody przy mocach rządu 32 mln ton. Ceny eksportowe sody z Chin spadły od czerwca o 15%. Presję na rynku odnotowują najwięksi gracze rynkowi, a Solvay przy okazji konferencji wynikowej za 3Q nie chciał komentować stanu negocjacji cen na rok 2016. Naszym zdaniem rośnie prawdopodobieństwo spadku cen, co na pewno nie jest dziś w konsensusie. Wkrótce zaktualizujemy nasze prognozy, ale utrzymujemy negatywną rekomendację.

Prognoza na 3Q: Dalszy wzrost wolumenów w sodzie

W 3Q'15 w pełni powinny być już widoczne efekty zwiększenia mocy wytwórczych w Polsce, aczkolwiek przy porównaniu q/q należy pamiętać, że w 2Q spółka sprzedała trochę produktu z zapasów, co jednorazowo zwiększyło przychody. Ceny powinny być zbliżone, choć powoli Ciech powinien już odczuwać rosnącą konkurencję ze strony chińskich producentów (Indie, Afryka). W efekcie oczyszczona EBITDA segmentu wzrośnie naszym zdaniem

tylko o 7 mln PLN q/q do 165 mln PLN. W segmencie organicznym zakładamy sezonowe obniżenie skorygowanego zysku EBITDA do 12 mln PLN z niecałych 18 mln PLN kwartał wcześniej. Obok standardowego spadku sprzedaży środków ochrony roślin wciąż presję na rentowność będzie wywierał segment żywic epoksydowych. W obszarze krzemianów zakładamy pozytywny efekt sezonowego wzrostu sprzedaży lampionów oraz spadku cen gazu, co powinno przełożyć się na 11,5 mln PLN EBITDA vs. 10 mln PLN w 2Q'15. Na działalności finansowej uwzględniamy tylko standardowe koszty odsetek (ewentualne koszty refinansowania zadłużenia mogą pojawić się dopiero w 4Q). Zysk netto powinien być zbliżony q/q.

Umowa kredytowa na refinansowanie

Ciech podpisał z konsorcjum banków umowę na dwuwalutowy kredyt (EUR/PLN) na 1,34 mld PLN na refinansowanie obligacji, które spółka zdecydowała się wykupić przed terminem. Dodatkowo zawarto umowę kredytową na 0,25 mld PLN na finansowanie ogólnych celów korporacyjnych i kapitału obrotowego. Oprocentowanie będzie oparte o zmienną stopę WIBOR/EURIBOR z marżą uzależnioną od wysokości zadłużenia do EBITDA. Początkowa wysokość marży to 1,5%. Premia płacona za wcześniejszy wykup obligacji wynosi 18 mln EUR (wraz z narosłymi odsetkami). Przypominamy, że dotychczasowe oprocentowanie obligacji wynosiło 9,5%. Roczna oszczędność sięgnie więc około 70-80 mln PLN. Jednocześnie spółka zaksięguje w 4Q'15 koszty premii w kwocie 75 mln PLN.

Nowy członek Zarządu

Rada Nadzorcza Ciechu powołała do Zarządu Pana Artura Króla. Wcześniej był on związany z Grupą KGHM (Dyrektor Naczelny huty Głogów).

Lotos		Akumuluj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		28,44 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-10-09	
		Cena docelowa:		34,00 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	28 559,2	28 501,9	-0,2%	21 046,5	-26,2%	24 348,7	15,7%	Liczba akcji (mln)	184,9
EBITDA	809,1	-584,1		1 947,2		1 856,2	-4,7%	MC (cena bieżąca)	5 257,8
marża EBITDA	2,8%	-2,0%		9,3%		7,6%		EV (cena bieżąca)	10 474,2
EBIT	166,6	-1 393,0		1 211,1		988,7	-18,4%	Free float	46,8%
Zysk netto	39,4	-1 466,3		644,2		626,2	-2,8%		
P/E	93,7			8,2		8,4		Zmiana ceny: 1m	-0,9%
P/CE	5,4			3,8		3,5		Zmiana ceny: 6m	-10,0%
P/BV	0,4	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	23,3%
EV/EBITDA	11,6			5,4		5,8		Min (52 tyg.)	23,1
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	33,2

Akcje Lotosu od początku roku zachowywały się znacznie gorzej od Orlenu, co miało uzasadnienie zarówno w ekspozycji na ceny ropy (segment wydobywczy, wrażliwość projektu EFRA na spread diesel-HSFO), jak i dużej pozycji długu dolarowego na bilansie czy niskiemu udziałowi benzyn w strukturze produkcji. Obecnie jednak otoczenie zewnętrzne się zmienia i pozycjonowanie Lotosu w portfelach inwestorów powinno się poprawiać. Z jednej strony Spółka powinna relatywnie mniej stracić w segmencie rafineryjnym w przyszłym roku (niski udział zużyć własnych, spadek cen gazu, struktura produkcji), a z drugiej poprawi zarówno bieżącą rentowność wydobycia, jak i NPV kluczowych projektów inwestycyjnych, w tym także instalacji DCU. Przypominamy również, że około 1 mld PLN gotówki jest zamrożone w zapasach Lotosu (transakcja arbitrażowa na contango i zapasy obowiązkowe możliwe do zbycia w perspektywie 2017 roku). Korzystnie na wycenę Lotosu wpływa również ostatnia akwizycja aktywów wydobywczych w Norwegii, która umożliwia w perspektywie 2 lat odmrożenie 1,2 mld PLN gotówki zamrożonej w aktywie podatkowym. Utrzymujemy pozytywną rekomendację.

Wyniki 3Q: Oczyszczona EBITDA LIFO powyżej prognoz

Oczyszczona EBITDA LIFO Lotosu za 3Q wyniosła 609 mln PLN i była wyższa od naszych prognoz o 10% (oczekiwaliśmy 556 mln PLN, konsensus był bardzo zbliżony do naszych prognoz po uwzględnieniu zapowiadanych przez spółkę rezerw na podatek VAT). Raportowane wyniki były zanieczyszczone przez wspomniane 161 mln PLN z tytułu sporu z izbą skarbową oraz odpisu zapasów na -36 mln PLN (korekta NRV) i odpisów w segmencie wydobywczym na -17 mln PLN. Dodatkowym obciążeniem był też wyższy od założeń efekt LIFO (-318 mln PLN vs. -272 mln PLN). Ujemne operacyjne różnice kursowe były zgodne z naszymi szacunkami (-7 mln PLN vs. -8,5 mln PLN). Segment wydobywczy po oczyszczeniu o wspomniane odpisy wygenerował 91 mln PLN EBITDA vs. oczekiwane przez nas 70 mln PLN. Taki wynik udało się osiągnąć mimo większego niż zakładaliśmy spadku wolumenów sprzedaży (nie tylko w Norwegii, ale również w Polsce), głównie dzięki 10% spadku jednostkowych kosztów produkcji. W segmencie rafineryjnym (bez detalu) skorygowana EBITDA LIFO wyniosła 471 mln PLN vs. zakładane przez nas 432 mln PLN. Źródłem tej niespodzianki oprócz potencjalnie wyższych sezonowo marż handlowych mógł być nieco wyższy poziom przerobu i struktura dostaw ropy, w której aż 24% stanowiły gatunki inne niż Ural. W detalu poprawa r/r była nieco mniejsza niż zakładaliśmy (48 mln PLN vs. 51 mln PLN). Saldo na działalności finansowej wyniosło -171 mln PLN vs zakładane -154 mln PLN, co wynikało z wyższych ujemnych różnic

kursowych. Mocną stroną raportu są wysokie przepływy z działalności operacyjnej (+564 mln PLN), mimo zapłaty części zobowiązań z zaległości VAT. Obok dobrych wyników operacyjnych wpłynęło na to dodatnie saldo na kapitale obrotowym na +270 mln PLN (spadek należności i zapasów wraz z korektą cen ropy). Przy nakładach inwestycyjnych rzędu 152 mln PLN pozwoliło to na obniżenie zadłużenia netto do 5,3 mld PLN.

Uruchomiona testowa produkcja z B8

Lotos poinformował, że uruchomił testową produkcję ze złoża B8. Przypominamy, że spółka z uwagi na wprowadzone zmiany w tym projekcie inwestycyjnym przesunęła termin pełnego uruchomienia tego złoża (wydłużenie prac nad platformą wydobywczą), ale jednocześnie zdecydowała o rozpoczęciu produkcji testowej za pomocą platformy poszukiwawczej. Szacujemy, że w przyszłym roku w ramach testowej produkcji wydobycie z B8 sięgnie 150 tys. ton. Docelowy poziom to 250 tys. ton na rok.

Zaległości podatkowe na 239 mln PLN

Urząd Kontroli Skarbowej w Bydgoszczy wykazał zaległości podatkowe Lotosu w zakresie VAT w kwocie 48,4 mln PLN za rok 2010 i 112,5 mln PLN za rok 2011. Stwierdził, że transakcje, w których uczestniczyli dwaj kontrahenci spółki związane były z udziałem w oszustwie podatkowym i zarzucił spółce brak dołożenia należytej staranności w zawieraniu transakcji z tymi kontrahentami. Lotos uznał te zarzuty za nieuzasadnione i złożył odwołania. Niemniej jednak w raporcie za 3Q zawiąże rezerwę na te zobowiązania w kwocie 161 mln PLN, a dodatkowo w kosztach finansowych zaksięguje odsetki od tej zaległości na 78 mln PLN. Łączna kwota tych potencjalnych zobowiązań to 239 mln PLN, czyli 1,29 PLN/akcję (4,2% kapitalizacji). Zgodnie z deklaracją Zarządu współpraca z kontrahentami, którym urząd skarbowy zarzuca nieuczciwość wygasła na początku 2012 roku.

Prezes Paszkowicz o projektach inwestycyjnych

Wiceprezes Zbigniew Paszkowicz poinformował, że spółka prowadzi rozmowy z kilkoma partnerami w sprawie zakupu aktywów na szelfie norweskim. Negocjacje są na różnym etapie, ale generalnie niższe ceny ropy sprzyjają kupującym. Spadają również koszty usług poszukiwawczych, gdyż cenniki firm usługowych obniżyły się o 30-35%. Jeśli chodzi o B8 to zgodnie z ostatnimi zapowiedziami docelowe poziomy wydobycia zostaną osiągnięte pod koniec 2016 roku. Decyzja w sprawie złóż gazowych B4 i B6 zapadnie w połowie 2016 roku, kiedy zostaną zebrane oferty rynkowe. Wtedy też będzie znany całkowity koszt tej inwestycji.

Akwizycja na szelfie norweskim

Lotos Norge podpisał umowę z norweską spółką ExxonMobil na zakup aktywów w obszarze Sleipner na Morzu Norweskim za 160 mln USD. Transakcja obejmuje 15% udziałów w złożach produkcyjnych Sleipner Ost, Sleipner Vest, Gunge oraz Loke (wszędzie operatorem jest Statoil), a także 28% w złożu Alfa Sentral, które jest w fazie przygotowania do zagospodarowania (produkcja w 2020 roku, decyzja o zagospodarowaniu w 2017 roku, potencjalny udział Lotosu w capex to 90 mln USD). Średnia dzienna produkcja z tych aktywów przypadająca na Lotos w roku 2015 powinna wynieść około 16 tys. boe/d (70% gazu). Średnia produkcja planowana w latach 2016-18 to około 9,5 tys. boe/d. Rezerwy 2P to 20,8 mln boe (70% gaz), a rezerwy 2C (złoża przed zagospodarowaniem) to 17,6 mln boe. Oprócz wspomnianej kwoty 160 mln USD, strony ustaliły, że w przypadku zatwierdzenia planu zagospodarowania złoża Alfa Sentral Lotos dopłaci 25 mln USD. Ustalono też mechanizm kompensacji ceny zakupu uzależniony od cen ropy w latach

2016-20. Transakcja powinna być sfinalizowana do końca roku. Transakcja pozwala na utylizację tarczy podatkowej, która sięga 1,2 mld PLN (spółka szacuje, że dzięki tej transakcji tarcza zostanie spieniężona do połowy 2018 roku). Cena płacona za baryłkę 2P wynosi 7,7 USD/Bbl, co odzwierciedla aktualne ceny węglowodorów (w przypadku zakupu Heimdal było to 20 USD EV/2P), ale nie znamy szczegółów wspomnianego mechanizmu kompensacji (spółka podała jedynie, że ta korekta może przykładowo przy cenie ropy 80 USD/Bbl sięgnąć 10% całości kwoty). Dzięki transakcji Lotos praktycznie podwoi produkcję węglowodorów w stosunku do bieżącej. Szacujemy, że dodatkowa EBITDA w latach 2016-18 może sięgnąć średniorocznie ponad 230 mln PLN przy założeniu kosztów gotówkowych wydobycia 20 USD/boe (spółka podała na konferencji przedział kosztów 10-15 USD/boe, co implikowałoby strumień EBITDA nawet powyżej 300 mln PLN). Szacowane roczne nakłady na utrzymanie aktywów (wydobycie plus infrastruktura) szacowane są na 7-10 mln USD.

MOL		Kupuj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		172,75 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-10-09	
		Cena docelowa:		237,50 PLN					
(mld HUF)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 400,4	4 869,4	-9,8%	3 866,2	-20,6%	4 399,8	13,8%	Liczba akcji (mln)	104,5
EBITDA	521,1	409,0	-21,5%	638,7	56,1%	651,7	2,0%	MC (cena bieżąca)	18 055,7
marża EBITDA	9,6%	8,4%		16,5%		14,8%		EV (cena bieżąca)	31 279,4
EBIT	-18,6	40,9		192,7	371,6%	308,9	60,3%	Free float	31,3%
Zysk netto	21,9	4,8	-77,9%	68,3	1311,9%	175,1	156,5%		
P/E	60,7	275,0		19,5		7,6		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	2,4	3,6		2,6		2,6		Zmiana ceny: 6m	-14,4%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	8,6%
EV/EBITDA	4,3	5,7		3,6		3,4		Min (52 tyg.)	142,0
Dyld (%)	2,9	3,7		3,8		4,4		Max (52 tyg.)	205,7

Akcje MOL-a od początku roku podrożały tylko o 15%, co na tle konkurentów branży i sprzyjających warunków makro wygląda mało okazale. Dużym obciążeniem dla notowań koncernu była informacja o braku istotnych rezerw ropy na koncesji Akri-Bijeel i związany z tym odpis na 430 mln USD. Uważamy jednak, że wpływ tego zdarzenia na wycenę Spółki jest ograniczony, gdyż od kilku kwartałów ostrożnie podchodziliśmy do modelowania potencjalnych zysków z kurdyjskiego projektu (niski netback, ryzyko należności), a teraz dodatkowo zminimalizowaliśmy capex na kolejne lata. Aktualna wycena mnożnikowa MOL-a wskazuje na 30% dyskonto do grupy porównawczej, a jeśli przyżylibyśmy EV/EBITDA PKN do wyników MOL-a oczyszczonych o upstream to otrzymujemy segment wydobywczy za darmo. Nie widzimy uzasadnienia dla takiej waluacji szczególnie, że węgierski koncern ma wśród spółek z regionu najbezpieczniejszy profil wolnych przepływów pieniężnych (FCF/EV 2015-18=11%) i jako jeden z niewielu dobrą ekspozycję na zakładany przez nas scenariusz wzrostu cen ropy (stąd CCS EBITDA 2016 nie powinna być istotnie niższa r/r). W tym kontekście utrzymujemy rekomendację kupuj.

Rewizja rezerw 2P na Shaikan

MOL poinformował, że specjalistyczna firma audytorska ERC Equipose analizująca potencjał złoża Shaikan w Kurdystanie zdecydowała o przeklasyfikowaniu zasobów ropy. Według najnowszej analizy rezerwy 2P wynoszą 639 mmbbl vs. poprzedni szacunek na poziomie 299 mmbbl. Na MOL-a przypada z tego 87 mmbbl. Ta informacja poprawia nieco sentyment wokół segmentu wydobywczego po ostatnim komunikacie o rewizji w dół potencjału pola AKri-Bijeel. Przypominamy jednak, że w obecnych warunkach makro wpływ działalności w Iraku na wyniki Grupy jest mocno ograniczony ze względu na niskie ceny sprzedaży i nieregularne płatności ze strony tamtejszej administracji.

MOL wycofuje ofertę na Slovenske Elektrarne

COO Sandor Fasimon poinformował, że MOL wycofuje swoją ofertę na zakup 66% akcji Slovenske Elektrarne, o czym poinformował już włoski koncern Enel. Przypominamy, że węgierski koncern złożył ofertę wraz z MVM Group poprzez swoją słowacką spółkę Slovnaft. Rynek sceptycznie ocenił szanse na powodzenie tego przejęcia.

MOL kupuje sieć stacji na Węgrzech

MOL podpisał umowę zakupu od ENI sieci 183 stacji Agip (108 własnych) zlokalizowanych na Węgrzech. Umowa obejmuje również segment hurtowy handlu paliwami na tym rynku. Nie podano ceny transakcji, aczkolwiek szacujemy że może ona wynieść 70-100 mln USD. Dodatkowa EBITDA mogłaby z kolei wynieść 10-15 mln USD. Możliwe są oczywiście synergie z uwagi na fakt, że na węgierskim rynku MOL posiada obecnie 363 stacje własne.

Prognozy 3Q: Korzystne makro w pełni wykorzystane

Oczyszczona EBITDA LIFO powinna w tym kwartale sięgnąć około 197 mld HUF wobec 162 mld HUF przed rokiem i 179 mld HUF wypracowanych w 2Q'15. Główną siłą napędową tego kwartału będzie ponownie segment downstream (efekt rekordowo wysokich marż przerobowych), który łącznie powinien wypracować 147 mld HUF EBITDA LIFO (127 mld HUF w poprzednim kwartale), z czego około 46 mld HUF powinno pochodzić z obszaru petrochemii. Poprawie q/q obok nieco wyższej marży modelowej będzie sprzyjać sezonowe zwiększenie zysków w sieci stacji benzynowych (+10 mld HUF) oraz brak istotnych przestojów remontowych na instalacjach. W segmencie wydobywczym EBITDA sięgnie naszym zdaniem około 47 mld HUF, a spadek q/q to pochodna niższych cen ropy oraz spadku wolumenów produkcji w Chorwacji i na Węgrzech. Przypominamy, że EBIT będzie w tym kwartale obciążony odpisem aktywów w Kurdystanie (120 mld HUF) i nie jest wykluczone, że spółka dokonana jeszcze ponownej wyceny aktywów nabytych na Morzu Północnym (tego nie uwzględniamy w prognozach). W segmencie gazowym zakładamy poprawę strumienia EBITDA r/r (13 mld HUF vs. 12 mld HUF w 3Q'14), ale będzie to wynikało z braku konsolidacji straty z Prirodni Plin, która rok temu sięgnęła 2 mld HUF. Raportowany wynik Grupy będzie osłabiony ujemnym efektem LIFO, który szacujemy na -15 mld HUF. Na kosztach ogólnych spodziewamy się około -10 mld HUF. Na działalności finansowej nie oczekujemy istotnych pozycji oprócz salda odsetkowego (możliwe są niewielkie dodatnie różnice kursowe ze względu na lekkie umocnienie forinta na koniec okresu). Dokonane odpisy na aktywach w Kurdystanie stanowią tarczę podatkową dla spółki matki, tak więc na poziomie netto strata zostanie w części zneutralizowana.

PGNiG
Sprzedaż

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 6,85 PLN

Cena docelowa: 5,49 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-10-09

(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	32 044,0	34 304,0	7,1%	36 148,6	5,4%	32 846,4	-9,1%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	5 612,0	6 345,0	13,1%	6 649,1	4,8%	5 974,6	-10,1%	MC (cena bieżąca)	40 415,0
marża EBITDA	17,5%	18,5%		18,4%		18,2%		EV (cena bieżąca)	42 261,4
EBIT	3 149,0	3 843,0	22,0%	3 965,9	3,2%	3 228,9	-18,6%	Free float	27,6%
Zysk netto	1 918,0	2 823,0	47,2%	2 927,4	3,7%	2 493,5	-14,8%		
P/E	21,1	14,3		13,8		16,2		Zmiana ceny: 1m	2,2%
P/CE	9,2	7,6		7,2		7,7		Zmiana ceny: 6m	6,7%
P/BV	1,4	1,3		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	38,7%
EV/EBITDA	8,1	6,8		6,4		7,0		Min (52 tyg.)	4,3
Dyld (%)	1,9	2,2		2,9		3,5		Max (52 tyg.)	7,0

Od początku roku kurs PGNiG po uwzględnieniu dywidendy wzrósł o prawie 60%, co jest najlepszym wynikiem zarówno jeśli chodzi o WIG20, jak i szeroko rozumiany europejski sektor gazowy. Spółka mimo profilu wydobywczego zaskoczyła rynek pozytywnie wynikami na regulowanej działalności handlowej, które przykryły zawiązkę ubytki z głównej linii biznesowej. Taka sytuacja trwa już od kilku kwartałów, ale teza o trwałości marż na obrocie jest naszym zdaniem błędna i EBITDA z tego obszaru może w przyszłym roku skurczyć się nawet o 0,9 mld PLN, czego nie zneutralizuje nawet zakładany przez nas pozytywny scenariusz dla cen ropy. Stąd widzimy duże ryzyko negatywnego zaskoczenia przyszłorocznymi wynikami (problemy z utrzymaniem zyskowności widzimy także w obszarze dystrybucji i energetyki) i redukcji nieuzasadnionej naszym zdaniem 30% premii w wycenie PGNiG względem spółek porównywalnych. Nasze prognozy zysku netto na lata 2015-17 są niższe od konsensusu średnio o 13%. Utrzymujemy rekomendację sprzedaż.

Prognoza na 3Q: Presja na wyniki wydobycia i obrotu

W 3Q'15 oczekujemy słabszych wyników w ujęciu r/r, co będzie przede wszystkim pochodną spadku cen ropy i zawyżonej bazy odniesienia w segmencie obrotu. W obszarze wydobycia z uwagi na niższe ceny węglowodorów (częściowo skompensowane wzrostem wolumenów) oraz mniejsze przychody ze spółek serwisowych szacujemy obniżenie EBITDA do 755 mln PLN z 1 mld PLN rok wcześniej (oczyszczona EBITDA za 2Q'15 wyniosła 886 mln PLN). W prognozach nie uwzględniamy odpisów aktywów czy odwiertów z uwagi na przegląd przeprowadzony w raporcie półrocznym. W segmencie obrotu spodziewamy się dalszego spadku EBITDA q/q (103 mln PLN vs. 205 mln PLN w 2Q'15) z uwagi na spadające ceny sprzedaży (niższe taryfy i wprowadzane rabaty), gorszą strukturę koszyka oraz sezonowo niższe wolumeny. W dystrybucji przy założeniu lekko negatywnego wpływu bilansowania (-20 mln PLN vs. +58 mln PLN w 3Q'14) prognozujemy 336 mln PLN EBITDA wobec 372 mln PLN rok wcześniej (grosze saldo na bilansowaniu zostanie częściowo skompensowane wolumenami, które były wyższe od uwzględnionych w taryfie). Segment energetyczny z uwagi na standardową sezonowość będzie miał ograniczony wpływ na skonsolidowane zyski. Na działalności finansowej saldo może być obciążone ujemnymi różnicami kursowymi na kredycie dolarowym w spółce norweskiej, co po uwzględnieniu stopy podatkowej na poziomie 26% zaowocuje zyskiem netto nieco poniżej 400 mln PLN.

Postulat socjalizacji kosztów gazoportu

W prasie po raz kolejny pojawił się temat socjalizacji kosztów gazoportu, czyli wprowadzenia taryfy regazyfikacyjnej płaconej przez wszystkich odbiorców gazu, a nie tylko przez użytkowników tej infrastruktury. Taki postulat zgłasza PGNiG, a URE go kierunkowo popiera, ale do jego wprowadzenia konieczna jest ustawa wprowadzająca taki środek pomocy publicznej. Szacujemy, że przychody regulowane gazoportu w skali roku mogą wynosić 300 mln PLN. Wprowadzenie nowej ustawy od przyszłego roku wydaje się mało realne, tak więc do czasu uchwalenia nowego prawa to PGNiG będzie finansował tę infrastrukturę, gdyż będzie jej głównym użytkownikiem.

Prezes URE o liberalizacji rynku

Prezes URE w wywiadzie prasowym stwierdził, że nie zostały jeszcze spełnione wszystkie warunki uwolnienia rynku gazu dla przemysłu (wciąż mamy realnie jedno źródło dostaw) i liberalizacja rynku zapewne będzie wprowadzona w przyszłym roku na mocy ustawy (nie przez URE) z uwagi na wyrok Trybunału Sprawiedliwości UE. Według URE uwolnieniu cen powinno towarzyszyć zniesienie obowiązku magazynowania i dywersyfikacji importu lub jej przededefiniowanie. Uwolnienie rynku wraz ze zniesieniem obowiązku magazynowania byłoby dobrą informacją dla dużych odbiorców oraz dużych alternatywnych sprzedawców.

Dane operacyjne za 3Q

PGNiG wydobyciło w 3Q 1,14 mld m³ gazu (+8% r/r), z czego 0,16 mld m³ pochodziło z projektów norweskich. Sprzedaż w tym okresie wyniosła 4,09 mld m³, a import 2,4 mld m³ (w tym 2,3 mld m³ kierunek wschodni). Wolumen w dystrybucji wzrósł r/r o 6%. Jeśli chodzi o wolumen wydobycia ropy to wyniósł on 367 tys. ton, a sprzedaż 355 tys. ton. Niespodzianką w tych danych jest wysoki import z kierunku wschodniego (tylko 1,8 mld m³ rok temu), co może osłabić rentowność segmentu obrotu (w 3Q wciąż ceny na rynku niemieckim były bardziej korzystne niż w kontrakcie jamalskim). Z drugiej jednak strony pozytywnie zaskakuje wysoki poziom sprzedaży ropy (zakładaliśmy, że w drugim półroczu będzie widoczny już spadek wolumenów), co powinno pozwolić przebić roczny cel podany przez Zarząd na poziomie 1,27 mln ton (głównie za sprawą większego wydobycia w Norwegii, które już zrealizowało roczną prognozę).

Rozmowy z Gazpromem w Moskwie

Prezes PGNiG spotkał się wczoraj z prezesem Gazpromu. Spotkanie miało charakter roboczy, a strony omawiały zagadnienia związane z dostawami rosyjskiego gazu do Polski i jego tranzytem. Rynek czeka na ewentualne porozumienie w sprawie formuły cenowej i retrospektywnej kompensaty od Gazpromu. Naszym zdaniem skala potencjalnego odszkodowania nie będzie wysoka w relacji do aktualnej kapitalizacji spółki.

Przedłużenie aneksu z Qatargas

PGNiG przedłużyło aneks z Qatargasem, który przewiduje że w 1H'16 spółka nie będzie odbierać gazu w ramach kontraktu (terminal nie jest gotowy), a tylko pokrywać ewentualną różnicę pomiędzy ceną kontraktową, a ceną sprzedaży uzyskaną przez Qatargas. Nie jest to duże zaskoczenie. Przypominamy jednak, że w obecnych warunkach cena gazu katarskiego będzie wyższa od cen rynkowych na polskim rynku i w 2H'16 PGNiG będzie ponosił z tego tytułu straty.

PKN Orlen
Redukuj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		63,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2015-10-09	
		Cena docelowa:		59,80 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	113 597,0	106 832,0	-6,0%	83 787,9	-21,6%	95 603,8	14,1%	Liczba akcji (mln)	427,7	
EBITDA	2 418,0	-2 720,0		7 274,5		7 204,2	-1,0%	MC (cena bieżąca)	26 945,7	
marża EBITDA	2,1%	-2,5%		8,7%		7,5%		EV (cena bieżąca)	36 031,6	
EBIT	307,0	-4 711,0		5 388,5		5 097,8	-5,4%	Free float	72,5%	
Zysk netto	176,0	-5 811,0		3 589,3		3 576,4	-0,4%			
P/E	153,1			7,5		7,5		Zmiana ceny: 1m	-5,6%	
P/CE	11,8			4,9		4,7		Zmiana ceny: 6m	-9,7%	
P/BV	1,0	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	48,6%	
EV/EBITDA	14,7			5,0		5,0		Min (52 tyg.)	42,0	
Dyld (%)	2,4	2,3		2,6		3,7		Max (52 tyg.)	85,3	

W ostatnich tygodniach marże rafinerijne spadły do bardziej powtarzalnych poziomów, a wynikało to przede wszystkim z osłabienia rekordowych cieków na benzynie. Problemem dla Orlenu jest również mocne osłabienie marż petrochemicznych, głównie z uwagi na zakończenie kilku awaryjnych przestojów instalacji w Europie. Dodatkowo presję na ceny petrochemikaliów wywiera osłabienie koniunktury w Azji. Orlen wśród spółek z regionu ma największą ekspozycję na ten segment i dlatego relatywnie powinien zachowywać się słabiej od LTS i MOL. Dodatkowo zwracamy uwagę na niewycenione obecnie ryzyko polityczne, jakie wiąże się ze zmianą rządu w Polsce (dotychczas PKN jako jedna z niewielu spółek kontrolowanych przez MSP nie stał się elementem kampanii wyborczej). Utrzymujemy negatywną rekomendację.

Dobre wyniki za 3Q, zaskoczenie w rafinerii

PKN Orlen wypracował w 3Q'15 3,3 mld PLN oczyszczonego strumienia LIFO, co plasuje się 12% powyżej naszych prognoz (pozytywne zaskoczenie w segmencie rafinerijnym), które były zbliżone do rynkowego konsensusu. Raportowane wyniki były obniżone przez stratę na odkupie zapasów obowiązkowych (-0,9 mld PLN uwzględniane w prognozach) oraz odpisy zapasów do wartości rynkowej (-375 mln PLN) i odpis zniszczonych przez pożar aktywów Unipetrolu (-93 mln PLN). Przepływy pieniężne były zgodnie z oczekiwaniami zainfekowane przez kapitał obrotowy i po uwzględnieniu wypłaconej dywidendy (0,7 mld PLN) oraz nakładów inwestycyjnych (0,6 mld PLN) dług netto wzrósł q/q o 1,2 mld PLN do 5,7 mld PLN. Negatywnym zaskoczeniem jest zapowiedź przywrócenia 100% utylizacji steam crackera w Unipetrolu w październiku 2016. Wyniki segmentu rafinerijnego obok uwzględnianej w prognozach straty na odkupie zapasów obowiązkowych (-860 mln PLN) zostały obciążone przeszacowaniem zapasów do cen możliwych do uzyskania (-375 mln PLN – mechanizm identyczny z tym zastosowanym w 4Q'15). Raportowany wynik dodatkowo zainfekował standardowy efekt LIFO na -0,3 mld PLN. Oczyszczona o te wszystkie elementy EBITDA LIFO segmentu wyniosłaby 1,98 mld PLN wobec zakładanych przez nas 1,62 mld PLN. Źródłem zaskoczenia mógł być wyższy o 4% wolumen przerobu oraz standardowe efekty sezonowe (wzrost marży handlowej). W segmencie petrochemicznym EBITDA LIFO wyniosła 0,8 mld PLN, ale była zainfekowana odpisem aktywów w Unipetrolu zniszczonych przez pożar (-0,1 mld PLN). Skorygowany zysk byłby zbliżony do naszych prognoz na poziomie 0,9 mld PLN. Negatywny wpływ awarii w Litwinowie spółka szacuje na około 0,2 mld PLN, ale ten element staraliśmy się uwzględnić w naszych szacunkach. Negatywną wiadomością jest zapowiedź uruchomienia tej instalacji na minimalnej utylizacji 65% dopiero w lipcu 2016. Maksymalna utylizacja będzie możliwa dopiero w październiku 2016. W segmencie

detalicznym EBITDA sięgnęła 544 mln PLN i była zbliżona do naszych oczekiwań. Wzrost r/r to głównie efekt poprawy marży paliwowej. W segmencie wydobywczym oczyszczona EBITDA wyniosła 10 mln PLN i była zgodna z oczekiwaniami. Koszty ogólne były również zbliżone do prognoz. Na poziomie działalności finansowej saldo było zbliżone do oczekiwań. Stopa podatkowa wyniosła około 16% (efekt tarczy podatkowej), a zyski przyporządkowane do udziałowców mniejszościowych Unipetrolu sięgnęły 90 mln PLN vs. 182 mln PLN kwartał wcześniej.

Ocena akwizycji Kicking Horse i FX Energy

Orlen poinformował o zamiarze nabycia spółek FX Energy i Kicking Horse Energy za odpowiednio 308 mln PLN (EV 442 mln PLN) i 842 mln PLN (EV 1,02 mld PLN). Oferta w przypadku FX Energy opiewa na 1,15 USD/akcję (7,5% premii do ceny zamknięcia z dnia poprzedzającego), a na Kicking Horse 4,75 CAD (32% premii do ceny z dnia poprzedzającego komunikat). FX Energy posiada aktywa produkcyjne i poszukiwawcze w Polsce, a jej zasoby 2P szacowane są na 8 mln boe. Bieżąca produkcja to 1,65 tys. boe/d (głównie gaz), a wynik EBIT za 1H'15 to -6 mln USD. Kicking Horse Energy to spółka kanadyjska, której zasoby 2P szacowane są na 30 mln boe, a bieżąca produkcja to 4 tys. boe/d (57% to ropa i kondensat). EBIT za 1H'2015 wyniósł -3,2 mln CAD. Cena płacona za 1 boe 2P to w przypadku FX Energy niecałe 15 USD EV/2P, a w przypadku Kicking Horse 9 USD EV/2P. Przypominamy, że cena jednostkowa akwizycji TriOil w 2013 roku wyniosła 11,5 USD/boe EV/2P, a w przypadku Birchill w 2014 roku było to 8,8 USD/boe EV/2P. Oczywiście w przypadku akwizycji FX Energy i Kicking Horse można oczekiwać wygenerowania synergii kosztowych, ale biorąc pod uwagę aktualną sytuację na rynku węglowodorów trudno uznać płacone ceny za szczególnie atrakcyjne dla kupującego.

Orlen kupił 13 stacji w Niemczech

Orlen Deutschland podpisał umowę przejęcia 13 stacji paliw działających pod marką Sun zlokalizowanych w Berlinie. Sprzedawcą jest niezależny operator firma Germania Petrol. Nie podano kwoty transakcji, ale szacujemy że może ona sięgnąć 30-50 mln PLN. Wpływ na skonsolidowany strumień EBITDA to 5-10 mln PLN.

Orlen zainteresowany ropą arabską

Orlen spodziewa się na początku listopada pierwszej dostawy 100 tys. ton spotowej ropy z Arabii Saudyjskiej. Spółka potwierdza, że oferty arabskiej ropy są atrakcyjne ekonomicznie. Orlen jest też na początku przetargu prowadzącego do podpisania umów długoterminowych. W grudniu 2015 i styczniu 2016 wygasają 2 kontrakty długoterminowe. Obecne otoczenie na rynku ropy sprzyja regionalnym rafineriom, gdyż konkurencja dostawców winduje dyskonto w ciężkich gatunkach ropy. Dyferencjał od kilku dni utrzymuje się na poziomie 3 USD/BBU.

Polwax		Kupuj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		15,38 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-11-06	
		Cena docelowa:		24,20 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	241,1	258,2	7,1%	257,2	-0,4%	260,0	1,1%	Liczba akcji (mln)	10,2
EBITDA	27,5	30,8	11,8%	32,7	6,2%	33,7	3,2%	MC (cena bieżąca)	156,9
marża EBITDA	11,4%	11,9%		12,7%		13,0%		EV (cena bieżąca)	197,8
EBIT	24,9	27,7	11,4%	29,9	8,0%	30,8	3,1%	Free float	51,3%
Zysk netto	20,0	22,4	12,2%	23,6	5,2%	24,3	3,1%		
P/E	7,7	6,9		6,7		6,5		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE	6,8	6,0		6,0		5,8		Zmiana ceny: 6m	-19,1%
P/BV	2,9	2,4		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	2,2%
EV/EBITDA	7,9	6,3		6,0		5,6		Min (52 tyg.)	15,0
Dyid (%)	2,6	6,5		7,9		7,4		Max (52 tyg.)	19,6

Kurs Polwaxu w październiku nadal znajdował się pod presją. Naszym zdaniem wyniki za 3Q powinny już uspokoić rynek i potwierdzić, że najtrudniejszy okres Spółka ma już za sobą. Przypominamy, że w pierwszym półroczu presja na rynku parafiny była wyjątkowo duża, głównie w związku z atrakcyjnymi cenami substytucyjnych surowców. Obecnie obserwujemy już poprawę pozycji konkurencyjnej parafin ropopochodnych, co wynika z odbicia notowań tłuszców zwierzęcych i oleju palmowego. Przy utrzymaniu pozytywnych trendów w obszarze aplikacji przemysłowych powinno to pozwolić co najmniej na powtórzenie w 3Q wyniku sprzed roku. Niemniej jednak z uwagi na słabszy początek roku będzie prawdopodobnie konieczna nieznaczna korekta naszej rocznej prognozy zysku netto. Utrzymujemy pozytywną rekomendację.

