

czwartek, 3 grudnia 2015 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: grudzień 2015

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Do momentu zapadnięcia kluczowych decyzji politycznych polski rynek nadal będzie zachowywał się gorzej niż giełdy zagraniczne. S&P znajduje się pod silnymi oporami, dopiero ich przebicie będzie sygnałem do zajęcia pozycji. Sytuacja makro może być jednak barierą trudną do pokonania, a indeksy pozostaną w trendzie bocznym.

Ze spółek

Finanse

Zalecamy selektywne podejście do polskich banków. W grudniu oczekujemy szczegółów dotyczących podatku bankowego oraz rekomendacji KNF dotyczącej wypłat dywidendy dla sektora bankowego. Pozostajemy pozytywni na PKO BP, Millennium, Aliora oraz PZU, gdzie podatek został już z nawiązką zdyskontowany, a z zagranicznych spółek na Erste oraz OTP Bank.

Paliwa

Obserwowana korekta marż rafineryjnych z wyższych poziomów listopadowych oraz spadek dyferencjału poniżej 2 USD powinny wywierać presję na notowania PKN. Po ostatnich mocnych spadkach zamykamy naszą negatywną rekomendację dla PGNiG.

Energetyka

Ceny energii dyskontują już podwyższenie budżetu ORM, ale na razie nie przełożyło się to na wyceny spółek, podobnie jak podwyższenie WACC przez URE. Naszym zdaniem największą ekspozycję na te czynniki ma Tauron.

Telekomunikacja, Media, IT

Fundamentalna poprawa trendów wynikowych oraz pozytywny outlook na resztę roku powinny przełożyć się na umocnienie notowań Agory i Asseco Poland. W długim terminie podtrzymujemy pozytywne podejście do Orange Polska. Sądzymy, że akcje Cyfrowego Polsatu pozostają przewartościowane pomimo blisko 5% spadku notowań w ostatnim miesiącu.

Przemysł

W 3Q'15 aż 53% spółek opublikowało rezultaty, które były gorsze od naszych prognoz (rekord od kiedy prowadzimy statystyki). Wśród naszych faworytów pozostają Berling, Elemental Holding, Pozbud, Relpol, Vistal, Uniwheels i Ursus. Unikilibyśmy akcji Alchemii, Boryszewa, Kernela, Polskiej Grupy Odlewniczej oraz Patentus.

Budownictwo

Od początku roku indeks WIG-Budownictwo wzrósł o około 45%, co w przybliżeniu odpowiada wzrostowi zysku netto sektora, notowanego obecnie na P/E'15=12,9x oraz EV/EBITDA'15=7,5x. W 2016 r. nastąpi stabilizacja wyników wielu spółek z sektora, co ograniczy potencjał wzrostu kursów.

Deweloperzy

Mimo bardzo obiecujących wyników finansowych, LC Corp był w listopadzie outsiderem sektora. Spółka zasługuje na wyższą wycenę, podobnie jak większość spółek z sektora, który ma przed sobą perspektywę silnego wzrostu wyników w 2016 r.

Handel

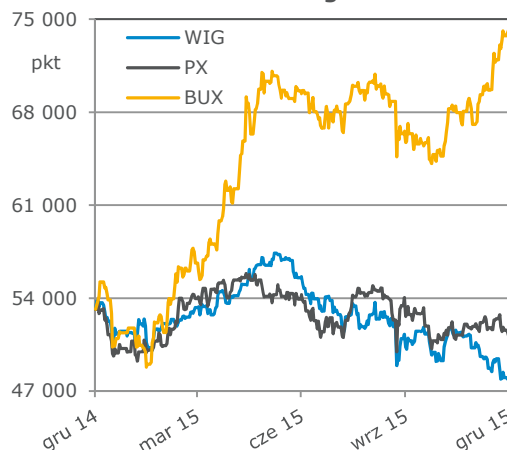
CCC i LPP zaraportowały kolejny miesiąc słabej sprzedaży, co negatywnie odbija się na zachowaniu walorów spółek. Bardzo dobre wyniki w 3Q'15 podały AmRest, Eurocash i JMT.

Inne

Mamy neutralne podejście do Work Service w grudniu 2015.

WIG 47 003
Średnie P/E 2015 12,9
Średnie P/E 2016 11,6
Średni dzienny obrót (3M) 774 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Elektrobudowa	Kupuj	▲
JSW	W trakcie aktualizacji	
KGHM	W trakcie aktualizacji	
PGNiG	Trzymaj	▲

Departament Analiz:

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

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

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

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@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	11
5.2. BZ WBK	12
5.3. Getin Noble Bank	13
5.4. Handlowy	15
5.5. ING BSK	17
5.6. Millennium	18
5.7. Pekao	19
5.8. PKO BP	20
5.9. Komercni Banka	22
5.10. Erste Bank	23
5.11. RBI	24
5.12. OTP Bank	26
6. Ubezpieczyciele	27
6.1. PZU	27
7. Usługi finansowe	28
7.1. Kruk	28
7.2. Prime Car Management	29
7.3. Skarbiec Holding	30
8. Paliwa, chemia	31
8.1. Ciech	32
8.2. Lotos	33
8.3. MOL	34
8.4. PGNiG	35
8.5. PKN Orlen	37
8.6. Polwax	38
8.7. Synthos	39
9. Energetyka	40
9.1. CEZ	41
9.2. Enea	42
9.3. Energa	43
9.4. PGE	44
9.5. Tauron	45
10. Telekomunikacja	47
10.1. Netia	47
10.2. Orange Polska	48
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	57
14.1. Elemental	60
14.2. Famur	61
14.3. Kernel	63
14.4. Kęty	64
14.5. Kopex	65
14.6. Tarczyński	66
14.7. UNIWHEELS	67
14.8. Vistal	68
15. Budownictwo	69
15.1. Budimex	72
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.....	86
17.2. CCC.....	87
17.3. Eurocash.....	88
17.4. Jeronimo Martins.....	89
17.5. LPP.....	90
18. Inne	91
18.1. Work Service	91

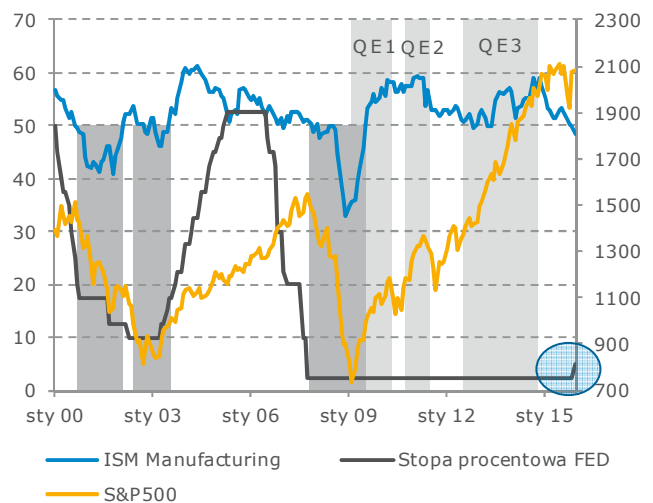
Rynek akcji

Przy słabym makro, ale w oczekiwaniu na dalsze działania banków centralnych prognozowaliśmy, że w listopadzie ceny akcji na światowych giełdach będą rosły. Polskie indeksy będą zachowywały się słabiej, ale w ostatecznym podsumowaniu miesiąca ich wartość wzrośnie. Wydarzenia polityczne (m.in. przygotowywana nowelizacja budżetu, kolejne odsłony epopei podatkowej, wycofanie się Rządu z obietnic wyborczych dotyczących zniesienia podatku od wydobywania kopaliny) i obserwowany re-rating polskiego rynku na tle innych EM pokazują, że myliliśmy się ze swoim optymizmem. Pomimo relatywnie dobrego momentum polskiego makro, w listopadzie WIG i WIG20 są jednymi z najsłabiej zachowujących się indeksów giełdowych na świecie (listopad: WIG20 -6,5%, WIG -4,7%, MSCI World -0,7%, MSCI EM -4,0%, DAX +4,9%, S&P500 +0,1%). Do momentu zapadnięcia kluczowych decyzji politycznych, tj. jakie podatki zostaną nałożone na banki, rozwiązanie kwestii zaangażowania energetyki w sektorze górnictwie, jak również wyhamowania spadku cen na rynkach surowcowych (finanse, energetyka, surowce posiadają 69,7% udziału w WIG20) polski rynek nadal będzie zachowywał się gorzej niż giełdy zagraniczne. Prawdopodobieństwo, że Rząd przedstawi ostateczne rozwiązania w grudniu jest małe. Na GPW brakuje świeżego kapitału. Słaba stopa zwrotu powoduje, że krajowe fundusze inwestycyjne odnotowują odpływ środków z funduszy akcyjnych. Fundusze emerytalne gros środków pozyskanych z dywidend oraz ze sprzedaży akcji w wezwaniach Cinema City / TVN / Bogdanki przeznaczyły na zakup akcji płynnych spółek notowanych na giełdach zagranicznych. Inwestorzy zagraniczni pomijają polski rynek obawiając się ryzyka politycznego – nadal trudnego do wyceny. Nietrafione inwestycje, a w efekcie duże zniechęcenie inwestorów do handlowania akcjami powodują, że realne obroty na GPW są bardzo niskie. To skutkuje dużą zmiennością notowań, szczególnie kiedy ze sfer rządowych co chwila pojawiają się różne koncepcje regulacyjne. Globalnie rynki czekają na decyzję FED ws. podwyżek stóp procentowych. Konsensus zakłada, że nastąpi to 16 grudnia (75% prawdopodobieństwo). Wydaje się, że nastawienie inwestorów mogłoby jedynie zmienić znacząco słabsze dane z rynku pracy publikowane 4 grudnia.

Co z tym ISM Manufacturing?

W listopadzie ISM w amerykańskim przemyśle spadł do 48,6 pkt co jest najniższym odczytem od 2009 roku. W tym okresie wskaźnik wyprzedzający spadł poniżej 50 pkt tylko w jednym miesiącu (listopad 2012). To prawda, że przemysł w amerykańskiej gospodarce jest relatywnie małą częścią PKB. Możliwe jest również to, że mamy do czynienia z chwilowym zejściem wskaźnika jak miało to miejsce we wspomnianym okresie. Jednak w kontekście historycznej korelacji wskaźnika z S&P500 zachowanie indeksu może być ostrzeżeniem tym bardziej, że: 1) subindeks nowych zamówień (48,9 pkt) spadł do najniższego poziomu od połowy 2009; 2) spadek cen surowców zabija inwestycje w sektorze wydobywczym i wkrótce możemy mieć do czynienia ze spektakularnymi bankructwami; 3) mocny USD nie pomaga producentom. W ostatnich 15 latach dłuższe niż 2 miesięczne zejście ISM poniżej 50 pkt. oznaczało spadki cen akcji. W przeciwieństwie do poprzednich cykli FED dalej obniżał stopy procentowe (2001-2002) albo uruchamiał skup aktywów (2009). Obecnie inwestorzy oczekują pierwszych podwyżek w sytuacji, kiedy indeks „zaliczył” 6-letnią hossę.

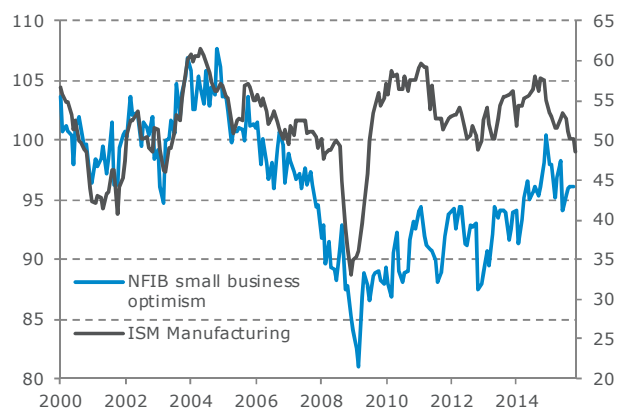
S&P500 na tle ISM Manufacturing oraz stóp procentowych FED i programów QE



Źródło: Dom Maklerski mBanku na podstawie Bloomberg

Pozytywnym sygnałem dla rynku mogą być nieco lepsze odczyty indeksu opisującego optymizm małych i średnich firm. Wprowadzie poziom wskaźnika również obniżył się w ostatnich miesiącach jednak znajduje się on w wyraźnym trendzie wzrostowym trwającym od 2009 roku.

ISM Manufacturing na tle NFIB



Źródło: Dom Maklerski mBanku na podstawie Bloomberg

Re-rating polskich akcji w cieniu przyzwoitego makro

WIG20 rozpoczął ósmy z kolei miesiąc spadków, podczas gdy w tym czasie główne światowe indeksy (DAX, S&P500) oscylują na poziomie historycznych szczytów. Wydaje się, że wraz z publikacją wyników październikowych wyborów WIG stracił status indeksu „przyklejonego” do rynków rozwiniętych (Polska jako zaplecze produkcyjne Niemiec), a zaczął „nadrobić zaległości” do indeksów innych rynków wschodzących. W ślad za umacniającym się USD indeksy większości z nich również pozostają pod presją podażową – przy czym w ostatnich dwóch miesiącach polskie indeksy należą do najsłabszych na świecie. Zwracamy uwagę, że WIG i WIG20 nie przeceniły się tak mocno jak rynki wschodzące w okresie lipiec-sierpień (stabilne makro i jego pozytywny wpływ na małe i średnie spółki, mniejsza ekspozycja na USD).

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

Makroekonomia

Rynek pracy

W październiku dynamika przeciętnego wynagrodzenia spadła z 4,1 do 3,3%, co jest wynikiem niższym od konsensusu prognoz (3,6% r/r) i nieco wyższym od naszej prognozy (3,1%). Wynik taki to po części efekt wysokiej bazy z poprzedniego roku (przetwórstwo, budownictwo, administracja i działalność wspierająca), a po części efekt mniejszej różnicy w liczbie dni roboczych (0 r/r vs. +1 r/r w poprzednim miesiącu). Tak jak pisaliśmy w poprzednim miesiącu, trend dla płac nominalnych ustabilizował się w granicach 3,5-4%. Nie sądzimy, żeby trend ten miał zmienić się istotnie w kolejnych miesiącach. Czynniki strukturalne i demograficzne cały czas wzmacniają pozycję pracownika na rynku. Ochłodzenie koniunktury okazuje się dość łagodne i może będzie rekompensowane poluzowaniem fiskalnym i monetarnym. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw urosło w październiku o 1,1% w ujęciu rocznym (powyżej prognoz wynoszących 1,0% r/r – prognozujący byli w tym miesiącu jednogłośni); wzrost miesięczny wyniósł aż 14 tys. etatów i był to najlepszy październik od 2007 roku. Jak zwykle, trudno nam komentować odczyt sygnałny bez szczegółowego rozbięcia. Mając na uwadze zachowanie wskaźników koniunktury w ostatnich miesiącach – plany i prognozy zatrudnienia były dość stabilne, zwłaszcza w przemyśle – podejrzewamy, że za pozytywną niespodzianką stoi któraś z sekcji usługowych, być może administrowanie i działalność wspierająca. Ogólne perspektywy dla zatrudnienia nie zmieniają się – w kolejnych miesiącach spodziewamy się utrzymania dynamiki rocznej w okolicy 1%.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła w ujęciu rocznym o 0,8%. Zasadniczo zgodne z oczekiwaniami okazały się: sprzedaż paliw (-12,2% r/r), mniej więcej sprzedaż samochodów (12,5% r/r), kategoria pozostałe (-12,5% r/r), sprzedaż niewyspecjalizowana (2,7% r/r) oraz meble z RTV i AGD (5,3% r/r). Sprzedaż żywności z kolei okazała się wyższa (4,2% r/r – najwyższy odczyt roczny od czerwca), tak samo jak sprzedaż tekstyliów (12,7% r/r). W zasadzie te ostatnie dwie kategorie zdecydowały o tym, że sprzedaż zamiast ujemnej dynamiki odnotowała nieznacznie dodatnią. Budowanie na wspomnianych rozbieżnościach teorii odnośnie definitywnego przyspieszenia sprzedaży nie jest naszym zdaniem owocne, gdyż są to kategorie w dużej mierze sezonowe (tekstylia – w związku z dość ciepłym październikiem spodziewaliśmy się, że eksplozji sprzedaży z nowych kolekcji nie będzie – pomyliliśmy się) lub skłonne do znaczących niespodzianek (żywność) – ponad 6% wzrost w ujęciu m/m to pewna anomalia, jednak do +5% m/m z poprzedniego roku nie jest przecież tak daleko. Nasze ulubione agregaty sprzedaży sugerują, że nadal poruszamy się w trendzie horyzontalnym. Marazm zakończyć może polityka nowego Rządu z programem 500+ na czele oraz wprowadzeniem 100% amortyzacji inwestycji (tu szczegółów nie znamy ani w zakresie meritum, ani daty, jednak możemy sobie wyobrazić sytuację nagłego boomu na auta firmowe). Wsparciem dla sprzedaży powinny być też miarowo rosnące płace i utrzymująca się deflacja (a potem niska inflacja); wsparcie dla dochodu rozporządzalnego od dawna generują niskie ceny paliw. Obecna duża rozbieżność danych o sprzedaży z dynamiką konsumpcji ułatwia nam formułowanie wniosków raczej dla drugiej kategorii. Filarem popytu wewnętrznego już jest, a będzie zapewne jeszcze szybciej rosła w 2016 roku, przez co jej naturalna prognoza 3% wzrostu jest obarczona ryzykiem w górę. Pozwoli to co najmniej wypłaszczyć ścieżkę wzrostu polskiej gospodarki.