Prognoza na 3Q: Wyniki zbliżone r/r

Pierwsze półrocze było dość trudne dla Polwaxu, gdyż spółka odczuwała presję konkurencyjną na rynku parafiny zniczowej, szczególnie z uwagi na atrakcyjne ceny substytucyjnych surowców (olej palmowy, tłuszcze zwierzęce). Znalazło to odzwierciedlenie w presji na realizowane marże. Zarząd sygnalizował już jednak przy okazji wyników za 2Q, że sytuacja zaczyna się stabilizować (dostrzegamy również zmiany w notowaniach wspomnianych substytutów) i dlatego spodziewamy się powrotu rentowności brutto na sprzedaży w 3Q do poziomu 20%. Nadal zakładamy co prawda nieco słabsze marże w segmencie zniczowym, ale w połączeniu z wciąż bardzo dobrymi rezultatami sprzedażowymi w obszarze produktów dedykowanych do przemysłu powinno to pozwolić na powtórzenie wyniku EBITDA sprzed roku. W naszych prognozach nie zakładamy żadnych zdarzeń jednorazowych (baza odniesienia jest w pełni porównywalna). Uwzględniając nieco niższe zadłużenie netto oraz standardową stopę podatkową oczekujemy, że na poziomie netto rezultat będzie nieznacznie wyższy niż w 3Q'14.

Synthos
Trzymaj

Analitik: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 3,80 PLN

Cena docelowa: 4,75 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-05-05

(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 359,3	4 618,8	-13,8%	4 799,8	3,9%	5 856,8	22,0%	Liczba akcji (mln)	1 323,3
EBITDA	605,3	635,8	5,0%	651,5	2,5%	816,9	25,4%	MC (cena bieżąca)	5 028,4
marża EBITDA	11,3%	13,8%		13,6%		13,9%		EV (cena bieżąca)	6 130,7
EBIT	453,0	479,6	5,9%	486,8	1,5%	641,3	31,7%	Free float	37,5%
Zysk netto	416,9	356,9	-14,4%	355,0	-0,5%	490,0	38,0%		
P/E	12,1	14,1		14,2		10,3		Zmiana ceny: 1m	1,1%
P/CE	8,8	9,8		9,7		7,6		Zmiana ceny: 6m	-20,2%
P/BV	2,2	2,3		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	-11,6%
EV/EBITDA	9,3	9,0		9,4		8,1		Min (52 tyg.)	3,7
Dywidenda (%)	20,0	8,2		6,6		4,9		Max (52 tyg.)	4,9

Wyniki 2Q'15 były bardzo dobre i lepsze od naszych oraz rynkowych oczekiwań. Spółka w 2Q'15 odrobiła straty z pierwszego kwartału, dzięki czemu wynik po pierwszym półroczu jest na poziomie wyraźnie wyższym niż w poprzednim roku. Zarząd przy wynikach poinformował o zakończeniu inwestycji w linię SSBR oraz o braku ryzyka dla opóźnień inwestycji w obrębie energetyki. Niestety w wyniku pożaru w rafinerii w Litwinowie dostawy do instalacji w Kralupach zostały częściowo wstrzymane, a spółka musiała posiłkować się zakupami surowca spoza Grupy. Pogarszające się otoczenie w Chinach i obserwowane w 3Q'15 spadki cen butadienu powodują, że 3Q'15 nie będzie już tak dobry jak 2Q'15. Nadal dobra koniunktura powinna być obserwowana w obrębie produktów styrenopochodnych. Podtrzymujemy naszą całoroczną prognozę rezultatów (możliwa rewizja wartości wyniku netto w zależności od kształtowania się różnic kursowych w kolejnych kwartałach). Oczekujemy zbliżonych r/r wyników 3Q'15 na poziomie EBITDA oraz spadkowych na poziomie wyniku netto (wyniki 13 listopada). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji Grupy Synthos.

Prognoza wyników na 3Q'15

W 3Q'15 oczekujemy, że wolumen sprzedaży kauczuków syntetycznych spadnie o 6% r/r, a produktów styrenowych wzrośnie o 3% r/r. W przypadku kauczuków w 3Q'15 producentom europejskim nadal sprzyjały niższe niż na rynku azjatyckim ceny butadienu, co zwiększało ich przewagę konkurencyjną i wspierało wolumeny sprzedaży eksportowej. Negatywnie natomiast w przypadku Synthos przełożył się przestój rafinerii Unipetrol w Litwinowie, z której spółka w Kralupach kontraktowała dostawy surowców (w tym butadienu). Szacujemy, że przerwa w dostawach i konieczność zakupywania butadienu z zewnątrz przełoży się negatywnie na wielkość wolumenów sprzedaży w 3Q'15. Z kolei w przypadku produktów styrenopochodnych popytowi sprzyjały niższe ceny oraz dobra koniunktura w gospodarce europejskiej. Zestawiając wolumeny z wyraźnie niższymi r/r cenami produktów szacujemy, że skonsolidowane przychody Grupy spadną w 3Q'15 o 18,3% r/r.

Zakładamy, że w 3Q'15 nadal bardzo dobra koniunktura utrzymywała się w zakresie produktów styrenopochodnych (wysokie różnice pomiędzy cenami EPS, GIPS i HIPS a benzenem i etylenem). Gorszych z kolei marży oczekujemy na kauczukach, gdzie negatywnie na wyniki wpływać będą przerwy w dostawach surowców w fabryce w Czechach. Spodziewamy się, że na każdej tonie kauczuków w 3Q'15 Synthos zarabiać będzie 1,14 tys. PLN EBITDA (1,57 tys. PLN EBITDA w 3Q'14) oraz na produktach styrenowych 1,04 tys. PLN EBITDA (0,57 tys. PLN EBITDA w 3Q'14).

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy negatywnych różnic kursowych z tytułu przeszacowania portfela kredytów notowanych w walutach obcych (w 3Q'15 SEK osłabił się do EUR o 1,296%). Całkowity efekt szacujemy na około 19 mln PLN.

Po 1-3Q'15 oczekujemy, że nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 65% na poziomie sprzedaży, 79% EBITDA oraz 94% wyniku netto.

Energetyka

Zużycie energii we wrześniu +2,1%

Według danych PSE zużycie energii we wrześniu wzrosło r/r o 2,1% i dynamika YTD wynosi +2%. Wsparciem dla konsumpcji prądu był wzrost produkcji przemysłowej (+4,1%), warunki pogodowe były tym razem neutralne (mogą natomiast sprzyjać zużyciu energii w październiku, który jest chłodniejszy r/r). Produkcja energii wzrosła o 4,8%, co wynikało ze zmiany salda na imporcie netto o 0,3 TWh. Wzrost obciążenia zanotowały przede wszystkim bloki opalane węglem kamiennym (+11%), które musiały uzupełniać lukę po blokach na węgiel brunatny (-6,7% z uwagi na przestoje remontowe w Bełchatowie i PAK). Ze względu na słabe warunki hydrologiczne spadek produkcji zanotowaliśmy również w elektrowniach wodnych (-29% r/r). Elektrownie wiatrowe wygenerowały w tym czasie ponad 0,67 TWh energii, co oznacza wzrost r/r o 47%.

Sytuacja na rynku energii

Ceny energii na rynku niemieckim utrzymują się poniżej poziomu 30 EUR/MWh i na razie nie zyskują wsparcia ani w notowaniach uprawnień ani węgla. Na rynku polskim sytuacja była do niedawna podobna, ale ostatnie dni przyniosły dynamiczne odbicie na kontrakcie rocznym do poziomów powyżej 160 PLN/MWh (na razie średnia ważona transakcji na tym instrumencie to 166,7 PLN/MWh, a wolumen obrotu sięga 86 TWh vs. 88,9 TWh rok temu na kontrakcie Y2015). Mocniejszy ruch zanotowaliśmy również na rynku spotowym, gdzie ceny przekroczyły 200 PLN/MWh. Praktycznie od połowy sierpnia rynek spotowy utrzymuje się na wyższych poziomach (średnia wrzesień-październik 172 PLN/MWh), ale ewidentnie ostatnie sesje wskazują na to, że rynek może już dyskutować podniesienia budżetu ORM na przyszły rok. Nie odnotowaliśmy istotnego wzrostu skali nieplanowanych przestojów. Na razie za wcześniej jest także na postawienie tezy o podwyżkach cen węgla na lokalnym rynku po planowanej konsolidacji kopalń z energetyką.

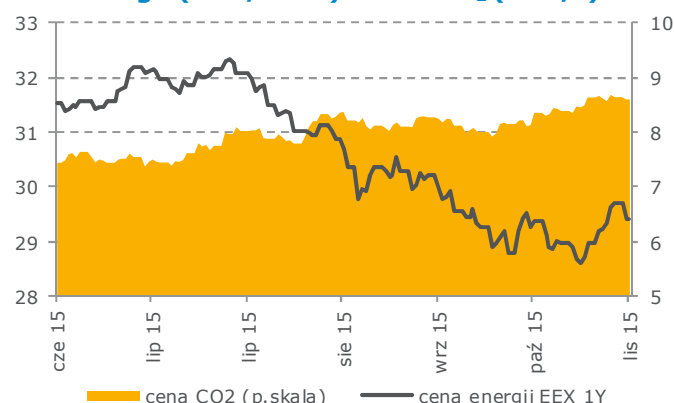
KW w TF Silesia

Skarb Państwa zdecydował o wniesieniu 100% akcji Kompanii Węglowej do TF Silesia, które wcześniej zostało dokapitalizowane akcjami PGNiG, PGE i PZU. TF Silesia zgodnie z zamysłem MSP ma stać się zależnym narodowego koncernu paliwowo-energetycznego, który obejmowałby również spółki energetyczne (zapowiedziano więc powrót do koncepcji konsolidacji). Na obecnym etapie resort nie podał szczegółów tego pomysłu, ale zaznaczył, że zainteresowanie tą kwestią zadeklarowały PGE, Energa i PGNiG Termika. Spółki w komunikatach prasowych potwierdziły, że analizują zaangażowanie na warunkach rynkowych.

Zmiany w modelu regulacji dla dystrybucji

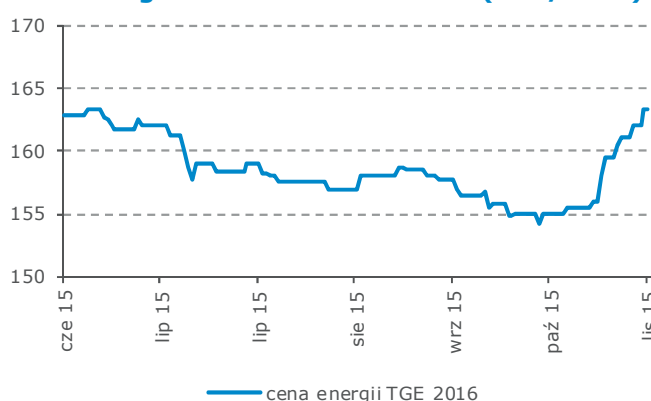
Regulator zdecydował się skorygować niektóre elementy w kalkulacji WACC, takie jak współczynnik Beta (0,697 vs. 0,8 poprzednio), premia za ryzyko (4% vs. 4,6%) oraz udział kapitału obcego (55% zamiast 50%). W efekcie uwzględniając obniżoną stopę wolną od ryzyka WACC na rok 2016 został obniżony do 5,279% z 7,18% w 2015 roku. Prezes URE potwierdził, że zmiana modelu liczenia WACC oznacza jednocześnie powrót do 100% wynagradzania WRA (przypominamy, że w tym roku zostało to ograniczone do 95%). Dodatkowo nowy model wprowadza współczynnik jakościowy Q, który będzie karał OSD za niewypełnianie celów jakościowych (wskaźniki przerw w dostawach, czas przyłączenia), które będą ustalane indywidualnie. Współczynnik będzie jednak wprowadzony dopiero w taryfie na rok 2018 (na bazie wykonania z roku 2016). Obniżenie zwrotu z kapitału z tytułu wskaźnika Q nie będzie przekraczało kilkunastu procent (1-3% przychodu regulowanego). Jeśli chodzi o koszty operacyjne to bazą odniesienia będzie rok 2014, a cel na rok 2020 to obniżka kosztów o 10% przy wskaźniku efektu skali 2,5% (efektywnie 7,5% rozłożone na 6 lat ze względu na fakt, iż bazą odniesienia są koszty 2014 r.). URE zdecydował także o wprowadzeniu wskaźnika regulacyjnego WR, który będzie ustalany arbitralnie przez Urząd w zależności od poziomu wykonywania polityki regulacyjnej przez OSD. Będzie on również stanowił narzędzie do korygowania wpływu zdarzeń losowych i klęsk żywiołowych na wykonanie KPI (będzie mógł zarówno podnosić zwrot z WRA jak i go obniżać). URE wydaje się też być mało tolerancyjne dla ewentualnego obniżania planów inwestycyjnych przez OSD. URE potwierdził tym samym rynkowe spekulacje o zmianach w modelu dystrybucyjnym. Nasza prognoza WACC uwzględniająca stare parametry modelu implikowała WACC na poziomie 5,7%. Korekta tego parametru oznacza spadek EBITDA w Enei o 28 mln PLN (1,6% EBITDA Grupy na rok 2016), w Enerdze 48 mln PLN (2,4% EBITDA Grupy w 2016), w PGE o 62 mln PLN (0,9% EBITDA Grupy w 2016) i Tauronie o 65 mln PLN (1,9% EBITDA 2016). Wpływ na wyniki nie jest więc istotny. Problemem dla rynku może być natomiast wprowadzenie współczynnika pozwalającego na ręczne sterowanie przez URE wysokością zwrotu z aktywów. Na razie nie ma co prawda podstaw żeby twierdzić, iż Regulator wykorzysta ten element już w pierwszych latach obowiązywania nowego modelu, ale takie ryzyko się pojawia (przykład tego roku pokazuje jednak, że URE i tak ma narzędzia do takiej ingerencji w taryfy). Jeśli chodzi o poziom kosztów operacyjnych to na ten moment nie widzimy ryzyka do istotnego wzrostu luki kosztowej w roku 2016.

Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Cena energii w kontrakcie na 2016 (PLN/MWh)



CEZ
Trzymaj

Analitik: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 77,15 PLN

Cena docelowa: 89,20 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-07-30

(mln CZK)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	216 988,0	200 657,0	-7,5%	213 266,8	6,3%	216 380,5	1,5%	Liczba akcji (mln)	538,0
EBITDA	73 592,0	64 651,0	-12,1%	69 808,8	8,0%	63 309,1	-9,3%	MC (cena bieżąca)	41 505,9
marża EBITDA	33,9%	32,2%		32,7%		29,3%		EV (cena bieżąca)	67 321,7
EBIT	45 690,0	36 946,0	-19,1%	41 196,8	11,5%	35 572,9	-13,7%	Free float	29,5%
Zysk netto	35 886,0	22 403,0	-37,6%	28 005,9	25,0%	23 556,4	-15,9%		
P/E	7,4	11,8		9,4		11,2		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	4,1	5,3		4,7		5,2		Zmiana ceny: 6m	-17,1%
P/BV	1,0	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-15,3%
EV/EBITDA	6,0	6,7		6,1		6,8		Min (52 tyg.)	74,7
Dywid (%)	8,1	8,1		8,1		7,9		Max (52 tyg.)	96,6

Systematycznie obniżające się ceny energii w Niemczech przy spadku cen węgla energetycznego uderzają w rentowność aktywów wytwórczych CEZ (węgiel brunatny, bloki jądrowe) i nie można wykluczyć, że wzorem PGE Spółka będzie musiała dokonać odpisów na koniec roku. Pogarszające się perspektywy dla wyników finansowych są co prawda neutralizowane przez wciąż atrakcyjną stopę dywidendy, ale zwracamy uwagę, że dywidenda znajduje się już na poziomie 5-letniej średniej i trudno oczekiwać, aby inwestorzy zaakceptowali niższą stopę szczególnie mając na uwadze perspektywę podwyżek stóp i słabnący sentyment do sektora użyteczności publicznej w USA. Na tle polskich spółek kurs CEZ zachowywał się w ostatnich tygodniach znacznie lepiej i w kontekście oczekiwanego przez nas odbicia cen energii na TGE, polskie koncerny są znacznie bardziej atrakcyjne pod względem inwestycyjnym. Negatywnym katalizatorem jest także przedłużający się przestój awaryjny 2 jednostek w elektrowni Dukovany oraz ryzyko zaangażowania koncernu w akwizycję aktywów wytwórczych Vattenfalla w Niemczech. Utrzymujemy neutralną rekomendację dla CEZ.

CEZ zainteresowany aktywami Vattenfalla w Niemczech

CEZ poinformował, że jest zainteresowany zakupem niemieckich aktywów Vattenfalla, które obejmują elektrownie i kopalnie na węgiel brunatny (4 elektrownie i 5 kopalni) oraz 10 elektrowni wodnych. Spółka liczy na synergie kosztowe po zakupie tych aktywów. Wartość tych aktywów była szacowana ostatnio na około 2 mld EUR. Ewentualny zakup byłby odebrany przez rynek negatywnie z uwagi na zagrożenie dla dywidendy i słabe perspektywy dla cen energii z punktu widzenia zintegrowanych pionowo wytwórców.

Prognoza na 3Q: Przestój w Temelinie osłabi wyniki Q/Q

W 3Q'15 wyniki segmentu wytwarzania w CEZ będą zainfekowane przedłużonym o 4 tygodnie przestojem remontowym jednego z bloków w elektrowni w Temelinie. Szacujemy, że ubytek z tego tytułu mógł sięgnąć 0,6 TWh. Dzielne dane produkcyjne z obydwu elektrowni atomowych wskazują, że spadek generacji q/q może nawet sięgnąć 1 TWh. W tym kontekście zakładamy, że łączna EBITDA segmentu sięgnie 7 mld CZK (8 mld CZK w 2Q'15). Jeśli chodzi o porównanie r/r to jest ono zaburzone z uwagi na zaksięgowane w 3Q'14 odpisy farm wiatrowych w Rumunii na 2,5 mld CZK oraz straty na transakcjach zabezpieczających na 1,2 mld CZK. W obszarze sprzedaży i dystrybucji EBITDA powinna być niższa q/q (5,3 mld CZK vs. 6,3 mld CZK) z uwagi na jednorazowe odwrócenie odpisu na należności w 2Q'15. Poprawa r/r w tym segmencie (4,7 mld CZK w 3Q'14) to kwestia obniżonej bazy odniesienia (0,7 mld CZK odpisu na dystrybucję w Bułgarii), lepszych marż na handlu oraz obniżonych kosztów stałych, które zneutralizują brak retrospektywnych kompensat za energię z OZE (te kompensaty poprawiały wyniki 2014 roku). Ostatecznie skonsolidowana EBITDA wyniesie 14,2 mld CZK vs. 16 mld CZK oczyszczonego zysku rok wcześniej. Na działalności finansowej obok standardowych kosztów odsetkowych pojawi się strata na wycenie aktywów tureckich (osłabienie liry). Ostatecznie zysk netto będzie jednak wyższy r/r.

Zwrot podatku od CO₂

CEZ otrzyma 3,8 mld CZK zwrotu z tytułu podatku zapłaconego od darmowych uprawnień emisyjnych zapłaconego w latach 2011-12 (łączna kwota podatku wyniosła 5,5 mld CZK). Kwota ta zostanie rozpoznana w wynikach za 4Q'15.

Enea		Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		13,25 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-07-30	
		Cena docelowa:		18,10 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	9 150,5	9 855,4	7,7%	9 903,4	0,5%	9 815,7	-0,9%	Liczba akcji (mln)		441,4	
EBITDA	1 667,6	1 914,9	14,8%	1 886,6	-1,5%	1 759,1	-6,8%	MC (cena bieżąca)		5 849,1	
marża EBITDA	18,2%	19,4%		19,1%		17,9%		EV (cena bieżąca)		8 173,9	
EBIT	905,9	1 186,5	31,0%	1 129,9	-4,8%	964,4	-14,6%	Free float		48,5%	
Zysk netto	722,5	908,3	25,7%	848,9	-6,5%	686,4	-19,1%				
P/E	8,1	6,4		6,9		8,5		Zmiana ceny: 1m		0,9%	
P/CE	3,9	3,6		3,6		3,9		Zmiana ceny: 6m		-19,6%	
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m		-18,1%	
EV/EBITDA	2,9	3,6		4,3		5,4		Min (52 tyg.)		12,6	
Dyld (%)	2,7	4,3		3,5		4,4		Max (52 tyg.)		18,1	

Wezwanie na Bogdankę zakończyło się sukcesem i wkrótce zaktualizujemy naszą wycenę i prognozy uwzględniając pełną konsolidację tej kopalni. Ostatnie wypowiedzi Prezesa Krzysztofa Zamasza wskazują jednak, że ta transakcja nie kończy zamieszania wokół Enei. Spółka wyraziła bowiem zainteresowanie kolejnymi projektami budowy elektrowni węglowych, w tym Ostrołęki należącej do gdańskiej Energi. Decyzję w sprawie ewentualnych fuzji w sektorze czy przejmowania KHW (spekulacje trwają już od dłuższego czasu) będzie podejmować oczywiście nowy rząd, ale takie deklaracje obecnego Zarządu utrudniają rzetelną wycenę Enei i określenie potencjału wzrostu kursu.

Zgoda UOKiK na przejęcie Bogdanki

Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów wydał bezwarunkową zgodę na przejęcie przez Eneę kontroli nad Bogdanką.

Prognoza na 3Q: Wyniki wzmocnione przychodami KDT

Wyniki Grupy w 3Q'15 będą wzmocnione dodatkowymi przychodami z rekompensat KDT wynikającymi z korekty końcowej w kwocie 293 mln PLN. W segmencie wytwarzania po oczyszczeniu o to zdarzenie jednorazowe EBITDA powinna sięgnąć 110 mln PLN i będzie zbliżona w ujęciu r/r. Przypominamy przy tym o zawyżonej bazie odniesienia przez 10 mln PLN dodatkowych zysków na aktywach wiatrowych w 3Q'14, o znacznie słabszych warunkach hydrologicznych oraz problemach z utylizacją elektrowni w Kozienicach (trudności z chłodzeniem i dostępnością bloków). Powinno to być jednak zneutralizowane przez niższe ceny węgla. W segmencie dystrybucyjnym EBITDA sięgnie naszym zdaniem około 276 mln PLN i będzie nieco słabsza r/r z uwagi na wyższe koszty strat sieciowych. W obrocie oczekujemy natomiast poprawy r/r (EBITDA 22 mln PLN vs. 6 mln PLN przed rokiem) z uwagi na mniejsze koszty pozyskiwania nowych klientów, które jednorazowo obniżyły wynik rok temu. Na działalności finansowej nie zakładamy istotnych pozycji, tak więc po uwzględnieniu standardowej stopy podatkowej zysk netto powinien sięgnąć prawie 400 mln PLN.

KHW poszuka inwestora – czy padnie na Eneę?

Rząd wniósł akcje KHW do jednoosobowej spółki Skarbu Państwa. Ma to pozwolić na szybkie pozyskanie inwestora przez ten concern węglowy. Według doniesień prasowych tym inwestorem ma być Enea, która wniosłaby do tej spółki kupione akcje Bogdanki i uzyskałaby 51% udziałów w tym połączonym podmiocie. KHW wydobywa około 11 mln ton rocznie, z czego około 6,6 mln ton jest sprzedawane do energetyki zawodowej. Według naszych szacunków największym klientem KHW może być Elektrownia Rybnik należąca do EdF (1,5-2,0 mln ton). Enea odbiera nieco ponad 1 mln ton. Tauron i PGE kupują poniżej 1 mln ton rocznie. We wrześniu KHW wypracował 12 mln PLN zysku netto, a w październiku oczekuje 65 mln PLN na tym poziomie (w 1H'15 wynik netto wyniósł -109 mln PLN, ale był zainfekowany przez koszty katastrofy w kopalni Wujek i wyprzedaż węgla przez KW). Tegoroczna EBITDA wg prezesa KHW może sięgnąć 597 mln PLN. Jeśli potwierdzą się te doniesienia o zaangażowaniu Enei w KHW to będzie to negatywnie odebrane przez rynek, gdyż spółka będzie musiała praktycznie cały węgiel z KHW sprzedawać poza Grupę (łącznie produkcja wraz z LWB sięgnęłaby docelowo ponad 20 mln ton, z czego zapotrzebowanie Enei po uruchomieniu nowego bloku w Kozienicach to tylko 8 mln ton).

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie prasowym Prezes Krzysztof Zamasz nie chciał się odnieść do spekulacji na temat przejęcia KHW, ale podkreślił, że Enea jest w trakcie budowy grupy paliwowo-energetycznej. Przejęcie kopalni to droga do kontroli kosztów wytwarzania i dalszego ich obniżania. Integracja pionowa powinna według niego iść jednak w parze z konsolidacją sektora (nie skomentował koncepcji fuzji z Energa). Spółka mając na uwadze długą pozycję w węglu przygląda się kolejnym projektom elektrowni węglowych, w tym projektowi 1 GW w Ostrołęce czy kogeneracji planowanej wcześniej przez Bogdankę. Prezes oczekuje też, że na podobieństwo wsparcia OZE państwo mogłoby uruchomić rynkowe mechanizmy wsparcia energetyki konwencjonalnej, które spełniałaby zaostrzone normy środowiskowe. Na razie trudno dyskutować scenariusz połączenia Enei i Energi oraz budowy kolejnych bloków węglowych, gdyż kluczowe będą deklaracje nowego rządu w tym zakresie.

Energa

Redukuj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		15,59 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2015-07-30	
		Cena docelowa:		18,60 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	11 429,2	10 590,6	-7,3%	10 685,2	0,9%	10 498,9	-1,7%	Liczba akcji (mln)	414,1	
EBITDA	1 965,5	2 307,0	17,4%	2 182,2	-5,4%	2 001,0	-8,3%	MC (cena bieżąca)	6 455,3	
marża EBITDA	17,2%	21,8%		20,4%		19,1%		EV (cena bieżąca)	10 458,3	
EBIT	1 194,8	1 446,2	21,0%	1 301,1	-10,0%	1 081,4	-16,9%	Free float	50,0%	
Zysk netto	764,0	982,1	28,6%	878,3	-10,6%	691,1	-21,3%			
P/E	8,4	6,6		7,3		9,3		Zmiana ceny: 1m	-9,8%	
P/CE	4,2	3,5		3,7		4,0		Zmiana ceny: 6m	-38,1%	
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-37,1%	
EV/EBITDA	4,8	4,1		4,8		5,7		Min (52 tyg.)	15,6	
Dyld (%)	7,7	6,4		9,2		6,3		Max (52 tyg.)	27,0	

Kurs Energi nadal znajduje się pod presją i naszym zdaniem trudno obecnie nakreślić scenariusz, w którym ta negatywna tendencja zostałaby odwrócona. Jeśli chodzi o warunki rynkowe to Spółce nie sprzyja zmiana w regulacji segmentu dystrybucji, a dodatkowym obciążeniem w 2016 roku będzie utrata zielonych certyfikatów przez elektrownie wodne. Jednocześnie Spółka nie będzie istotnym beneficjentem oczekiwanego zwiększenia budżetu ORM oraz odbicia cen energii. Ostatnie deklaracje polityków PiS wskazują, że polityczna presja na powrót do budowy bloku węglowego w Ostrołęce będzie rosła, podobnie jak zaangażowanie Spółki w proces restrukturyzacji górnictwa czy konsolidację sektora energetycznego. Uzupełnienie profilu inwestycyjnego spółki o „brudną” technologię węglową i zwiększone nakłady inwestycyjne może doprowadzić do odpływu części inwestorów zagranicznych, którzy uważali Energa za jedyną spółkę z polskiego sektora wolną od tych ryzyk i dającą perspektywę stabilnej wysokiej dywidendy. W tym kontekście utrzymujemy dla Energi negatywną rekomendację.

Prognoza na 3Q: Gorzej w segmencie hydro

Wyniki Energi za 3Q'15 będą słabsze r/r, aczkolwiek na poziomie EBITDA częściowo będzie to wynikać z zawyżonej o około 30 mln PLN bazy odniesienia (głównie rozwiązanie rezerw na PDO w 3Q'2014). Gorzej r/r wypadnie przede wszystkim segment wytwarzania, gdzie zysk EBITDA szacujemy na 66 mln PLN vs. 155 mln PLN przed rokiem. Słabiej będzie praktycznie na wszystkich głównych liniach biznesowych, zaczynając od elektrowni w Ostrołęce (-48 mln PLN r/r z uwagi na mniejszą skalę wymuszenia i niższe ceny oraz przestój remontowy jednego bloku), a

kończąc na elektrowniach wodnych (-35 mln PLN r/r z uwagi na spadek cen zielonych certyfikatów oraz mocny spadek wolumenów w związku z suszą). W dystrybucji efekt zmian w częstotliwości odczytu liczników powinien się już odwracać, ale dynamika EBITDA r/r będzie naszym zdaniem nadal dodatnia (400 mln PLN vs. 370 mln PLN w 3Q'14) z uwagi na oszczędności kosztowe, wyższy wzrost wolumenów oraz przesunięcia części kosztów na ostatni kwartał. W obrocie mimo zawyżonej bazy odniesienia (wspomniane rezerwy na PDO) spółka powinna poprawić wyniki r/r (EBITDA 49 mln PLN vs. 22 mln PLN), dzięki spadkowi cen zielonych certyfikatów oraz mniejsze koszty sprzedawcy z urzędu (wysokie ceny spotowe). Na działalności finansowej oczekujemy nieco wyższych kosztów odsetkowych (wzrost długu netto), co wraz z wyższą r/r amortyzacją zwiększa negatywne odchylenie r/r na poziomie zysku netto.

Nowy członek Zarządu

Zgodnie z wcześniejszymi spekulacjami Radna Nadzorcza delegowała do zarządu spółki jednego ze swoich członków, Waldemara Kamrata, powierzając mu stanowisko wiceprezesa ds. rozwoju. Kamrat został delegowany na okres do trzech miesięcy. Jednocześnie Rzeczpospolita informuje, że RN Energi podjęła również decyzję o rozpisaniu konkursu na kolejne stanowisko w zarządzie. W ocenie dziennika można się spodziewać, że wystartuje w nim Waldemar Kamrat, który uczestniczył w konkursie na prezesa tej kadencji.

Wiceprezes o Ostrołęce

Wiceprezes ds. strategii i rozwoju Waldemar Kamrat powiedział, że widzi przestrzeń do budowy 3 bloków po 300 MW w Elektrowni Ostrołęka, ale potrzebne jest wsparcie w postaci rynku mocy lub kontaktów różnicowych. Naszym zdaniem projekt rozbudowy elektrowni zostanie odmrożony, co potwierdzają ostatnie zapowiedzi polityków.

PGE		Kupuj						
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		14,59 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		16,82 PLN		2015-09-03		
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	30 145,0	28 137,0	-6,7%	29 955,0	6,5%	29 567,5	-1,3%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	7 829,0	8 120,0	3,7%	7 909,6	-2,6%	7 265,6	-8,1%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	26,0%	28,9%		26,4%		24,6%		EV (cena bieżąca)
EBIT	4 847,0	5 096,0	5,1%	4 669,2	-8,4%	4 003,1	-14,3%	Free float
Zysk netto	3 948,0	3 638,0	-7,9%	3 653,9	0,4%	3 052,7	-16,5%	
P/E	6,9	7,5		7,5		8,9		Zmiana ceny: 1m
P/CE	3,9	4,1		4,0		4,3		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	3,1	3,2		3,9		4,9		Min (52 tyg.)
Dyld (%)	5,9	7,6		5,3		5,4		Max (52 tyg.)

PGE od dłuższego czasu wymieniana jest w kontekście ratowania upadającej Kompanii Węglowej, ale wciąż nie znamy szczegółów ewentualnego zaangażowania Spółki w ten proces. Wydaje się, że koncepcję nowego rządu w tej sprawie poznamy nie wcześniej jak za kilka miesięcy, tak więc w krótkim terminie ta kwestia może zejść na drugi plan. Naszym zdaniem może to umożliwić mocniejsze odbicie notowań akcji PGE w reakcji na oczekiwaną przez nas kontynuację pozytywnych tendencji na cenach energii (spodziewany wzrost budżetu ORM przekłada się powoli również na kontrakt na rok 2017, co jest ważne z punktu widzenia praktycznie zamkniętej pozycji PGE na rok 2016). Pozytywnym katalizatorem dla kursu mogą być także dobre wyniki za 3Q i wzrost zysku netto napędzany obniżoną przez odpisy amortyzacją. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

List intencyjny z SRK w sprawie kopalni Makoszowy

PGE podpisała z SRK list intencyjny w sprawie ewentualnego nabycia kopalni Makoszowy. Na razie strony nie określiły, czy współpraca będzie dotyczyć zakupu aktywów kopalni czy wsparcia jej restrukturyzacji poprzez zawarcie kontraktów długoterminowych na odbiór węgla. Kopalnia Makoszowy została wydzielona z zakładu Sośnica-Makoszowy, który w 2014 roku wydobyl 2 mln ton węgla i wygenerował 358 mln PLN straty EBIT (najgorszy wynik w ramach KW). Nie mamy danych dotyczących samego ruchu Makoszowy, ale można szacować że aktualne wydobycie sięga tam 1 mln ton.

Prognoza na 3Q: Obniżona amortyzacja wesprze zysk netto

W 3Q'15 tendencje w poszczególnych segmentach powinny być zbliżone do tych obserwowanych w pierwszym półroczu. W obszarze wytwarzania wyższe ceny sprzedaży zapewnią wzrost oczyszczonego strumienia EBITDA o około 300 mln PLN. Poprawa mogłaby być wyższa, gdyby nie spadek wolumenów produkcji w elektrowniach na węgiel brunatny (wg danych PSE w tej kategorii w skali kraju spadek sięgnął 0,6 TWh). Spodziewamy się też nieco niższych rekompensat KDT (139 mln PLN vs. 192 mln PLN) i w efekcie raportowana EBITDA wyniesie w tym segmencie 1,2 mld PLN. W obszarze OZE z uwagi na spadek wolumenów w elektrowniach wodnych prognozujemy spadek EBITDA z 83 mln PLN do 54 mln PLN. W dystrybucji wyniki powinny być zbliżone r/r (EBITDA 600 mln PLN) podobnie jak w obszarze obrotu (109 mln PLN). Z uwagi na dokonane w 2Q'15 odpisy aktywów oczekujemy spadku amortyzacji q/q o około 0,13 mld PLN, co znacząco poprawi dodatnią dynamikę r/r na poziomie EBIT. Na działalności finansowej nie oczekujemy istotnych zdarzeń poza kosztami odsetek i efektem zwijania dyskonta na zobowiązaniach pracowniczych. Zysk netto powinien przekroczyć 1 mld PLN, a znacząca różnica r/r poza lepszym wynikiem operacyjnym to efekt zaniżonej bazy odniesienia (w 3Q'14 spółka zaksięgowiała w koszty finansowe odpis obligacji AW na 0,4 mld PLN).