Produkcja przemysłowa

W październiku produkcja przemysłowa wzrosła o 2,4% r/r, a więc zgodnie z konsensem prognoz analityków i nieco powyżej naszych przewidywań. Spowolnienie w stosunku do września praktycznie w stu procentach tłumaczy niekorzystna różnica dni roboczych (0 wobec wcześniej zanotowanych +1 r/r). Wyłączenie efektów kalendarzowych i sezonowych daje dość skromny miesięczny wzrost, wynoszący 0,8% i są to wartości wciąż spójne z niskim momentum. Tym niemniej, wystarczyło to do wypracowania nowego historycznego maksimum na indeksie wolumenowym produkcji przemysłowej i należy uznać to za pozytywną okoliczność – tym bardziej, że percepcja otoczenia gospodarczego dla przemysłu jest dość negatywna – wystarczy wspomnieć obawy o europejską motoryzację po skandalu VW i niemrawe wzrosty w handlu światowym. Jednocześnie, efekty bazy z poprzedniego roku (silne przyspieszenie w przemyśle w IV kwartale i na początku I kwartału b.r.) sprawiają, że roczne dynamiki produkcji przemysłowej wzrosną w najbliższych miesiącach jedynie nieznacznie. Negatywnie zaskoczyło za to budownictwo – w październiku produkcja budowlano-montażowa spadła o 5,2% w ujęciu rocznym (konsensus: -1,1%; nasza prognoza: -2,6% r/r). Fatalnie wyglądają również dane oczyszczone z wahań sezonowych i kalendarzowych – m/m aktywność w sektorze budowlanym spadła o 2,3%. Fatalna seria budownictwa w 2015 roku przeciąga się zatem na IV kwartał i, o ile listopad i grudzień nie przyniosą w budownictwie wyraźnego ożywienia, to IV kwartał będzie trzecim z rzędu z ujemną dynamiką produkcji, co nie zdarzyło się od przełomu 2012 i 2013 roku. Z przyczynami trwającego spowolnienia w budownictwie mierzyliśmy się miesiąc temu i wypada nam powtórzyć, że najprawdopodobniej odpowiadają za nie opóźnienia w inwestycjach publicznych (cięcie budżetów samorządów i wolniejszy start nowej perspektywy w drogownictwie), a także wygaszanie inwestycji budownictwa komercyjnego. Potwierdza to wysoki ujemny wkład wznoszenia budynków, z którym kontrastują nieustannie dobre wyniki budownictwa mieszkaniowego.

Inflacja

Sygnałny 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 rozbięcia 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.

Deficyt budżetowy

Ministerstwo Finansów niespodziewanie poinformowało o rozpoczęciu prac nad nowelizacją budżetu na 2015 rok (i nie jest to literówka), zwiększającą deficyt budżetowy o 3-4 mld PLN. Jako przyczynę nowelizacji podano ubytek w dochodach VAT sięgający 13 mld PLN i niemożność pełnej realizacji dochodów podatkowych przewidzianych na ten rok. W świetle dostępnych danych o cząstkowym wykonaniu budżetu jest to decyzja zaskakująca. Jakkolwiek skala niezrealizowania wpływów z VAT jest faktem, odchylenie zarówno dochodów podatkowych, jak i dochodów ogółem od harmonogramu jest już dużo mniejsze. Jak wskazywaliśmy w komentarzu do danych budżetowych za październik, ubytek

w dochodach budżetu państwa wynosi po dziesięciu miesiącach ok. 6 mld PLN. Co więcej, rekordowo niska realizacja strony wydatkowej sprawia, że z punktu widzenia samego deficytu tegoroczny budżet istotnie wyprzedza harmonogram. W efekcie, ryzyko przekroczenia zakładanego w ustawie budżetowej limitu deficytu jest stosunkowo niewielkie, i to nawet bez wpływów z aukcji częstotliwości LTE. Wobec tego widzimy następujące możliwości.

1. Faktyczna sytuacja budżetu jest trudniejsza niż wskazywałyby na to miesięczne dane – to czyniłoby zaprezentowane powyżej rozumowanie bezpodstawnym (bo opartym o nieprawdziwe dane). Wówczas należałoby oczekiwać ich jednoczesnej korekty.

2. Nowelizacja jest motywowana chęcią dostosowania ustawy budżetowej do realizacji budżetu – zarówno po stronie wydatkowej, jak i dochodowej – tak, aby ustawa odzwierciedlała zmieniającą się rzeczywistość fiskalną. W tym wariancie zwiększenie deficytu byłoby zabiegiem księgowym bez większego znaczenia, stworzyłoby tylko redundantny bufor dla realizacji budżetu.

3. Nowelizacja budżetu jest elementem szerszej zmiany strategii w polityce fiskalnej. W takim scenariuszu nowelizację tegorocznego budżetu należałoby traktować jako zabieg spójny z autopoprawką budżetu na kolejny rok. Pogarszając wyniki w tym roku (np. przesuwając część dochodów z tego roku na następny, a część wydatków – z przyszłego roku na 2015), Ministerstwo zwiększa przestrzeń w polityce fiskalnej na kolejny rok i ułatwia realizację budżetu na 2016 (gdzie część nowych elementów dochodowych, takich jak zwiększone dywidendy czy też zysk NBP a priori nie jest pewna). Nie można też nie zauważyć elementu PR w takim działaniu. W naszej opinii najbardziej prawdopodobna jest trzecia opcja. Wówczas implikacje nowelizacji tegorocznego budżetu dla szerszego obrazu polityki fiskalnej nie są istotne – nowelizacja jest zabiegiem księgowym, a deficyt SFP będzie i tak większy od pierwotnych oczekiwań, chociażby ze względu na wypłaty BFG w związku z upadłością SK Banku Wołomin. Z kolei proponowane zmiany w budżecie na 2016 rok nie powinny zwiększać istotnie deficytu, stąd obawy o politykę fiskalną w Polsce są jak na razie przesadzone.

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 2015	P/E 2016	EV/EBITDA 2015	EV/EBITDA 2016
Banki										
ALIOR BANK	Kupuj	2015-09-15	87,50	109,72	64,01	+71,4%	11,6	8,5		
BZ WBK	Trzymaj	2015-09-15	311,50	315,28	262,75	+20,0%	10,3	11,2		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2015-09-15	0,88	2,03	0,54	+275,9%	4,3	5,7		
HANDLOWY	Trzymaj	2015-09-15	85,50	90,27	68,40	+32,0%	12,9	11,8		
ING BSK	Trzymaj	2015-09-15	123,20	140,49	113,15	+24,2%	12,7	11,8		
MILLENNIUM	Kupuj	2015-09-15	6,23	9,04	5,03	+79,7%	9,1	8,3		
PEKAO	Trzymaj	2015-09-15	164,40	157,86	135,85	+16,2%	14,4	13,5		
PKO BP	Kupuj	2015-09-15	30,06	40,05	26,21	+52,8%	12,0	9,9		
KOMERCNI BANKA	Redukuj	2014-12-11	4920	4549 CZK	5110	-11,0%	15,5	14,8		
ERSTE BANK	Akumuluj	2015-03-06	23,29	25,43 EUR	28,52	-10,8%	15,4	12,7		
RBI	Kupuj	2015-01-26	10,21	18,27 EUR	15,00	+21,8%	12,6	6,7		
OTP BANK	Akumuluj	2015-08-21	5635	6288 HUF	6158	+2,1%	18,8	10,3		
Ubezpieczyciele										
PZU	Kupuj	2015-11-04	376,50	45,82	38,22	+19,9%	12,2	11,5		
Usługi finansowe										
KRUK	Trzymaj	2015-05-06	154,00	143,10	184,85	-22,6%	18,0	15,3		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2015-09-02	43,01	53,60	33,51	+60,0%	9,4	8,6		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2015-05-14	47,83	64,30	30,90	+108,1%	6,7	5,2		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzymaj	2015-11-24	86,36	81,30	86,87	-6,4%	15,7	11,0	7,9	7,0
LOTOS	Kupuj	2015-11-19	28,00	35,50	28,77	+23,4%	21,9	7,8	6,9	4,8
MOL	Kupuj	2015-10-09	178,00	237,50	186,40	+27,4%	20,7	8,1	3,7	3,5
PGNiG	Trzymaj	2015-12-03	5,24	5,49	5,24	+4,8%	10,6	12,4	4,9	5,4
PKN ORLEN	Redukuj	2015-10-09	64,50	59,80	66,55	-10,1%	7,9	8,0	5,2	5,2
POLWAX	Kupuj	2014-11-06	15,05	24,20	15,76	+53,6%	6,8	6,7	6,2	5,7
SYNTHOS	Trzymaj	2015-11-10	3,91	4,07	3,64	+11,8%	12,6	13,0	8,8	9,0
Energetyka										
CEZ	Trzymaj	2015-07-30	88,40	89,20	71,77	+24,3%	8,7	10,4	5,8	6,4
ENEA	Kupuj	2015-07-30	13,94	18,10	11,12	+62,8%	5,8	7,2	3,8	4,9
ENERGA	Trzymaj	2015-11-25	13,50	14,20	12,85	+10,5%	6,1	8,3	4,2	5,2
PGE	Kupuj	2015-09-03	15,08	16,82	13,12	+28,2%	6,7	8,0	3,5	4,5
TAURON	Kupuj	2015-07-30	3,63	4,70	2,64	+78,0%	4,1	4,8	3,8	4,4
Telekomunikacja										
NETIA	Trzymaj	2015-01-26	5,70	5,80	5,38	+7,8%	93,7	59,9	4,8	5,1
ORANGE POLSKA	Kupuj	2015-12-03	6,50	9,00	6,50	+38,5%	30,4	29,2	3,5	4,4
Media										
AGORA	Kupuj	2015-11-13	12,19	15,50	13,76	+12,6%	38,8	30,9	5,8	6,2
CYFROWY POLSAT	Redukuj	2015-12-03	24,20	22,10	24,20	-8,7%	13,0	12,7	7,3	7,1
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	2015-07-01	33,67	44,70	39,79	+12,3%	25,1	14,8	14,5	11,3
IT										
ASSECO POLAND	Kupuj	2015-11-16	55,00	68,00	57,99	+17,3%	13,5	12,5	7,2	6,7
CD PROJEKT	Kupuj	2015-09-04	25,55	30,90	23,00	+34,3%	4,3	12,5	2,8	6,8
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	112,00	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	8,65	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	w trakcie aktualizacji	2015-12-03	12,53	-	12,53	-	-	-	-	-
KGHM	w trakcie aktualizacji	2015-12-03	68,15	-	68,15	-	-	-	-	-
LW BOGDANKA	w trakcie aktualizacji	2015-06-12	66,00	-	41,48	-	-	-	-	-
Przemysł										
ELEMENTAL	Akumuluj	2015-06-17	4,07	4,50	4,20	+7,1%	18,5	17,3	12,4	10,1
FAMUR	Kupuj	2015-09-03	1,69	3,00	1,69	+77,5%	8,9	7,6	3,2	2,6
KERNEL	Redukuj	2015-07-17	40,35	35,00	49,70	-29,6%	9,2	6,8	3,4	4,5
KĘTY	Trzymaj	2015-11-02	278,00	275,60	290,00	-5,0%	14,4	14,7	9,4	8,7
KOPEX	Trzymaj	2015-06-03	8,08	8,10	4,79	+69,1%	8,1	7,3	3,3	3,1
TARCZYŃSKI	Trzymaj	2015-03-06	14,65	15,00	13,39	+12,0%	10,5	9,9	6,4	6,1
UNIWHEELS	Kupuj	2015-06-11	115,05	136,60	119,80	+14,0%	10,5	9,9	7,2	6,7
VISTAL	Kupuj	2015-01-26	9,59	16,40	10,36	+58,3%	8,4	6,2	7,0	5,9
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2015-11-04	211,00	225,10	208,70	+7,9%	25,0	17,6	12,5	9,5
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-12-03	141,00	170,50	141,00	+20,9%	12,4	12,1	8,0	7,1
ERBUD	Akumuluj	2015-07-03	32,00	34,50	27,20	+26,8%	12,5	10,8	6,3	5,6
UNIBEP	Trzymaj	2015-03-06	10,25	10,40	10,90	-4,6%	15,8	12,3	9,5	7,6
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Akumuluj	2015-10-02	5,88	6,50	6,00	+8,3%	-	45,8	-	30,3
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2015-09-03	47,01	57,90	53,90	+7,4%	17,8	14,0	14,3	11,3
ECHO	Akumuluj	2015-06-03	7,17	8,00	7,00	+14,3%	21,3	13,0	27,5	17,5
GTC	Kupuj	2015-11-20	7,08	8,20	7,18	+14,2%	22,1	9,9	17,0	13,0
ROBYG	Kupuj	2015-01-26	2,16	2,95	2,71	+8,9%	15,7	10,5	13,1	9,0
Handel										
AMREST	Kupuj	2015-07-10	148,00	180,00	193,00	-6,7%	31,1	26,6	11,8	9,9
CCC	Sprzedaj	2015-03-06	185,55	158,00	147,00	+7,5%	16,8	13,8	16,4	13,2
EUROCASH	Sprzedaj	2015-11-04	49,75	40,80	53,50	-23,7%	33,6	26,7	16,6	14,3
JERONIMO MARTINS	Sprzedaj	2015-05-06	13,10	10,7 EUR	13,10	-18,3%	25,1	21,6	11,3	10,2
LPP	Sprzedaj	2015-10-09	7634	6300	6730	-6,4%	32,6	24,7	17,6	14,5
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2015-03-06	21,50	21,90	15,20	+44,1%	21,1	13,8	10,1	7,7

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	Kupuj	Trzymaj	15,50	2015-11-13
ASSECO POLAND	Kupuj	Trzymaj	68,00	2015-11-16
BUDIMEX	Akumuluj	Kupuj	225,10	2015-11-04
CIECH	Trzymaj	Redukuj	81,30	2015-11-24
CYFROWY POLSAT	Redukuj	Redukuj	22,10	2015-12-03
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	Kupuj	170,50	2015-11-04
EUROCASH	Sprzedaj	Akumuluj	40,80	2015-11-04
GTC	Kupuj	Akumuluj	8,20	2015-11-20
LOTOS	Kupuj	Akumuluj	35,50	2015-11-19
PZU	Kupuj	Kupuj	45,82	2015-11-04
ORANGE POLSKA	Kupuj	Kupuj	9,00	2015-12-03
ENERGA	Trzymaj	Redukuj	14,20	2015-11-25
SYNTHOS	Trzymaj	Trzymaj	4,07	2015-11-10

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	Akumuluj	170,50	2015-12-03
JSW	W trakcie aktualizacji	Trzymaj	-	2015-12-03
KGHM	W trakcie aktualizacji	Kupuj	-	2015-12-03
PGNiG	Trzymaj	Sprzedaj	5,49	2015-12-03

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych Z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	4	6,9%	0	0,0%
Redukuj	4	6,9%	1	3,3%
Trzymaj	15	25,9%	9	30,0%
Akumuluj	8	13,8%	6	20,0%
Kupuj	27	46,6%	14	46,7%

Banki

Statystyki NBP dla kredytów i depozytów sektora MFI za październik

Kredyty ogółem monetarnych instytucji finansowych w październiku wzrosły o 0,3% M/M oraz 7,0% R/R. Kredyty detaliczne wzrosły w miesiącu o 0,6% M/M ze względu na wzrost kredytów hipotecznych (+0,7% M/M) oraz wzrost po stronie kredytów konsumenckich (+0,3% M/M). Jednocześnie w październiku sektor zanotował lekki spadek kredytów korporacyjnych (-0,2% M/M).

W ujęciu rocznym kredyty ogółem wzrosły o 7,0% R/R z czego kredyty korporacyjne o 7,9% R/R, zaś detaliczne o 6,4% R/R.

Depozyty monetarnych instytucji finansowych spadły w październiku o 0,9% M/M ale wzrosły o 7,6% R/R. W ujęciu rocznym wzrost depozytów był zasługą zarówno klientów korporacyjnych (+4,5% R/R, ale -3,7% M/M), jak i klientów detalicznych (+9,7% R/R oraz +1,0 M/M). Wskaźnik kredytów do depozytów wzrósł z 101,2% we wrześniu do 102,4%.