Tauron
Kupuj

Analitik: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 3,16 PLN

Cena docelowa: 4,70 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-07-30

(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	19 131,1	18 440,8	-3,6%	19 260,8	4,4%	19 011,8	-1,3%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	3 661,5	3 627,1	-0,9%	3 463,6	-4,5%	3 446,8	-0,5%	MC (cena bieżąca)	5 538,1
marża EBITDA	19,1%	19,7%		18,0%		18,1%		EV (cena bieżąca)	14 191,6
EBIT	1 934,1	1 830,1	-5,4%	1 744,7	-4,7%	1 670,1	-4,3%	Free float	54,5%
Zysk netto	1 308,3	1 180,9	-9,7%	1 128,8	-4,4%	956,3	-15,3%		
P/E	4,2	4,7		4,9		5,8		Zmiana ceny: 1m	-0,9%
P/CE	1,8	1,9		1,9		2,0		Zmiana ceny: 6m	-34,3%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-39,8%
EV/EBITDA	3,0	3,4		4,1		4,7		Min (52 tyg.)	3,0
Dyld (%)	6,3	6,0		4,7		4,1		Max (52 tyg.)	5,5

Kurs Tauronu zbliżył się do psychologicznej granicy 3 PLN/akcję i na razie w ogóle nie reaguje na odbicie cen energii na TGE i rosnące szanse na zwiększenie budżetu ORM, który jest kluczowy dla wyników Spółki w segmencie wytwarzania (bardzo niska kontrakcja na rok 2016). Być może rynek obawia się, że WZA nie zatwierdzi emisji akcji skierowanej do MSP, której celem było wzmocnienie pozycji bilansowej Spółki i zapobieżenie złamaniu kowenantów kredytowych w przyszłości. Wciąż czekamy też na szczegółową prezentację nowego Zarządu w sprawie przejętych aktywów KWK Brzeszcze. W porównaniu do innych spółek z sektora, ryzyko polityczne w Tauronie (kolejne akwizycje kopalni, nowe inwestycje) oceniamy już jako niskie, a pojawiające się pomysły konsolidacji w sektorze w żadnej konfiguracji nie powinny zaszkodzić akcjonariuszom koncernu (mogą tylko poprawić profil inwestycyjny, siłę bilansu czy prognozy przepływów finansowych). Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Prognoza na 3Q: słabiej R/R z uwagi na koszty CO₂

W 3Q'15 oczekujemy nieco słabszych wyników r/r, co będzie przede wszystkim pochodną pogorszenia EBITDA w segmencie wytwarzania (80 mln PLN vs. 135 mln PLN przed rokiem). Niższe o ponad 50 mln PLN zyski mimo wyższej średniej realizowanej ceny sprzedaży oraz oczekiwanych wyższych wolumenów (+6%) będą konsekwencją księgowanych kosztów uprawnień do emisji (około 80 mln PLN z uwagi na wyczerpanie darmowych uprawnień w 1H'15) oraz znacznie słabszego wyniku w obszarze OZE (wg PSE wolumen produkcji elektrowni wodnych spadł r/r o ponad 37%). Gorszy wynik r/r pojawi się prawdopodobnie również w przypadku segmentu wydobywczego, ale w przeciwieństwie do pierwszego półrocza spodziewamy się tam dodatniego strumienia EBITDA (42 mln PLN vs. 55 mln PLN przed rokiem i -113 mln PLN w 2Q'15). Poprawa q/q powinna wynikać z wyższych wolumenów oraz braku dociążania kosztów wynikających ze sprzedaży węgla ze zwałów (w 2Q'15 wynik dodatkowo obniżyły zdarzenia jednorazowe). W dystrybucji strumień EBITDA szacujemy na 608 mln PLN vs. 612 mln PLN. Brak wzrostu r/r to głównie kwestia zawyżonej bazy odniesienia (rozwiązane rezerwy na bezumowne korzystanie z gruntów). W segmencie sprzedaży wynik powinien być zbliżony r/r (111 mln PLN). Na działalności finansowej nie spodziewamy się szczególnych zaskoczeń, podobnie jak na poziomie podatku dochodowego.

Zmiana Zarządu

Rada Nadzorcza zgodnie z wcześniejszymi spekulacjami odwołała z Zarządu Prezesa Dariusza Lubere oraz wiceprezesów Aleksandra Grada i Katarzynę Rozenfeld. Rezygnację złożyli natomiast Stanisław Tokarski i Krzysztof Zawadzki. Jednocześnie RN powołała nowego Prezesa

Jerzego Kurellę oraz dwóch wiceprezesów Michała Gramatykę (ds. handlowych) oraz Henryka Borczyka (ds. korporacji). Następnie skład został jeszcze uzupełniony o Panią Annę Strzyżk - Wiceprezes ds. Ekonomiczno-Finansowych (poprzednio była ona wiceprezesem w ZE PAK) oraz Pana Piotra Kołodzieja - Wiceprezesa ds. Strategii i Rozwoju (poprzednio Tauron Dystrybucja).

Obniżenie perspektywy ratingu do negatywnej

Fitch zmienił perspektywę ratingu Tauronu ze stabilnej do negatywnej i podtrzymał rating na poziomie BBB. Zmianę perspektywy agencja tłumaczy niższym wskaźnikiem WACC w dystrybucji oraz planowanym zakupem aktywów kopalni Brzeszcze, co tylko częściowo będzie ograniczone planowaną emisją akcji skierowaną do MSP. Perspektywa ratingu może wrócić do stabilnej, jeśli spółka ograniczy swoje plany inwestycyjne. Naszym zdaniem rośnie prawdopodobieństwo rezygnacji z projektu budowy bloku gazowego w Łagiszy za 1,5 mld PLN).

Przedwstępna warunkowa umowa nabycia aktywów KWK Brzeszcze

W październiku zawarta została przedwstępna warunkowa umowa sprzedaży oznaczonej części zakładu górniczego w Brzeszczach do RSG spółki zależnej Tauronu (wcześniej rozwiązano umowę współników w RSG i Tauron pozostał jedynym udziałowcem tego podmiotu), która ma zmienić nazwę na Nowe Brzeszcze Grupa Tauron. Zamiarem Tauronu jest podjęcie wszystkich czynności faktycznych i prawnych koniecznych do podwyższenia kapitału zakładowego tej spółki celowej do maksymalnej kwoty 185 mln PLN (pozostała część finansowania ma pochodzić z długu). Plany uwzględniają także ryzyko zwrotu dotacji budżetowej udzielonej SRK (prasa spekulowała że to kwota około 80 mln PLN).

Projekt porozumienia ze związkami KWK Brzeszcze

Przedstawiciele Tauronu i związków zawodowych parafowali w piątek projekt porozumienia regulującego kwestie pracownicze w kopalni Brzeszcze po jej przejęciu od Spółki Restrukturyzacji Kopalń. Według projektu porozumienia, który otrzymała PAP, część załogi, czyli ok. 1500 pracowników, przejdzie do pracy w nowej spółce, zachowując dotychczasowe uprawnienia. Pracownicy, którzy będą chcieli skorzystać z pakietu osłonowego do końca br. oraz ci, którzy nabywają uprawnienia emerytalne mają pozostać w strukturach tej części kopalni, która będzie likwidowana przez SRK (Tauron nie nabywa wszystkich aktywów zakładu). Pracowników przechodzących do nowego podmiotu początkowo będzie obowiązywał dotychczasowy zakładowy układ zbiorowy pracy. Nowy układ ma zostać zawarty nie później niż do końca października 2016 r. Do tego czasu mają też powstać nowe regulaminy - pracy oraz Zakładowego Funduszu Świadczeń Socjalnych. W układzie zbiorowym zostaną uzgodnione nowe warunki wynagradzania,

premiowania i nagradzania pracowników. W kopalni ma obowiązywać system motywacyjny. Oznacza to, że część wynagrodzenia będzie zależała od wyników spółki, realizacji zadań i efektywności pracowników. Zgodnie z projektem porozumienia zarząd ma w ciągu trzech miesięcy od nabycia zakładu przedstawić związkowcom plan rzeczowo-finansowy spółki, w którym zostaną ujęte wszelkie niezbędne do funkcjonowania kopalni inwestycje. Zarząd ma także rozważyć opłacalność dodatkowych inwestycji.

Prezes Tauronu o Brzeszczach

Prezes Tauronu Jerzy Kurella powiedział, że w ciągu 2 lat koncern zainwestuje w kopalni Brzeszcze 200 mln PLN na uruchomienie wydobywania z nowego pokładu, co umożliwi zwiększenie produkcji do 1,6-1,7 mln ton w perspektywie 2017 roku. Ma to pozwolić na zbilansowanie się kopalni, a może nawet osiągnięcie małego wyniku dodatniego. Mniej agresywna restrukturyzacja wpływa negatywnie na NPV tego projektu. Na razie nie mamy wystarczających danych, żeby je dokładnie oszacować, ale jeśli Zarząd po inwestycjach szacuje, że kopalnia będzie się bilansować to ujemna wartość dla akcjonariuszy Tauronu jest zbliżona do ponoszonych nakładów inwestycyjnych (200 mln PLN capex i 80 mln PLN zwrotu pomocy publicznej czyli łącznie 0,16 PLN/akcję), nie licząc straty konsolidowanej w roku 2016 i 1H'2017.

Rezygnacja członka RN

Pan Maciej Tybura zrezygnował z pełnienia funkcji członka Rady Nadzorczej Tauronu z powodów osobistych.

Emisja 80 mln akcji dla MSP

Tauron zwołał na 9 listopada NWZA, na którym akcjonariusze mają zdecydować o emisji 80 mln akcji niemych (4,56% aktualnej liczby akcji) dla MSP w zamian za aport w postaci akcji PKO BP (1,01% akcji banku wartych aktualnie około 380 mln PLN). Wartość aportu została wyceniona na 400 mln PLN, co implikuje cenę emisyjną na 5 PLN/akcję. Pakiet akcji PKO będzie mógł być sprzedany na rynku bądź zastawiony na poczet finansowania Grupy. Emitowane akcje byłyby uprzywilejowane co do dywidendy w taki sposób, że przysługiwałyby im wypłata równa dwukrotności dywidendy do czasu zwrotu różnicy pomiędzy wartością aportu a wartością rynkową objętych akcji Tauronu przez MSP powiększonej o wartość odsetek (średnia z 6 miesięcy poprzedzających podwyższenie kapitału, która obecnie wynosi 4,08 PLN/akcję, co implikuje przyszłą kompensatę na 73 mln PLN). Po wygaśnięciu uprzywilejowania akcje nowej emisji otrzymają prawo głosu. Zwracamy uwagę, że do uchwalenia emisji potrzebna jest większość 4/5 głosów. MSP posiada obecnie 30% głosów, a KGHM 10,4%. Skala tej emisji nie jest duża, a ewentualna „korzyść” dla mniejszościowych akcjonariuszy z tytułu wyższej ceny emisyjnej od aktualnego kursu (kompensata dywidendowa będzie liczona do średniej z 6M) będzie zależała od tego, po jakiej cenie uda się Tauronowi sprzedać wniesione aportem akcje.

MSP chce przeanalizowania programu inwestycyjnego

Minister skarbu Andrzej Czerwiński powiedział, że Tauron będzie musiał przeanalizować swoją politykę inwestycyjną, ponieważ niektóre projekty były zbyt optymistycznie rozpoczynane i planowane. Nie podał jednak szczegółów. Trudno spekulować, do jakich projektów odniósł się minister. Z większych inwestycji zatwierdzonych do realizacji są blok węglowy w Jaworznie, blok gazowy w Łagiszy i rozbudowa kopalni Janina i Sobieski. Naszym zdaniem jest szansa na anulowanie projektu w Łagiszy, który ma kosztować 1,5 mld PLN.

Telekomunikacja

Netia Trzymaj								
Analitik: Paweł Szpigel			Cena bieżąca: 5,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26			
			Cena docelowa: 5,80 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	1 876,0	1 674,0	-10,8%	1 562,3	-6,7%	1 512,0	-3,2%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	532,8	738,7	38,7%	421,8	-42,9%	397,3	-5,8%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	28,4%	44,1%		27,0%		26,3%		EV (cena bieżąca)
EBIT	92,8	157,4	69,7%	41,6	-73,5%	55,6	33,4%	Free float
Zysk netto	46,3	174,8	277,7%	20,0	-88,6%	31,3	56,4%	
P/E	41,3	10,9		95,7		61,2		Zmiana ceny: 1m
P/CE	3,9	2,5		4,8		5,1		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,9	0,9		1,0		1,1		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	4,1	2,9		4,9		5,2		Min (52 tyg.)
Dywidenda (%)	0,0	7,6		7,8		7,9		Max (52 tyg.)

Notowania Netii mogą umocnić się w listopadzie ze względu na dobre wyniki za 3Q'15, których się spodziewamy. Netia powinna wykazać wzrost zysku EBITDA ze względu na konsolidację TK Telekom, a z pominięciem wpływu przejścia będzie niższa R/R o 4%. Czynnikiem wspierającym sentyment wokół Netii może być też potencjalna sprzedaż części infrastruktury do CEE Equity Partners. Wartość bilansowa sieci telekomunikacyjnej na koniec 2Q'15 była zaraportowana na poziomie 946 mln PLN, z czego część może być sprzedana. Przypominamy także, że w przypadku Netii segment B2B wraz z infrastrukturą wycenialiśmy na poziomie podobnym do kapitalizacji rynkowej.

CEE Equity Partners zainteresowane zakupem infrastruktury Netii

Fundusz private equity CEE Equity Partners, założony przez chiński bank państwowy Export-Import Bank of China i znany do tej pory z inwestycji w polską Polenergię (16%) i Bioton (13%), jest zainteresowany infrastrukturą Netii (źródło: Bloomberg). Fundusz może być też zainteresowany częścią infrastruktury Orange Polska i T-Mobile. Fundusz nie zamierza przejmować P4 ze względu na dużą skalę inwestycji i inwestować w Midasa lub Hawe.

Prognoza 3Q'15: Wzrost na EBITDA dzięki TK Telekom

Wyniki Netii nie są porównywalne R/R ze względu na konsolidację TK Telekom od 21 lipca 2015 r. Wynik EBITDA wzrośnie o 7% R/R, zaś w ujęciu bez TK Telekom wynik EBITDA byłby na poziomie ok. 106 mln PLN, tj. niżej 4% R/R. Spadek to pochodna tendencji znanych z poprzednich kwartałów: ARPU z usług głosowych na własnej sieci powinno wykazać spadek do poziomu 30,5 PLN (-14% R/R), a na dzierżawionej infrastrukturze powinno być na poziomie -5% R/R (zakładamy 42 PLN). Zakładamy spadek liczby użytkowników na koniec okresu do 1,25 mln (-9% R/R), co wynika ze spadku abonentów na liniach dzierżawionych o blisko 19 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 55 PLN. Spadek obrotów będzie zrekomensowany zmniejszeniem się bazy kosztowej: szacujemy spadki COGS do 266 mln PLN (tj. ponad 7% R/R) przez kolejne oszczędności w ramach programu Netia Lajt. Estymujemy także spadki na kosztach ogólnego zarządu i sprzedaży.

Roaming bez opłat od połowy 2017 r.

Zgodnie z przyjętym dokumentem od 15 czerwca 2017 r. za rozmowy, wysyłanie wiadomości i korzystanie z Internetu przebywający w innym kraju UE Polak zapłaci nie więcej, niż gdyby korzystał z tych usług w kraju. Wcześniej, w okresie przejściowym – od 30 kwietnia 2016 r. – ceny także będą niższe niż dziś. Składać będą się ze stawek lokalnych oraz dopłat, których poziom został ustalony na 5 eurocentów (w przypadku rozmów wychodzących), 2 eurocenty (w przypadku SMS-a) oraz ponownie 5 eurocentów w przypadku opłaty za 1 megabajt wykorzystanego mobilnego Internetu.

Orange Polska		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		7,19 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-08-06	
		Cena docelowa:		10,20 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	12 923,0	12 212,0	-5,5%	11 834,8	-3,1%	11 467,7	-3,1%	Liczba akcji (mln)	1 312,0
EBITDA	3 895,0	4 059,0	4,2%	3 625,1	-10,7%	3 349,4	-7,6%	MC (cena bieżąca)	9 433,3
marża EBITDA	30,1%	33,2%		30,6%		29,2%		EV (cena bieżąca)	13 339,8
EBIT	788,0	986,0	25,1%	716,0	-27,4%	637,2	-11,0%	Free float	49,3%
Zysk netto	294,0	535,0	82,0%	357,0	-33,3%	291,2	-18,4%		
P/E	32,1	17,6		26,4		32,4		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	2,8	2,6		2,9		3,1		Zmiana ceny: 6m	-29,0%
P/BV	0,7	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-27,5%
EV/EBITDA	3,6	3,4		3,7		4,3		Min (52 tyg.)	7,0
Dyld (%)	7,0	3,5		7,0		7,0		Max (52 tyg.)	10,5

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Orange Polska. Dwa główne ryzyka, tj. (1) duży CAPEX na pasmo LTE oraz (2) obciążenie dywidendy zmaturalizowały się. Orange Polska wygrało dwa pasma za zakresu 800 MHz (za 3,1 mld PLN łącznie) i zamierza dokonać ich rezerwacji. Wpływ większego CAPEXu na naszą cenę docelową Orange Polska (10,20 PLN) jest na poziomie 1,30 PLN na akcję *ceteris paribus* (tj. bez pozytywnego wpływu obniżenia się WACC w takim przypadku i założenia dodatkowych przychodów z Internetu mobilnego). Spółka po nakładach na częstotliwości rzędu 3,2 mld PLN kończy rok z długiem netto na poziomie 2,0-2,1x EBITDA, co jest poziomem średnim dla sektora europejskiego oraz niższym niż zadłużenie telekomów z rynku polskiego. Przy 0,25 PLN na akcję DYield kształtuje się na poziomie 3,5%, a wycena EV/EBITDA = 4,8x jest niewysoka biorąc pod uwagę, że telekom będzie użytkować pasmo 800 MHz relatywnie szybko i będzie posiadać najszerszy zakres usług telekomunikacyjnych w kraju zarówno na terenach wiejskich, jak i w mieście, w segmencie B2C i B2B. W wynikach za 3Q'15 widzimy poprawę w KPIs w segmencie mobilnym. Pozytywnie podchodzimy także do inwestycji w szybką infrastrukturę FTTH. Liczymy, że przy dodatkowej pomocy technologii G-Fast, Orange Polska w ciągu najbliższego roku zacznie odbierać operatorom kablowym rynek broadbandu w miastach.

Wyniki za 3Q'15: zgodne z konsensusem, dobre KPIs w segmencie mobilnym

Orange zaraportowało wyniki zgodne z konsensusem rynkowym i nieco poniżej naszych oczekiwań. Poziom przychodów był większy o 42 mln PLN ze względu na (1) lepsze wyniki w rejonie usług telefonii komórkowej oraz (2) większą od założeń sprzedaż sprzętu. Zaprezentowany zestaw KPIs interpretujemy pozytywnie w zakresie segmentu mobilnego: intensywna aktywność komercyjna przyniosła mniejsze spadki zagregowanego ARPU z telefonii komórkowej (spadek na poziomie 2,5% R/R, po spadkach rzędu 5-8% w poprzednich kwartałach), widać wyhamowanie spadków w rejonie B2B choć pozostają one istotne. Ponadto Orange zaraportowało wyraźny wzrost bazy abonentów mobilnych postpaid (8,01 vs. 7,90 w poprzednim kwartale i 7,53 rok wcześniej). Trendy na usługach stacjonarnych były podobne jak w zeszłym kwartale. Usługi obce wyniosły w 3Q'15 1 524 mln PLN (vs. 1509 mln PLN nasze oczekiwanie) ze względu na wysokie koszty sprzedaży (638 mln PLN vs. 609 mln PLN oczekiwanie), co przy dość wysokich kosztach na pozostałej działalności operacyjnej przełożyło się na EBITDA na poziomie 929 mln PLN (-13% R/R). Orange Polska w 3Q'14 wygenerowała 701 mln PLN CF z działalności operacyjnej (vs. 711 mln PLN rok wcześniej). Po 9M'15 grupa wygenerowała 833 mln PLN FCF (definicja wg celu całorocznego) vs.

851 mln PLN rok wcześniej. Cel na cały rok na poziomie 900 mln PLN jest podtrzymany (naszym zdaniem po realizacji 93% w ciągu 9M będzie przekroczony).

Dywidenda za 2015 na poziomie 0,25 PLN

Orange Polska w prezentacji za 3Q'15 podało guidance dot. dywidendy za 2015 r. Jej poziom to 0,25 PLN, co oznacza 50% obniżkę. Spółka podała informację, że spodziewany poziom długu netto/EBITDA na koniec 2015 to 1,9-2,0x oraz że ten poziom nie przekroczy 2,2x w 2016 r. Spółka może w lutym'16 zdecydować się na zmianę długoterminowego poziomu zadłużenia. Grupa zapowiedziała kontynuację inwestycji w FTTH i 220 mln PLN w latach 2016-17 na sieci LTE.

Podsumowanie konferencji wynikowej

W 4Q'15 przychody z usług ICT będą niższe R/R. Z kolei Orange liczy na pozytywne efekty sprzedażowe z linii Supernova. Koszty sprzedaży mogą być w 4Q'15 znowu wysokie. Orange w 4Q'15 kontynuuje istotne powiększanie bazy klientów post paid w rejonie mobilnym. Nie jest pewne, czy decyzja o odwołaniu kary od Komisji Europejskiej zapadnie w 2016 r. Jeśli tak, dalszy spór sądowy może toczyć się przez kolejny rok. Poziom 2,2x zadłużenia netto/EBITDA nie uwzględnia kary od Komisji Europejskiej. Ten poziom wyznacza maksymalny punkt, od którego spółka będzie się zadłużać. Wyznaczając ten poziom Orange Polska uwzględniło pole na dodatkowe inwestycje. Orange podwyższyło wielkość nieruchomości do zbycia w najbliższych latach z 600 mln PLN do 800 mln PLN. Spółka oczekuje, że środki z programu Polska Cyfrowa będą przyznawane od połowy 2016 r. Spółka widzi możliwości zdobycia części z nich. Orange Polska pracuje nad refinansowaniem i zakłada wykorzystanie finansowania z grupy Orange na warunkach co najmniej rynkowych. Orange nastawia się na inwestycje w sieci światłowodowe. Komercyjne uruchomienie technologii G-Fast może nastąpić jeszcze w tym roku.

Aukcja LTE rozstrzygnięta

W październiku odbył się ostatni dzień aukcji na częstotliwości w zakresie 800 MHz i 2,6 GHz. Orange Polska wygrało dwa pasma, P4 oraz T-Mobile po jednym, zaś blok A1, wycytowany najdrożej, został wygrany przez NetNet. Prezes Urzędu Komunikacji Elektronicznej Magdalena Gaj chce, by częstotliwości LTE zostały wydane operatorom jak najszybciej, ale ocenia, że to raczej kwestia miesięcy, a nie tygodni. Z kolei Ministerstwo Administracji i Cyfryzacji spodziewa się, że cały proces związany z aukcją na częstotliwości LTE zakończy się na przełomie listopada i grudnia. Do Urzędu Komunikacji Elektronicznej wpłynęły już wnioski rezerwacyjne od wszystkich pięciu zwycięzców aukcji, w tym od NetNetu (zdobył pasmo za 2 mln PLN) i od Polkomtela (zdobył pasmo 2600 MHz).

Orange o dalszych planach w prasie

Z wywiadu z Piotrem Muszyńskim, wiceprezesem Orange ds. operacyjnych, dowiadujemy się, że: (1) telekom będzie gotowy do dostarczania LTE na paśmie 800 MHz w terminie 3-6 miesięcy od decyzji rezerwacyjnej UKE (telekom wystąpił już o stosowne decyzje środowiskowe w przypadku kilkuset stacji), (2) Orange jest otwarte na rozmowy w sprawie wspólnej sieci, jednak podkreśla brak konkretnych propozycji aby taki pomysł zrealizować, (3) 3,1 mld PLN za bloki 800 MHz to drogo, ale Orange licytował „odpowiedzialnie i racjonalnie” oraz „w ramach możliwości spółki i business case”.

Roaming bez opłat od połowy 2017 r.

Zgodnie z przyjętym dokumentem od 15 czerwca 2017 r. za rozmowy, wysyłanie wiadomości i korzystanie z Internetu przebywający w innym kraju UE Polak zapłaci nie więcej, niż gdyby korzystał z tych usług w kraju. Wcześniej, w okresie przejściowym – od 30 kwietnia 2016 r. – ceny także będą niższe niż dziś. Składać będą się ze stawek lokalnych oraz dopłat, których poziom został ustalony na 5 eurocentów (w przypadku rozmów wychodzących), 2 eurocenty (w przypadku SMS-a) oraz ponownie 5 eurocentów w przypadku opłaty za 1 megabajt wykorzystanego mobilnego Internetu.

Media

Agora		Trzymaj						
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		11,85 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		8,20 PLN		2015-01-26		
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	1 073,9	1 102,4	2,7%	1 094,8	-0,7%	1 127,0	2,9%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	103,4	77,7	-24,8%	79,0	1,6%	81,2	2,8%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	9,6%	7,1%		7,2%		7,2%		EV (cena bieżąca)
EBIT	7,3	-18,3		-12,1	-34,0%	-7,7	-36,2%	Free float
Zysk netto	0,6	-11,0		-17,9	62,4%	-14,8	-17,4%	
P/E	976,7							Zmiana ceny: 1m
P/CE	6,2	7,1		8,3		8,1		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	6,0	8,3		8,6		8,6		Min (52 tyg.)
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Spodziewamy się solidnego wzrostu na linii EBITDA w 3Q'15. Outlook na resztę roku jest dobry dzięki segmentowi Film i Książka (ze względu na nadchodzące superprodukcje: kolejną część Jamesa Bonda i Star Wars). Wzrosty na rynku reklamowym są umiarkowane, ale mimo wszystko łagodzą spadki rozpowszechniania Gazety Wyborczej w segmencie Prasa. Po realizacji projektu wiat przystankowych AMS powinien wykazać polepszenie rentowności. Widzimy potencjał do wzrostu notowań.

Prognoza 3Q'15: Dalsza poprawa w Agorze

W 3Q'15 spodziewamy się wzrostu przychodów w Grupie o 3,4% R/R. Kolejny kwartał spodziewamy się spadków w segmencie Prasa, którego obroty szacujemy na 71,1 mln PLN (-6% R/R), przy założeniu wyniku rozpowszechniania płatnego *Wyborczej* w wysokości 185 tys. sztuk. Istotnych wzrostów obrotów oczekujemy w segmencie Film i Książka (zakładamy podobną ilość sprzedanych biletów R/R i wzrost przychodu na widza w barach o 7% R/R; Agora zaksięguje także, jak w poprzednim kwartale, zyski z Wiedźmina 3). Wysokiej dynamiki EBITDA oczekujemy także w segmencie Outdoor ze względu na popyt reklamodawców oraz optymalizację procesu realizacji kampanii. Ze względu na wzrost kosztów reklamy w segmencie Radio, przyjmujemy tutaj płaską EBITDA R/R. Wynik EBITDA powinien poprawić się w grupie o blisko 20%.

Cyfrowy Polsat

Redukuj

Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca: 25,29 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2015-01-26
		Cena docelowa: 21,80 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 910,8	7 409,9	154,6%	9 756,5	31,7%	10 006,8	2,6%	Liczba akcji (mln)	639,5
EBITDA	1 046,3	2 738,3	161,7%	3 562,5	30,1%	3 668,2	3,0%	MC (cena bieżąca)	16 174,0
marża EBITDA	35,9%	37,0%		36,5%		36,7%		EV (cena bieżąca)	26 893,6
EBIT	789,9	1 442,4	82,6%	1 761,4	22,1%	2 027,2	15,1%	Free float	33,5%
Zysk netto	525,4	292,5	-44,3%	804,1	174,9%	985,7	22,6%		
P/E	16,8	55,3		20,1		16,4		Zmiana ceny: 1m	8,3%
P/CE	11,3	10,2		6,2		6,2		Zmiana ceny: 6m	2,3%
P/BV	2,9	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-3,2%
EV/EBITDA	9,9	10,4		7,5		6,9		Min (52 tyg.)	21,2
Dyld (%)	0,0	1,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	26,1

Pomimo, że estymujemy dobre wyniki w 3Q'15, podtrzymujemy negatywne podejście do grupy. W długim terminie trudno wytlumaczyć stabilizację na linii EBITDA ze względu na (1) rosnące koszty przesyłu danych oraz (2) presję konkurencyjną w rejonie B2B. Koszty przesyłu danych wynikają z umów podpisanych z Midasem. Zwracamy także uwagę, że Cyfrowy Polsat będzie w przyszłości korzystać z pasma Sferii, która będzie musiała w 2018 r. zapłacić za przedłużenie rezerwacji 5 MHz cenę z zakończonej właśnie LTE. Z kolei presja w rejonie B2B wynikać będzie z braku segmentu stacjonarnego w Cyfrowym Polsacie. Klientów biznesowych trudno będzie utrzymać nie proponując pakietów usług (fixed + mobile), zwłaszcza kiedy takie pakiety będą po konkurencyjnych stawkach oferowane przez T-Mobile i Orange Polska. Dodatkowo zwracamy uwagę na wysokie prawdopodobieństwo rezerwacji przez NetNet wygranego bloku A1. Sytuacja, gdzie Cyfrowy Polsat płaci pośrednio za użytkowanie pasma spółce związanej z głównym udziałowcem (Sferia) oraz rozpoczyna ten model współpracy ze spółką związaną z drugim z nich (NetNet) jest mało komfortowa dla akcjonariuszy mniejszościowych. Zwracamy także uwagę, że wycena Midasa powinna wzrosnąć, gdyż pasmo 900 MHz w posiadaniu Midasa jest relatywnie podobne do 800 MHz (stąd wycena Midasa wyższa niż obecna rynkowa w przypadku przejścia przez Cyfrowy Polsat byłaby uzasadniona).

Prognoza 3Q'15: Stabilizacja na linii EBITDA

Okres 3Q'15 będzie pierwszym okresem w pełni porównywalnym R/R (poprzednie kwartały nie były porównywalne ze względu na konsolidację Polkomtela w połowie 2Q'14). Przychody szacujemy na poziomie 2 432 mln PLN, tj. będą na lekko wyższym poziomie R/R vs. wyniki starego CPS i Polkomtel proforma. Spodziewamy się spadku przychodów detalicznych od klientów indywidualnych 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 1 520 mln PLN (vs. 1 544 mln PLN w 2Q'14 proforma). Spodziewamy się przede wszystkim znacznego wzrostu kosztów technicznych i rozliczeń międzyoperatorskich (zakładamy 550 mln PLN vs.

503 mln PLN proforma, co wynika z zakupu 56,3 mln GB danych od Midasa po stawce 2,6 PLN za 1 GB), co zostanie rekompensowane spadkami na linii koszty sprzętu. Wynik EBITDA powinien wynieść 912 mln PLN i powinien być płaski R/R, co prezentuje się optymistycznie. Zwracamy jednak uwagę, że płaskie wyniki to częściowo pochodna wyższej ceny sprzętu przy niższych kosztach jego zakupu. Wynik netto będzie bardzo wysoki w kwartale w skutek rozpoznania jednorazowego zysku w wysokości 427 mln PLN (co z kolei będzie wynikiem: spisania w znacznej części nadwyżki wyceny do wartości godziwej na moment nabycia Metelem Holding Company Ltd. obligacji PLK ponad ich wartość nominalną w wysokości ok. 780 mln PLN, spisania kosztów pozyskania zadłużenia z tytułu Umowy Kredytów CP i Umowy Kredytów PLK w wysokości ok. 66 mln PLN oraz ujęcia rezerwy na premię za wcześniejszy wykup Obligacji PLK w wysokości ok. 242 mln PLN).

Roaming bez opłat od połowy 2017 r.

Zgodnie z przyjętym dokumentem od 15 czerwca 2017 r. za rozmowy, wysyłanie wiadomości i korzystanie z Internetu przebywający w innym kraju UE Polak zapłaci nie więcej, niż gdyby korzystał z tych usług w kraju. Wcześniej, w okresie przejściowym – od 30 kwietnia 2016 r. – ceny także będą niższe niż dziś. Składać będą się ze stawek lokalnych oraz dopłat, których poziom został ustalony na 5 eurocentów (w przypadku rozmów wychodzących), 2 eurocenty (w przypadku SMS-a) oraz ponownie 5 eurocentów w przypadku opłaty za 1 megabajt wykorzystanego mobilnego Internetu.

Aukcja LTE rozstrzygnięta

W październiku odbył się ostatni dzień aukcji na częstotliwości z zakresu 800 MHz i 2,6 GHz. Orange Polska wygrało dwa pasma, P4 oraz T-Mobile po jednym, zaś blok A1, wylicytowany najdrożej, został wygrany przez NetNet. Prezes Urzędu Komunikacji Elektronicznej Magdalena Gaj chce, by częstotliwości LTE zostały wydane operatorom jak najszybciej, ale ocenia, że to raczej kwestia miesięcy, a nie tygodni. Z kolei Ministerstwo Administracji i Cyfryzacji spodziewa się, że cały proces związany z aukcją na częstotliwości LTE zakończy się na przełomie listopada i grudnia. Do Urzędu Komunikacji Elektronicznej wpłynęły już wnioski rezerwacyjne od wszystkich pięciu zwycięzców aukcji, w tym od NetNetu (zdobył pasmo za 2 mln PLN) i od Polkomtela (zdobył pasmo 2600 MHz).

Wirtualna Polska		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		41,13 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-07-01	
		Cena docelowa:		44,70 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	38,3	248,3	547,9%	276,3	11,3%	301,3	9,0%	Liczba akcji (mln)	29,8
EBITDA	4,8	51,0	953,8%	88,0	72,5%	110,3	25,3%	MC (cena bieżąca)	1 224,7
marża EBITDA	12,6%	20,5%		31,8%		36,6%		EV (cena bieżąca)	1 314,1
EBIT	1,6	22,7	1299,0%	63,4	179,5%	87,2	37,4%	Free float	
Zysk netto	1,6	-0,3		47,3		80,3	69,7%		
P/E	192,2			25,9		15,3		Zmiana ceny: 1m	4,1%
P/CE	64,3	43,7		17,0		11,8		Zmiana ceny: 6m	28,5%
P/BV	3,6	2,1		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	28,5%
EV/EBITDA	63,6	27,0		14,9		11,7		Min (52 tyg.)	32,0
Dywid (%)	0,0	1,2		0,0		1,0		Max (52 tyg.)	41,1

Wirtualna Polska Holding to właściciel jednego z największych portali horyzontalnych, licznych portali wertykalnych oraz największy dostawca kont poczty elektronicznej w Polsce. Grupa przeszła w trakcie roku restrukturyzację kosztową i od 2015 r. będzie korzystać z dźwigni operacyjnej, monetyzując wzrosty w reklamie internetowej. Dostęp do 15,6 mln realnych użytkowników daje możliwości personalizacji treści reklamowych, co przy użyciu zaawansowanych technik Big Data przełoży się na jeszcze większą skuteczność targetowania. Grupa rozwija się w e-commerce: buduje silną pozycję w portalach tematycznych i agregatorach ofert, co przy dużym wzroście rynku sprzedaży w sieci (CAGR 2014-19 = 15% według PMR) powinno generować dodatkowe przychody. Biorąc pod uwagę prognozy wyników 3Q'15, realizacja > 100 mln PLN skorygowanego wyniku EBITDA nie jest zagrożona. Podtrzymujemy pozytywne podejście. Jedynym ryzykiem na horyzoncie są inwestycje w telewizję, jednak Spółka podkreśla, że nie zamierza wykorzystywać środków z emisji w tym celu.

Zarzuty wobec Wrzuta.pl

Dziesięć instytucji związanych z kinematografią, w tym dystrybutorzy i polskie studia filmowe (m.in. FilMOTEKA Narodowa, Monolith Films, Best Film, Studio Miniatur Filmowych czy studia Kadr, Zebra i TOR) wniosło roszczenia na łączną kwotę 266 mln PLN wobec Wirtualnej Polski. Sprawa dotyczy serwisu Wrzuta.pl.