Kwartałny spadek liczby i wartości nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w 3Q'15

Według opublikowanego przez Związek Banków Polskich Raportu AMRON-SARFiN, banki w 3Q'15 udzieliły 43 945 kredytów mieszkaniowych o wartości 9 704 mln PLN. To odpowiednio o 5,5% oraz 3,5% niższe wartości niż w 2Q'15 oraz o 0,67% i 5,11% wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. W okresie od stycznia do września 2015 roku banki podpisały 132 618 umów o łącznej wartości 28 740 mln PLN. W tym samym okresie 2014 roku wartość nowo udzielonych kredytów była nieco niższa i wynosiła 27 663 mln PLN, a ich liczba była równa 131 094 sztuk. Prezes Związku Banków Polskich Krzysztof Pietraszkiewicz ocenił, że osiągnięcie poziomu 38 mld nowych kredytów w 2015 roku jest realne, jednak nic nie wskazuje, aby udało się przekroczyć barierę 180 tys. podpisanych umów. Według niego, trudno także oczekiwać dynamicznego wzrostu akcji kredytowej w 2016 roku, gdyż brak programów oszczędnościowych stwarzających szansę na systematyczne gromadzenie wkładu własnego (w 2016 roku na poziomie 15%) skutkuje akceptowaniem przez banki wniosków bardziej zamożnych gospodarstw domowych, a te w zasadzie zaspokoili swoje potrzeby mieszkaniowe w latach poprzednich. Ponadto, wrzesień był pierwszym miesiącem funkcjonowania Programu „Mieszkanie dla Młodych” zgodnie z nowymi zasadami, zakładającymi przede wszystkim zwiększenie dofinansowania wkładu własnego oraz objęcie programem zasobu mieszkaniowego z rynku wtórnego. W efekcie, w 3Q'15 program MdM odnotował historycznie najwyższy poziom zainteresowania, a za pośrednictwem uczestniczących w nim banków do BGK złożono 6 533 wniosków o dopłatę, czyli o 37,8% więcej niż w 2Q'15 oraz aż dwa razy więcej w porównaniu do najsłabszego dotychczas 3Q'14. Klienci ubiegali się o łączną kwotę dofinansowania w wysokości 158,8 mln PLN, czyli o 42,6% wyższą niż w 2Q'15 i aż o 114,6% większą w porównaniu do analogicznego okresu ubiegłego roku. W 3Q'15 przeciętna marża kredytu hipotecznego (w wysokości 300 tys. PLN, przy poziomie LtV 75%, udzielonego na okres 25 lat) wyniosła 1,75%, co oznacza minimalny spadek o 0,01 p.p. w stosunku do 2Q'15. Nieznaczny wzrost stawki WIBOR 3M przełożył się na niewielkie podwyższenie oprocentowania kredytów hipotecznych, które przeciętnie w 3Q'15 wyniosło 3,48%, zatem o 0,02 p.p. więcej w porównaniu do 2Q'15.

Bardzo trudny 4Q'15 w sektorze bankowym

Zysk netto sektora bankowego w 4Q'15 może się znaleźć pod znaczącą presją wynikającą z zaksięgowania jednorazowych kosztów, jakie banki będą musiały ponieść na rzecz BFG oraz funduszu wsparcia kredytobiorców hipotecznych. Łączne jednorazowe obciążenia sektora mogą wynieść w 4Q'15 około 2,7 mld PLN, co stanowi ~75% kwartalnego zysku netto sektora.

SK Bank i kontrybucja BFG

Upadłość SK Banku oznacza wypłatę około 2 mld PLN gwarantowanych depozytów z funduszu BFG. BFG wystąpiło do PKO BP (a w domyśle do całego sektora bankowego) o wniesienie środków do BFG, które z kolei zostaną przeznaczone na wypłatę środków gwarantowanych z tytułu depozytów zgromadzonych w SK Banku. Powyższa wpłata do BFG będzie miała wpływ na zysk netto sektora w 4Q'15 i będzie stanowić koszt uzyskania przychodu. Według szacunków BFG kwota wpłaty będzie wynosić ok. 37% funduszy ochrony środków gwarantowanych utworzonych na 2015 rok. Według naszych szacunków banki zostaną obciążone następującymi kwotami (po tarczy podatkowej): PKO BP około 284 mln PLN, Pekao 205 mln PLN, BZ WBK 152 mln PLN, ING 133 mln PLN, GNB 90 mln PLN, Millennium 81 mln PLN, Alior 50 mln PLN oraz Bank Handlowy 43 mln PLN.

Fundusz wsparcia kredytobiorców hipotecznych

4Q'15 obciążony zostanie kontrybucją do funduszu na rzecz wsparcia kredytobiorców hipotecznych. Według szacunków banków największa kontrybucja (po tarczy podatkowej) do nowo powstającego funduszu należeć będzie do PKO BP (113 mln PLN), GNB (105 mln PLN), BZ WBK (28 mln PLN), Pekao (16 mln PLN), Millennium (15 mln PLN), Alior (8 mln PLN) oraz ING (5 mln PLN). Pomimo znaczących obciążeń wynikających ze zdarzeń jednorazowych oczekujemy, iż jedynie GNB odnotuje stratę netto w 4Q'15.

BFG ustala stawki na 2016 rok

BFG ogłosiło stawki na 2016 rok. Opłata roczna została ustalona na poziomie 0,167% aktywów ważonych ryzykiem (w 2015 roku 0,189%), zaś opłata ostrożnościowa na poziomie 0,079% aktywów ważonych ryzykiem (w 2015 roku 0,050%). Oznacza to bardzo nieznaczny wzrost całkowitej stawki z 0,239% aktywów ważonych ryzykiem obowiązującej w 2015 r. do 0,246% w 2016 r. Według naszych szacunków, ze względu na wzrost aktywów ważonych ryzykiem oraz lekki wzrost opłat BFG kontrybucja banków do funduszu ogółem wyniesie około 2,5 mld PLN w 2016 r. wobec 2,2 mld PLN w 2015 r. Największy wzrost opłaty R/R zanotują banki z dynamicznie rosnącymi aktywami tj. ING BSK (+26 mln PLN R/R), Alior Bank (+17 mln PLN) i PKO BP (+17 mln PLN). Niemniej jednak uważamy, iż wzrost ten nie będzie zauważalny w bazie kosztowej w 2016 r.

Opłata nadal może zmienić się w 2016 r.

Zgodnie z zaleceniami UE w 2016 r. powinien zmienić się sposób obliczania opłaty BFG. Według wcześniejszych spekulacji prasowych nowy fundusz gwarancji depozytów, zgodnie z wytycznymi UE, powinien wynieść co najmniej 0,8% depozytów gwarantowanych na rynku. Według raportu rocznego za rok 2014 środki zgromadzone w BFG stanowią 1,58% depozytów gwarantowanych na rynku. Oczekujemy, iż na koniec 2015 r. udział ten wzrośnie do 1,8%. Zmiana sposobu naliczania stawek BFG może wymóc na bankach dodatkową kontrybucję już w trakcie trwania 2016 roku tak jak to miało miejsce w roku obecnym w bankach austriackich czy w Komercni Banka.

Termin wpłaty na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców może przypadać na 2016 rok

Ministerstwo Finansów poinformowało, że Rada Funduszu Wsparcia Kredytobiorców do końca 2015 roku określi wysokość składek, jakie banki będą miały wnieść, a termin ich wpłaty może przypadać na 2016 rok. W komunikacie podkreślono jednak, że trudno w chwili obecnej, gdy Rada jeszcze nie funkcjonuje, przewidzieć ustalenie konkretnej daty, a finalna decyzja w tej sprawie zapadnie po ukonstytuowaniu się tego organu. Dodatkowo, Ministerstwo Finansów podało, iż w ciągu najbliższych dni przekaże do Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego swoje stanowisko dotyczące sposobu ujmowania opłat wnoszonych przez banki na rzecz BFG. W październiku European Securities and Markets Authority (ESMA) przedstawiła opinię, z której wynikało, że banki muszą księgować opłaty na rzecz systemu gwarantowania depozytów jednorazowo po rozpoznaniu takiego kosztu. Pod koniec października, po uchwaleniu przez Parlament, została podpisana przez Prezydenta Ustawa o wsparciu kredytobiorców znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej, którzy zaciągnęli kredyt mieszkaniowy. Sankcjonuje ona powstanie przy BGK Funduszu Wsparcia Kredytobiorców, którego początkowa wartość wyniesie 600 mln PLN. Wpłaty kredytodawców nastąpią proporcjonalnie do wielkości posiadanego portfela kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, których opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek przekracza 90 dni. Banki zadeklarowały, że utworzą rezerwę na kontrybucję do Funduszu już w 4Q'15, bez względu na czas faktycznej płatności składki. Jest to podejście zgodne z MSSF, ale jednocześnie naszym zdaniem obciążenie przez banki takim kosztem wyniku za 2015 rok wydaje się racjonalne w sytuacji niepewności względem skali obciążeń dla sektora na 2016 rok, takich jak podatek bankowy czy potencjalny powrót do koncepcji przewalutowania kredytów denominowanych w CHF.

PiS chce mieć kontrolę nad KNF

Według agencji Bloomberg, cytującej magazyn wSieci, Grzegorz Bierecki z PiS uważa, że władze KNF powinny podać się do dymisji po bankructwie SK Banku. Pan Bierecki uważa, że KNF nie zareagowała na czas, czym spowodowała spiętrzenie się strat dla sektora bankowego. Jednocześnie pan Bierecki uważa także, że regulacje odnośnie KNF muszą się zmienić tak, aby Premier RP miał zdolność do kontroli władz tej instytucji już w trakcie trwania jej kadencji. Pan Bierecki był jednym z współtwórców Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-kredytowych w Polsce, a obecnie jest senatorem z ramienia PiS. Uważamy, że liczne negatywne wypowiedzi polityków PiS pod adresem KNF mogą wskazywać na zmianę władz tej instytucji po wygaśnięciu jej obecnej kadencji (12 października 2016).

PiS przedstawi propozycję podatku bankowego w pierwszym tygodniu grudnia

Według TVN 24 BiŚ, PiS przedstawi propozycję podatku bankowego w pierwszym tygodniu grudnia. Henryk Kowalczyk z PiS oczekuje, iż podatek będzie oparty na sumie aktywów ze stawką na poziomie 0,39%.

Podatek bankowy może wynieść 6-6,5 mld PLN

Według portalu Bankier, Minister Finansów Paweł Szałamacha szacuje, że podatek bankowy przyniesie do budżetu od 6 mld PLN do 6,5 mld PLN. Minister Finansów nie widzi przeszkód aby wprowadzić podatek już w trakcie trwania 2016 roku. Ponadto, Ministerstwo Finansów zamierza zwiększyć pobór dywidend ze spółek Skarbu Państwa oraz zwiększyć deficyt budżetowy. Kwota podatku jest wyższa niż przedstawiana podczas trwania kampanii wyborczej, tj. 5 mld PLN. Jeżeli Rząd wprowadziłby specjalny podatek bankowy liczony od

sumy aktywów to aby osiągnąć wpływ na poziomie 6-6,5 mld PLN stawka podatku musiałaby się znaleźć na poziomie 0,39%. Stawka ta finalnie może być niższa jeżeli do kwoty podatku będą także kontrybuowali ubezpieczyciele oraz inne podmioty finansowe. Biorąc pod uwagę stawkę podatku na poziomie 0,39% oraz nasze obecne prognozy dla polskiego sektora bankowego, uważamy iż podatek ten jest już w pełni wyceniony w Banku Millennium, Alior Banku, PKO BP, Banku Handlowym oraz GNB.

Podatek bankowy możliwy od początku 2016 roku

W sejmowej wypowiedzi, wicepremier i minister rozwoju Mateusz Morawiecki ocenił, iż jest duża szansa, aby podatki sektorowe, w tym podatek bankowy, zostały wprowadzone od stycznia 2016 roku. Członek Rządu wyjaśnił, że ich implementacja nie wymaga zmiany w ordynacji podatkowej i w związku z tym liczy, że prace toczące się z Ministerstwie Finansów zostaną zakończone w odpowiednim czasie. Minister Finansów powtórzył, że bazowy scenariusz nowego Rządu zakłada, iż podatek bankowy przyjmie formę podatku od aktywów, a nie od transakcji finansowych.

Sąd oddalił apelację przeciw bankowi o kredyt w CHF

Według Gazety Wyborczej, sąd apelacyjny w Krakowie utrzymał wyrok sądu pierwszej instancji, a tym samym oddalił pozew klienta banku Raiffeisen domagającego się unieważnienia kredytu w CHF. Sąd apelacyjny podtrzymał pogląd, że umowy kredytowe zawarte przez klienta banku były zgodne z zasadami prawa obowiązującymi w dniu podpisania umowy. Ponadto sąd wskazał, iż klient miał możliwość zmiany waluty podczas trwania kredytu oraz jego spłaty bezpośrednio w walucie CHF czego nie robił. Podtrzymanie wyroku sądu pierwszej instancji w znaczący sposób utrudnia stronie rządowej wprowadzenie planu restrukturyzacji kredytów CHF zapowiadanej przez Prezydenta RP. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż pomimo zapewnień polityków przewalutowanie kredytów CHF po kursie udzielenia nie powinno nastąpić.

Prace nad prezydenckim projektem o przewalutowaniu kredytów zostaną przedłużone

Sekretarz stanu w Kancelarii Prezydenta Maciej Łopiński poinformował, że prace zespołu przygotowującego projekt ustawy dotyczącej przewalutowania kredytów zostaną przedłużone, gdyż postulaty „frankowiczów” były dla Kancelarii Prezydenta nie do przyjęcia z powodu obaw konstytucyjnych, a propozycje Kancelarii nie satysfakcjonowały zadłużonych. Łopiński powiedział, że zarys ustawy jest gotowy i będzie przedmiotem dalszych negocjacji, aby ostatecznie można było przedstawić Sejmowi wspólny projekt Kancelarii Prezydenta i środowiska kredytobiorców. Jednocześnie podkreślił, że do tej pory zespołowi nie udało się osiągnąć porozumienia w kilku kluczowych kwestiach, ze względu na rozbieżność poglądów jego uczestników. Jedną z różnic jest to, czy projekt ma obejmować tylko osoby, które brały kredyty konsumpcyjno-mieszkaniowe, czy również inwestycyjne. Ponadto, nie ma zgody, czy pomoc należy się również zadłużonym, którzy za kredyt w CHF kupili kilka mieszkań przeznaczonych pod wynajem. Łopiński dodał, że Prezydent kładł nacisk, aby konwersja odbyła się po kursie z dnia zaciągnięcia kredytu, a podział kosztów między bank i kredytobiorcę został wynegocjowany w przedziale pomiędzy 50/50 a 90/10.

Alior Bank		Kupuj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		64,01 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)	4 479,3		
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	-20,7%		
P/E	17,9	13,9		11,6		8,5		Zmiana ceny: 6m	-30,1%		
P/BV	1,9	1,5		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-20,1%		
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	64,0		
Dyild (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	98,6		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Alior Banku. Alior jest jednym z najbardziej dynamicznie rozwijających się banków na polskim rynku. Przez ostatnie 3 lata (CAGR) suma bilansowa wzrosła o 25%, a przez kolejne 3 lata prognozujemy 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 inwestycyjne.

Komentarz do wyników za 3Q'15

Alior zaraportował zysk netto za 3Q 2015 w wysokości 91,0 mln PLN, +3,6 Q/Q oraz 29,8% R/R, lekko powyżej średnich oczekiwań rynkowych (88,9 mln PLN, +2,3%) oraz naszej prognozy (86,8 mln PLN). Lepszy od oczekiwań wynik to zasługa wyższego wyniku odsetkowego (+3,5% Q/Q oraz +19,5% R/R) oraz niższych pozostałych kosztów operacyjnych (0,8 mln PLN wobec 21,5 mln PLN w 2Q'15). Marża odsetkowa (do średnich aktywów) w 3Q'15 pozostała na praktycznie niezmiennym poziomie 4,20%. Wynik odsetkowy wspierany był przez wzrost kredytów (+4,0% Q/Q oraz +29,6% R/R). Bank w 3Q'15 utrzymał wysokie tempo wzrostu w kredytach hipotecznych (+8,1% Q/Q oraz +40,4% R/R), korporacyjnych (+2,8% Q/Q oraz +26,0% R/R), a także w kredytach konsumenckich (+3,4% Q/Q oraz +28,5% R/R). Bank zanotował także znaczący wzrost depozytów (+5,6% Q/Q) dzięki czemu wskaźnik kredytów do depozytów uległ poprawie z 95% w 2Q'15 do 93% w 3Q'15. Wynik prowizyjny zanotował odbicie o 26,7% Q/Q do poziomu 89,1% poniżej oczekiwań rynku, który zakładał wzrost na poziomie +34% Q/Q. Koszty operacyjne pozostały bez zmian co spowodowało spadek wskaźnika koszty do dochodów do

poziomu 47,8% w 3Q'15 z 52,0% w 2Q'15. Saldo rezerw wzrosło w 3Q'15 o 8,5% Q/Q oraz 3,9% R/R. Wzrost salda rezerw został poparty przez dalszy wzrost kosztu ryzyka (z 216 p.b. w 2Q'15 do 227 p.b.) oraz wskaźnika NPL (z 8,28% do 8,63%). Jednocześnie bank zwiększył poziom pokrycia rezerwami do poziomu 59,5% z 58,3% w 2Q'15.