Prognoza 3Q'15: Możliwe przebicie 100 mln PLN LTM na skorygowanej EBITDA

Zakładamy, że WPH zaraportuje 76,5 mln PLN przychodów ze sprzedaży, z czego 64,3 mln PLN będzie gotówkowe (barter na poziomie 12,2 mln PLN). Wzrost sprzedaży gotówkowej będzie na poziomie 26% R/R. Zakładamy wzrosty kosztów usług obcych (23,8 mln PLN z poziomu 20,2 mln PLN rok wcześniej w związku z dużym poziomem barterów) oraz kosztów wynagrodzeń (do 24,5 mln PLN vs. 19,4 mln PLN rok wcześniej). Pomimo tego wynik EBITDA skorygowany o koszty jednorazowe (spodziewamy się ok. 1 mln PLN kosztów) wyniesie 25,2 mln PLN i będzie 12% wyższy R/R. W ten sposób już po 3Q, WPH zbliży się do poziomu 100 mln PLN EBITDA LTM. Księgowy wynik netto szacujemy na 11,6 mln PLN.

Asseco Poland		Trzymaj										
Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		56,99 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-04-02		
		Cena docelowa:		59,00 PLN								
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	5 898,1	6 231,9	5,7%	6 443,6	3,4%	6 664,9	3,4%	Liczba akcji (mln)		83,0		
EBITDA	875,0	905,1	3,4%	918,3	1,5%	926,6	0,9%	MC (cena bieżąca)		4 730,2		
marża EBITDA	14,8%	14,5%		14,3%		13,9%		EV (cena bieżąca)		6 740,6		
EBIT	610,5	636,7	4,3%	656,2	3,1%	667,4	1,7%	Free float		68,0%		
Zysk netto	393,9	358,4	-9,0%	345,6	-3,6%	348,0	0,7%					
P/E	12,0	13,2		13,7		13,6		Zmiana ceny: 1m		3,1%		
P/CE	7,2	7,5		7,8		7,8		Zmiana ceny: 6m		-5,8%		
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m		14,6%		
EV/EBITDA	7,9	7,6		7,3		7,2		Min (52 tyg.)		49,4		
Dyield (%)	4,2	4,6		4,9		5,3		Max (52 tyg.)		61,9		

Spodziewamy się dobrych wyników w 2H'15, co powinno poprawić sentyment inwestorów. Paradoksalnie wyraźną poprawę wyników R/R powinien odnotować w matce segment Administracji Publicznej (osłabiony dodatkowo w 4Q'14 odpisem dot. Śląskiej Karty Usług Publicznych na poziomie 21 mln PLN). Z kolei pozostałe spółki z grupy (zwłaszcza Asseco Business Solutions, ASEE oraz Formula Systems) odnotowują solidną poprawę R/R (w przypadku Formula Systems zwracamy uwagę na dodatkowy korzystny kurs USDPLN). Notowania Asseco przy takich trendach na wynikach powinny rosnąć biorąc pod uwagę dobrą sytuację gotówkową i duże prawdopodobieństwo wyższej R/R dywidendy za 2015 r. (przy 2,90 PLN wypłaconych za 2014 r. DYield kształtuje się na atrakcyjnym poziomie 5,1%). Sceptycznie podchodzimy do kolejnych przejęć dokonanych w ostatnim czasie: portugalskiego Exoticosa oraz polskiego Infovide-Matrix. Zwracamy jednak uwagę, że środki pozyskane w wyniku sprzedaży Matrix42 oraz Insecco do spółki z grupy Sapiens International zniwelują zwiększenie długu netto w matce w wyniku przejęć. Stąd potencjał do wypłaty wyższej dywidendy jest naszym zdaniem niezagrażony.

Prognoza 3Q'15: Stabilizacja na linii netto

W 3Q'15 spółka matka Asseco Poland powinna zanotować spowolnienie spadków na linii EBITDA, co wraz z dobrymi wynikami Asseco Business Solutions i Asseco Data Systems przełoży się na wzrosty wyniku EBIT na rynku polskim (zakładamy 85 mln PLN vs. 81 mln PLN rok wcześniej). W spółce matce dalej odczuwalne będą spadki w sektorze administracji publicznej, z drugiej strony pozytywnie zadziała dalsza restrukturyzacja zatrudniania, w tym 73,3 mln PLN dla akcjonariuszy jednostki dominującej. W innych spółkach w grupie spodziewamy się: (1) wysokiej dynamiki zysku w ASEE, (2) stabilizacji wyniku w ACE oraz (3) zerowego wyniku na rynku wschodnioeuropejskim. Jak w poprzednich kwartałach, aprecjacja USD vs. PLN dodatkowo wzmocni solidne wzrosty w grupie Formula Systems. Wynik EBITDA w Grupie szacujemy na 258 mln PLN tj. wyższy R/R o 13%, a zysk netto będzie na stabilnym poziomie R/R.

Asseco Poland ma umowę z ARiMR

Asseco Poland podpisało, jako jedna z trzech firm, umowę ramową z Agencją Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa (ARiMR), która obejmuje rozwój i modyfikacje systemów informatycznych. Agencja przeznaczyła na realizację zamówień ponad 54 mln PLN netto. Umowa ramowa została zawarta na okres 4 lat.

Asseco Poland ma zgodę UOKiK na przejęcie Infovide-Matrix

Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK) wydał Asseco Poland zgodę na dokonanie koncentracji polegającej na przejęciu kontroli nad Infovide-Matrix.

CD Projekt		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		26,98 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-09-04	
		Cena docelowa:		30,90 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	142,2	96,2	-32,3%	864,8	799,0%	363,5	-58,0%	Liczba akcji (mln)	96,9
EBITDA	17,5	9,3	-46,9%	627,0	6633,4%	215,6	-65,6%	MC (cena bieżąca)	2 613,0
marża EBITDA	12,3%	9,7%		72,5%		59,3%		EV (cena bieżąca)	2 121,2
EBIT	14,4	6,2	-57,3%	621,3	10002,3%	208,9	-66,4%	Free float	47,5%
Zysk netto	14,5	5,2	-64,1%	513,3	9747,8%	177,8	-65,4%		
P/E	176,4	491,5		5,1		14,7		Zmiana ceny: 1m	
P/CE	145,1	305,9		5,0		14,2		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	15,4	15,2		3,8		3,0		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	143,8	271,4		3,4		8,6		Min (52 tyg.)	
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	

Premiera pierwszego dodatku do gry Wiedźmin 3 „Serca z Kamienia” spotkała się z bardzo dobrym odbiorem zarówno środowiska graczy, jak i recenzentów. Jest to dobry prognostyk jeśli chodzi o sprzedaż produkcji. 3Q dla rynku gier jest sezonowo mało istotnym okresem ze względu na wakacje. Jednak uważamy, że spółka jest dobrze przygotowana do sprzedaży swojej gry w okresie świątecznym. Jakość Wiedźmina 3 oraz zainteresowanie produkcją jest potwierdzane przez uzyskiwane przez CD Projekt nagrody. Pod koniec października spółka zdobyła rekordowe 5 nagród Golden Joystick Awards (wcześniej w 33 letniej historii plebiscytu udało się to tylko GTA: San Andreas). Podtrzymujemy, że CD Projekt sprzeda przynajmniej 9 mln sztuk kopii Wiedźmina 3 w roku 2015. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do watorów Spółki.

Drugi kwartał sprzedaży Wiedźmina 3

Sprzedaż w trzecim kwartale jest sezonowo mało istotna ze względu na okres wakacyjny. Wolumeny sprzedaży są przede wszystkim generowane przez akcje promocyjne. Szacujemy, że przychody CDR wyniosą 131,6 mln PLN w 3Q'15 (+2,65x R/R), z czego segment produkcji gier wygeneruje 113 mln PLN, GOG.com 18,9 mln PLN, a segment inne/eliminacje -0,3 mln PLN. Szacujemy, że marża brutto na sprzedaży wyniesie 78,3% w 3Q'15 (+55,6p.p R/R), na co przede wszystkim wpłynie wysoki udział segmentu produkcji gier w sprzedaży. Zysk brutto na sprzedaży grupy powinien wynieść 103 mln PLN w 3Q'15 vs. 7,4 mln PLN w 3Q'14. Koszty SG&A prognozujemy na poziomie 21 mln PLN w 3Q'15, który jest wyższy niż historyczne ze względu na wydatki marketingowe oraz zawiązywanie rezerw na premie dla pracowników segmentu produkcji gier. Na koszty pozostałej działalności operacyjnej (-6,8 mln PLN w 3Q'15) powinny składać się przede wszystkim premie dla pracowników niezwiązanych bezpośrednio z produkcją gier. Prognozujemy 75,2 mln PLN EBIT w 3Q'15 vs. -3,5 mln PLN w 3Q'14. Saldo na działalności finansowej szacujemy na -0,8 mln PLN w 3Q'15. Po uwzględnieniu podatku dochodowego w wysokości 13,8 mln PLN w 3Q'15 oczekujemy 60,6 mln PLN zysku netto w 3Q'15 vs. -2,9 mln PLN w 3Q'14.

Ogłoszenie nowego projektu przy okazji prezentacji strategii spółki w 2016 roku

Prezes CD Projekt Adam Kiciński w wywiadzie do Pulsu Biznesu powiedział o ogłoszeniu nowego projektu wraz z prezentacją strategii na kolejne lata w 2016 roku. Ma to być produkcja, nad którą studio już pracuje. Prezes odniósł się także do odejść pracowników po zakończeniu prac nad podstawą gry Wiedźmin 3 i ocenił, że problem ten dotyczy tylko 2% zespołu. Odejścia pracowników są częściowo ograniczone przez system premiowy zakładający wypłatę

premii po 1. roku od premiery produkcji. Obecnie studio poszukuje dużej ilości nowych pracowników (aktualne zatrudnienie to 450 osób), aby stworzyć 4 zespoły projektowe: 2 pracujące nad większymi produkcjami oraz 2 pracujące nad mniejszymi. Prezes oczekuje, że sprzedaż dodatków do Wiedźmina 3 powinna być lepsza niż średnio dla branży (średnio wolumen sprzedaży dodatków stanowi 10-15% sprzedaży podstawowej wersji gry). Prezes oczekuje również, że cykl sprzedaży Wiedźmina 3 będzie wydłużony ze względu na długi cykl sprzedaży gier RPG oraz 70% udział użytkowników nowych konsol w całkowitej liczbie graczy Wiedźmina 3 (wraz ze wzrostem bazy konsol powinna rosnąć sprzedaż Wiedźmina 3, który często jest kwalifikowany jako gra pierwszego wyboru). Stworzenie 4 zespołów projektowych pozwoli spółce wydawać więcej produkcji, co powinno pozytywnie wpłynąć na stabilność wyników w średnim okresie.

Sprzedaż 0,6% akcji spółki przez Marcina Iwińskiego

Wiceprezes zarządu oraz główny akcjonariusz CD Projekt (13,28% udziału w kapitale zakładowym spółki), Marcin Iwiński, dokonał pakietowej transakcji sprzedaży 607 tys. akcji CD Projekt, stanowiących 0,6% udziału w kapitale zakładowym spółki. Wartość sprzedanego pakietu to 15,9 mln PLN. Ponadto pozostali kluczowi akcjonariusze spółki (Adam Kiciński oraz Piotr Nielubowicz) przystąpili do zobowiązania lock-up ograniczającego zbywalność posiadanych akcji Spółki na okres 180 dni od dnia realizacji transakcji.

NCBR dofinansuje wydatki na badania i rozwój polskich deweloperów gier

Wniosek o dofinansowanie złożony przez stowarzyszenie „Polskie Gry” (prezesem stowarzyszenia jest CEO CD Projekt – Adam Kiciński), zrzeszające największych deweloperów gier w Polsce, uzyskał akceptację Narodowego Centrum Badań i Rozwoju (NCBR). Jest to bezprecedensowa sytuacja. Wcześniej wnioski producentów gier przegrywały na rzecz innych przedsiębiorców i naukowców. Konstrukcja programów wsparcia NCBR nie obejmowała tak specyficznej branży jak gry komputerowe. Następnym etapem w procesie będą negocjacje z producentami gier na temat zakresu programu i wysokości dofinansowania. W przypadku braku komplikacji program dofinansowania ruszy w przyszłym roku. Pozyskane środki będą mogły zostać przeznaczone wyłącznie na prowadzenie prac badawczo-rozwojowych.

Górnictwo i metale

JSW Trzymaj								
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca: 13,23 PLN		Cena docelowa: 27,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26		
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	7 632,2	6 814,9	-10,7%	7 270,5	6,7%	8 742,1	20,2%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	1 382,1	521,2	-62,3%	489,5	-6,1%	1 439,7	194,1%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	18,1%	7,6%		6,7%		16,5%		EV (cena bieżąca)
EBIT	201,9	-774,8		-833,8		128,6		Free float
Zysk netto	77,3	-1 079,2		-776,8		-35,2		
P/E	20,1							Zmiana ceny: 1m
P/CE	1,2	7,2		2,8		1,2		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA		4,8		6,5		2,3		Min (52 tyg.)
Dywidenda (%)	19,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Porozumienie ze związkami zawodowymi co do czasowej redukcji wynagrodzeń, a w efekcie przedłużenie z bankami terminu wykupu obligacji, daje spółce czas i nadzieję, że ceny węgla koksowego na rynkach światowych zaczną rosnąć. Na razie prognozy jednak nie są optymistyczne. Cena stali w Europie (*North Europe Domestic Hot Rolled Coil*) obniżyła się w ciągu 3 miesięcy o 11%. Cena referencyjna węgla koksowego na 4Q została ustalona na poziomie zaledwie 89 USD/t. Na chwilę obecną nic nie wskazuje, żeby negatywne momentum miało się zmienić w kolejnych tygodniach. W przypadku rynku stali w Chinach musiałoby nastąpić dużo silniejsze ożywienie niż obecnie obserwowane oznaki stabilizacji rynku. Sytuacja jest nadal bardzo niestabilna.

KGHM		Kupuj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca:		92,30 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		127,00 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	24 110,0	20 492,0	-15,0%	23 220,4	13,3%	23 873,1	2,8%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	5 952,0	5 311,0	-10,8%	5 300,8	-0,2%	5 744,5	8,4%	MC (cena bieżąca)	18 460,0
marża EBITDA	24,7%	25,9%		22,8%		24,1%		EV (cena bieżąca)	25 409,3
EBIT	4 372,0	3 676,0	-15,9%	3 403,8	-7,4%	3 750,2	10,2%	Free float	68,2%
Zysk netto	3 033,0	2 450,0	-19,2%	2 159,7	-11,9%	2 490,4	15,3%		
P/E	6,1	7,5		8,5		7,4		Zmiana ceny: 1m	17,2%
P/CE	4,0	4,5		4,6		4,1		Zmiana ceny: 6m	-29,0%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-25,9%
EV/EBITDA	3,4	4,3		4,8		4,4		Min (52 tyg.)	71,3
Dywid (%)	10,6	5,4		4,9		3,8		Max (52 tyg.)	131,0

W Chinach październikowy wzrost indeksu Caixin PMI (48,3 vs. 47,2 w poprzednim miesiącu – występuje silna korelacja z cenami miedzi) w połączeniu z bardzo dobrymi danymi o imporcie miedzi (+18% r/r, +30% m/m) zmieniają sentyment na rynku metali. Liczba krótkich pozycji na COMEX na miedzi obniżyła się do 59 tys. dzięki czemu pozycja netto to obecnie -1 tys. sztuk. W dalszym ciągu pojawiają się informacje o ograniczaniu wydobycia (Codelco zwolni 4000 pracowników). Przy obecnych cenach pod znakiem zapytania jest finansowanie przyszłych inwestycji odtworzeniowych, czego najlepszym przykładem jest właśnie Codelco (obniżenie planu wydatków z 25 do 22 mld USD). Z danych GFMS Thomson Reuters wynika, że producenci mają ograniczone zdolności do dalszej redukcji kosztów, a duża część światowej produkcji jest obecnie nierentowna. Podtrzymujemy rekomendację kupna akcji spółki.

Koszty jednostkowe w sektorze

Według danych GFMS Thomson Reuters od początku 2014 roku średni łączny koszt jednostkowy produkcji miedzi dla całego sektora obniżył się o 8% i obecnie wynosi ok. 4 950 USD/t (w tym czasie cena surowca spadła o 27%). Średni jednostkowy koszt gotówkowy to poziom ok. 4 200 USD/t.

Pojawiają się tu dwa istotne wnioski. Spadek kosztu gotówkowego o 300 USD/t wynikał w głównej mierze ze spadku cen paliwa (-50% r/r, istotny komponent kosztów kopaliń odkrywkowych) oraz osłabienia lokalnych walut (średnio -15%). Warto przy tym zwrócić uwagę, że koszt jednostkowy w 2Q'15 praktycznie nie zmienia się w ujęciu q/q – pomimo, że w tym czasie cena miedzi obniżyła się o kolejne 1000 USD/t. Wskazuje to na fakt, że kopalnie nie mają już łatwych rezerw umożliwiających obniżkę kosztów. Po drugie przy cenie 4 900 USD/t w sierpniu br. 10% światowej produkcji było nierentowne na poziomie *cash cost* i aż 47% światowej produkcji na poziomie *total cost*.

Producenci muszą inwestować, ale ceny niskie...

Pomimo obecnie niskich cen metali Wood Mackenzie przewiduje, że w najbliższych latach firmy górnicze muszą zainwestować 150 mld USD, żeby nie doszło do znaczącego niedoboru takich surowców jak cynk czy miedź. W minionym miesiącu rząd Chile przekazał pierwszą ratę pomocy dla Codelco (600 mln USD) w ramach programu wsparcia inwestycji spółki, przy czym prezes Codelco zapowiedział, że planowane na 25 mld USD inwestycje zostaną ograniczone do 22-23 mld USD. W krótkim okresie, firma prognozuje, że producenci muszą wyłączyć kolejne 400 tys. ton produkcji miedzi, żeby nie nastąpił szybki przyrost zapasów.

LW Bogdanka

w trakcie aktualizacji

Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca: 41,89 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2015-06-12
		Cena docelowa: -							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 899,8	2 013,6	6,0%	1 817,9	-9,7%	1 881,7	3,5%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	754,9	750,0	-0,7%	590,7	-21,2%	583,5	-1,2%	MC (cena bieżąca)	1 424,3
marża EBITDA	39,7%	37,2%		32,5%		31,0%		EV (cena bieżąca)	1 985,6
EBIT	424,8	362,3	-14,7%	203,1	-44,0%	190,1	-6,4%	Free float	100,0%
Zysk netto	329,7	272,4	-17,4%	153,2	-43,8%	144,0	-6,0%		
P/E	4,3	5,2		9,3		9,9		Zmiana ceny: 1m	-29,2%
P/CE	2,2	2,2		2,6		2,7		Zmiana ceny: 6m	-51,9%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-63,1%
EV/EBITDA	2,4	2,7		3,4		3,3		Min (52 tyg.)	33,5
Dyld (%)	13,8	13,8		8,4		0,0		Max (52 tyg.)	113,7

Enea SA, w wyniku ogłoszonego wezwania, nabyła 64,57% akcji Bogdanki i wraz ze spółkami zależnymi posiada obecnie 66% akcji lubelskiej kopalni. Tuż przed końcem kadencji ustępujący Rząd stara się rozwiązać problem finansowania KHW przenosząc udziały w holdingu do SPV, do której prawdopodobnie Enea włoży udziały w Bogdancie. Jak ostatecznie będą wyglądały wzajemne relacje w tak powstałej grupie dziś nie sposób ocenić. Jest bardzo prawdopodobne, że FCF z Bogdanki będzie finansował potrzeby inwestycyjne KHW – jeśli wszystkich kopalni (tj. nie nastąpi optymalizacja produkcji) to mamy negatywny scenariusz. Z drugiej strony sytuacja w KW jest tak zła, a zapóźnienia w inwestycjach (prace przygotowawcze) są tak duże, że już w 2016 na rynku może zabraknąć węgla.

Enea przejmuje kontrolę nad Bogdanką

W wyniku wezwania ogłoszonego przez Enea SA, spółka energetyczna nabyła 64,57% akcji Bogdanki i wraz ze spółkami zależnymi posiada obecnie 66% akcji lubelskiej kopalni. Rządowy plan zakłada (i teraz jest realizowany w ekspresowym tempie), że wszystkie udziały w KHW trafią do spółki SPV, do której większość kapitału włoży inwestor z sektora energetycznego – najprawdopodobniej właśnie Enea poprzez wniesienie akcji Bogdanki. To stwarza ryzyko, że nawet w sytuacji pozytywnego scenariusza dla samej Bogdanki (wzrost wolumenu wydobycia) FCF ze spółki będzie wykorzystywany do finansowania kopalń KHW. Tu kluczowe pozostaje, jak Enea podchodzi do restrukturyzacji kopalń KHW. Jeżeli skupi się na najefektywniejszych i zamknie nierentowne oraz zmaksymalizuje produkcję w LWB (doinwestowana, najniższy koszt jednostkowy) to ostateczny scenariusz nie rysuje się w czarnych barwach. Dziś to jednak decyzje polityczne, których ostateczne rozstrzygnięcia są trudne do zaprognozowania.

Wyniki za 3Q i komentarz Prezesa do obecnej sytuacji

W 3Q przychody spółki wzrosły do 483,4 mln PLN (+16,4% q/q), EBITDA wyniosła 166,3 mln PLN, a zysk netto 56,6 mln PLN (+32,3% q/q). Konsensus prognoz zakładał odpowiednio: 477,6/172,7/59,6, a nasze prognozy odpowiednio: 479,1/162/51 mln PLN. Tym samym po trzech kwartałach spółka wypracowała 458,1 mln PLN EBITDA i 132,1 mln PLN zysku netto. Zarząd podtrzymuje prognozę sprzedaży węgla na poziomie 8,5 mln ton (6 mln ton po 3Q), co oznacza, że w ostatnich trzech miesiącach roku wolumen powinien wynieść ok 2,5 mln ton. Będzie to najlepszy kwartał w roku z oczekiwanym wynikiem netto na poziomie 90-100 mln PLN. Według Prezesa Stopy Bogdanka zwiększy wykorzystanie mocy produkcyjnych (najprawdopodobniej ostatecznie zostanie wznowiona umowa na dostawę węgla do starych bloków (4-4,5 mln ton), od 2017 rozpoczyna się

dostawy do nowego bloku – dodatkowe 2 mln ton) co pozwoli na obniżenie jednostkowego kosztu produkcji i bardziej efektywne konkutowanie na rynku. Będzie to jednak możliwe dopiero, kiedy nastąpi „optymalizacja” wydobycia w śląskich kopalniach. Spółka nadal negocjuje kontrakty na dostawę węgla na Ukrainę – na chwilę obecną jednak brak jest ostatecznych rozstrzygnięć. W ocenie Prezesa w przyszłym roku ceny węgla obniżą się o kilka procent, wszystko jednak zależy od polityki Kampanii Węglowej w tym zakresie.

Kompania Węglowa potrzebuje 700 mln PLN, tnie CAPEX o 250 mln PLN

Jak wynika z wypowiedzi Prezesa Sędzikowskiego, Kompania Węglowa (KW) ma środki na funkcjonowanie do końca listopada. Żeby przetrwać do końca 1Q'16 potrzebuje finansowania zewnętrznego na poziomie 700 mln PLN. Projekt Nowej Kompanii Węglowej, która miała powstać najpóźniej do końca września i pozwolić na restrukturyzację górnictwa znajduje się nadal w „powijakach”. Ostatnia koncepcja zakłada, że TF Silesia przejmie 11 kopalń KW, a następnie poszuka inwestorów z branży energetycznej (dofinansowanie kwotą 1,5 mld PLN). Koncepcja ta jest jednak wątpliwa pod kątem niedozwolonej pomocy publicznej i braku zgody na takie działania ze strony Komisji Europejskiej. Brak restrukturyzacji KW i ujemny FCF, powodują że spółka zamierza w tym roku ograniczyć inwestycje (z i tak bardzo niskiego poziomu ok. 800-900 mln PLN) o 250 mln PLN, a to musi się odbić na przyszłorocznym poziomie wydobycia. Jak podaje Prezes na początku roku zapasy węgla w KW wynosiły 6 mln ton, obecnie 1,8 mln ton (są one przedmiotem zastawu bankowego). Żeby ratować płynność kopalnie sprzedają węgiel na przedpłaty. Plan PO został zrealizowany – KW nie upadła do wyborów. Możliwości ratowania płynności finansowej przez KW są już jednak mocno ograniczone (techniczny zapas węgla, jaki KW powinna utrzymywać na zwalach to ok. 1 mln ton). Bankructwo KW, które dziś trudno zakładać ze względów politycznych (tym bardziej, że od zawsze PiS deklaruje pomoc dla Śląska za wszelką cenę) musiałoby wiązać się z ograniczeniem wydobycia (-5-7 mln ton rocznie), co otwiera drogę dla Bogdanki do nowych klientów i w zasadzie kończy największe problemy spółki. W takim scenariuszu to Enea powinna być zainteresowana przywróceniem współpracy. Dzisiaj jest to wariant, który można uważać za optymistyczny. Wariant najbardziej prawdopodobny to dalsze łątanie dziury w KW już przez nowy rząd, kosztem spółek energetycznych i innych kontrolowanych przez KW. Bez podniesienia cen i realnej restrukturyzacji, która poza rozwiązaniem kwestii pracowniczej wiąże się z koniecznością nadrobienia zaległości inwestycyjnych, w dłuższym okresie prowadzi to nieuchronnego bankructwa. W międzyczasie wydobycie KW nadal spada ze względu na brak inwestycji przygotowawczych (-2 mln ton rocznie) – zmniejszający potencjał produkcyjny spółki. Do zaspokojenia swoich

potrzeb w nadchodzącą zimę, energetyka wykorzysta zgromadzone zapasy na własnych hałdach oraz zmniejszającą się bieżącą produkcję kopalń. Normalna zima (tj. ze średnimi temperaturami jak w ostatnich 20-30 latach; ostatnie dwie zimy to temperatury wyższe o 3 stopnie od średnich 30-letnich) powinna wyczerpać zapasy węgla, co oznaczałoby że w 2H'16 pojawi się na krajowym rynku deficyt surowca przed kolejną zimą.

Przemysł

Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce

(%)	IX'14	X'14	XI'14	XII'14	I'15	II'15	III'15	IV'15	V'15	VI'15	VII'15	VIII'15	IX'15
Dynamika R/R	+4,2%	+1,6%	+0,3%	+7,9%	+1,7%	+4,9%	+8,8%	+2,3%	+2,8%	+7,6%	+3,8%	+5,3%	+3,1%

Źródło: GUS

Wyniki 2Q'15

W 2Q'15 na 49 obserwowanych przez nas spółek przemysłowych, 43% zaraportowało wyniki finansowe, które były lepsze niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Była to również proporcja zbliżona do tej, jaka miała miejsce w 2Q'14 (49%), 3Q'14 (43%), 4Q'14 (44%) oraz 1Q'15 (45%). Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że 2Q'15 był pierwszym, w którym baza porównawcza uwzględniała spadek obrotów ze wschodem (efekty konfliktu na Ukrainie widoczne od 2Q'14). Proporcja spółek przemysłowych pogarszająca ubiegłoroczne rezultaty wyniosła w 2Q'15 39% i również była zbliżona do tej osiąganą w 1Q'15 (37%), 2Q'14 (34%), 3Q'14 (36%) oraz 4Q'14 (35%).

Według nas głównym ryzykiem na 2H'15 będzie wytrącenie tempa wzrostu produkcji przemysłowej w związku z wyhamowaniem gospodarki Chin. Niemcy w ostatnich kilku latach dużą część swojego sukcesu gospodarczego zawdzięczały eksportowi do Azji. Osłabienie koniunktury w Państwie Środka przełożyć się może na słabszą produkcję w Niemczech. Polska zawsze uważana była za rynek poddostawców do zachodnioeuropejskich fabryk, w tym przede wszystkim do Niemiec.

Po dwóch miesiącach słabych odczytów wskaźnika PMI dla przemysłu w Polsce, ten w listopadzie wyniósł 52,2 pkt. (w X i IX odpowiednio 51,1 pkt i 50,9 pkt). Na lokalne spółki przemysłowe negatywnie będzie wpływać osłabienie się rosyjskiego rubla, co pomniejszać będzie wielkość generowanych wyników na rynku wschodnim. Spółki ponadto muszą się zmierzyć z konkurencją w obszarze mniej przetworzonych wyrobów z rynków wschodnich (wyroby stalowe, płyty drewnopochodne, materiały budowlane). Od strony kosztowej natomiast wysokie obłożenie mocy produkcyjnych wymusza na producentach zatrudnianie pracowników w ponadwymiarowym czasie, co zwiększa koszty funkcjonowania.

W 2Q'15, podobnie jak w 1Q'15 w wynikach spółek widoczny był spadek przychodów z kierunków wschodnich (Rosja + Ukraina), co z jednej strony wynika ze spadku wolumenu sprzedaży, z drugiej zaś z drastycznego osłabienia się lokalnych walut (przez co rezultaty na tych rynkach ważą mniej w ekwiwalencie PLN). Efekty spowolnienia obserwowane były w takich spółkach jak Amica, Mercor, Relpol, Radpol czy Selenia.

Bardzo dobre wyniki w 2Q'15 zanotowały spółki z branży Automotive (ACE, Alumetal, Uniwheels), branży oświetleniowej (ES-System, Lena Lighting), producenci wyrobów wędliniarskich (Tarczyński, ZM Kania), producenci chemii (Krakchemia, Synthos) oraz spółki z dużą ekspozycją na eksport (Ergis, Fasing, Rawplug, SecoWarwick i Vistal). Poza tym dobre wyniki zaprezentowały BSC Drukarnia (niższe ceny zakupu papieru), Elemental Holding (skuteczna konsolidacja na zagranicznych rynkach), Oponeo (bardzo dobra sprzedaż opon), Relpol (wyższa sprzedaż i poprawa marży mimo spadku sprzedaży na wschodzie) i Ropczyce (dobra sprzedaż mimo częściowej utraty rynków wschodnich).

Wśród negatywnych zaskoczeń w 2Q'15 wymienilibyśmy spółki tracące na silnym USD (Apator, Boryszew, Ferro), producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa (Kopex, Patentus), tracące na niskich cenach ropy (Alchemia, Zamet Industry) oraz tracące na drogich cenach produktów petrochemicznych (Gekoplast, Radpol). Poza tym słabe wyniki zaprezentowały Cognor (spadające ceny stali nie przekładają się na równomierny spadek cen złomu, co zwiększa presję na marżę przetwórców złomu), Mercor (niższa marża i sprzedaż na rynku rosyjskim), Forte (przesunięcie sprzedaży między kwartałami, zatrzymanie produkcji na jednym z zakładzie zmniejszyło generowaną marżę), Kruszwica (presja na ceny śruty rzepakowej oraz oleju butelkowanego), Orzeł Biały (brak odbicia na rynku złomu akumulatorowego), Kernel (słabe marże w głównych segmentach produkcyjnych), PKM Duda (słabe wyniki i marże mimo niskiej bazy roku ubiegłego, poprawa spodziewana w 2016 roku) oraz Zetkama (niższa sprzedaż i wyniki segmentów armatury i odlewów).

Zestawiając wyniki 2Q'15 w spółkach przemysłowych z naszymi oczekiwaniami, proporcja spółek prezentujących rezultaty lepsze od prognoz była wyraźnie niższa niż w 1Q'15 (w 2Q'15 38% spółek podało rezultaty lepsze od oczekiwań, a w 1Q'15 51%). Jednocześnie proporcja spółek prezentujących rezultaty gorsze od oczekiwań wyniosła w 2Q'15 38% i była taka sama jak odsetek spółek prezentujących wyniki lepsze od oczekiwań. Stosunkowo wysoka była proporcja spółek prezentująca wyniki bliskie oczekiwaniam (25%).

Prognozy na 3Q'15

W 3Q'15 oczekujemy, że na 49 obserwowanych spółek przemysłowych 39% poprawi zeszłoroczne rezultaty, a 27% je pogorszy (proporcje zbliżone do 1Q'15 oraz 2Q'15). Najwyższe dynamiki wzrostu naszym zdaniem zaprezentują Alumetal, Berling, Feerum, Forte, Elemental, Relpol, Uniwheels. Negatywnych zaskoczeń oczekujemy w spółkach: Alchemia, Boryszew, Famur, Impexmetal, Kernel, Kopex, Patentus i Radpol.

Wycena spółek przemysłowych

Indeks cenowy śledzonych przez nas spółek przemysłowych wzrósł od początku roku o 7,7%, podczas gdy w tym samym czasie wartość indeksu MSCI Industrials dla Europy wzrosła o 9,4%, a dla świata spadła o 1,9%. Indeks cenowy śledzonych przez nas spółek przemysłowych był również wyraźnie lepszy niż w tym samym czasie wyniosła stopa zwrotu indeksów WIG20 (-11%) oraz WIG (-2%).

Obecnie śledzone przez nas spółki przemysłowe notowane są ze wskaźnikami (mediana) P/E'15 11,8x (P/E'16 10,8x) oraz EV/EBITDA'15 7,3x (EV/EBITDA'16 6,6x). Poziomy te implikują 22-32% dyskonto do wskaźników indeksów MSCI Industrials dla Europy i dla świata.

W przypadku wskaźnika P/BV obecnie spółki przemysłowe notowane są na poziomie 1,2x na 2015 (P/BV'16 1,1x). W przypadku spółek europejskich i światowych poziomy te są o 51-57% wyższe (dyskonto spółek przemysłowych). Wskaźnik P/(BV-goodwill) (tzw. *tangible P/BV*) dla polskich spółek przemysłowych znajduje się obecnie na poziomie 1,2x dla 2015 i 2016 roku.

Przeważenia vs. niedoważenia

Wśród naszych faworytów pozostają Berling (kapitał obrotowy + gotówka netto = kapitalizacja; spółka skorzysta z wysokich temperatur w okresie wakacyjnym na sprzedaży sprzętu chłodniczego), Biomed (pierwsze przychody z frakcjonowania osocza już w 2H'15), Famur (spółka niezadłużona, szansa na odbicie w długim terminie), Fasing (najtańsza spółka z górniczego zaplecza), Elemental Holding (skuteczny rozwój przez akwizycje), Ergis (dobre wyniki 2Q mimo niesprzyjającego otoczenia w cenach petrochemii), Libet (konsolidacja nowego zakładu w Grupie, duża beta na inwestycje w infrastrukturze), Kruszwica (dobre marże na tłoczeniu rzepaku w 2H'15), Pozbud (dobre wyniki 2Q; zakończenie i produkcja z nowej inwestycji), Relpol (tania, niezadłużona spółka, dobry 2Q'15 oraz 3Q'15), SecoWarwick (wzrost wyników w 2015 roku w efekcie dużego zdobytego kontraktu), Vistal (kontrakty z nowej perspektywy UE; wysoki portfel zamówień), UNIWHEELS (dobre wyniki 2Q, dobre perspektywy na 3Q).

Unikalibyśmy akcji Alchemii (brak odbicia w sprzedaży, przestarzały park maszynowy, spadki cen ropy biją w sprzedaż), Boryszewa (spółka z dużymi premiami do zagranicznych konkurentów, słabe wyniki 2Q mimo odbicia w Automotive), Kernel (spadek wyników w 2H'15), Polskiej Grupy Odlewniczej (spółka droga) oraz Patentusa (spółka z dużą ekspozycją na polskie kopalnie bez eksportu).