Zarząd oczekuje wzrostu marży w 4Q'15

Zarząd banku oczekuje, iż marża odsetkowa zanotuje wzrost w 4Q'15 do poziomu 4,6% z obecnego 4,5%. Zarząd podtrzymał także swoją prognozę na koszt ryzyka na poziomie 2,4%, dalszą poprawę wyniku prowizyjnego oraz wskaźnika koszty do dochodów na poziomie 48%. Zarząd uważa, iż bank powinien bez problemu osiągnąć zysk netto na poziomie 353 mln PLN chociaż widzi potencjał dla wyższego wyniku. Bank przeprowadzi emisję długu podporządkowanego jeszcze w 4Q'15 tak, aby spełnić nowe wymogi KNF odnośnie TCR (13,25%), które wejdą w życie od stycznia 2016 r.

Alior Bank zainteresowany małymi bankami

Według doniesień prasowych podanych przez Rzeczpospolitą, na podstawie informacji uzyskanych od osoby zbliżonej do transakcji, Alior Bank przygotowuje się do zapowiadanego przejęcia w Polsce małych banków, a w kręgu jego zainteresowań miały być HSBC Bank Polska, RBS Bank Polska, DZ Bank Polska. Większość podmiotów, których dotyczy spekulacja to oddziały instytucji zagranicznych, które wycofuja się z Polski. Ich działalność koncentrowała się w przeważającym stopniu na klientach korporacyjnych. Podczas konferencji po wynikach za 3Q'15 Zarząd Alior Banku informował, iż możliwe jest przejęcie dwóch mniejszych banków, niezależnie od planów akwizycyjnych PZU. Sumy bilansowe wymienianych podmiotów pozostają nieduże w porównaniu z Alior Bankiem: polska część HSBC to ok. 4,2 mld PLN, a RBS Bank Polska ok. 3,7 mld PLN; z kolei aktywa SK Banku Wołomin wynosiły na koniec 2014 roku 3,8 mld PLN, natomiast polskiego oddziału DZ Banku ok. 1,4 mld PLN.

BZ WBK
Trzymaj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		262,75 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)	25 993,6	
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%			
ROE	11,9%	12,6%		14,2%		11,5%		Zmiana ceny: 1m	-14,7%	
P/E	12,4	12,8		10,3		11,2		Zmiana ceny: 6m	-19,8%	
P/BV	1,8	1,5		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	-31,9%	
DPS	7,6	10,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	258,2	
Dyid (%)	2,9	4,1		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	388,7	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla BZ WBK. Uważamy, iż po znaczącym spadku kursu akcji w listopadzie (-16%) wycena rynkowa BZ WBK w pełni uwzględnia podatek bankowy od aktywów proponowany przez PiS (~22% zysku netto), ale spółka nie prezentuje potencjału wzrostu. Zakładając materializację scenariusza zakładającego podatek bankowy od aktywów nasza cena docelowa zostałaby skorygowana o 52,57 PLN na akcję. Uważamy także, iż zysk BZ WBK w 2016 roku znowu może być pod pozytywnym wpływem zdarzeń jednorazowych takich jak sprzedaż AM czy transakcja Visa Europe.

Getin Noble Bank		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		0,54 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2015-09-15
		Cena docelowa:		2,03 PLN					
(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)	1 431,1
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	-29,9%
P/E	3,6	4,0		4,3		5,7		Zmiana ceny: 6m	-64,7%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,2		Zmiana ceny: 12m	-75,7%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,5
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	2,4

*przed kosztami rezerw

Przez ostatnie 12 miesięcy kurs akcji GNB spadł o 74% (w PLN, do końca listopada) odzwierciedlając obawy rynku odnośnie wprowadzenia podatku bankowego oraz przewalutowania kredytów w CHF po kursie z dnia udzielenia. Ponadto, wraz z wprowadzeniem buforów kapitałowych przez KNF ryzyko emisji akcji istotnie wzrosło, gdyż spółka ogłosiła, iż rozważa emisję akcji do kwoty 240 mln PLN. Szacujemy, iż aby osiągnąć wymagany przez KNF minimalny wskaźnik wypłacalności (Tier 1 na poziomie 11,77%, a TCR na poziomie 15,28%) do czerwca 2016 roku GNB powinien podwyższyć kapitał o około 0,9 mld PLN. Aby osiągnąć wymagany poziom kapitałów GNB planuje redukcję aktywów ważonych ryzykiem, zintensyfikowaną sprzedaż wierzytelności, sekurytyzację portfeli, zatrzymanie zysków oraz sprzedaż udziałów w spółkach (np. Getin Leasing).

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q'15

Jako podstawowe źródło poprawy rentowności w 2016 roku Zarząd Getin Noble Banku wskazuje obniżenie kosztów finansowania i wynikający z niego wzrost wyniku odsetkowego. Elementem działań w tym obszarze będzie przeprowadzenie w najbliższym czasie sekurytyzacji portfela wierzytelności leasingowych o wartości ok. 1,9 mld PLN. Pozwoli ono pozyskać finansowanie w wysokości ok. 1,2 mld PLN na okres blisko 5 lat, po koszcie niższym niż WIBOR 3M+90pb. Jednocześnie Prezes Krzysztof Rosiński spodziewa się dalszej poprawy wyniku odsetkowego w 4Q'15. Uwzględniając indywidualny dodatkowy wymóg kapitałowy nałożony na banki w celu zabezpieczenia ryzyka wynikającego z walutowych kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych, do końca czerwca 2016 roku Getin Noble Bank ma osiągnąć wskaźnik kapitału podstawowego CET 1 na poziomie co najmniej 11,77%, a łączny współczynnik kapitałowy 15,28%. Z uwagi na niespełnianie przez bank zalecanych wartości, Komisja Nadzoru Finansowego nakazała opracowanie i przekazanie planu działań, mających na celu podniesienie wskaźników kapitałowych do wymaganych poziomów. Getin Noble Bank zamierza podjąć szereg inicjatyw, w tym: (i) zebranie operatów szacunkowych dla ok. 40 tys. kredytów hipotecznych, co pozwoliłoby na zredukowanie wag ryzyka dla tych kontraktów, (ii) wystąpienie do KNF o zgodę na stosowanie niższych wag ryzyka dla udziałów w spółkach zależnych, (iii) wykorzystanie kapitału nadwyżkowego BPI Banku, (iv) zmniejszenie wolumenów samodzielnie wykupywanych wierzytelności leasingowych i przesunięcie tej działalności do podmiotów zewnętrznych, (v) sprzedaż aktywów, oraz (vi) emisję w transzach długu podporządkowanego o wartości 400 mln PLN. Zarząd

szacuje, że wewnętrzna optymalizacja aktywów ważonych ryzykiem powinna skutkować wzrostem łącznego współczynnika kapitałowego o 0,7-1,0 punktu procentowego. Na koniec września 2015 roku bank zaraportował skonsolidowany wskaźnik CET 1 w wysokości 10,35% oraz TCR równy 13,41%.

Dopiero w sytuacji, gdy inne działania nie doprowadzą do osiągnięcia wymaganych współczynników kapitałowych, Zarząd banku rozważy emisję akcji do 240 mln PLN, do której ma zostać upoważniony przez Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie w grudniu 2015 roku. Podniesienie kapitału jest jednak traktowane jako wariant zapasowy, a nie podstawowy.

W 3Q'15 bank sprzedał wierzytelności z utratą wartości o wartości nominalnej 261 mln PLN, czyli istotnie mniej niż w poprzednich kwartałach. Łączna wartość portfeli NPL zbytych w 2015 roku wyniosła do tej pory 1 298 mln PLN. Zarząd potrzebował, że jego ambicją pozostaje wyższa sprzedaż kredytów przeterminowanych niż zrealizowana w 2014 roku, kiedy wyniosła ona 1,8 mld PLN i liczy na finalizację dużej transakcji w 4Q'15.

Prezes Krzysztof Rosiński wskazał, że udział Getin Noble Banku w Funduszu Wsparcia Kredytobiorców, który zostanie utworzony przy BGK, wyniesie powyżej 100 mln PLN. Kontrybucja jest szacowana na niską trzycyfrową kwotę. Początkowa wartość funduszu służącego wsparciu kredytobiorców, którzy znaleźli się w trudnej sytuacji finansowej ma wynieść 600 mln PLN, a wpłaty banków będą dokonywane proporcjonalnie do wielkości portfela kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, których opóźnienie w spłacie przekracza 90 dni.