Prognozy i proponowane pozycjonowanie mniejszych spółek przemysłowych w ramach portfela

Spółka	Portfel	Cena	P/E			EV/EBITDA			DY			P/(BV-goodwill)			Dług netto'15/ EBITDA'15
			'14	'15	'16	'14	'15	'16	'14	'15	'16	'14	'15	'16	
AC Auto Gaz	Równoważ	32,50	11,9	11,2	11,2	7,9	7,4	7,3	7,1%	7,1%	7,6%	3,1	2,9	2,8	-0,3
Berling	Przeważaj	4,00	10,1	9,3	8,9	4,5	3,9	3,8	7,6%	5,0%	5,4%	0,9	0,8	0,8	-3,0
Libet	Przeważaj	2,42	13,6	12,4	9,4	5,5	5,2	4,5	2,0%	0,0%	2,4%	0,5	0,5	0,5	2,4
Synthos	Równoważ	3,80	14,1	14,2	10,3	9,0	9,4	8,1	8,2%	6,6%	4,9%	2,3	2,2	2,0	1,7
Patentus	Niedoważaj	0,81	10,9	-	-	5,1	7,8	10,6	0,0%	0,0%	0,0%	0,2	0,2	0,3	5,3
Fasing	Przeważaj	16,45	6,2	4,4	4,6	2,8	2,8	3,0	4,3%	4,9%	5,0%	0,4	0,4	0,4	1,2
Orzeł Biały	Równoważ	6,83	267,6	44,5	42,9	18,5	11,1	10,4	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	0,5	0,5	2,8
PG Odlew	Niedoważaj	5,69	30,9	22,0	24,3	16,7	13,8	12,4	0,0%	0,0%	0,9%	2,7	2,2	1,9	1,2
Selena FM	Równoważ	18,00	19,7	13,0	11,2	5,9	7,0	6,6	1,6%	1,6%	2,3%	1,0	1,0	0,9	1,8
Zamet Industry	Równoważ	2,00	7,4	8,8	12,2	5,3	5,8	6,6	0,0%	0,0%	2,3%	1,5	1,3	1,2	0,6
ES System	Równoważ	2,91	20,0	14,1	15,3	6,7	5,7	5,7	1,7%	12,0%	6,9%	0,8	0,8	0,8	-0,9
Forte	Równoważ	56,00	17,7	16,8	15,3	12,4	11,6	10,7	2,7%	3,6%	3,9%	3,2	2,9	2,7	0,4
Zetkama	Równoważ	91,70	15,2	14,3	13,6	10,3	9,3	9,0	0,0%	0,0%	1,7%	2,4	2,0	2,4	0,0
Apator	Równoważ	30,63	12,8	14,5	13,1	9,0	9,4	8,2	3,6%	3,1%	2,8%	3,6	3,2	2,8	0,9
Mercor	Równoważ	9,70	21,3	11,8	10,5	10,8	8,5	7,6	95,5%	10,5%	7,9%	1,6	1,9	2,3	2,5
Pozbud	Przeważaj	5,70	11,6	10,2	8,0	8,6	7,1	6,1	2,3%	0,0%	3,4%	1,0	0,9	0,8	1,0
Ferro	Równoważ	11,18	9,9	9,5	8,7	8,6	8,3	7,9	8,9%	8,9%	8,5%	3,0	2,8	2,6	2,3
Relpol	Przeważaj	6,93	13,0	10,3	9,4	5,5	5,2	4,9	3,6%	5,5%	5,8%	0,9	0,9	0,9	0,2
Seco Warwick	Przeważaj	22,06	-	10,8	9,6	13,8	5,9	5,9	0,0%	0,0%	3,7%	1,3	1,2	1,1	0,4
Ergis Eurofilms	Przeważaj	4,84	10,2	8,1	7,1	6,0	5,7	4,7	2,1%	3,1%	4,5%	1,3	1,1	1,0	2,4
ZM Ropczyce	Równoważ	22,17	10,1	7,1	8,2	6,5	6,3	6,2	2,9%	2,9%	4,2%	0,5	0,5	0,4	2,8
Amica	Równoważ	173,30	17,2	13,9	12,5	8,5	8,0	7,8	2,0%	1,7%	2,2%	3,1	3,1	2,0	0,4
ACE	Równoważ	13,76	45,4	14,5	13,4	8,5	6,6	6,2	7,3%	2,1%	5,5%	2,2	2,0	1,9	1,0
Izostal	Równoważ	5,55	36,9	18,7	14,0	21,7	12,2	9,6	2,2%	1,3%	2,7%	1,1	1,1	1,0	2,3
BSC Drukarnia	Równoważ	36,00	16,4	11,8	13,0	9,6	7,7	6,9	1,4%	1,7%	3,0%	1,8	1,6	1,5	-0,7
Radpol	Równoważ	6,37	17,1	41,2	24,6	9,1	12,3	10,7	4,4%	4,4%	1,9%	1,8	1,9	1,8	3,8
Hydrotor	Równoważ	37,79	12,6	11,3	10,8	6,5	6,0	5,2	5,3%	5,3%	6,6%	1,1	1,1	1,0	0,1
Duda	Równoważ	6,11	7,5	11,7	10,9	5,9	6,8	6,7	0,0%	0,0%	0,0%	0,6	0,6	0,6	3,2
ZM Kania	Równoważ	2,87	11,3	9,3	10,5	9,4	7,5	8,0	0,0%	0,0%	0,0%	2,1	1,7	1,5	2,5
Cognor	Równoważ	1,30	15,2	13,5	7,3	5,5	7,2	6,0	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	0,5	0,5	6,1
Kruszwica	Przeważaj	55,00	10,5	10,9	11,2	6,0	6,2	6,2	4,3%	4,8%	5,5%	1,8	1,6	1,6	-0,9
Feerum	Równoważ	21,64	29,7	16,6	11,6	18,8	10,5	7,3	0,0%	1,0%	1,5%	2,1	1,9	1,7	0,7
Biomed Lublin	Przeważaj	2,96	-	-	9,8	33,3	24,6	6,2	0,0%	0,0%	0,0%	2,2	2,3	1,8	10,0
Ceramika NG	Równoważ	1,44	30,1	40,9	110,2	7,1	6,5	5,9	5,6%	6,9%	2,4%	0,4	0,4	0,4	2,5
Oponeo	Równoważ	25,89	89,5	47,8	45,9	31,4	26,6	24,1	0,3%	0,2%	0,6%	6,0	5,4	5,0	-2,3
Elemental Holding	Przeważaj	4,45	22,6	19,6	18,3	17,8	13,0	10,6	0,0%	0,0%	0,0%	4,5	3,6	3,0	2,3
Koelner	Równoważ	9,05	21,1	15,5	15,6	10,4	7,9	7,2	3,6%	3,6%	3,9%	0,9	0,9	0,8	3,5
Lena Lighting	Równoważ	4,45	11,1	10,1	9,3	7,6	6,7	6,6	6,7%	6,7%	5,9%	1,2	1,2	1,1	0,1
Alchemia	Niedoważaj	4,91	64,0	56,0	31,1	17,6	17,2	13,5	0,0%	0,0%	0,5%	1,6	1,6	1,5	1,9
Boryszew	Niedoważaj	5,20	11,4	13,0	12,6	8,4	8,6	8,1	0,0%	1,9%	2,0%	1,5	1,4	1,3	2,8
Impexmetal	Równoważ	2,69	4,8	6,8	6,6	5,8	5,9	5,4	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	0,5	0,5	1,9
Famur	Przeważaj	1,86	8,9	9,8	8,4	3,3	3,5	2,9	45,2%	0,0%	4,1%	1,6	1,8	1,9	-0,4
Kęty	Równoważ	277,85	15,4	13,8	14,0	9,0	9,1	8,4	3,6%	5,2%	4,7%	2,2	2,1	2,0	0,9
Kopex	Równoważ	6,06	4,4	10,2	9,2	2,9	3,7	3,5	0,0%	6,6%	3,9%	0,3	0,3	0,3	1,6
Tarczyński	Równoważ	13,30	12,9	10,5	9,9	6,8	6,4	6,0	0,0%	0,0%	4,8%	1,2	1,1	1,0	2,8
Vistal Gdynia	Przeważaj	11,08	12,8	9,0	6,6	8,5	7,3	6,1	0,0%	2,7%	3,3%	1,0	0,9	0,8	3,5
Uniwheels	Przeważaj	120,95	13,0	11,3	10,7	8,2	7,8	7,2	0,0%	2,6%	3,1%	3,5	2,0	1,6	0,5

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Elemental		Akumuluj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		4,45 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-06-17	
		Cena docelowa:		4,50 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	859,6	772,3	-10,1%	1 151,8	49,1%	1 346,9	16,9%	Liczba akcji (mln)	158,5
EBITDA	28,6	41,2	43,9%	66,1	60,4%	80,2	21,2%	MC (cena bieżąca)	705,2
marża EBITDA	3,3%	5,3%		5,7%		6,0%		EV (cena bieżąca)	863,0
EBIT	25,7	34,9	35,6%	54,9	57,2%	65,4	19,1%	Free float	27,0%
Zysk netto	24,4	31,1	27,4%	36,0	15,7%	38,5	6,9%		
P/E	28,2	22,6		19,6		18,3		Zmiana ceny: 1m	1,8%
P/CE	25,2	18,8		14,9		13,2		Zmiana ceny: 6m	18,7%
P/BV	2,7	2,6		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	55,6%
EV/EBITDA	25,9	17,8		13,0		10,6		Min (52 tyg.)	2,9
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	4,7

Dzięki wydłużeniu łańcucha wartości dodanej oraz wejściu w nowe bardziej marżowe segmenty (płytki drukowane, katalizatory i sprzęt AGD-RTV) w 2015 roku udział niskomargowego hurtowego handlu odpadami spadnie poniżej 30% wyniku EBITDA Grupy. Zarząd w najbliższym czasie zamierza skupić się nad rozwojem zbiórki w segmencie katalizatorów oraz przeprowadzić inwestycje (rzędu 6 mln EUR) w większe przetworzenie płytek nadrukowanych oraz katalizatorów. W 3Q'15 Elemental sfinalizował nabycie pakietu kontrolnego w Gorenje Surovina, zajmującego się zbiórką odpadów na terenie Słowenii oraz Serbii. Po akwizycji szacujemy, że obroty spółki w roku 2016 wzrosną do 1,3 mld PLN, a EBITDA do 80 mln PLN. W 3Q'15 oczekujemy dwucyfrowej poprawy rezultatów w ujęciu r/r (publikacja 13 listopada). Po 1-3Q'15 szacujemy, że nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 64% na poziomie sprzedaży, 70% EBITDA oraz 88% wyniku netto. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla spółki Elemental Holding.

Wywiad z Zarządem

Collect Point, spółka z grupy Elemental Holding, nabyła 51% akcji PGM Group, firmy z branży recyklingu zużytych katalizatorów samochodowych w Polsce - podał Elemental Holding w komunikacie. PGM Group spółka z ograniczoną odpowiedzialnością S.K.A. jest wiodącym podmiotem w branży recyklingu zużytych katalizatorów samochodowych w Polsce. Zarząd spółki zakłada przetworzenie w 2015 roku ok. 250 ton surowca. W komunikacie nie została przedstawiona cena nabycia 51% udziałów w zakupionym podmiocie.

Prognoza wyników na 3Q'15

W 3Q'15 spodziewamy się, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Elemental wzrosną o 12,5% r/r do poziomu 244,4 mln PLN. Pozytywnie na poziom realizowanych wyników wpływać będzie konsolidacja Evciler. Nie oczekujemy natomiast, aby spółka zdążyła skonsolidować przejęte aktywa Gorenje na Bałkanach.

W 3Q'15 spodziewamy się, że wolumen sprzedaży wzrośnie o 19% r/r, z czego największy przyrost będzie miał miejsce w segmencie zużytych katalizatorów (+514% r/r), zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego (+28% r/r) oraz nadrukowanych płytek elektronicznych (+25% r/r). Szacujemy również, że wolumen sprzedaży metalami kolorowymi wzrośnie w 3Q'15 o 16% r/r.

Niższy wzrost przychodów ze sprzedaży niż wolumenów wynika ze spadku cen metali kolorowych na przestrzeni roku oraz zwiększenia zawartości handlu odpadami o niższe zawartości metali.

Na poziomie EBITDA oczekujemy wzrostu wyniku w 3Q'15 o 37,8% r/r. Największego przyrostu wyników spodziewany się w segmencie zużytych katalizatorów (+281% r/r) oraz nadrukowanych płytek elektronicznych (+64% r/r). Wielkość EBITDA generowana przez segment handlu metalami kolorowymi powinna być stabilna w 3Q'15.

W efekcie oczekujemy, że wynik netto wzrośnie o 15,4% r/r. Po 1-3Q'15 szacujemy, że nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 64% na poziomie sprzedaży, 70% EBITDA oraz 88% wyniku netto. 3Q'15 będzie ostatnim kwartałem, kiedy spółka będzie mogła wykorzystywać spółki komandytowo-akcyjne do optymalizacji podatkowej. W kolejnych okresach spółka będzie musiała zastosować inny schemat w celach optymalizacyjnych.

Famur
Kupuj

Analitik: Jakub Szkopek	Cena bieżąca:		1,86 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2015-09-03
	Cena docelowa:		3,00 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 176,4	708,8	-39,8%	816,0	15,1%	890,1	9,1%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	384,7	275,9	-28,3%	229,8	-16,7%	258,7	12,6%	MC (cena bieżąca)	895,6
marża EBITDA	32,7%	38,9%		28,2%		29,1%		EV (cena bieżąca)	814,5
EBIT	224,6	121,9	-45,7%	95,6	-21,6%	129,3	35,3%	Free float	13,6%
Zysk netto	207,6	100,3	-51,7%	91,3	-8,9%	107,1	17,3%		
P/E	4,3	8,9		9,8		8,4		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/CE	2,4	3,5		4,0		3,8		Zmiana ceny: 6m	-36,9%
P/BV	1,2	1,1		1,2		1,3		Zmiana ceny: 12m	-43,6%
EV/EBITDA	2,0	3,3		3,5		2,9		Min (52 tyg.)	1,6
Dyld (%)	0,0	45,2		0,0		4,1		Max (52 tyq.)	3,5

W drugiej połowie 2015 roku Famur zanotuje spadek rezultatów, co związane jest w zakończeniem w 1Q'15 wykonywania umów eksportowych dla klienta kazachskiego (za 20 mln EUR) oraz rosyjskiego (za 23 mln EUR). W kolejnym 2016 roku spółka wykonywać będzie kontrakt dla klienta tureckiego za 272,9 mln PLN, a w latach 2017 i 2018 Famur realizować będzie stacje odzyskiwania za 139,8 mln PLN. Famur, działając w konsorcjum zawarł również pisemne porozumienie i prowadzi negocjacje z mongolskim kontrahentem Shivee-Ovoo JSC w celu podpisania umowy na dostawę maszyn i urządzeń do kopalni odkrywkowej za około 20 mln EUR. Oczekujemy, że mimo poprawy wysokości sprzedaży w 2015 roku Famurowi nie uda się poprawić r/r wyników finansowych. Mimo spadku wyników po IH'15 Famur posiada bardzo niskie zadłużenie, co powoduje, że nawet jeśli słaba koniunktura utrzymać się będzie przez kilka kwartałów, to ryzyko utraty płynności jest bardzo niskie. Oczekujemy spadkowych wyników finansowych w 3Q'15, które Spółka przedstawi 13 listopada. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla spółki Famur.

Prognoza wyników na 3Q'15

W 3Q'15 oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą 143,6 mln PLN i będą o 4,5% r/r wyższe. Spodziewamy się spadku obrotów w segmentach systemów transportu (-20,5% r/r), kompleksów chodnikowych (-13,2% r/r – efekt spadku cenników oraz wielkości sprzedaży nowych kombajnów) oraz kompleksów chodnikowych (-6,3% r/r – sprzedaż segmentu w obecnej koniunkturze opiera się praktycznie wyłącznie na usługach Aftermarket). Niższe przychody podstawowej działalności powinien uzupełnić przejęty na początku 2015 roku Famur, który kwartalnie generuje około 20 mln PLN sprzedaży.

Mimo zbliżonych r/r obrotów oczekujemy, że marże na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży będą o około 1/3 r/r niższe, a na poziomie EBITDA 1/2 r/r niższe. Największych spadków rentowności oczekujemy w segmentach systemów transportu (-20p.p. r/r), kompleksów chodnikowych (-15p.p. r/r) oraz kompleksów ścianowych (-10p.p. r/r).

Na poziomie działalności finansowej nie oczekujemy znaczących różnic kursowych, jako że relacja PLN do EUR nie zmieniła się znacząco na przestrzeni 3Q'15.

Na poziomie wyniku netto oczekujemy, że Grupa Famur oscylować będzie wokół progu rentowności.

Po trzech kwartałach 2015 roku nasza całoroczna prognoza przychodów wykonana będzie w 71%, 58% EBITDA oraz 39% wyniku netto. To może powodować ryzyko obniżenia całorocznej prognozy EBITDA do 170-180 mln PLN oraz wyniku netto 38-42 mln PLN.

Spodziewamy się, że dług netto na koniec 3Q'15 wyniesie około 50 mln PLN (0,2x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy).

Kernel		Redukuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		53,40 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-07-17	
		Cena docelowa:		35,00 PLN					
(mln USD)	2012/13	2013/14	zmiana	2014/15	zmiana	15/16P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 796,8	2 393,3	-14,4%	2 329,2	-2,7%	2 139,9	-8,1%	Liczba akcji (mln)	79,7
EBITDA	290,7	223,0	-23,3%	396,6	77,8%	316,5	-20,2%	MC (cena bieżąca)	4 255,1
marża EBITDA	10,4%	9,3%		17,0%		14,8%		EV (cena bieżąca)	4 636,7
EBIT	200,9	128,7	-35,9%	328,3	155,1%	231,3	-29,5%	Free float	54,9%
Zysk netto	111,3	-98,3		106,9		144,3	34,9%		
P/E	9,9			10,3		7,6		Zmiana ceny: 1m	18,9%
P/CE	5,5			6,3		4,8		Zmiana ceny: 6m	50,9%
P/BV	0,8	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	111,3%
EV/EBITDA	4,4	5,7		3,0		3,8		Min (52 tyg.)	23,0
Dyld (%)	0,0	0,0		1,8		3,5		Max (52 tyg.)	55,2

Nowe moce produkcyjne otwierane przez konkurencję (Bunge 0,6 mln ton, Alseeds 0,8 mln ton) połączone z niskimi zapasami ziarna naszym zdaniem przełożą się na wyższą konkurencję oraz spadek marży na produkcji oleju słonecznikowego. Dodatkowo o ile w sezonie 2014/2015 ukraińscy producenci zbóż, eksporterzy oraz producenci oleju słonecznikowego korzystali ze średnio ponad 80% osłabienia UAH do USD, to w kolejnym sezonie nie oczekujemy, tak drastycznego spadku lokalnej waluty. To z kolei zmniejszy wielkość marży generowanej przez eksporterów. Oczekujemy wyraźnego spadku wyników finansowych w 2H'15. Naszym zdaniem słabe wolumeny sprzedaży w 3Q'15 przełożą się na wyraźnie niższe r/r wyniki finansowe Kernel (wyniki spółka przedstawi 25 listopada). Podtrzymujemy naszą rekomendację redukcji dla akcji Kernela.

Słabe wyniki 4Q'15 (2Q'15)

W 4Q'15 skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Kernel wyniosły 490,8 mln USD i były o 15,4% r/r niższe i 3,7% niższe niż oczekiwaliśmy. Niższa od oczekiwań sprzedaż miała miejsce w segmentach oleju butelkowanego (-13,3% vs. nasze oczekiwania) oraz oleju luzem (-4,2% vs. nasze oczekiwania). Było to efektem niższych niż wynikało to ze średniej rynkowej cen sprzedaży.

EBITDA w 4Q'15 wyniosła 57,2 mln USD i była o 53,8% niższa niż oczekiwaliśmy oraz 32,2% r/r niższa. Szczególnie słabo w 4Q'15 wypadł wynik segmentu oleju luzem (jedyne 25,6 mln USD, czyli 65,1% niższej niż oczekiwaliśmy). Po kilku kwartałach rekordowych marży segmentu tłoczenia oleju w 4Q'15 na każdej tonie przerobionego słonecznika Kernel zarabiał jedynie 37,5 USD EBITDA vs. oczekiwane 110 USD oraz 76,1 USD w 4Q'14. Słaby wynik miał również miejsce w segmencie handlu zbożem (-61,5% vs. nasze szacunki). W 4Q'15 na każdej tonie sprzedanego zboża Kernel zarabiał jedynie 5,8 USD/t, vs. oczekiwania 15 USD/t oraz 10-19 USD tona w ostatnich czterech kwartałach. Niższe również od oczekiwań okazały się przeszacowania w segmencie produkcji rolnej (EBITDA segmentu -8,2% vs. nasze szacunki). Jednocześnie udział segmentu w EBITDA Grupy 4Q'15 wyniósł aż 53%.

W efekcie wynik netto Grupy wyniósł 21,5 mln USD i był o 72,9% niższy niż oczekiwaliśmy.

Jedyną pozytywną stroną wyników jaką spostrzegamy jest przepływ gotówki z działalności operacyjnej (+186,4 mln USD vs. 274,9 mln USD w 4Q'13). W efekcie wysokiego przepływu gotówki z działalności operacyjnej dług netto na koniec roku obrotowego obniżył się do 333,4 mln USD (-142,5 mln USD w skali kwartału).

Wyniki interpretujemy negatywnie, głównie ze względu na spadek marży w segmencie olejów oraz handlu zbożem. Jedynie przeszacowania aktywów biologicznych (zboż rosnących na polach) ratują wynik 4Q'14. W zestawieniu ze

słabymi danymi wolumenowymi za 1Q'16 oczekujemy że spadkowa tendencja wyników może się utrzymywać przez kolejne dwa kwartały (wysoka baza rezultatów).

Prognoza wyników na 3Q'15

W 1Q'16 (3Q'15) wolumen sprzedaży zboża w Grupie Kernel spadł do 927,5 tys. ton (-24% r/r), oleju słonecznikowego luzem do 158,2 tys. ton (-22% r/r), oleju słonecznikowego butelkowanego do 17,7 tys. ton (-22% r/r), a ilość przetransportowanego przez własne terminale zboża do 1167,7 tys. ton (-4% r/r). Zdaniem Zarządu wpływ na słabe wolumeny sprzedaży oleju luzem i butelkowanego miała niska dostępność ziarna na rynku w tym okresie oraz niechęć rolników do sprzedaży ziarna po niskich cenach. Zarząd w zakłada, że w całym roku Grupie uda się przerobić 2,7 mln ton stłoczenia wobec 2,5 mln ton w sezonie 2014/2015 (nasza prognoza 2,4 mln ton). W raporcie rocznym dodaje również, że w sezonie 2015/2016 marże na tłoczeniu oleju powinny ulec normalizacji, po rekordowych poziomach zanotowanych w sezonie 2014/2015. Dodatkowo w segmencie handlu zbożem niskie ceny zbóż przełożyły się na niechęć rolników do sprzedaży płodów rolnych. Zarząd zakłada, że w całym roku wielkość sprzedaży zbóż będzie na porównywalnym co zeszłorocznym poziomie, ale marże powinny być niższe r/r. Obecna w sierpniu susza zdaniem Zarządu negatywnie przełożyła się na wielkość zbiorów podstawowych płodów rolnych z hektara w zachodnich częściach Ukrainy. To powodować będzie, że w sezonie 2015/2016 zbiory z hektara w ramach podstawowych upraw będzie zbliżony w ujęciu r/r.

Na bazie przedstawionych wolumenów sprzedaży podstawowych produktów rolnych szacujemy, że przychody w 1Q'16 (3Q'15) spadną o 31,7% r/r, z czego największy spadek obrotów według nas zaliczy segment handlu zbożem (-32,6% r/r), oleju słonecznikowego luzem (-26,6% r/r), oleju butelkowanego (-16,0% r/r) oraz przechowywania zboża (-13,1% r/r).

Zakładamy, że w segmencie oleju luzem na każdej tonie przerobionego słonecznika Kernel zarabiać będzie 70 USD/t (vs. 88,8 USD/t w 1Q'15; efekt niższych wolumenów sprzedaży oraz spadku marży benchmarkowych na tłoczeniu słonecznika). W segmencie oleju butelkowanego oczekujemy stabilizacji marży na poziomie 75 USD/t (na każdej tonie przerobionego słonecznika; 72,8 USD/t w 1Q'15), oraz nieznacznie niższych marży na handlu zbożem (13 USD/t vs. 14,5 USD/t w 1Q'15). Wyższe marże naszym zdaniem generować powinien segment usług przeładunku (6,5 USD/t vs. 5,6 USD/t w 1Q'15), co wynika z odcięcia drogi transportowej przez Krym. Szacujemy również, że segment produkcji rolnej wygeneruje w 1Q'16 EBITDA na poziomie 7 mln USD vs. 10,7 mln USD w 1Q'15.

W efekcie oczekujemy, że EBITDA Grupy w 1Q'16 wyniesie 52,1 mln USD (-35,3% r/r). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy, że pozytywny wpływ na wynik

będzie miało umocnienie USD do UAH (o 2,4% w 3Q'15). W efekcie oczekujemy pozytywnego przeszacowania wartości należnych od Skarbu Państwa należności VAT w kwocie 2,1 mln USD.

W efekcie szacujemy, że wynik netto wyniesie w 1Q'16 20,4 mln USD i będzie o 12,9% r/r niższy.

Wywiad z Zarządem

Kernel w roku obrotowym 2015/2016 wyda na inwestycje około 40 mln USD wobec około 24 mln USD w roku poprzednim. Spółka pracuje nad akwizycjami, jednak nie spodziewa się, by jakaś transakcja zamknęła się w sezonie 2015/16. Prezes poinformował, że Kernel nie planuje wypłaty

specjalnej dywidendy. Zarząd będzie rekomendował, by w tym roku obrotowym do akcjonariuszy trafiło 0,25 USD dywidendy na akcję, zgodnie z polityką dywidendową. Spółka zakłada również, że przyływy z działalności operacyjnej będą mniejsze niż przed rokiem, przede wszystkim ze względu na fakt, że rok obrotowy 2014/15 Kernel zakończył z ekstremalnie niskim poziomem zapasów. W kolejnym roku Spółka będzie zmuszona odbudować poziom zapasów, co oznacza wzrost kapitału pracującego o 50-70 mln USD przy obecnych cenach. Prezes podtrzymał, że w roku 2015/16 spółka zamierza przerobić w swoich tłoczniach większą r/r ilość ziarna, mimo spadku wolumenów w I kwartale. Dodał, że tegoroczne marże będą niższe niż zeszłoroczne.

Kęty		Trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		277,85 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-11-02	
		Cena docelowa:		275,60 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 593,8	1 819,6	14,2%	1 969,7	8,3%	2 048,2	4,0%	Liczba akcji (mln)	9,4
EBITDA	225,9	309,3	36,9%	320,0	3,5%	346,7	8,3%	MC (cena bieżąca)	2 623,5
marża EBITDA	14,2%	17,0%		16,2%		16,9%		EV (cena bieżąca)	2 903,6
EBIT	144,9	224,6	55,0%	228,8	1,9%	244,1	6,7%	Free float	82,0%
Zysk netto	153,5	169,0	10,1%	190,2	12,5%	186,8	-1,8%		
P/E	16,8	15,4		13,8		14,0		Zmiana ceny: 1m	-2,5%
P/CE	11,0	10,3		9,3		9,1		Zmiana ceny: 6m	-12,6%
P/BV	2,3	2,2		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	-0,2%
EV/EBITDA	12,4	9,0		9,1		8,4		Min (52 tyg.)	259,0
Dyld (%)	2,2	3,6		5,2		4,7		Max (52 tyg.)	330,0

Wyraźny spadek dynamiki wzrostu wyników Grupy w 2015 roku (w 3Q'15 jedynie +1,3% r/r) spowodował, że premia w wycenie Grupy Kęty do półek porównywalnych spadła (obecnie około 10% premii na wskaźniku EV/EBITDA na lata 2016 i 2017). Spółka w 2015 roku odczuła wyraźny wzrost mocy produkcyjnych w zakresie profili aluminiowych na rynku lokalnym (łącznie 27 tys. ton nowych mocy - około 40% potencjału produkcyjnego Grupy Kęty). Naszym zdaniem nowa podaż powodować będzie, że rentowność EBITDA segmentu wyrobów wyciskanych znajdzie się w najbliższych latach poniżej swojej pięcioletniej historycznej średniej. Pozytywnie w 2016 roku na poziomie EBITDA zaskoczy może segment systemów aluminiowych, który korzystać będzie z niższych cen aluminium, stanowiących około 30% kosztów segmentu (obecnie w 4Q'15 cena aluminium + premia w PLN jest o 17% niższa niż w 1-3Q'15). Według naszych prognoz w 4Q'15 przychody spadną o 2,3% r/r (467,7 mln PLN), EBITDA wzrośnie o 1,0% r/r (57,7 mln PLN), a wynik netto wzrośnie o 37,2% r/r (32,1 mln PLN - efekt aktywa podatkowego). Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Wyniki 3Q'15

W 3Q'15 skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 542,8 mln PLN i były o 11,0% r/r wyższe oraz 1,4% wyższe od naszych oczekiwań. Wzrost wielkości sprzedaży miał miejsce w segmentach systemów aluminiowych (+15,4% r/r), wyrobów wyciskanych (+14,3% r/r), opakowań giętkich (+9,2% r/r) oraz usług budowlanych (+4,5% r/r). Spadek obrotów miał miejsce jedynie w segmencie usług budowlanych (-7,6% r/r).

EBITDA Grupy w 3Q'15 wyniosła 104,4 mln PLN i była zbliżona do naszych prognoz, prognozy Zarządu oraz ubiegłorocznego wyniku. Poprawę rezultatów przyniósł segment usług budowlanych (poprawa o około 1 mln PLN r/r), wyrobów wyciskanych (+10,3% r/r) oraz systemów aluminiowych (+2,5% r/r). Inne segmenty wygenerowały niższe wyniki EBITDA niż w 3Q'14: segment akcesoriów

budowlanych (-52,5% r/r) oraz opakowań giętkich (-1,0% r/r). Niepokojącym faktem jest, że drugi kwartał z rzędu spadała rentowność EBITDA 4 z 5 głównych segmentów sprzedażowych – akcesoriów budowlanych (-7,2p.p.), systemów aluminiowych (-2,5p.p.), opakowań giętkich (-2,4p.p.) oraz wyrobów wyciskanych (-0,5p.p.).

Wynik netto 3Q'15 wyniósł 65,4 mln PLN i był o 5,2% r/r wyższy oraz zbliżony do naszych oczekiwań (+1,6% vs. nasza prognoza).

W 3Q'15 przepływ gotówki z działalności operacyjnej wyniósł 97,5 mln PLN vs. +63,2 mln PLN w 3Q'14. Mimo tego dług netto wzrósł na przestrzeni kwartału o 57,2 mln PLN do poziomu 258,7 mln PLN (efekt wypłaty dywidendy; dług netto/EBITDA'12m 0,8x).

Wywiad z Zarządem

Grupa Kęty podtrzymuje prognozę wyników na ten rok. Zarząd spostrzega również oznaki pewnego osłabienia popytu w kraju i za granicą. Spółka podała, że w trzecim kwartale nastąpił około 10% r/r spadek sprzedaży na rynku niemieckim, ale zostało to zrekomensowane wzrostami na innych rynkach: czeskim, brytyjskim i włoskim. Zarząd ocenia, że problemy w Niemczech to nie jest pokłosie kryzysu wokół Volkswagena, związanego z zaniżaniem emisji spalin. Kęty podały w prezentacji, że w segmencie wyrobów wyciskanych w czwartym kwartale prognozowana jest sprzedaż na poziomie około 5% r/r niższym od zeszłorocznego ze względu na niskie notowania cen aluminium. W segmencie systemów aluminiowych w czwartym kwartale Kęty prognozują sprzedaż o około 5% r/r wyższą rdr, a w segmencie opakowań giętkich spodziewane jest utrzymanie 10% r/r wzrostu sprzedaży. W segmencie usług budowlanych i w segmencie akcesoriów budowlanych sprzedaż w IV kwartale może być na porównywalnym r/r poziomie. Prezes poinformował również, że możliwe jest przesunięcie wydatków na poziomie 30-40 mln PLN na 2016 rok. Spółka spodziewa się, że na koniec czwartego kwartału poziom zadłużenia Grupy będzie minimum 10 mln PLN niższy w porównaniu ze stanem na koniec września.

Kopex		Trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		6,06 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-06-03	
		Cena docelowa:		8,10 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 395,1	1 433,9	2,8%	1 202,0	-16,2%	1 161,7	-3,4%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	241,4	287,4	19,1%	220,0	-23,4%	221,5	0,7%	MC (cena bieżąca)	450,5
marża EBITDA	17,3%	20,0%		18,3%		19,1%		EV (cena bieżąca)	816,9
EBIT	91,2	135,6	48,6%	75,1	-44,6%	81,9	9,1%	Free float	25,9%
Zysk netto	67,6	101,3	49,9%	44,2	-56,4%	49,0	10,9%		
P/E	6,7	4,4		10,2		9,2		Zmiana ceny: 1m	8,2%
P/CE	2,1	1,8		2,4		2,4		Zmiana ceny: 6m	-41,3%
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-46,1%
EV/EBITDA	3,5	2,9		3,7		3,5		Min (52 tyg.)	5,5
Dyild (%)	1,0	0,0		6,6		3,9		Max (52 tyg.)	11,8

Zarząd Kopex spodziewa się, że 2H'15 będzie silniejsza od 1H'15. W 3Q'15 zwiększy się realizacja kontraktów do Argentyny (pozostało do sprzedaży 57 mln PLN) i Rosji (pozostało 93 mln PLN do sprzedaży). Słaba kondycja finansowa polskich kopalni oraz konieczność finansowania w bieżącym roku pracy przy szybie Bzie (JSW łącznie planowych 35 mln PLN zapłaci dopiero w 2016 roku) przełożą się naszym zdaniem na utrzymanie zadłużenia netto, jakie miało miejsce na koniec 2014 roku. W całym 2015 roku oczekujemy 16% r/r spadku sprzedaży oraz 23% r/r spadku wyniku EBITDA Grupy. Na wyniki naszym zdaniem negatywnie wpływać będzie mniejszy udział wysokomargowego kontraktu dla klienta z Argentyny oraz wzrost konkurencji na rynku krajowym. Ryzykiem dla Spółki pozostaje zaangażowanie w wysokonakładowy projekt budowy własnej kopalni oraz potencjalna podaż akcji ze strony właściciela głównego konkurenta (TDJ). Oczekujemy słabszych r/r wyników Grupy Kopex w 3Q'15, które Spółka przedstawi 12 listopada. Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla Grupy Kopex.

Prognoza wyników na 3Q'15

W 3Q'15 oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą 268,0 mln PLN i będą o 16,9% r/r niższe. Naszym zdaniem najwyższy spadek obrotów będzie miał miejsce w segmentach maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-51,9% r/r – spadek poziomu portfela zamówień na koniec IH'15 wyniósł 61% r/r), maszyn i urządzeń dla przemysłu (-23,1% r/r), usług górniczych (-21,1% r/r – spadek poziomu portfela zamówień na koniec IH'15 wyniósł 16% r/r) oraz maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (-15,5% r/r – spadek poziomu portfela zamówień na koniec IH'15 wyniósł 34% r/r).

Oczekujemy, że wynik brutto ze sprzedaży wyniesie w 3Q'15 45,1 mln PLN (-40,5% r/r). W 2Q'15 Spółka według zapowiedzi Zarządu wykonywać miała umowy dla kontrahentów rosyjskich oraz kontrahenta argentyńskiego. W rezultacie oczekujemy, że wynik brutto ze sprzedaży w 3Q'15 będzie o 37,7% wyższy niż miało to miejsce w 2Q'15 (wówczas w portfelu brakowało jakichkolwiek umów eksportowych).

Szacujemy, że wynik EBITDA wyniesie 50,1 mln PLN i będzie o 35,8% r/r niższy, a wynik netto 6,4 mln PLN (-75,8% r/r).

Po 1-3Q'15 nasza całoroczna prognoza wykonana będzie w 73% na poziomie sprzedaży, 64% EBITDA oraz 52% zysk netto.

Szacujemy, że dług netto na koniec 3Q'15 wyniesie około 400 mln PLN (2,0x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy).

Tarczyński		Trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		13,30 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-03-06	
		Cena docelowa:		15,00 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	448,3	494,2	10,2%	540,5	9,4%	592,0	9,5%	Liczba akcji (mln)	11,3
EBITDA	32,9	41,8	27,0%	42,4	1,3%	43,5	2,7%	MC (cena bieżąca)	150,9
marża EBITDA	7,3%	8,5%		7,8%		7,3%		EV (cena bieżąca)	270,8
EBIT	17,3	21,6	24,8%	23,3	7,8%	25,1	7,6%	Free float	61,7%
Zysk netto	9,3	11,7	25,4%	14,4	23,6%	15,3	5,9%		
P/E	16,2	12,9		10,5		9,9		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	6,1	4,7		4,5		4,5		Zmiana ceny: 6m	-6,9%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	34,9%
EV/EBITDA	7,6	6,8		6,4		6,0		Min (52 tyg.)	9,4
Dyld (%)	0,8	0,0		0,0		4,8		Max (52 tyg.)	15,0

Otwarcie w 2015 roku rozbudowywanego zakładu w Ujeźdźcu, wejście pod marką Lidl na nowe rynki sprzedażowe Czech i Słowacji oraz zwiększenie sprzedaży w Wielkiej Brytanii przełożą się na 12% r/r wzrost wolumenu sprzedaży. Spółka dodatkowo wznawia współpracę z Grupą Bruno Tassi, która jeszcze przed debiutem na GPW (w 2012 roku) odpowiadała za ponad 10% obrotów Grupy Tarczyński. W krótkim terminie negatywnie na sentyment wokół akcji może wpływać otwarcie zakładu Pini Polska w Kutnie. Oczekujemy zbliżonych r/r wyników finansowych za 3Q'15 (publikacja 6 listopada). Naszym zdaniem po 3Q'15 rynek może spekulować, że całoroczny rezultat zbliży się do 490-500 mln PLN na poziomie sprzedaży, 47-48 mln PLN wyniku EBITDA oraz 15-16 mln PLN wyniku netto. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Prognoza wyników na 3Q'15

W 3Q'15 oczekujemy, że wolumen sprzedaży produktów przetworzonych wzrośnie o 3,0% r/r, a średnie ceny produktów spadną o 0,3% r/r (efekt niższych cen mięsa wieprzowego na rynku). W efekcie skonsolidowane przychody ze sprzedaży wzrosną o 2,1% r/r.

W 3Q'15 szacujemy, że na każdym sprzedanym kilogramie produktu Tarczyński zarabiać będzie 4,7 PLN (+8,2% r/r). Spodziewamy się jednocześnie, że koszty kampanii reklamowej w 3Q'15 wyniosą 1,5 mln PLN vs. 0,8 mln PLN w 3Q'14. W efekcie wyższych kosztów reklamowych oczekujemy, że wynik EBITDA 3Q'15 będzie nieznacznie niższy niż w 3Q'14 (-2,4% r/r).

Wynik netto powinien według nas oscylować wokół 4 mln PLN, czyli będzie niższy o około 10% r/r.

Po 1-3Q'15 nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 71% na poziomie sprzedaży, 90% EBITDA oraz 91% wyniku netto. Naszym zdaniem po 3Q'15 rynek może spekulować, że całoroczny rezultat zbliży się do 490-500 mln PLN na poziomie sprzedaży, 47-48 mln PLN wyniku EBITDA oraz 15-16 mln PLN wyniku netto.

Szacujemy, że dług netto na koniec 3Q'15 wyniesie około 145,8 mln PLN (2,9x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy).

UNIWHEELS
Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		120,95 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-06-11	
		Cena docelowa:		136,60 PLN							
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	337,2	362,6	7,5%	401,6	10,8%	438,9	9,3%	Liczba akcji (mln)	12,5		
EBITDA	38,3	46,3	20,9%	52,0	12,3%	58,2	12,0%	MC (cena bieżąca)	1 509,5		
marża EBITDA	11,3%	12,8%		12,9%		13,3%		EV (cena bieżąca)	1 622,6		
EBIT	23,6	32,1	36,0%	36,5	13,8%	39,4	8,0%	Free float	38,7%		
Zysk netto	13,2	22,2	67,5%	33,3	49,8%	35,2	5,9%				
P/E	21,5	12,8		10,7		10,1		Zmiana ceny: 1m	4,3%		
P/CE	10,2	7,8		7,3		6,6		Zmiana ceny: 6m	15,2%		
P/BV	3,3	3,4		1,9		1,5		Zmiana ceny: 12m	15,2%		
EV/EBITDA	9,5	8,1		7,3		6,8		Min (52 tyg.)	105,0		
Dyld (%)	2,5	0,0		2,8		3,3		Max (52 tyg.)	129,0		

UNIWHEELS to trzeci największy pod względem generowanych przychodów producent felg aluminiowych dla koncernów samochodowych w Europie oraz pierwszy pod względem wolumenu produkcji na rynku wtórnym (udział 13%; Aftermarket). Producentom kół aluminiowych sprzyja długoterminowy trend zastępowania kół stalowych aluminiowymi (chęć poprawy stylistyki, podniesienia wartości samochodu, redukcji wagi). Zakładając utrzymanie się bieżących trendów, w perspektywie 3 lat światowa produkcja felg aluminiowych wzrośnie o 25%, co przy zwiększaniu się rozmiaru kół doprowadzi do wyczerpania dostępnych mocy. Spółka po wyraźnym wzroście wolumenu sprzedaży w 3 ostatnich latach (CAGR 6%) kosztem 87 mln EUR planuje rozpocząć budowę 3-go zakładu w Stalowej Woli. Produkcja ma się rozpocząć w 2H'16, dzięki czemu docelowe moce produkcyjne zwiększą się o 24% (z 8,0 do 9,9 mln sztuk rocznie). W 3Q'15 oczekujemy 7-9% r/r dynamiki poprawy rezultatów (publikacja 12 listopada). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Nominacja do nowego modelu Jaguara

UNIWHEELS poinformował w komunikacie o podpisaniu porozumienia w sprawie dostaw felg do nowego modelu Jaguara – F-Pace. Jaguar F-Pace to pierwszy model zaprojektowany przez koncern Jaguar Land Rover w kategorii sportowy SUV. UNIWHEELS będzie dostarczał na potrzeby modelu F-Pace 3 modele srebrnych felg aluminiowych w rozmiarach 18,19,20 cali oraz 1 model czarnych felg w rozmiarze 19 cali. Wszystkie modele felg aluminiowych UNIWHEELS dla Jaguara F-Pace będą produkowane w Polsce.

Prognoza wyników na 3Q'15

W 3Q'15 oczekujemy, że skumulowany wolumen sprzedaży felg aluminiowych wyniesie 1,75 mln sztuk, a średnie ceny wyniosą odpowiednio 55,3 EUR/felga w segmencie Aftermarket oraz 54,3 EUR/felga w segmencie OEM. Zakładamy jednocześnie, że udział felg kierowanych na rynek wtórny był w 3Q'15 wyższy niż miało to miejsce w IH'15 z uwagi na coroczne wakacyjne przerwy koncernów samochodowych w sierpniu (niższa sprzedaż felg do OEM). Dodatkowo warto zauważyć, że sprzedaż felg w 3Q'15 jest na poziomie niższym niż miało to miejsce w 1Q'15 oraz 2Q'15 z uwagi na coroczną dwutygodniową przerwę produkcyjną jaka przypada na sierpień. Szczęśliwie w tym roku przerwa przypadła na okres, kiedy zakłady produkcyjne w Polsce miały ograniczone dostawy energii elektrycznej. W rezultacie niższe dostawy energii nie wpłynęły negatywnie na wolumen sprzedaży.

Oczekujemy, że średnia cena sprzedaży felg w 3Q'15 wyniesie 55,0 EUR/felga wobec 50,1 EUR/felga w 3Q'14. Wyższe ceny wynikają z przeprowadzonych podwyżek w segmencie Aftermarket oraz zwiększenia średniego rozmiaru felg, co przekłada się na wyższe jednostkowe koszty sprzedaży.

Spodziewamy się, że w 3Q'15 Uniwheels na każdej sprzedanej feldzie zarabiać będzie 6,2 EUR, wobec 5,5 EUR w 3Q'14 (efekt wyższych cenników, wzrostu rozmiaru felgi i wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych).

Szacujemy, że nieznaczne osłabienie się PLN do EUR na przestrzeni 3Q'15 przełoży się na ujemne różnice kursowe na poziomie 0,3 mln EUR.

Wynik netto spółki szacujemy na poziomie 4,6 mln EUR (+8,8% r/r).

W sumie według naszych prognoz po 1-3Q'15 nasza całoroczna prognoza wykonana będzie w 78% na poziomie sprzedaży, 74% wyniku EBITDA oraz 72% wyniku netto.

Vistal		Kupuj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		11,08 PLN			Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		16,40 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	283,4	322,4	13,8%	334,2	3,7%	355,4	6,3%	Liczba akcji (mln)	14,2	
EBITDA	34,2	39,6	15,7%	41,8	5,4%	46,7	11,9%	MC (cena bieżąca)	157,4	
marża EBITDA	12,1%	12,3%		12,5%		13,1%		EV (cena bieżąca)	303,8	
EBIT	23,5	27,1	15,3%	26,1	-3,9%	31,0	19,2%	Free float	29,6%	
Zysk netto	20,4	12,3	-39,7%	17,5	42,8%	23,8	35,4%			
P/E	7,7	12,8		9,0		6,6		Zmiana ceny: 1m	0,7%	
P/CE	5,1	6,4		4,7		4,0		Zmiana ceny: 6m	-17,0%	
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-17,7%	
EV/EBITDA	8,1	8,5		7,3		6,1		Min (52 tyg.)	8,7	
Dyld (%)	0,0	0,0		2,7		3,3		Max (52 tyg.)	13,9	

Według naszych szacunków w 2015 roku wartość rozpoczynanych nowych mostów przekroczy 400 mln PLN (ponad +10% r/r), a w 2016 roku przekroczy 1,1 mld PLN (więcej niż w rekordowym 2010 roku – 950 mln PLN). Już na koniec 3Q'14 Vistal złożył oferty na obiekty inżynieryjne za kwotę 0,7 mld PLN, a dodatkowym czynnikiem wpływającym na poziom sprzedaży będą umowy na wykonanie infrastruktury poza granicami kraju (na koniec 3Q'14 wartość podpisanych zamówień wzrosła do poziomu 89 mln PLN – ponad 6-krotnie więcej niż na początku 2014 roku). Dodatkowo mimo spadku cen ropy naftowej Vistalowi udało się uzyskać duży kontrakt (75,5 mln PLN) na wykonywanie elementów platformy wiertniczej. W rezultacie backlog Grupy Vistal na koniec IH'15 wyniósł 325,1 mln PLN i był o 54,5% r/r wyższy oraz 29,2% q/q wyższy. W 3Q'15 oczekujemy wyraźnie lepszych rezultatów na poziomie wyniku netto i zbliżonych na poziomie operacyjnym (13 listopada). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Prognoza wyników na 3Q'15

W 3Q'15 oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą 95,6 mln PLN i będą o 25,2% r/r wyższe. Spodziewamy się wysokiej pozytywnej dynamiki w segmentach budownictwa (+605% r/r – efekt wzrostu poziomu backlogu na koniec 2Q'15 o 433% r/r) oraz offshore (+101,4% r/r – efekt wzrostu wartości portfela zamówień na koniec 2Q'15 o 270% r/r). Negatywnej dynamiki oczekujemy

w segmencie budownictwa infrastrukturalnego (-22,5% r/r – co związane jest z zakończeniem wykonywania dużych kontraktów eksportowych w IH'15).

Szacujemy, że wynik brutto ze sprzedaży wyniesie w 3Q'15 15,3 mln PLN (+4,2% r/r), ale rentowność będzie wyraźnie niższa (16% vs. 19% w 3Q'14). Niższa marżowość, to efekt mniejszego udziału sprzedaży elementów ściśle dedykowanych do branży związanej z wydobywaniem ropy i gazu (wyższa marżowość). W 3Q'15 spółka wykonywała więcej zamówień z branży portowej i Marine, które charakteryzują się niższą marżą. Dostawy w ramach kontraktu na złoże Johan Sverdrup za 75 mln PLN rozpoczną się w 4Q'15 i trwać będą do końca 3Q'16.

W efekcie szacujemy, że wynik EBITDA wyniesie w 3Q'15 10,0 mln PLN i będzie o 3,3% r/r wyższy.

Na poziomie wyniku netto oczekujemy, że spółka poprawi rezultaty o prawie 40% r/r – głównie w efekcie wysokiej stopy podatkowej, jaka miała miejsce w 3Q'14. Szacujemy, że wpływ kursów walutowych na przeszacowanie wartości portfela kredytów notowanych w walutach obcych wyniesie -0,6 mln PLN (w 3Q'15 PLN osłabiło się do EUR o 1,05%).

Po 1-3Q'15 oczekujemy, że nasza całoroczna prognoza przychodów wykonana będzie w 88% na poziomie sprzedaży, 87% EBITDA oraz 84% wyniku netto. Naszym zdaniem po 3Q'15 rynek będzie mógł spekulować, że w całym roku przychody wyniosą 380-390 mln PLN, EBITDA 47-49 mln PLN, a wynik netto 18-20 mln PLN.

Oczekujemy, że dług netto na koniec 3Q'15 wyniesie około 225 mln PLN (4,7x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy).

Budownictwo

Budownictwo kolejowe

Duża wartość przetargów do końca roku

PKP PLK chce uruchomić w tym roku przetargi na remonty sieci kolejowej o wartości nawet 14 mld PLN. Grupa jest spokojna o wykonanie planu minimum, czyli przetargi na 11 mld PLN – poinformował dziennikarzy prezes Andrzej Wojciechowski. "W 2016 roku tempo też będzie tak wysokie dlatego, że przez poprzednie lata przygotowaliśmy dokumenty, żeby te przetargi ogłaszać. Dzięki temu są to przetargi, które nie wymagają od wykonawcy długotrwałego projektowania" - dodał.

Elektrotim

Objęcie udziałów w spółce Eltrako

Elektrotim objął po 198 PLN/szt. 8.000 nowych udziałów spółki Eltrako Sp. z o.o. z siedzibą w Gliwicach. Łączna wartość transakcji to 1,58 mln PLN. Po zarejestrowaniu podwyższenia kapitału zakładowego, objęte przez Elektrotim udziały, stanowiąc będą 66,67% udziału w kapitale zakładowym Eltrako Sp. z o.o. Zarząd traktuje niniejszą transakcję jako inwestycję długoterminową. Nabyte aktywa będą finansowane ze środków własnych. Eltrako jest spółką, która działa w branży elektroenergetycznej i której główny przedmiot działalności to projektowanie i wykonawstwo linii energetycznych NN i SN.

Kontrakt na 1,3 mln PLN

Elektrotim zawarł z Tauron Dystrybucja umowę na modernizację pól zespołów kompensacyjnych w stacji 110/20 kV GROMADKA - 173/2015/ZAK2. Wartość umowy to 1,3 mln PLN netto. Przedmiot umowy zostanie zrealizowany w terminie do 180 dni kalendarzowych od daty zawarcia umowy. Łączna wartość umów zawartych z Tauron Dystrybucja w ciągu ostatniego roku wynosi 41,9 mln PLN netto.

Kontrakt na 5 mln PLN

Zeus (spółka zależna od Elektrotimu) zawarła umowę z Rejonowym Zarządem Infrastruktury w Szczecinie na realizację robót budowlanych obejmujących remont budynku nr 47 oraz wykonanie ogrodzenia wraz z instalacjami teletechnicznymi i alarmowymi dla budynku nr 47 na terenie Jednostki Wojskowej w Kołobrzegu. Wartość przedmiotu umowy: 5,0 mln PLN netto.

Herkules

Czat z Prezesem Żółcikiem (System Akcjonariat)

Na czacie inwestorskim zorganizowanym przez System Akcjonariat prezes Żółcik wskazał, że bieżący rok będzie najlepszym w historii Grupy Herkules. W odpowiedzi na pytanie inwestora, Prezes Żółcik wskazał, że wynik „marzeń” na 2015 r. to EBITDA: 41 mln PLN oraz zysk netto: 16 mln PLN. Zarząd może zarekomendować dywidendę za rok '15 2x wyższą niż za '14, co jest zgodne z naszymi prognozami i implikuje DYield w wysokości około 3%.

Torpol

Marvipol wzywa do sprzedaży 33% akcji Torpolu po 11,79 PLN/akcję

Projekt 03, spółka zależna Marvipolu, wzywa do sprzedaży 7,58 mln akcji Torpolu, stanowiących 33 proc. kapitału zakładowego spółki, po 11,79 PLN za akcję. Przyjmowanie zapisów rozpocznie się 6 listopada, a zakończy 20 listopada 2015 r. Zamiarem Projektu 03 jest wspieranie Torpolu w dotychczasowej i planowanej działalności oraz podjęcie działań mających na celu doprowadzenie do wzmocnienia jej sytuacji rynkowej oraz finansowej. Ponadto, Projekt 03 zadeklarował, że – w przypadku dojścia wezwania do skutku – ta inwestycja będzie w jego perspektywie projektem długoterminowym o znaczeniu strategicznym. Wzywający zamierza nabyć akcje pod warunkiem, że zapisami zostanie objętych co najmniej 7.580.100 akcji, reprezentujących 33% kapitału zakładowego.

Trakcja

Kontrakt na 173 mln PLN

Trakcja podpisała z PKP PLK wartą 173,4 mln zł netto umowę na modernizację linii kolejowej E59 na odcinku Wrocław - Poznań, etap III, odcinek Czempin - Poznań. Termin realizacji prac został wyznaczony na 11 miesięcy od daty ich rozpoczęcia.

Kontrakty na 586 mln PLN

Konsorcjum PUT Intercor i Trakcji podpisało z GDDKiA umowy na budowę drogi ekspresowej S5 na dwóch odcinkach. Łączna wartość kontraktów to 586 mln PLN netto. Wartość pierwszego z odcinków wynosi 286 mln PLN, a udział Trakcji w konsorcjum 85%. Wartość drugiego odcinka to 300 mln PLN. Udział Trakcji na drugim odcinku jest jeszcze przedmiotem negocjacji z konsorcjantem. Czas realizacji obu kontraktów to 34 miesiące (niewliczane okresy zimowe).

Budimex		Akumuluj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		211,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-11-04	
		Cena docelowa:		225,10 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	4 749,5	4 949,9	4,2%	5 094,7	2,9%	6 232,4	22,3%	Liczba akcji (mln)		25,5	
EBITDA	362,2	270,3	-25,4%	276,8	2,4%	386,0	39,5%	MC (cena bieżąca)		5 386,9	
marża EBITDA	7,6%	5,5%		5,4%		6,2%		EV (cena bieżąca)		3 521,0	
EBIT	333,3	247,3	-25,8%	255,5	3,3%	365,0	42,9%	Free float		30,9%	
Zysk netto	300,5	192,0	-36,1%	213,0	10,9%	302,1	41,8%				
P/E	17,9	28,1		25,3		17,8		Zmiana ceny: 1m		3,9%	
P/CE	16,4	25,1		23,0		16,7		Zmiana ceny: 6m		20,2%	
P/BV	8,6	10,4		9,3		8,1		Zmiana ceny: 12m		56,4%	
EV/EBITDA	10,5	13,4		12,7		9,7		Min (52 tyg.)		127,2	
Dyld (%)	2,1	5,6		2,9		4,0		Max (52 tyg.)		218,0	

Wyniki Budimeksu za 3Q'15 nie zaskoczyły istotnie, a ich strukturę oceniamy pozytywnie (wysokie marże w podstawowej działalności i bardzo dobry cash flow). Komentarz Prezesa Blochera odnośnie skali wzrostu wyników Budimeksu w 2016 r. był ostrożny. W naszej ocenie już w 2016 r. zaobserwujemy w Budimeksie dwucyfrowy wzrost przychodów i silny wzrost zysku netto (nasza prognoza: 302 mln PLN). W latach 2014-2015 wartość zawartych kontraktów o 40-50% przekraczała przychody segmentu budowlanego. Kontrakty drogowe, które spółka pozyskała w 2014 r. mają być zrealizowane w dużej części do końca 2016 i 1H'17 i będą źródłem wzrostu przychodów spółki. Ponadto szacujemy około 90% wzrost przychodów segmentu deweloperskiego. W związku ze wzrostem kursu akcji Budimeksu i zmniejszeniem potencjału wzrostu kursu, obniżamy naszą rekomendację dla akcji Budimeksu z kupuj do akumuluj.

Wyniki 3Q'15

Wyniki Budimeksu za 3Q'15 nie przyniosły istotnych zaskoczeń na poziomie przychodów (1475 mln PLN, -1,5% vs. konsensus), zysku operacyjnego (70 mln PLN, -0,2% vs. konsensus) oraz zysku netto (55 mln PLN, -4,6% vs. konsensus). Pewnym zaskoczeniem jest natomiast struktura wyniku. Spółka osiągnęła bardzo dobrą pierwszą marżę w wysokości 9,8% vs. 6,6% w 3Q'14 vs. 8,2% prognoza. W konsekwencji, zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 145 mln PLN, o 18% przekraczając naszą prognozę. Jednocześnie spółka wykazała zaskakująco wysokie ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej w kwocie -25 mln PLN. Ponad 23 mln PLN to koszty z tytułu utworzenia rezerw na kary i odszkodowania umowne. W pozostałych pozycjach rachunku wyników nie dostrzegamy znaczących odchyśleń od wyników. Za wysoką marżę brutto ze sprzedaży odpowiadały zarówno segment budowlany (ponad 9% marży w 3Q'15) oraz segment deweloperski (33% marży). Pozytywnie interpretujemy kolejny silny wzrost salda rezerw na straty na kontraktach, które wyniosło na koniec września 666 mln PLN (+95 mln PLN q/q). Wzrost salda rezerw interpretujemy konserwatywną polityką rachunkowości prowadzoną przez zarząd spółki. Portfel zamówień grupy Budimex na koniec września 2015 roku wynosił 7,43 mld PLN (+6% q/q), co jest zbliżone z naszymi prognozami. Spodziewamy się dalszego wzrostu portfela w 4Q'15. Na koniec września 2015 r. grupa miała 1,9 mld PLN gotówki netto w porównaniu do 1,2 mld PLN przed rokiem.

Komentarz zarządu po wynikach

Budimex z optymizmem patrzy na perspektywę 2016 r., dwucyfrowych wzrostów spodziewa się jednak dopiero w 2017 r., kiedy zaawansowane będą realizacje kontraktów infrastrukturalnych - poinformował prezes spółki Dariusz Blocher. Grupa nie odczuwa obecnie wzrostu cen materiałów,

ale widzi symptomy wzrostu presji płacowej. Blocher zwraca uwagę, że znaczna część prac fazy projektowej podpisanych kontraktów infrastrukturalnych przypada na rok 2016. "Są analitycy, którzy się spodziewają, że w przyszłym roku rynek budowlany urośnie o 10-12 proc. Uważam, że wzrost ten będzie dużo mniejszy" - powiedział prezes.

Złożenie najkorzystniejszej oferty za 236 mln PLN

Oferta Budimeksu za 236 mln PLN netto okazała się najtańsza w przetargu na zaprojektowanie i budowę drogi ekspresowej S17 na odcinku Kołbiel (koniec obwodnicy) - Garwolin (początek obwodnicy). Zamawiający na sfinansowanie tego zamówienia zamierzał przeznaczyć 339 mln PLN netto. W przetargu złożono łącznie siedem ofert. Drugą pod względem ceny ofertę złożyło konsorcjum Aldesa Construcciones. Opiewała ona na 253 mln PLN netto. Każdy z wykonawców zaproponował 10-letni okres gwarancji oraz 34-miesięczny termin realizacji.

Kontrakt na 1 282 mln PLN

Budimex podpisał z GDDKiA umowę na budowę drogi S7 Koszwały - Elbląg, zadanie 2. Wartość umowy to 1 282 mld PLN netto. Termin zakończenia robót to 27 miesięcy od daty zawarcia umowy.

Kontrakt na 206 mln PLN

Budimex podpisał z GDDKiA umowę na budowę drogi S6 na odcinku obwodnicy m. Płoty - węzeł "Kiełpino". Wartość zlecenia to 206,5 mln PLN netto. Termin zakończenia robót to 34 miesiące od daty zawarcia umowy.

Kontrakt na 50 mln PLN

Budimex zawarł dwie umowy ze spółkami należącymi do Grupy Womak Holding sp. z o.o., dotyczące rozbudowy obiektu handlowo-usługowego przy ul. Grabieżyńskiej we Wrocławiu oraz budowy centrum handlowego budynku handlowo-biuroowego przy ul. Pilczyckiej we Wrocławiu. Wartość obu umów wynosi 50 mln PLN netto.

Kontrakt na 54 mln PLN

Budimex podpisał umowę z GDDKiA na budowę obwodnicy Kępna. Wartość umowy to 53,7 mln PLN netto. Termin zakończenia robót to 28 miesięcy od daty zawarcia umowy.

Kontrakt na 157 mln PLN

Konsorcjum Budimeksu (lider: 95%) i Ferrovial Agroman podpisało z GDDKiA umowę na budowę drugiej jezdni drogi ekspresowej S3 na odcinku Sulechów - Nowa Sól: drugi odcinek od km 286+043 do km 299+350. Wartość umowy to 158,0 mln PLN netto. Termin zakończenia robót to 22 miesiące od daty zawarcia umowy. Do czasu realizacji nie wlicza się okresów zimowych (tj. od 15 grudnia do 15 marca).

Kontrakt na 27 mln PLN

Budimex podpisał z PKN Orlen umowę na budowę kompletnej instalacji reaktora wielokomorowego do procesu dekarbonizacji wraz z infrastrukturą w formule EPC (engineering, procurement and construction). Wartość umowy to 27,5 mln PLN netto. Umowa ma zostać zrealizowana do końca 2016 r. Obecnie spółka realizuje kontrakty w obszarze budownictwa energetycznego i przemysłowego o łącznej wartości ponad 800 mln PLN dla grup PGE, EDF, PGNiG i dla klientów publicznych.

Wybór oferty za 153 mln PLN

Oferta konsorcjum Budimeksu (lider konsorcjum z 95 proc. udziałem) oraz firmy Ferrovial Agroman została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na budowę drugiej jezdni drogi ekspresowej S3 na odcinku Sulechów-Nowa Sól. Wartość oferty to 153,2 mln PLN netto. Roboty mają ruszyć w dniu zawarcia umowy i zakończyć się w terminie 22 miesięcy. Do czasu realizacji nie wlicza się okresów zimowych (tj. od 15 grudnia do 15 marca).

Kontrakt FB Serwis na 72 mln PLN

FBSerwis, z grupy Budimeksu, podpisał kontrakt o wartości 72 mln PLN brutto na kompleksowe utrzymanie 154 km dróg w rejonie gdańskim w okresie 5,5 roku. Kontrakt dotyczy kompleksowego utrzymania drogi S6 (obwodnica Trójmiasta), S7 (południowa obwodnica Gdańska) i dróg krajowych nr 6, 7, 20 i 55 w rejonie gdańskim w okresie 66 miesięcy. Prace rozpoczną się 1 stycznia 2016 r.

Elektrobudowa		Akumuluj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		155,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2015-11-04
		Cena docelowa:		170,50 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	905,6	1 108,3	22,4%	1 194,1	7,7%	1 052,3	-11,9%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	38,8	49,3	27,0%	85,6	73,6%	86,4	1,0%	MC (cena bieżąca)	735,9
marża EBITDA	4,3%	4,4%		7,2%		8,2%		EV (cena bieżąca)	749,6
EBIT	24,7	35,7	44,7%	71,3	99,5%	72,8	2,1%	Free float	43,5%
Zysk netto	17,2	27,3	58,7%	53,8	96,8%	55,1	2,5%		
P/E	42,8	26,9		13,7		13,3		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/CE	23,5	18,0		10,8		10,7		Zmiana ceny: 6m	30,8%
P/BV	2,3	2,2		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	105,2%
EV/EBITDA	17,1	15,8		8,8		7,9		Min (52 tyg.)	69,7
Dyld (%)	1,3	1,3		0,0		4,4		Max (52 tyg.)	156,8

Spodziewamy się, że wyniki Elektrobudowy za 3Q'15 potwierdzą nasze zaktualizowane w październiku prognozy na 2015 rok. W ostatnim miesiącu ze strony spółki nie płynęły informacje, które wpływałyby na nasze postrzeganie Elektrobudowy. W związku z około 8% wzrostem kursu od październikowego przeglądu miesięcznego, obniżamy rekomendację dla akcji Elektrobudowy z kupuj do akumuluj.

Prognoza wyników na 3Q'15

W 3Q'15 oczekujemy dobrych wyników Elektrobudowy. Nie zakładamy jednak przekroczenia przez spółkę ubiegłorocznej wysokiej bazy (3Q'14 był w Elektrobudowie zdecydowanie najlepszym kwartałem roku). Gdyby za benchmark przyjąć rentowność Elektrobudowy w 2Q'15, możemy wyobrazić sobie wyższe wyniki 3Q'15 niż prognozowana przez nas EBITDA 20,8 mln PLN oraz zysk netto 13,1 mln PLN, tym bardziej, że źródła przychodów w 2Q i 3Q'15 powinny być zbliżone (istotny wpływ kontraktów w Tychach, Finlandii oraz zleceń dla PSE). Nie zakładamy jednak, że rewelacyjne marże z 2Q'15 są do utrzymania w kolejnych kwartałach roku, co jest również spójne z naszymi długoterminowymi prognozami finansowymi dla Elektrobudowy, publikowanymi na początku października. W drugiej połowie roku zakładamy pogorszenie cash flow z działalności operacyjnej. Szacujemy jednocześnie, że spółka zamknie 2015 r. z lepszą pozycją gotówkową r/r, a w 2016 r. powróci do wypłaty wysokich dywidend.

Erbud		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		30,54 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-07-03	
		Cena docelowa:		34,50 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 225,1	1 693,8	38,3%	1 642,1	-3,1%	1 694,9	3,2%	Liczba akcji (mln)	12,8
EBITDA	40,1	52,7	31,4%	54,8	3,9%	59,8	9,1%	MC (cena bieżąca)	389,7
marża EBITDA	3,3%	3,1%		3,3%		3,5%		EV (cena bieżąca)	389,8
EBIT	32,4	43,8	35,1%	46,7	6,7%	51,5	10,3%	Free float	
Zysk netto	17,5	27,2	55,7%	27,9	2,4%	32,2	15,6%		
P/E	22,2	14,3		14,0		12,1		Zmiana ceny: 1m	-6,8%
P/CE	15,5	10,8		10,9		9,6		Zmiana ceny: 6m	-4,5%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	19,3%
EV/EBITDA	9,1	5,9		7,1		6,3		Min (52 tyg.)	23,7
Dyld (%)	0,0	2,3		1,6		2,1		Max (52 tyg.)	34,8

Spodziewamy się, że Erbud przedstawi w 3Q'15 wyniki finansowe będące w zgodzie z naszą całoroczną prognozą wyników spółki. Po przeciętnym wrześniu, w październiku Erbud pozyskał kilka istotnych zleceń od deweloperów notowanych na GPW. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Prognoza wyników na 3Q'15

W pierwszej połowie 2015 r. Erbud przedstawił jedno z lepszych wyników finansowych w sektorze budowlanym. Dynamiczny wzrost przychodów w 1H'15 oraz dobre marże praktycznie we wszystkich segmentach były dodatkowo wsparte zdarzeniem jednorazowym w postaci wyceny projektu Deptak w Poznaniu. Nie zakładaliśmy kolejnych istotnych przeszacowań projektu Deptak w 3Q'15. Koszty zarządu istotnie wzrosną r/r w związku z przeprowadzką spółki do nowej siedziby oraz rozbudową segmentu energetycznego. Portfel zamówień na koniec czerwca 2015 r. wyniósł tymczasem 1,34 mld PLN i był o 5% niższy r/r. Sądymy że wielkość i jakość portfela Erbudu są niewystarczające, by podtrzymać silną dynamikę wyników z pierwszej połowy roku. Nominalne wyniki spółki za 3Q'15 powinny być jednak dobre. W 3Q'15 spodziewamy się zbliżonych r/r skonsolidowanych przychodów Erbudu (437,9 mln PLN) i około 12% poprawy r/r wyniku operacyjnego (10,8 mln PLN). Prognozowany wynik na poziomie netto (6,6 mln PLN) jest niższy o około 6% r/r, co jest skutkiem nienaturalnie niskiej efektywnej stopy podatkowej w 3Q'14.

Rozpoczęcie budowy Kwartału Centralnego Konesera

BBI Development wraz z partnerem, Liebrecht&wood, rozpoczął budowę części biurowo-handlowej projektu Koneser. Generalnym wykonawcą pierwszego etapu budowy - prace podziemne - jest Erbud. Pierwszy etap budowy potrwa około dziewięciu miesięcy. Część komercyjna ma być gotowa na przełomie III i IV kwartału 2017 r. Wartość kontraktu z Erbudem to 9,9 mln EUR (ok. 42 mln PLN), natomiast łączny koszt inwestycji w część komercyjną projektu Koneser to ok. 165 mln EUR. Projekt jest obecnie finansowany przy pomocy środków własnych. Kiedy osiągnie on odpowiedni poziom komercjalizacji, uruchomiony zostanie kredyt bankowy. Michał Skotnicki, prezes BBI Development, poinformował, że na początku przyszłego roku spółka rozpocznie realizację kolejnego etapu mieszkaniowego Konesera na około 100 mieszkań.

Kontrakt na 110 mln PLN

Central Park Ursynów 2, spółka zależna Marvipolu, zawarła z Erbudem umowę o generalne wykonawstwo inwestycji Central Park Ursynów - etapy 2A i 2B za 109,99 mln PLN netto. Termin realizacji ustalono na od 16 listopada 2015 r. do 2 sierpnia 2017 r.

Erbud zrealizuje projekt mieszkaniowy dla Echo

Erbud zrealizuje 1. etap inwestycji mieszkaniowej Komplex Mieszkalny przy ul. Spiskiej w Krakowie. Inwestorem jest Echo Investment. Wartość kontraktu wynosi 22,4 mln PLN netto. Prace budowlane będą zrealizowane do 3 lipca 2017 roku.

Unibep		Trzymaj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		11,41 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-03-06	
		Cena docelowa:		10,40 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	920,5	1 079,7	17,3%	1 253,1	16,1%	1 357,7	8,3%	Liczba akcji (mln)	35,1
EBITDA	34,0	32,0	-5,9%	41,2	28,8%	51,5	24,9%	MC (cena bieżąca)	400,2
marża EBITDA	3,7%	3,0%		3,3%		3,8%		EV (cena bieżąca)	411,0
EBIT	28,1	25,1	-10,7%	34,6	38,0%	44,8	29,4%	Free float	27,8%
Zysk netto	13,6	19,8	45,1%	24,3	22,5%	31,1	28,4%		
P/E	28,8	20,2		16,5		12,9		Zmiana ceny: 1m	4,7%
P/CE	20,1	15,0		13,0		10,6		Zmiana ceny: 6m	10,8%
P/BV	2,2	2,0		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	43,3%
EV/EBITDA	11,0	10,8		10,0		7,9		Min (52 tyg.)	7,7
Dyld (%)	1,0	1,1		1,3		1,8		Max (52 tyg.)	13,5

W 1Q'15 oraz 2Q'15 Unibep systematycznie poprawiał wyniki finansowe. Uważamy, że to zjawisko powtórzy się również w 3Q'15. Słabsze wyniki z rynku niemieckiego spółka nadrabia wysokimi zyskami z innych kierunków (głównie Norwegii). Nasze prognozy zakładają około 25% wzrost zysku netto w latach 2015-2016. Zakładając, że szykowane przez spółkę projekty deweloperskie nie ulegną opóźnieniom, spodziewamy się nie niższej dynamiki zysku Unibepu w 2017 r. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Prognoza wyników na 3Q'15

Szacujemy, że 3Q'15 był kolejnym kwartałem wyraźnego wzrostu wyników w Unibepie. Prognozujemy, że spółka zamknie miniony kwartał przychodami ze sprzedaży w wysokości 312,6 mln PLN (+9% r/r), zyskiem operacyjnym 6,7 mln PLN (+39% r/r) oraz zyskiem netto 6,0 mln PLN (+15% r/r). W 3Q'15 liczymy przede wszystkim na lepsze wyniki segmentu budowlanego. Przypominamy, że w 2Q'15 wynik powyższego segmentu był obciążony rezerwami na rynku niemieckim, które w naszej ocenie nie powinny w podobnej skali powtórzyć się w kolejnych kwartałach. Zakładając brak obciążenia rynkiem niemieckim, potencjał segmentu budowlanego w 2015 r. jest wyższy niż w 2014 r. W 3Q'15 nie zakładamy wzrostu wyniku w segmentach drogowym oraz lekkich konstrukcji. Zwracamy jednak uwagę na istotne przesunięcie wyniku segmentu lekkich konstrukcji do działalności finansowej. Ma to związek z silnym osłabieniem NOK względem PLN. Obciąża to marżę brutto ze sprzedaży segmentu. Jednocześnie spółka wykazuje zysk z wyceny instrumentów zabezpieczających. Podobne zjawisko miało miejsce w 3Q'14. Szacujemy, że nasza całoroczna prognoza, zakładająca 24,3 mln PLN zysku netto zostanie zrealizowana, mimo że wykonanie prognozy po 9 miesiącach 2015 r. prognozujemy na 66%. 4Q'15 będzie zdecydowanie najsilniejszym kwartałem roku, co ma związek z rozliczeniem projektów mieszkaniowych Unibepu.

Rozpoczęcie realizacji inwestycji na Ursusie

Unibep zawarł z Smart City (spółka powołana do realizacji wspólnej inwestycji Unibepu i CPD S.A.) umowy o budowę czterech budynków mieszkalnych zlokalizowanych przy ul. Hennela w Warszawie - Dzielnica Ursus. Prace realizowane będą w dwóch etapach. Wynagrodzenie ryczałtowe Unibepu za wykonanie pierwszego etapu inwestycji wynosi 43,7 mln PLN netto, a drugiego 23,8 mln PLN netto. W pierwszym etapie znajdzie się 181 mieszkań i 13 lokali usługowych. Termin realizacji pierwszego etapu przypada na okres październik 2015 r. - luty 2017 r. Termin ewentualnej realizacji drugiego etapu został określony na 59 tygodni od dnia rozpoczęcia robót w ramach tego etapu.

Kontrakt na 32 mln PLN

Unibep podpisał umowę na realizację w systemie generalnego wykonawstwa zespołu trzech budynków mieszkalnych wielorodzinnych przy ul. Talarowej w Warszawie. Zamawiającym jest Warszawska Spółdzielnia Mieszkaniowa z siedzibą w Warszawie. Termin realizacji robót wynosi 18 miesięcy począwszy od daty podpisania Umowy. Wynagrodzenie ryczałtowe Unibepu za wykonanie inwestycji wynosi 32,5 mln PLN netto.

Kontrakt na 85 mln PLN

Unibep wybuduje budynek mieszkalny wielorodzinny przy ul. Ostrobramskiej / Rodziewiczówny w Warszawie. Wynagrodzenie ryczałtowe spółki za wykonanie inwestycji wynosi 84,55 mln PLN netto. W budynku o wysokości 26 kondygnacji naziemnych znajdzie się 361 mieszkań, cztery lokale usługowe i dwa lokale biurowe. Termin realizacji inwestycji to IV kwartał 2015 - IV kwartał 2017 r. Zamawiającym jest wchodząca w skład międzynarodowego holdingu ILDC spółka Mill-Yon Gdańsk.

Deweloperzy

Deweloperzy mieszkaniowi

Sprzedaż mieszkań w 3Q'15

Jedenastu czołowych deweloperów mieszkaniowych sprzedało w 3Q'15 łącznie o 33% więcej mieszkań r/r oraz o 3% mniej q/q. Po oczyszczeniu sprzedaży 2Q'15 o transakcje pakietowe w Polnordzie i Vantage, łączna sprzedaż spółek jest lepsza o 5% q/q. Wszystkie spółki oprócz BDX Nieruchomości poprawiły statystyki w stosunku do ubiegłego roku. Na uwagę zasługuje silna dynamika kwartalna w LC Corp i JWC. W 3Q'15 najlepsze wyniki sprzedażowe w swojej historii osiągnęły Dom Development, Robyg, Ronson, Inpro oraz LC Corp.

REAS: Wzrost sprzedaży, podaży i oferty w 3Q'15

W 3Q'15 deweloperzy działający na sześciu największych rynkach w Polsce sprzedali rekordową liczbę 13,2 tys. mieszkań (+27% r/r, +4% q/q). Liczba wprowadzonych do oferty mieszkań była wyższa i wyniosła 15,9 tys. szt. (+18% r/r, +20% q/q). Oferta mieszkań wyniosła na koniec września 51,4 tys. mieszkań (+8% r/r, +6% q/q).

BBI Development

Rozpoczęcie budowy Kwartału Centralnego Konesera

BBI Development wraz z partnerem, Liebrecht&wood, rozpoczął budowę części biurowo-handlowej projektu Koneser. Generalnym wykonawcą pierwszego etapu budowy - prace podziemne - jest Erbud. Pierwszy etap budowy potrwa około dziewięć miesięcy. Część komercyjna ma być gotowa na przełomie III i IV kwartału 2017 r. Wartość kontraktu z Erbudem to 9,9 mln EUR (ok. 42 mln PLN), natomiast łączny koszt inwestycji w część komercyjną projektu Koneser to ok. 165 mln EUR. Projekt jest obecnie finansowany przy pomocy środków własnych. Kiedy osiągnie on odpowiedni poziom komercjalizacji, uruchomiony zostanie kredyt bankowy. Michał Skotnicki, prezes BBI Development, poinformował, że na początku przyszłego roku spółka rozpocznie realizację kolejnego etapu mieszkaniowego Konesera na około 100 mieszkań. Kwartał Centralny Konesera jest największym warszawskim projektem BBI Development. Wartość udziału spółki w projekcie jest wyceniona w bilansie na około 80 mln PLN. Pierwsze znaczące przeszacowanie inwestycji miało już miejsce w 4Q'14 i wyniosło 29 mln PLN. Spodziewamy się stopniowej, dodatniej rewaluacji projektu w miarę zaawansowania prac budowlanych.

Wniesienie wkładów do projektu Roma Tower

W wykonaniu umowy inwestycyjnej z dnia 16 grudnia 2011 r. między (1) BBI Development, (2) Archidiecezją Warszawską oraz (3) Parafią Rzymskokatolicką św. Barbary, BBI Development zobowiązało się do wniesienia do spółki celowej (PW sp. z o.o. sp.k.) wkładu pieniężnego w wysokości 2 mln PLN (łącznie na mocy obowiązującej umowy inwestycyjnej BBI ma stopniowo wnieść do PW kwotę 19 mln PLN oraz wykonywać na rzecz wspólnego projektu kompleksowe usługi zarządzania projektem deweloperskim, a także prace architektoniczne oraz usługi zarządzania finansowego). Archidiecezja wniosła wkład pieniężny w wysokości 10 tys. PLN, zaś Parafia wniosła za zgodą Stolicy Apostolskiej wkład niepieniężny w wysokości 34,6 mln PLN w postaci prawa użytkowania wieczystego oraz udziału w prawie własności nieruchomości położonych w Warszawie przy ul. Emilii Plater oraz Nowogrodzkiej. W wyniku powyższych zdarzeń udział stron w projekcie przedstawia się następująco: łącznie strona kościelna, tj. Archidiecezja i

Parafia - 54,99%, spółka zależna Emitenta (PD7) - 44,99%, komplementariusz, tj. PW sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie - 0,02%. Wiadomość otwiera drogę do realizacji projektu Roma Tower (55-60 tys. m² pow. biurowej). Projekt jest potencjalnie bardzo zyskowny dla BBI. Skoro strona kościelna wnosi grunt oszacowany na 34,6 mln PLN, za który otrzymuje 55% udziałów w projekcie, całkowity wkład BBI (gotówka+koszt prac na rzecz wspólnego projektu) można oszacować na 28,3 mln PLN. Koszt inwestycji można orientacyjnie oszacować na około 500 mln PLN, a wartość rynkową obiektu na około 800 mln PLN. Największym wyzwaniem dla inwestorów będzie komercjalizacja i zdobycie finansowania zewnętrznego. Niewykluczone, że strony będą zmuszone do pozyskania inwestora finansowego do projektu.

LC Corp

Bardzo dobra sprzedaż mieszkań w 3Q'15

LC Corp sprzedało w 3Q'15 503 mieszkania i lokale usługowe, co oznacza wzrost o 96% r/r oraz 45% q/q. W okresie 9M'15 spółka sprzedała 1329 lokali (+52% r/r). Deweloper informuje, że w obecnym otoczeniu rynkowym i makroekonomicznym, zakładając stabilizację na rynku kredytów hipotecznych, w oparciu o posiadany bank ziemi Grupa jest w stanie utrzymać aktualny poziom sprzedaży i marż w perspektywie kolejnych kilku lat.

LC Corp rozpoczyna przegląd opcji strategicznych

Zarząd LC Corp zdecydował o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych, rozważy poszukiwania inwestora strategicznego - podała spółka w komunikacie. "Żadne decyzje związane z wyborem konkretnej opcji przez zarząd nie zostały dotąd podjęte i nie ma pewności, czy taka decyzja zostanie podjęta w przyszłości" - podała spółka. Zarząd LC Corp rozpoczął przygotowanie raportu typu due diligence spółki i jej spółek zależnych, w celu ewentualnego późniejszego udostępnienia go potencjalnym inwestorom.

Polnord

Sprzedaż i przekazania mieszkań w 3Q'15

W okresie od 1 stycznia do 30 września 2015 r. Grupa Kapitałowa Polnord sprzedała 1.191 lokali netto na podstawie zawartych umów przedwstępnych i rezerwacyjnych, z czego 357 lokali zostało sprzedanych w 3Q'15. Ponadto, liczba lokali które zostaną rozpoznanne w wyniku finansowym za okres od 1 stycznia do 30 września 2015 r. wyniesie 718, z tego tylko w trzecim kwartale 2015 r. - 290 lokali.

Korzystny wyrok WSA

Wojewódzki Sąd Administracyjny wydał korzystne dla Polnordu wyroki w kwestii odszkodowań drogowych w Wilanowie. „WSA przesądził o istnieniu odpowiedzialności odszkodowawczej Miasta Stołecznego Warszawy w stosunku do spółki z tytułu wygaśnięcia prawa użytkowania wieczystego działek przeznaczonych pod drogi”. Sąd uchylił wcześniejsze decyzje prezydenta m.st. Warszawy oraz wojewody mazowieckiego, które odmawiały spółce odszkodowania. Wspomniane wyroki nie są prawomocne, przysługuje od nich skarga kasacyjna do Naczelnego Sądu Administracyjnego.

Kolejne korzystne wyroki WSA

W Wojewódzkim Sądzie Administracyjnym w Warszawie zapadły ostatnie dwa wyroki (poprzednie trzy wyroki zapadły w dniu 09.10.2015 r.) ze skarg Polnord na decyzje Wojewody Mazowieckiego w przedmiocie odmowy wypłaty

odszkodowania za wygasłe prawo użytkowania wieczystego działek gruntu przejętych pod drogi publiczne na terenie dzielnicy Wilanów w Warszawie. Oba wyroki są dla Spółki korzystne, gdyż WSA przesądził w nich o istnieniu odpowiedzialności odszkodowawczej Miasta Stołecznego Warszawy. Łącznie pięć wyroków z dnia 09.10.2015 r. i 16.10.2015 r. dotyczy odszkodowań za działki gruntu o całkowitej powierzchni 10,0247 ha.

PKO BP osiągnął 7,19% w akcjonariacie Polnordu

PKO BP przekroczył poziom 5% w ogólnej liczbie głosów w Polnord. Bank przejął na własność przedmiot zabezpieczenia w postaci akcji Spółki. Przed zdarzeniem, powodującym obowiązek zawiadomienia, PKO BP i jego podmioty zależne nie posiadały akcji Polnord. Aktualnie PKO BP posiada 2.345.893 akcje Polnord, co stanowi 7,19% w kapitale zakładowym Spółki.

Prokom bez akcji Polnordu

Prokom Investments wyszedł z akcjonariatu Polnordu. Przed zmianą Prokom miał 3.794.077 akcji Polnordu, oznaczających 11,63 proc. udział w kapitale zakładowym dewelopera i dających taką samą liczbę głosów na jego walnym zgromadzeniu. 7,2% akcji przejął bank PKO BP, a pozostałe 4,4% prawdopodobnie trafiły do BGK. Akcje były zabezpieczeniem kredytów w powyższych bankach. Przejęcie akcji nastąpiło po cenie 12,58 PLN/akcję.

Wprowadzenie do oferty 138 mieszkań

Polnord rozpoczął przedsprzedaż 138 mieszkań w ramach I etapu osiedla Neptun II w Żąbkach. W ramach I etapu inwestycji powstanie także 12 lokali usługowych. Oddanie wspomnianego etapu do użytku planowane jest na III kwartał 2017 r.

Ronson

Informacja o wydaniach mieszkań w 3Q'15

Ronson przekazał w III kwartale 2015 r. 182 lokale wobec 96 mieszkań w analogicznym okresie 2014 r. W IV kwartale deweloper chce przekazać co najmniej 250 lokali, by przekroczyć planowany na ten rok poziom 700 mieszkań. W IV kwartale spółka spodziewa się też znaczącej poprawy wyników finansowych, głównie dzięki inwestycji Tamka 29 zakończonej w ostatnich dniach września oraz Verdis IV, który do użytku zostanie oddany jeszcze w pierwszej połowie października. Do końca roku planowane jest zakończenie jeszcze II etapu Młodego Grunwaldu w Poznaniu.

Wprowadzenie do oferty 174 mieszkań

Ronson wprowadza do sprzedaży 174 lokale w drugim etapie stołecznej inwestycji City Link. Oferowane lokale będą miały powierzchnię od 27 do 138 m kw. Budowa inwestycji rozpoczęła się w kwietniu 2015 r., równoległe z budową pierwszego etapu. Zakończenie realizacji obu etapów planowane jest na II kwartał 2017 r.

Capital Park		Akumuluj									
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,04 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-10-02	
		Cena docelowa:		6,50 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	38,7	54,8	41,6%	76,3	39,1%	124,5	63,2%	Liczba akcji (mln)		105,3	
EBITDA	43,4	-34,8		-25,8	-25,6%	60,2		MC (cena bieżąca)		636,3	
marża EBITDA	112,0%	-63,4%		-33,9%		48,4%		EV (cena bieżąca)		1 659,9	
EBIT	43,0	-35,2		-26,3	-25,3%	59,8		Free float			
Zysk netto	25,6	-61,5		-46,6	-24,2%	14,1					
P/E	24,8					46,1		Zmiana ceny: 1m		2,5%	
P/CE	24,4					44,8		Zmiana ceny: 6m		35,7%	
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m		33,3%	
EV/EBITDA	27,1					30,3		Min (52 tyg.)		3,6	
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		6,1	

Capital Park pozostaje w 2015 r. liderem wzrostów wśród deweloperów komercyjnych. W październiku kurs spółki poruszał się w trendzie bocznym. Wyniki 3Q'15 powinny być dość przewidywalne: (1) znaczna dynamika NOI r/r w związku ze wzrostem portfela nieruchomości na wynajem, (2) dodatnie przeszacowanie nieruchomości komercyjnych w związku z umocnieniem kursu EUR/PLN. Katalizatorem dalszego wzrostu kursu akcji będzie sprzedaż nieruchomości, w szczególności sprzedaż Eurocentrum w 2016 r. po cenie zbliżonej do wartości księgowej oraz wypłata dywidendy/buyback. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Prognoza wyników na 3Q'15

W 3Q'15 nie spodziewamy się istotnych zaskoczeń w wynikach Capital Parku względem naszych oczekiwań z lipcowego raportu. Przychody i zysk operacyjny rosną w silnym dwucyfrowym tempie w następstwie oddania do użytku nowych obiektów (Eurocentrum II w 3Q'14 r. i Royal Wilanów w 3Q'15). Wpływ Royal Wilanów na wyniki będzie silniej widoczny dopiero w ostatnim kwartale br. i będzie rósł w kolejnych kwartałach 2016 r. wraz ze wzrostem wynajmu. Wyniki operacyjne 3Q'15 będą wsparte dodatnim przeszacowaniem nieruchomości inwestycyjnych w następstwie umocnienia kursu EUR/PLN (prognoza: +16 mln PLN). Po uwzględnieniu strat na wycenie forwardów i kredytów walutowych, wpływ różnic kursowych na wynik przed opodatkowaniem szacujemy na +8 mln PLN. Nasza prognoza zysku netto przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej wynosi 5,5 mln PLN. Jeśli obecny kurs EUR/PLN utrzyma się do końca 2015 r., prognozowana przez nas całoroczna strata netto (-47 mln PLN) okaże się niższa.

Dom Development Kupuj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		55,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-09-03	
		Cena docelowa:		57,90 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	676,4	784,3	16,0%	823,8	5,0%	875,3	6,3%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	76,5	72,3	-5,5%	98,5	36,2%	122,2	24,1%	MC (cena bieżąca)	1 362,4
marża EBITDA	11,3%	9,2%		12,0%		14,0%		EV (cena bieżąca)	1 436,0
EBIT	73,3	69,0	-5,9%	95,3	38,2%	119,1	24,9%	Free float	26,6%
Zysk netto	54,4	55,7	2,3%	75,1	34,8%	95,5	27,2%		
P/E	25,0	24,5		18,1		14,3		Zmiana ceny: 1m	19,6%
P/CE	23,6	23,1		17,4		13,8		Zmiana ceny: 6m	6,8%
P/BV	1,6	1,6		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	21,2%
EV/EBITDA	19,3	19,4		14,6		11,5		Min (52 tyg.)	40,6
Dyld (%)	6,7	4,0		4,1		5,5		Max (52 tyg.)	55,0

Liczba sprzedanych przez Dom Development mieszkań może być w 2015 r. o około 10% wyższa niż nasze szacunki z początku roku. Nieco wyższa jest też liczba rozpoczętych w tym roku budów, a plany spółki na pierwszą połowę 2016 r. w kwestii rozpoczynania nowych budów, bardziej ambitne od naszych założeń. Uważamy, że nasza prognoza zysku netto na 2015 r. (75,1 mln PLN) może być przekroczona, podobnie jak prognozy na 2016 i 2017 r. (95,5 i 106,6 mln PLN). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Przekazania mieszkań w 3Q'15

Dom Development przekazał klientom i rozliczył w wynikach 3Q'15 478 lokali. Na wynik finansowy za III kwartał 2015 r. wpływają głównie przekazania na projektach: Żoliborz Artystyczny (162 lokale), Oaza we Wrocławiu (103), Palladium (79), Wilno (54) oraz Saska (41).

Wyniki 3Q'15

Dom Development zaraportował wyniki finansowe zbliżone do naszych prognoz i konsensusu. Przychody: 194 mln PLN, EBIT: 13,2 mln PLN, zysk netto: 9,5 mln PLN. Odchylenia od naszych prognoz na poszczególnych poziomach wyniku nie przekraczały 3%, z wyjątkiem zysku netto, który okazał się o

6% niższy od prognozy. Różnica wynikała z wyższej efektywnej stopy podatkowej (23% vs. prognozowane 19%). Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł w 3Q'15 +71 mln PLN. Dług netto spadł o 10 mln PLN q/q do 60 mln PLN (spółka wypłaciła w 3Q dywidendę w kwocie 55 mln PLN). Wyniki Dom Development za 3Q'15 oceniamy neutralnie.

Duży potencjał wynikowy na lata 2015-2017

Zarząd Dom Development podtrzymuje, że w całym 2015 roku spółka przekaze poniżej 2.100 mieszkań, co oznacza, że w IV kwartale to będzie ok. 1.000 lokali. W ostatnim kwartale roku spółka przekaze mieszkania z projektów o dobrych marżach, więc pod względem wyników będzie on bardzo dobry. Dom Development może w tym roku sprzedać ok. 2.300 lokali. W całym roku spółka ruszy z budową ok. 2.300 mieszkań. Zalewski poinformował, że w I połowie 2016 r. spółka może rozpocząć 10 projektów, w tym dwa nowe.

Planowane zakupy nowych gruntów w 4Q'15

Dom Development może w tym roku kupić jeszcze trzy działki za ok. 100 mln PLN. Tym samym w całym roku wydatki na grunty mogą sięgnąć ok. 250 mln PLN – poinformowali przedstawiciele spółki.

Echo Investment
Akumuluj

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,75 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2015-06-03	
		Cena docelowa:		8,00 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	517,4	577,4	11,6%	610,9	5,8%	778,7	27,5%	Liczba akcji (mln)	412,7	
EBITDA	514,7	667,2	29,6%	215,2	-67,7%	366,3	70,2%	MC (cena bieżąca)	2 785,7	
marża EBITDA	99,5%	115,6%		35,2%		47,0%		EV (cena bieżąca)	5 806,8	
EBIT	510,5	662,2	29,7%	209,9	-68,3%	360,9	72,0%	Free float	36,8%	
Zysk netto	331,1	405,1	22,3%	135,8	-66,5%	222,8	64,0%			
P/E	8,4	6,9		20,5		12,5		Zmiana ceny: 1m	5,0%	
P/CE	8,3	6,8		19,7		12,2		Zmiana ceny: 6m	-0,7%	
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	4,3%	
EV/EBITDA	9,6	8,2		27,0		17,2		Min (52 tyg.)	6,2	
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,2	

Październik w Echo nie przyniósł ważniejszych informacji poza zwiększeniem udziału głównego akcjonariusza o 3,8 p.p. (po kursie 7,00 PLN/akcję) do 66% udziałów w kapitale spółki. Powyższe działania inwestora strategicznego powinny być pozytywnym sygnałem dla rynku. Wciąż czekamy na efekty „analizy strategicznej posiadanego portfela nieruchomości”, którą Zarząd ogłosił w sierpniu. Nasza obecna wycena akcji Echo (8,00 PLN) implikuje P/BV~1x, co wydaje się rozsądną ceną przy naszym stanie wiedzy na temat aktywów dewelopera. Nie zmieniamy naszej rekomendacji dla akcji spółki.

Prognoza wyników na 3Q'15

Po rozczarowujących wynikach 2Q'15, spodziewamy się poprawy jakości wyników Echo w 3Q'15. Ze względu na wysoką bazę ubiegłego roku (wysokie marże na wynajmie, bardzo wysokie marże i przychody z mieszkaniówki), spółce trudno jednak będzie pozytywnie zaskoczyć wynikami. W 3Q'15 spodziewamy się o 12% niższych r/r przychodów ze sprzedaży (131 mln PLN) oraz 25% niższego EBIT oczyszczonego o rewaluację (49 mln PLN). Sam zysk z rewaluacji powinien w 3Q'15 znacząco wzrosnąć względem ubiegłego roku (prognoza: 45 mln PLN vs. 3Q'14: 5 mln PLN) co ma związek z różnicami kursowymi. Nasza prognoza rewaluacji zakłada jedynie wpływ umocnienia EUR/PLN. Nie spodziewamy się istotnych przeszacowań w następstwie zmian parametrów portfela (Yield, NOI). Pierwszego przeszacowania oddanego do użytku Parku Rozwoju II spodziewamy się w kolejnym kwartale po wzroście najmu. Po uwzględnieniu kosztów odsetek na poziomie około 40 mln PLN oraz kosztów wyceny forwardów i przeszacowania kredytów walutowych w kwocie 26 mln PLN, prognozowany przez nas zysk netto w 3Q'15 wynosi

24 mln PLN. O ile całoroczna rewaluacja może okazać się wyższa od naszych prognoz w związku z wyższym kursem EUR/PLN, o tyle widzimy ryzyko dla naszej całorocznej prognozy EBIT bez rewaluacji.

3,8% akcji Echo zmieniło właściciela

W transakcji pakietowej właściciela zmieniło 15.793.434 akcje Echo Investment, stanowiących ok. 3,8 proc. kapitału zakładowego spółki. Papiery sprzedawano po 7 zł, a łączna wartość pakietu wyniosła 110,55 mln PLN. W środę na zamknięciu za akcję spółki płacono 6,95 PLN.

Zwiększenie udziału głównego akcjonariusza do 66%

Lisala sp. z o.o. informujące o zwiększeniu ogólnej liczby głosów w spółce Echo Investment S.A. i bezpośrednim nabyciu dodatkowych 15.793.434 akcji w kapitale zakładowym Spółki, stanowiących w przybliżeniu 3,8269% ogólnej liczby akcji. Do zwiększenia ogólnej liczby głosów doszło w dniu 22 października 2015 r. w wyniku rozliczenia transakcji pakietowej. W wyniku Transakcji Lisala osiągnęła 272.375.784 akcje w kapitale zakładowym Spółki, stanowiące 65,99% ogólnej liczby akcji w kapitale zakładowym. Lisala nie zamierza zwiększać udziału w ogólnej liczbie głosów w Spółce w okresie 12 miesięcy od złożenia niniejszego zawiadomienia.

Erbud zrealizuje projekt mieszkaniowy dla Echo

Erbud zrealizuje 1. etap inwestycji mieszkaniowej Komplex Mieszkalny przy ul. Spiskiej w Krakowie. Inwestorem jest Echo Investment. Wartość kontraktu wynosi 22,4 mln PLN netto. Prace budowlane będą zrealizowane do 3 lipca 2017 roku.

GTC		Akumuluj						
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,75 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		6,60 PLN		2015-10-02		
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	122,9	124,3	1,2%	115,4	-7,2%	114,0	-1,2%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	-121,1	-123,8	2,3%	74,2		102,3	37,8%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	-98,6%	-99,6%		64,3%		89,7%		EV (cena bieżąca)
EBIT	-121,6	-124,3	2,3%	73,7		101,7	38,1%	Free float
Zysk netto	-146,8	-183,8	25,2%	25,2		53,1	111,1%	
P/E				22,2		10,5		Zmiana ceny: 1m
P/CE				21,7		10,4		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,8	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA				17,3		13,7		Min (52 tyg.)
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Po wzroście kursu akcji GTC w październiku, znajduje się on blisko naszej ceny docelowej. Po niedawnym podwyższeniu kapitału akcje GTC są notowane z około 15-20% premią do NAV. Kurs wydaje się wysoki jak na rynkowe standardy, jednak trzeba pamiętać, że żadna z notowanych na GPW spółek deweloperskich nie posiada w swoim portfelu projektów deweloperskich o takiej skali i potencjalnych zyskach, jak dwie warszawskie galerie handlowe realizowane przez GTC. Środki z emisji akcji pozwalają deweloperowi na znaczne zwiększenie aktywności inwestycyjnej, czego następstwem są prowadzone obecnie inwestycje w Łodzi i Belgradzie. Spodziewamy się kilku lat dynamicznego wzrostu NAV w GTC, co uzasadni dalszy wzrost kursu akcji dewelopera. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj. W najbliższym czasie zaktualizujemy nasze prognozy i cenę docelową dla akcji GTC.

Prognoza wyników na 3Q'15

Spodziewamy się stabilizacji wyników operacyjnych GTC w 3Q'15. Nasze prognozy przychodów (29,1 mln EUR) oraz oczyszczonego EBIT (17,1 mln EUR) są wprawdzie o 5-6% niższe r/r, lecz trzeba pamiętać, że 3Q'14 był najlepszym kwartałem 2014 r. w GTC. Szacujemy, że po 9 miesiącach 2015 r. oczyszczony zysk operacyjny wyniesie 51,4 mln EUR

(płasko r/r). Widzimy jednocześnie szansę na nieznaczne przekroczenie naszej całorocznej prognozy oczyszczonego EBIT (65,9 mln EUR) w związku z oddaniem do użytku w lipcu biurowca w Belgradzie (prawie w całości wynajęty). W całym 2015 r. widać pozytywne działania restrukturyzacji w obszarze kosztów finansowych. Oczyszczony EBIT po kosztach finansowych prognozujemy na 27,1 mln EUR w 9M'15 (+36% r/r). W 3Q'15 nie spodziewamy się istotnego wpływu rewaluacji na wyniki. Ewentualny dodatni wpływ przeszacowania biurowca w Belgradzie może być skonsumowany niewielkimi odpisami na starym portfelu. Pierwszego znaczącego przeszacowania Galerii Północnej spodziewamy się w wynikach rocznych. Zakładając brak nietypowych zdarzeń w pozycji podatek dochodowy (ostatnio często mają miejsce), GTC powinien wypracować około 7 mln EUR zysku netto w 3Q'15.

Start kolejnego biurowca w Belgradzie

GTC w ciągu najbliższych kilku dni rozpocznie budowę II fazy kompleksu biurowego FortyOne w Belgradzie o powierzchni 8 tys. m kw. Realizacja inwestycji ma się zakończyć w III kwartale 2016 r. FortyOne to kompleks biurowy składający się z trzech budynków o łącznej powierzchni 27 tys. m kw. Spółka oddała już do użytku pierwszy budynek o powierzchni ponad 10 tys. m kw. W komunikacie podano, że poziom komercjalizacji sięga w nim obecnie 92 proc.

Robyg
Kupuj

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 2,59 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2015-01-26
		Cena docelowa: 2,95 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	485,9	409,3	-15,8%	410,1	0,2%	474,3	15,7%	Liczba akcji (mln)	262,1
EBITDA	57,8	61,6	6,5%	67,7	9,9%	93,1	37,5%	MC (cena bieżąca)	678,8
marża EBITDA	11,9%	15,1%		16,5%		19,6%		EV (cena bieżąca)	858,3
EBIT	56,7	60,5	6,6%	65,7	8,6%	91,1	38,7%	Free float	16,5%
Zysk netto	26,1	42,3	62,1%	45,2	6,8%	67,5	49,5%		
P/E	25,9	16,0		15,0		10,1		Zmiana ceny: 1m	8,8%
P/CE	24,8	15,6		14,4		9,8		Zmiana ceny: 6m	9,3%
P/BV	1,6	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	15,6%
EV/EBITDA	15,3	14,9		12,7		8,7		Min (52 tyg.)	2,1
Dyld (%)	3,1	3,1		4,2		5,0		Max (52 tyg.)	2,6

Październik to kolejny miesiąc wysokiej aktywności Robyga na rynku gruntów. Tym razem deweloper zawarł umowy kupna na 700 lokali w Wilanowie oraz 520 lokali w Gdańsku-Wrzeszczu. Dokonane w 2015 r. zakupy pozwolą na znaczący wzrost wyników spółki w latach 2016-2017. W wynikach 3Q'15 powinien pojawić się one-off na niemal 30 mln PLN, który nie jest uwzględniony w naszych prognozach. Uwzględniając zdarzenia jednorazowe, tegoroczny zysk Robyga może przekroczyć 70 mln PLN. W kolejnych latach tak wysoki wynik jest prawdopodobny po oczyszczeniu wyników o zdarzenia jednorazowe. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Prognoza wyników na 3Q'15

Robyg rozliczył w wynikach 3Q'15 730 mieszkań, co stanowi najlepszy kwartał w historii spółki. Przekazania dotyczą głównie starych projektów gdańskich o relatywnie niskich marżach. W Warszawie przekazywane były mieszkania z ostatniego etapu projektu City Apartments, również niskomarkowego. Szacujemy, że Robyg wypracował w 3Q'15 około 185 mln PLN przychodów ze sprzedaży przy marży brutto ze sprzedaży ok. 14%. Udział w zysku jednostek wycenianych metodą praw własności szacujemy na 3,2 mln PLN (w 3Q'15 do wyniku JV kontrybuowało jedynie ok. 100 mieszkań z wysokomarkowego projektu Osiedle Królewskie). Zysk operacyjny (uwzględniający zysk z JV) prognozujemy na 17,7 mln PLN, a zysk przed opodatkowaniem na 15,2 mln PLN. W 3Q'15 spodziewamy się znaczącego zdarzenia jednorazowego w kwocie 29 mln PLN (utworzenie aktywa podatkowego w związku ze sprzedażą znaków towarowych pod koniec września). Powyższe

zdarzenie będzie miało kluczowy wpływ na zysk netto 3Q'15, który szacujemy na 39,1 mln PLN (10,1 mln PLN po oczyszczeniu). Zysk netto Robyga po 9M'15 prognozujemy na 56,9 mln PLN (+162% r/r), a po oczyszczeniu o one-offy podatkowe i rewaluację ok. 21 mln PLN. Szacujemy, że nasza całoroczna prognoza zysku netto (45,2 mln PLN), nie uwzględniająca zdarzeń jednorazowych będzie zrealizowana po 9M'15 w około 46% (126% przy nieoczyszczonych wynikach). Ze względu na przesunięcia przekazania niektórych projektów na 2016 r. oraz spadek marż na wybranych inwestycjach, oczyszczone wyniki Robyga w 2015 r. mogą okazać się niższe od naszej prognozy. Nieoczyszczone wyniki mogą przekroczyć 70 mln PLN.

Zakup działki na Wilanowie za 52 mln PLN

Spółka zależna Robyg zawarła umowę kupna nieruchomości położonej w Warszawie w dzielnicy Wilanów o łącznej powierzchni ok. 33 tys. m. kw. łączna cena netto wynosi 52,2 mln PLN. Robyg szacuje, iż nieruchomość daje możliwość wybudowania około 700 lokali. Nieruchomość posiada przeznaczenie mieszkaniowe i usługowe. Źródłem finansowania zakupu są środki pochodzące z finansowania udzielonego przez Robyg z jej środków własnych.

Przedwstępne umowy zakupu działki za 21 mln PLN

Grupa Robyg zawarła warunkową umowę i przedwstępne umowy nabycia gruntów zlokalizowanych w dzielnicy Gdańsk-Wrzeszcz, o łącznej powierzchni 1,67 ha za 21 mln PLN. Spółka szacuje, że na wspomnianych gruntach można wybudować około 520 mieszkań.

Handel

Bytom

Wzrost sprzedaży we wrześniu o 19,1% R/R

Sprzedaż Bytom we wrześniu wzrosła o 14,9% R/R do 10,75 mln PLN. Sprzedaż detaliczna spółki powiększyła się o 19,1% R/R do 9,65 mln PLN, natomiast sprzedaż hurtowa zmniejszyła się o 13% z 1,3 mln PLN do 1,1 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży Bytom wzrosła o 1,69p.p. R/R do 55,5%. Segment detaliczny odnotował wzrost marży o 1,2p.p. R/R do 57,6%. Jest to najniższa dynamika sprzedaży odnotowana przez Bytom w 2015 roku. Warto zwrócić uwagę na fakt, że taka dynamika została osiągnięta przy wzroście powierzchni sprzedaży/mkw. o około 10% R/R., co implikuje to poprawę sprzedaży/mkw. o 4,8% R/R.

Vistula

Bardzo dobre wyniki sprzedaży we wrześniu

Sprzedaż Grupy Vistula wzrosła o 23,8% R/R do 38,5 mln PLN we wrześniu. Segment odzieżowy odnotował wzrost o 33,4% R/R do 22,2 mln PLN (największa dynamika w 2015 roku), natomiast segment jubilerski odnotował wzrost o 21,1% R/R do 13,9 mln PLN. Sprzedaż Grupy Vistula w ujęciu narastającym I-IX'15 wzrosła o 17% R/R do 254,2 mln PLN. Wrześniowa dynamika sprzedaży jest najlepszym wynikiem osiągniętym przez spółkę w 2015 roku. Osiągnięty wynik jest częściowo spowodowany przez efekt niskiej bazy z poprzedniego roku. Dynamika sprzedaży jest znacznie powyżej dynamiki dodawania nowej powierzchni sprzedażowej, co implikuje wzrosty efektywności sprzedaży/mkw.

Gino Rossi

Wzrost sprzedaży we wrześniu o 5% R/R

Sprzedaż Grupy Gino Rossi wzrosła o 5% R/R do 22,7 mln PLN. Sprzedaż segmentów obuwicznego oraz odzieżowego wzrosła o 5% R/R do odpowiednio 15 mln PLN oraz 8,9 mln PLN we wrześniu. Narastająco sprzedaż Grupy, segmentu obuwicznego oraz segmentu odzieżowego wzrosły odpowiednio o 7%/6%/10%. Marża brutto na sprzedaży w 3Q'15 obniżyła się o 1p.p. R/R do 38,5% w segmencie obuwicznym oraz 1,2p.p. R/R do 54,9% w segmencie odzieżowym. Dynamika sprzedaży Gino Rossi była niższa niż średni wzrost w tym roku, jednak na tle branży wynik można ocenić jako dobry.

Wojas

Sprzedaż we wrześniu wyższa o 4,2% R/R

Sprzedaż wzrosła we wrześniu o 4,2% R/R do 18,835 mln PLN. Sprzedaż zrealizowana w kanale detalicznym wzrosła o 2,2% R/R do 16,094 mln PLN. Narastająco od początku roku sprzedaż Grupy oraz kanału detalicznego wyniosły odpowiednio 148,566 mln PLN (+0,1% R/R) oraz 123,909 (+0,8% R/R). Spółka zaraportowała pozytywną dynamikę sprzedaży we wrześniu, co jest dobrym wynikiem na tle branży. Należy zwrócić uwagę, że poprawa wynikała głównie z efektu niskiej bazy z poprzedniego roku (-15,9% R/R w IX'14) oraz przesunięcia popytu z VIII'15, w którym sprzedaż obniżyła się o 16,6% R/R.

Redan

Dobre wyniki sprzedażowe we wrześniu

Sprzedaż we wrześniu na poziomie Grupy wzrosła o 8% R/R do 45 mln PLN. Segment dyskontowy odpowiadał za 26 mln PLN sprzedaży (+13% R/R w IX'15), a segment

modowy za 18 mln PLN sprzedaży (+1% R/R w IX'15). W segmencie modowym o 15% R/R do 15 mln PLN wzrosła sprzedaż zrealizowana w sklepach w Polsce. Biorąc pod uwagę zaraportowaną powierzchnię sprzedażową szacujemy, że efektywność sprzedaży/mkw. w: Textilmarket wzrosła o 1,3% R/R w IX'15; segmencie modowym w Polsce wzrosła o 11,4% R/R; segmencie modowym za granicą spadła o 46,4% R/R. Wyniki sprzedażowe są dobre na tle branży. Dynamiki sprzedaży mogły być częściowo wspierane przez przesunięcie popytu z sierpnia.

Wywiad z wiceprezesem

Zdaniem wiceprezesa sprzedaż we wrześniu była rozczarowująca. Na wynik nie przełożyły się działania marketingowe. Niższa sprzedaż wynikała między innymi z niesprzyjających warunków pogodowych w drugiej połowie września. Nie była spowodowana przez słabe przyjęcie kolekcji przez klientów. Marża brutto na sprzedaży w 3Q'15 była podobna co w całym roku (MBNS we wrześniu była nieznacznie niższa). W październiku sprzedaż porównywalna w obu segmentach działalności spółki rośnie. Marża brutto na sprzedaży jest na podobnym poziomie R/R. W 3Q'15 powinien zostać odnotowany dalszy wzrost kosztów SG&A ze względu na działania marketingowe, jednak dynamika wzrostu powinna być mniejsza niż w 1H'15. Spółka podtrzymuje plany upublicznienia TXM. Oferta ma się składać z oferty nowych akcji.

Monnari

Słabe wyniki operacyjne w 3Q'15

Zarząd Monnari zdecydował się opublikować wstępne szacunkowe wyniki spółki ze względu na duże rozbieżności z oczekiwaniami rynkowymi. Wcześniej spółka zaprezentowała szacunkową wartość przychodów ze sprzedaży towarów wynoszącą 42,3 mln PLN (+16,53% R/R). Zgodnie z komunikatem spółka wypracowała w 3Q'15: 1) 21,6 mln PLN (-1,8% R/R) zysku brutto na sprzedaży; 2) 0,4 mln PLN EBIT (vs. 4 mln PLN w 3Q'14); 3) -1 mln PLN zysku brutto (vs. 4,8 mln PLN w 3Q'14); oraz 4) 20,5 mln PLN zysku netto (rozpoznanie aktywa podatkowego w 3Q'15 na wartość około 21 mln PLN; oczyszczony zysk netto wyniósł -0,5 mln PLN w 3Q'15 vs. 4 mln PLN w 3Q'14). Za przyczynę gorszych wyników zarząd wskazuje spadek sprzedaży detalicznej odnotowany w 3Q'15 oraz niesprzyjające warunki pogodowe (wysoka temperatura). Przełożyło się to na istotny spadek marży brutto na sprzedaży (do wyliczenia wzięte zostały przychody uwzględniające również przychody ze sprzedaży wyrobów i usług 0,7 mln PLN), która obniżyła się o 9,3p.p. R/R do 50,21% w 3Q'15. Spółka po 9M'15 wypracowała 12,6 mln PLN oczyszczonego zysku netto. W takiej sytuacji osiągnięcie 30,7 mln PLN zysku netto oczekiwań rynkowych dla 2015 roku może okazać się wymagające (w 4Q'14 spółka wypracowała 13,8 mln PLN zysku netto).

Możliwa wypłata dywidendy w 2016 roku

Mirosław Misztal (CEO oraz główny akcjonariusz Monnari) w wywiadzie dla gazety Parkiet nie wyklucza wypłaty dywidendy w 2016 roku. Na początku 2016 roku spółka chce przedstawić politykę dywidendową na kolejne lata. O wypłacie będzie decydował wynik osiągnięty w 4Q'15 oraz aktywność na polu akwizycyjnym spółki w 2015 roku. Prezes wskazał niedopasowanie kolekcji międzysezonowej oraz niesprzyjająca pogoda jako przyczyny słabej sprzedaży w 3Q'15. Sytuacja uległa poprawie w październiku, gdzie dynamika sprzedaży powróciła do wzrostów większych niż tempo ekspansji powierzchni sprzedażowej, a marża brutto na sprzedaży jest na podobnym poziomie R/R. Spółka prowadzi rozmowy w sprawie przejścia dwóch podmiotów,

jednak są one we wstępnej fazie. Najważniejszą informacją jest plan wypłaty dywidendy przez spółkę w 2016 roku. Według naszych szacunków spółka powinna mieć na koniec 2015 roku 82,8 mln PLN. Zakładając wypłatę w dywidendzie połowy środków pieniężnych z końca 2015 roku, dywidenda na akcję wyniosłaby 1,35 PLN (DYield 8,1% przy cenie 16,55 PLN/akcje).

AmRest		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		178,80 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2015-07-10
		Cena docelowa:		180,00 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 700,9	2 952,7	9,3%	3 278,2	11,0%	3 761,6	14,7%	Liczba akcji (mln)	21,2
EBITDA	207,2	316,0	52,5%	428,6	35,7%	505,3	17,9%	MC (cena bieżąca)	3 793,0
marża EBITDA	7,7%	10,7%		13,1%		13,4%		EV (cena bieżąca)	4 760,8
EBIT	17,4	109,9	531,0%	207,8	89,1%	242,0	16,4%	Free float	27,1%
Zysk netto	9,9	51,7	419,5%	131,5	154,5%	153,7	16,9%		
P/E	387,3	73,4		28,8		24,7		Zmiana ceny: 1m	7,4%
P/CE	19,3	14,7		10,8		9,1		Zmiana ceny: 6m	36,1%
P/BV	3,9	4,2		3,6		3,2		Zmiana ceny: 12m	98,9%
EV/EBITDA	22,8	14,9		11,1		9,3		Min (52 tyg.)	88,0
Dyild (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	182,6

Naszym zdaniem zmiana głównego akcjonariusza w Spółce nie wpłynie istotnie na realizowaną strategię rozwoju Spółki. Oczekujemy, że pozytywny trend w wynikach powinien zostać utrzymany w 3Q'15, na co będzie wpływać poprawianie sprzedaży na placówkę oraz utrzymanie wysokiej rentowności restauracji (w 2Q'15 było to rekordowe 17,9%). Ponadto oczekujemy, że poprawa wyników w kolejnych kwartałach będzie wspierana przez utrzymanie dynamicznego tempa otwarć restauracji, coraz wyższy wynik segmentu Nowe Rynki oraz włączenie do konsolidacji kawiarni Starbucks działających na rynku rumuńskim i bułgarskim. Wysoka rentowność EBITDA kawiarni na tych rynkach (około 20%) powinna być wspierana przez obniżenie stawki VAT na żywność przez rząd rumuński. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do waleń AmRest.

Kolejny kwartał wysokich wzrostów

Zgodnie z zaprezentowanymi przez AmRest wstępnymi danymi sprzedażowymi za 3Q'15, oczekujemy zaraportowania przez spółkę 861 mln PLN sprzedaży w 3Q'15 (+12,5% R/R). Przedstawione dane potwierdziły mocną pozycję spółki w regionie CEE, w Hiszpanii oraz w Chinach, gdzie sprzedaż/restaurację miała dynamikę. Oczekujemy, że rentowność EBITDA spółki zwiększy się o 0,5p.p. R/R do 13,6% w 3Q'15, głównie dzięki osiągnięciu rentowności przez dywizję Nowe Rynki oraz poprawę marży w Czechach i krajach zaliczanych do segmentu Inne CEE. Jednocześnie oczekujemy spadku rentowności EBITDA w 3Q'15 w Polsce (-1,3p.p. R/R do 13,4%; efekt wysokiej bazy 3Q'14), Rosji

(-0,5p.p. R/R do 9%; dewaluacja RUB) oraz Hiszpanii (-1,1p.p. R/R do 20,4%, duża ilość nowych otwarć). Szacujemy, że spółka zaraportuje w 3Q'15 62,1 mln PLN EBIT (+23,7% R/R) oraz 116,8 mln PLN EBITDA (+16,4% R/R). Saldo na działalności finansowej powinno wynieść -10,8 mln PLN w 3Q'15 vs. -11,4 mln PLN w 3Q'14. Po uwzględnieniu 12,3 mln PLN podatku dochodowego oraz -0,4 mln PLN straty udziałowców mniejszościowych, zysk netto powinien wynieść 39,3 mln PLN (+24,3% R/R).

Wysoka dynamika przychodów w 3Q'15

Według wstępnych wyników sprzedaży, AmRest wypracował 861 mln PLN przychodów w 3Q'15 (+12,5% R/R w PLN oraz 16,8% R/R w lokalnych walutach). Sprzedaż w podziale na dywizje w 3Q'15 wyniosła: 1) 517 mln PLN w CEE (+15,3% R/R w PLN oraz 14,7% R/R w lokalnych walutach); 2) 98 mln PLN w Rosji (-9,5% R/R w PLN oraz +31,3% R/R w lokalnych walutach); 3) 182 mln PLN w Hiszpanii (+14,1% R/R w PLN oraz 13,8% R/R w lokalnych walutach); 4) 64 mln PLN na Nowych Rynkach (+30,7% R/R w PLN oraz 14,1% R/R w lokalnych walutach). Sprzedaż/restaurację w 3Q'15 najmocniej wzrosła w dywizji Nowe Rynki (+27,3% R/R), następnie w Hiszpanii (+4,9% R/R) oraz w CEE (+3,1% R/R). Ujemna dynamika efektywności sprzedaży/restaurację została odnotowana w Rosji (-22,6% R/R).

CCC
Sprzedaż

Analitik: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 169,00 PLN

Cena docelowa: 158,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-03-06

(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 643,1	2 011,9	22,4%	2 537,2	26,1%	3 111,0	22,6%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	203,4	297,9	46,4%	375,5	26,0%	461,8	23,0%	MC (cena bieżąca)	6 489,6
marża EBITDA	12,4%	14,8%		14,8%		14,8%		EV (cena bieżąca)	7 009,4
EBIT	167,5	247,3	47,6%	326,2	31,9%	405,9	24,4%	Free float	63,0%
Zysk netto	125,2	422,8	237,6%	336,2	-20,5%	408,1	21,4%		
P/E	51,8	15,4		19,3		15,9		Zmiana ceny: 1m	6,6%
P/CE	40,3	13,7		16,8		14,0		Zmiana ceny: 6m	-9,1%
P/BV	11,0	6,8		5,9		4,5		Zmiana ceny: 12m	31,5%
EV/EBITDA	32,8	23,2		18,7		15,0		Min (52 tyg.)	128,5
Dywidenda (%)	0,9	0,9		0,9		0,9		Max (52 tyg.)	198,9

Po słabych wynikach sprzedażowych we wrześniu, spółka odnotowała przeciętną sprzedaż w październiku. Sezonowo są to najważniejsze miesiące sprzedażowe dla spółki, których średni udział w całorocznej sprzedaży w latach 2006-14 wynosił 10,5% we wrześniu oraz 13,9% w październiku. Jednocześnie spółka realizuje w tych miesiącach największą część wyniku, co wynika ze sprzedaży towarów z pełnymi marżami. Osiągnięte wyniki sprzedażowe powodują, że spółka może zostać z nadmiernym zapasem towarów na miesiące wyprzedażowe. Stwarza to realne ryzyko wprowadzenia intensywnych wyprzedaży w celu wyczyszczenia magazynów z kolekcji jesień-zima 2015 oraz jesień-zima 2016. Ponadto Zarząd CCC poinformował, że ze względu na mniejszą od zakładanej rentowność na rynku niemieckim część otwarć nowych sklepów w Niemczech zostaje przeniesiona na 1Q'16. Brak istotnej poprawy efektywności sprzedaży/mkw. na tych rynkach może stanowić zagrożenie dla zakładanych perspektyw rozwoju Spółki w średnim terminie. Relatywnie słabe wyniki sprzedażowe w miesiącach IX-X stwarzają zagrożenie dla naszej całorocznej prognozy EBIT na poziomie 326 mln PLN. Brak poprawy wyników na rynku niemieckim i austriackim może stanowić realną presję na poziom wygenerowanego wyniku w 2016 roku.

Spadek marży brutto na sprzedaży

Słaba sprzedaż we wrześniu pomimo efektu niskiej bazy istotnie wpłynęła na zaraportowaną przez spółkę dynamikę sprzedaży w 3Q'15. Na podstawie danych zaprezentowanych w raportach miesięcznych szacujemy, że spółka wypracowała 506,8 mln PLN (+6,9%) przychodów w 3Q'15. Wynik ten został osiągnięty przy wzroście powierzchni sprzedażowej

sklepów własnych o 22,5% R/R na koniec 3Q'15. Implikuje to spadek sprzedaży/mkw. o 16,2% R/R do 526,5 PLN. Zakup towaru po wysokim kursie USD/PLN oraz akcje wyprzedażowe powinny przełożyć się na spadek marży brutto na sprzedaży o 3p.p. R/R do 51,9% w 3Q'15. Szacujemy, że koszty SG&A/mkw. obniżą się o 7,5% R/R do 250 PLN, co powinno przełożyć się na 240,4 mln PLN w 3Q'15. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na 2,5 mln PLN w 3Q'15 (głównie straty inwentarzowe). Uwzględniając powyższe szacujemy EBIT oraz EBITDA odpowiednio na 20,3 mln PLN (-61,2% R/R) oraz 29,9 mln PLN (-50,3% R/R) w 3Q'15. Saldo na działalności finansowej szacujemy na 5,6 mln PLN w 3Q'15 vs. 6,1 mln PLN w 3Q'14. Oczekujemy, że spółka rozpozna 13,9 mln PLN aktywa podatkowego w 3Q'15. W efekcie powyższych zdarzeń CCC powinno zaraportować 25,8 mln PLN zysku netto w 3Q'15 (-35,9% R/R).

Przeciętna sprzedaż w październiku

Sprzedaż CCC w październiku wzrosła o 24,8% R/R do 310,2 mln PLN. Narastająco skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 1,863 mld PLN (+18,1% R/R). Szacujemy, że powierzchnia sprzedażowa spółki wzrosła o 23,1% R/R. Nieznacznie większa dynamika sprzedaży od dynamiki rozwoju sieci sprzedażowej implikuje poprawę efektywności sprzedaży/mkw. o 0,7% R/R. Sprzedaż porównywalna była dodatnia w Polsce (+6,8% R/R), Czechach (+0,9% R/R), na Słowacji (+9,1% R/R) oraz na Węgrzech (+21,1% R/R). W październikowej sprzedaży widać poprawę dynamiki względem poprzednich miesięcy, jednak naszym zdaniem jest to wynik przesunięcia popytu z poprzednich okresów. Dodatkowo dynamice sprzedaży w październiku pomagał efekt niskiej bazy (wzrost sprzedaży w X'14 o 10,3% R/R przy wzroście powierzchni sprzedażowej o 18,7% R/R). Biorąc pod uwagę wyniki za ostatnie dwa lata, średnioroczny wzrost sprzedaży w październiku wyniósł 17,3% R/R przy średniorocznym wzroście powierzchni o 21,5%.

Eurocash		Sprzedaj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		49,75 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-11-04	
		Cena docelowa:		40,80 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	16 537,5	16 963,8	2,6%	20 352,8	20,0%	21 699,3	6,6%	Liczba akcji (mln)	138,7
EBITDA	402,1	412,5	2,6%	490,8	19,0%	560,0	14,1%	MC (cena bieżąca)	6 898,2
marża EBITDA	2,4%	2,4%		2,4%		2,6%		EV (cena bieżąca)	7 641,2
EBIT	285,7	287,2	0,5%	341,4	18,9%	404,7	18,5%	Free float	46,3%
Zysk netto	221,0	180,5	-18,3%	221,1	22,5%	277,6	25,6%		
P/E	31,4	38,2		31,2		24,9		Zmiana ceny: 1m	9,3%
P/CE	20,6	22,6		18,6		15,9		Zmiana ceny: 6m	33,3%
P/BV	7,9	6,9		6,1		5,3		Zmiana ceny: 12m	55,4%
EV/EBITDA	18,7	18,9		15,6		13,4		Min (52 tyg.)	31,2
Dyld (%)	1,8	1,6		1,3		1,6		Max (52 tyg.)	52,2

W 2Q'15 Spółka wygenerowała 560 mln PLN środków pieniężnych z działalności operacyjnej, dzięki czemu była w stanie obniżyć wskaźnik dług netto/EBITDA do 1,2x na koniec 2Q'15. Kontynuacja poprawy rotacji zapasów w kolejnych kwartałach powinna sprowadzić wskaźnik dług netto/EBITDA poniżej 1x na koniec 2015 roku. Niski wskaźnik zadłużenia zwiększa szansę ogłoszenia przejęć przez Eurocash, jednak selektywne i ostrożne podejście zarządu może odwlec decyzję o akwizycji potencjalnego podmiotu. Pomimo oczekiwanej poprawy wyników uważamy, że obecna wycena spółki na wskaźniku EV/EBITDA'15-16 na poziomie odpowiednio 15,6x i 13,4x jest zbyt wysoka. Obniżamy naszą rekomendację do sprzedaży dla walorów Eurocash utrzymując cenę docelową 40,80 PLN/akcję.

Oczekiwana poprawa EBITDA o 27,5% R/R w 3Q'15

Sprzedaż Eurocash w 3Q'15 powinna być wspierana przez zmniejszającą się deflację, utrzymanie dobrej dynamiki w Tradisie oraz konsolidację Firmy Rogala. Według naszych szacunków przychody ze sprzedaży powinny wzrosnąć o 20,3% R/R do 5 422 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży powinna obniżyć się o 0,6p.p. R/R do 9,8%, za co głównie odpowiada konsolidacja Kolportera. Szacujemy, że koszty SG&A wzrosną w tempie 10,7% R/R do 422 mln PLN. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej powinno wynieść -5 mln PLN, za co przede wszystkim będzie odpowiadała działalność prowadzona w nowych ramach nowych biznesów.

Szacujemy 104,5 mln PLN EBIT (+29,8% R/R) oraz 143,8 mln PLN EBITDA (+27,5% R/R) w 3Q'15. Prognozujemy saldo na działalności finansowej na -12 mln PLN. Uwzględniając 14 mln PLN zapłaconego podatku oraz 3,5 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych, szacowany zysk netto powinien wynieść 69,2 mln PLN (+20,4% R/R). Ponadto, podobnie jak w poprzednich kwartałach, spółka powinna zaraportować wysokie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, wspierane przez uwolnienie części gotówki z zapasów.

Podatek od sieci wielkopowierzchniowych może dotyczyć 15-20% podmiotów z segmentu handlu tradycyjnego

Zdaniem Jacka Owczarka (CFO Eurocash) opodatkowanie podmiotów prowadzących działalność handlową w sklepach o powierzchni sprzedaży powyżej 250 mkw. dotknie 15-20% obrotu detalicznego w sklepach małoformatowych. Wiceprezes postuluje, aby podwyższyć pułap z 250 mkw. wyznaczony w projekcie ustawy na 400 mkw., który jest standardem do klasyfikacji supermarketów i handlu wielkopowierzchniowego wykorzystywanym przez GUS oraz przy decyzjach UOKiK. Pozostawienie formuły podatku od sklepów wielkopowierzchniowych w obecnej formie może negatywnie wpłynąć na działalność części podmiotów zaliczanych do segmentu tradycyjnego. Nowy podatek nie powinien wpłynąć bezpośrednio na działalność hurtową Eurocash, jednak może wpływać na wyniki podmiotów będących odbiorcami towarów od Grupy.

Jeronimo Martins Sprzedaj

Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		12,84 EUR				Data ostatniej aktualizacji:		2015-05-06	
		Cena docelowa:		10,70 EUR							
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)			
Przychody	11 829,3	12 680,0	7,2%	13 745,9	8,4%	14 689,5	6,9%	Liczba akcji (mln)		629,3	
EBITDA	777,0	732,0	-5,8%	774,3	5,8%	846,1	9,3%	MC (cena bieżąca)		8 077,0	
marża EBITDA	6,6%	5,8%		5,6%		5,8%		EV (cena bieżąca)		8 574,7	
EBIT	525,0	448,5	-14,6%	479,4	6,9%	542,9	13,3%	Free float		32,3%	
Zysk netto	382,3	301,4	-21,2%	328,6	9,0%	381,9	16,2%				
P/E	21,1	26,8		24,6		21,1		Zmiana ceny: 1m		5,9%	
P/CE	12,7	13,8		13,0		11,8		Zmiana ceny: 6m		1,4%	
P/BV	5,8	5,8		5,1		4,4		Zmiana ceny: 12m		72,2%	
EV/EBITDA	11,2	11,8		11,1		10,0		Min (52 tyg.)		30,0	
Dyield (%)	2,6	2,6		1,9		2,0		Max (52 tyg.)		57,5	

Wyniki Jeronimo Martins za 2Q'15 pokazały, że implementacja nowej strategii w sieci Biedronka przynosi wymierne efekty. Równocześnie dobre wyniki zostały podane przez biznes portugalski prowadzony w ramach Pingo Doce oraz Recheio. Spółka kontynuowała inwestowanie w marże dzięki czemu była w stanie poprawić sprzedaż porównywalną we wszystkich segmentach operacyjnych. Biorąc pod uwagę wyniki JMT za 1H'15, podtrzymujemy naszą roczną prognozę EBITDA na poziomie 774,3 mln EUR (46,9% wykonania w 1H'15). Jednocześnie chcemy zaznaczyć, że pomimo sprawdzonego modelu biznesowego obecna wycena spółki nie jest uzasadniona w obliczu oczekiwanego spowolnienia w dynamice EBITDA (7,9% CAGR 2014-17 vs. 15,7% CAGR 2010-13), wynikającego z ograniczenia tempa ekspansji sieci Biedronka oraz obciążenia wyniku EBITDA przez rozwój sieci Ara oraz sieci Hebe. Istotne ograniczenie tempa rozwoju sieci Biedronka planowane na 2H'15 (spółka otworzyła w 1H'15 83 sklepy z planowanych 100 placówek na rok 2015), będzie widoczne w wynikach za 3Q'15. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaż.

Spowolnienie dynamiki wyników

Oczekujemy, że 3Q'15 będzie pierwszym okresem, w którym będzie zauważalne obniżenie tempa otwarć sklepów Biedronka. Szacujemy, że dynamika wzrostu sieci Biedronka wyniesie 6,5% R/R w 3Q'15 vs. odpowiednio 11,2% R/R oraz 8,4% R/R w 1Q'15 i 2Q'15. Zmniejszenie tempa poprawy

przychodów wywołane spowolnieniem ekspansji głównej sieci Jeronimo Martins powinno być częściowo zniwelowane przez oczekiwane zwiększenie efektywności sprzedaży/mkw. o 2% R/R w 3Q'15 w sieci Biedronka (vs. 2% w 2Q'15 oraz -5,3% w 3Q'14). Ten czynnik oraz utrzymanie pozytywnych trendów w sprzedaży Pingo Doce oraz Recheio powinno przełożyć się na wzrost przychodów o 6,6% R/R do 3 496 mln EUR. Oczekujemy, że koszty dystrybucji oraz koszty administracyjne będą rosły w tempie 6,2% R/R (wolniejszym od dynamiki przychodów). W efekcie oczekujemy umiarkowanego wzrostu marży EBITDA o 0,08p.p. R/R do 6,34% w 3Q'15. Biorąc pod uwagę powyższe szacujemy, że EBIT oraz EBITDA w 3Q'15 wyniosą odpowiednio 146,6 mln EUR (+8,4% R/R) oraz 221,7 mln EUR (+7,6% R/R). Saldo na działalności finansowej powinno wynieść -2,9 mln EUR. Uwzględniając efektywną stawkę podatkową na poziomie 23,5%, oczekujemy 97,9 mln EUR zysku netto (+6,3% R/R).

Testowanie mniejszego konceptu sklepu w dużych miastach

Sieć Biedronka w wybranych miejskich sklepach mocno promuje ofertę „food to go”, gdzie przeważa świeża żywność (przygotowywane na miejscu kanapki, sałatki, prozdrowotne napoje, dania gotowe oraz zestawy sushi). Oprócz oferty produktowej ofertowana jest kawa oraz świeżo wyciskane soki. Sklepy te nie sprzedają artykułów przemysłowych. Koncept sklepu obejmuje mniejsze placówki o powierzchni około 150 mkw. Prace nad nowym konceptem były zapowiadane przez Jeronimo Martins podczas ogłaszania nowej strategii pod koniec 2014 roku.

LPP		Sprzedaj									
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		7 150 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-10-09	
		Cena docelowa:		6 300 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	4 116,3	4 769,3	15,9%	5 116,7	7,3%	5 948,1	16,2%	Liczba akcji (mln)	1,8		
EBITDA	764,1	802,8	5,1%	721,9	-10,1%	864,1	19,7%	MC (cena bieżąca)	12 942,0		
marża EBITDA	18,6%	16,8%		14,1%		14,5%		EV (cena bieżąca)	13 449,8		
EBIT	615,9	609,1	-1,1%	504,7	-17,1%	629,3	24,7%	Free float	48,0%		
Zysk netto	430,9	479,5	11,3%	374,1	-22,0%	494,1	32,1%				
P/E	30,0	27,0		34,6		26,2		Zmiana ceny: 1m	2,1%		
P/CE	22,3	19,2		21,9		17,8		Zmiana ceny: 6m	-3,6%		
P/BV	8,6	7,9		6,7		5,7		Zmiana ceny: 12m	-28,5%		
EV/EBITDA	17,2	16,6		18,6		15,4		Min (52 tyg.)	6 525,0		
Dyid (%)	1,2	1,3		0,4		1,4		Max (52 tyg.)	10 006,0		

Utrzymywanie się niskiej dynamiki sprzedaży, która jest znacznie mniejsza niż tempo rozwoju nowej powierzchni potwierdza trudną sytuację rynkową przejawiającą się w spadku efektywności sprzedaży/mkw. LPP połączonej z utrzymaniem presji na marżę brutto na sprzedaży. Słaba sprzedaż w miesiącach IX-X może prowadzić do mocniejszych wyprzedaży w kolejnych miesiącach. Uważamy, że negatywne trendy w sprzedaży porównywalnej połączone ze spadkiem rentowności sprawiają, że spółka wygeneruje 504,7 mln PLN EBIT w 2015 roku (11% poniżej oczekiwań rynkowych). Podtrzymujemy naszą rekomendację sprzedaj dla akcji LPP.

Spadek EBIT o 27,4% R/R w 3Q'15

Zakończenie akcji wyprzedażowych w lipcu, mocna konkurencja na rynku oraz niesprzyjająca pogoda w sierpniu i wrześniu były jednymi z wielu czynników przekładających się na niski wzrost przychodów spółki w 3Q'15. Zgodnie z zaraportowanymi danymi miesięcznymi, sprzedaż wyniosła 1 265 mln PLN w 3Q'15 (+2,5% R/R). Powierzchnia sprzedażowa LPP na koniec 3Q'15 wyniosła 792 tys. mkw. (+16,3% R/R). Znacznie niższa dynamika sprzedaży vs. dynamika nowej powierzchni sprzedażowej implikuje spadek wskaźnika miesięcznej sprzedaży/mkw. o 11,4% R/R do 538 PLN. Oczekujemy, że marża brutto na sprzedaży obniży się o 4,9p.p. R/R do 51,8% w 3Q'15. Szacujemy, że słaba sprzedaż LPP w 3Q'15 przełoży się na niskie czyny (uzależnione od obrotu sklepu) oraz brak wypłacania premii

sprzedażowych, co pozwoli utrzymać niską wartość kosztów SG&A/mkw. na poziomie 234 PLN (-14,8% R/R). Koszty SG&A ogółem powinny wynieść 550 mln PLN (-1,5% R/R). Straty inwentarzowe w pozostałych kosztach operacyjnych szacujemy na 7,8 mln PLN. Prognozujemy 97,6 mln PLN EBIT w 3Q'15 (-27,4% R/R) oraz 154 mln PLN EBITDA (-16,7% R/R). Saldo na działalności finansowej szacujemy na 19,5 mln PLN, na co głównie wpłyną ujemne różnice kursowe (-15 mln PLN). Przy założeniu 19% efektywnej stopy podatkowej, prognozujemy 62,9 mln PLN zysku netto (-23,1% R/R).

Wzrost sprzedaży w październiku o 7% R/R

Sprzedaż w październiku wyniosła 496 mln PLN (+7,1% R/R). Narastająco od początku roku sprzedaż wzrosła o 6% R/R osiągając 4,044 mld PLN. Marża brutto na sprzedaży w październiku obniżyła się o około 3p.p. R/R do 59%. Powierzchnia handlowa na koniec października wyniosła około 817 tys. mkw. (+17% R/R). Biorąc pod uwagę dynamikę wzrostu przychodów oraz dynamikę przyrostu nowej powierzchni, szacujemy, że sprzedaż/mkw. obniżyła się o 10% R/R w październiku. Odnotowany w październiku spadek rentowności był mniejszy niż w poprzednich miesiącach, jednak marża brutto na sprzedaży była znacznie poniżej średniego poziomu 63% w październiku raportowanego od 2009 roku. Spółka wypracowała 7% wzrost sprzedaży R/R, pomimo relatywnie wysokiej bazy z poprzedniego roku (dynamika sprzedaży w X'14 wyniosła 20,3% R/R).

Inne

Work Service		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		15,82 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	
		Cena docelowa:		21,90 PLN				2015-03-06	
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	918,4	1 739,8	89,4%	2 357,4	35,5%	2 822,0	19,7%	Liczba akcji (mln)	67,4
EBITDA	52,8	98,7	86,9%	124,9	26,6%	166,1	33,0%	MC (cena bieżąca)	1 065,6
marża EBITDA	5,7%	5,7%		5,3%		5,9%		EV (cena bieżąca)	1 305,2
EBIT	48,0	89,1	85,8%	112,4	26,1%	151,4	34,7%	Free float	30,6%
Zysk netto	26,5	52,4	98,1%	48,5	-7,4%	74,2	52,9%		
P/E	36,7	20,3		22,0		14,4		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/CE	31,1	17,2		17,5		12,0		Zmiana ceny: 6m	-17,6%
P/BV	4,1	2,8		2,3		2,0		Zmiana ceny: 12m	-16,7%
EV/EBITDA	20,1	12,3		10,4		8,0		Min (52 tyg.)	14,4
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	22,0

Wyniki za 3Q'15 nie powinny przynieść zmian w postrzeganiu spółki Work Service przez inwestorów. Stabilizacja na linii zysku operacyjnego to zbyt mało by uzasadnić wysokie wskaźniki, na których spółka jest notowana (P/E'15 >20x). Przypominamy, że Zarząd ma ambitne plany na resztę roku. Work Service ma osiągnąć przychody w 2015 r. na poziomie 2 mld PLN i zysk EBIT równy 100 mln PLN (bez uwzględnienia akwizycji). Sądzymy, że będzie to trudne zadanie (według naszych estymacji Work Service osiągnie po 9M'15 EBIT = 54 mln PLN).

Kolejne przejęcia

W dniu 23 października 2015 r. spółka zależna Emitenta – IT Kontrakt podpisała ze spółką z o.o. prawa niemieckiego pod firmą Königstein Beratungsgesellschaft für EDV-Dienstleistungen mbH umowę nabycia 100% posiadanych udziałów Spółki. Pierwsza faza obejmuje zakup 75,5% udziałów za łączną cenę 3,54 mln EUR. W odniesieniu do pozostałych 24,5% udziałów umowa przewiduje uprawnienie zbywcy do żądania odkupienia ich przez nabywcę w ramach "opcji put", w dwóch osobnych transzach (po 12,5% udziałów każda). Na rynku niemieckim podmiot przejmowany należy do specjalistów w dziedzinie rekrutacji pracowników sektora usług IT w obszarze elektronicznego przetwarzania danych. Podmiot osiągnął w 2014 r. następujące wyniki finansowe

(z wyłączeniem księgowych zdarzeń jednorazowych): przychody ze sprzedaży w wysokości 14,0 mln EUR, EBIT 0,77 mln EUR, EBITDA 0,80 mln EUR, zysk brutto 0,72 mln EUR, zysk netto 0,51 mln EUR. W ciągu 1H'15 podmiot osiągnął przychody w wysokości 5,1 mln EUR, EBIT 0,29 mln EUR, EBITDA 0,31 mln EUR.

Prognoza 3Q'15: Linia EBIT płasko R/R

W 3Q'15 spodziewamy się wzrostu przychodów Work Service o prawie 7% do poziomu 521 mln PLN (w 3Q'14 konsolidowane już przez spółkę niemiecką). Marża brutto na sprzedaży powinna oscylować wokół 10,9% (stabilnie R/R, dalsze spadki na rynku niemieckim będą nadrabiane przez sprzedaż usług outsourcingowych zwłaszcza w spółkach Exact i IT Kontrakt). Koszty sprzedaży powinny utrzymać się na płaskim Q/Q poziomie, ale za to koszty ogólnego zarządu nieco spaść Q/Q (w poprzednim kwartale wypłacono bonusy dla kadry zarządzającej). Przy braku aktywności na pozostałej działalności operacyjnej wynik EBIT może oscylować wokół poziomu 20,9 mln PLN. Zakładamy 6,5 mln PLN kosztów finansowych oraz 25% efektywnej stawki podatku dochodowego. Poprawa w Polsce i na Węgrzech powinna przynieść dużo mniejszy stosunek zysku dla mniejszości vs. zysk netto całkowity (zakładamy 25% vs. 52%). Ostatecznie zysk netto dla jednostki dominującej wyniesie 8,0 mln PLN i będzie 52% wyższy R/R.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:

Budimex

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2015-03-06	2015-08-05	2015-09-03	2015-11-04
kurs z dnia rekomendacji	167,95	198,00	187,20	211,00
WIG w dniu rekomendacji	53546,40	52941,88	50135,97	50367,53

Elektrobudowa

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2015-03-06	2015-06-02	2015-10-02	2015-11-04
kurs z dnia rekomendacji	111,90	134,00	144,50	155,00
WIG w dniu rekomendacji	53546,40	55605,71	49593,95	50367,53

Eurocash

rekomendacja	Akumuluj	Sprzedaj
data wydania	2015-04-24	2015-11-04
kurs z dnia rekomendacji	36,80	49,75
WIG w dniu rekomendacji	56492,95	50367,53

PZU

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-07-22	2015-09-03	2015-11-04
kurs z dnia rekomendacji	433,90	425,00	376,50
WIG w dniu rekomendacji	52839,41	50135,97	50367,53

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku
EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – Zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
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 księgowa) – 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:

KUPUJ – 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, 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, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, Pfeleiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Syginity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska S.A., Work Service, ZUE.

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

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

Niniejszy Przegląd miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez Dom Maklerski mBanku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 7 Przeglądu miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Przeglądzie miesięcznym znajduje się na stronie 8 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym – w ocenie Domu Maklerskiego mBanku S.A. – Przegląd miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

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 Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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 Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

Zespół Prywatnego Maklera:

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

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-082 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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