Zmiany w statucie GNB umożliwiające podwyższenie kapitału o kwotę do 240 mln PLN

Zarząd Getin Noble Banku poinformował w raporcie bieżącym o zwołaniu Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia spółki na dzień 10 grudnia 2015 roku. Akcjonariusze banku zdecydują o upoważnieniu zarządu do podwyższenia kapitału zakładowego o maksymalnie 240 mln PLN. Będzie ono mogło nastąpić w ciągu 3 lat od podjęcia uchwały, z możliwością wyłączenia prawa poboru obecnych akcjonariuszy lub z jego zachowaniem. W ten sposób bank będzie mógł dostosować wielkość i moment dokonania emisji do warunków rynkowych i bieżących potrzeb. Jednocześnie, na NWZ akcjonariusze spółki mają podjąć decyzję o obniżeniu wartości nominalnej akcji do 0,91 PLN z 1,00 PLN obecnie. Uzasadnieniem dla takiego działania jest chęć urealnienia tejże wartości w stosunku do bieżącej wyceny rynkowej, a w sytuacji emisji nowych akcji usunięta zostanie bariera dla skutecznego dokapitalizowania. Kwota obniżenia kapitału zakładowego (238,5 mln PLN) zasili kapitał rezerwowy i w przyszłości może posłużyć jako źródło pokrycia ewentualnych strat. W

komunikacie podano, że zasadniczym celem zwołania Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia jest stworzenie opcji zapasowej pozwalającej, w miarę pojawiania się konkretnych potrzeb, na szybkie podniesienie kapitału zakładowego banku i tym samym na spełnienie m.in. wymogów kapitałowych wynikających z obowiązujących przepisów prawa oraz rekomendacji organów nadzorczych. Uwzględniając dodatkowy wymóg kapitałowy, wynikający z indywidualnego zalecenia przekazanego bankowi przez Komisję Nadzoru Finansowego, minimalny poziom wskaźnika kapitału podstawowego Tier 1 dla GNB wynosi obecnie 10,52%, a łącznego współczynnika kapitałowego (TCR) 14,03%. Począwszy od stycznia 2016 roku, biorąc pod uwagę podwyższenie przez KNF w całym sektorze minimalnych wymaganych wskaźników kapitałowych o 1,25 punktu procentowego, GNB będzie musiał utrzymywać wskaźnik CET 1 na poziomie co najmniej 11,77%, a TCR 15,28%. Szacujemy, iż podwyższenie kapitału o 240 mln PLN przełożyłoby się na wzrost skonsolidowanych wskaźników kapitałowych o ok. 48 punktów bazowych. Na koniec września 2015 roku bank zaraportował wskaźnik CET 1 w wysokości 10,35% oraz TCR równy 13,41%.

GNB wyemituje 1,2 mld PLN obligacji zabezpieczonych na wierzytelnościach leasingowych

W komunikacie bieżącym, Getin Noble Bank poinformował o zawarciu znaczącej umowy dotyczącej sekurytyzacji portfela wierzytelności leasingowych. Transakcja obejmuje sprzedaż przez bank wierzytelności leasingowych o wartości 1,9 mld PLN na rzecz spółki celowej za cenę pozostającego do spłaty salda kapitałowego. Transfer aktywów ma na celu pozyskanie średnioterminowego finansowania poprzez niepubliczną emisję obligacji o wartości 1,2 mld PLN, zabezpieczonych poprzez zastaw rejestrowy na wierzytelnościach wynikających z umów leasingowych. Oprocentowanie emitowanych papierów będzie oparte na stawce WIBOR 3M powiększonej o marżę w wysokości 1,2%. Spłata odsetek będzie następować co kwartał. Struktura transakcji przewiduje ok. 3-letni okres rewolwingowy, w którym bank będzie miał prawo zbycia dalszych wierzytelności z portfela leasingowego, co pozwoli na wydłużenie okresu, na jaki pozyskane zostało finansowanie. Bank podał, że tempo spłaty obligacji uzależnione jest od faktycznego tempa spłaty wierzytelności (pass-through structure), zaś planowany termin pełnego ich umorzenia to 20 października 2020 roku. Dodatkowo, bank udzielił spółce celowej pożyczki podporządkowanej o wartości 800 mln PLN, w celu sfinansowania zakupu wierzytelności w części, w jakiej nie zostanie on pokryty przez emisję obligacji. Odsetki od pożyczki składać się będą z marży w wysokości 1,5% oraz stopy WIBOR 3M. Podczas konferencji po wynikach 3Q'15, Zarząd informował, że planuje przeprowadzenie w najbliższym czasie sekurytyzacji portfela wierzytelności leasingowych o wartości ok. 1,9 mld PLN. Transakcja miała pozwolić pozyskać finansowanie w wysokości ok. 1,2 mld PLN na okres blisko 5 lat, po koszcie niższym niż WIBOR 3M+90pb, tak więc oprocentowanie finalnie zaproponowane przez GNB okazało się być wyższe. Ponadto, transakcja obniży wartość łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko, wspierając wskaźniki kapitałowe, które bank musi zwiększyć do poziomu nałożonego przez KNF.

Handlowy		Trzymaj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		68,40 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)		8 937,1	
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		-15,1%	
P/E	9,2	9,4		12,9		11,8		Zmiana ceny: 6m		-35,3%	
P/BV	1,2	1,2		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m		-37,2%	
DPS	5,8	7,2		7,4		0,0		Min (52 tyg.)		67,3	
Dyld (%)	8,5	10,5		10,9		0,0		Max (52 tyg.)		114,0	

*przed kosztami rezerw

Od początku roku do końca listopada kurs akcji Banku Handlowego spadł o 32,9%. Uważamy, że za tak głęboką przeceną walorów stoi z jednej strony podatek bankowy, a z drugiej pogarszające się wyniki operacyjne. Dodatkowo uważamy, że negatywnie na sentyment inwestorów wpływają narastające oczekiwania odnośnie cięcia stóp procentowych przez RPP w 2016 roku, na które Bank Handlowy jest szczególnie wrażliwy, a także brak informacji odnośnie polityki dywidendowej wyznaczonej przez KNF na rok 2016 (ogłoszenie 15 grudnia). Podtrzymujemy nasz pogląd, iż Bank Handlowy powinien być notowany z premią do sektora ze względu na ponadprzeciętną sytuację kapitałową oraz jeden z najniższych w całym regionie wskaźników kredytów do depozytów.

Presja na marżę i słaby wynik handlowy

Bank Handlowy zaraportował zysk netto za 3Q 2015 w wysokości 140,9 mln PLN, -6,2% Q/Q oraz -38,3% R/R, poniżej średnich oczekiwań rynkowych (145,6 mln PLN, -3,2%), a także poniżej naszej prognozy (143,7 mln PLN, -2,0%). Gorszy od oczekiwań wynik to efekt niższego wyniku odsetkowego (-1,4% Q/Q), wyniku handlowego (-32,8% Q/Q) oraz pozostałego wyniku pozaodsetkowego (-8,6 mln PLN wobec +5,9 mln PLN w 2Q'15). Negatywnie postrzegamy znaczącą presję na marżę w kwartale. Wyniki za 9M'15 stanowią zaledwie 68% obecnej średniej prognozy rynku na zysk netto w 2015 roku.

Wynik odsetkowy w 3Q'15 spadł o 1,4% Q/Q oraz 22,2% R/R do poziomu 236,7 mln PLN, poniżej konsensusu i naszej prognozy (odpowiednio 246,5 i 248,6 mln PLN). Marża odsetkowa w 3Q'15 (do średnich aktywów) spadła o 7p.b Q/Q do poziomu 1,87%.

Kredyty netto wzrosły o 6,6% Q/Q, za sprawą kredytów korporacyjnych (+8,8% Q/Q). W segmencie kredytów detalicznych (+2,6% Q/Q) Bank Handlowy odnotował znaczący wzrost w kartach kredytowych (+3,6% Q/Q) oraz w kredytach gotówkowych (+2,4% Q/Q). Jednocześnie, bank zanotował lekki wzrost w kredytach hipotecznych (+0,6% Q/Q). Depozyty w 3Q'15 wzrosły o 4,1% Q/Q oraz o 2,6% R/R. Wskaźnik kredytów do depozytów znalazł się na poziomie 65% w 3Q'15 wobec 63% w 2Q'15.

Wynik prowizyjny zanotował wzrost w 3Q'15 o 6,4% Q/Q, powyżej średnich oczekiwań rynkowych. Wzrost prowizji i opłat był głównie spowodowany przez prowizje z tytułu działalności maklerskiej (+141% Q/Q), powiernicze (+18,4% Q/Q) oraz związane z kartami (+47,8% Q/Q). Jednocześnie, bank zanotował spadek prowizji z produktów inwestycyjnych (-22,4% Q/Q).

Koszty operacyjne spadły w 3Q'15 o 3,9% Q/Q oraz 1,5% R/R, lekko poniżej średnich oczekiwań rynkowych. Spadek kosztów pracowniczych w 3Q'15 (-8,1% Q/Q) został lekko wsparty przez koszty ogólnoadministracyjne (-0,5% Q/Q). W kwartale bank zanotował znaczący spadek kosztów doradczych (-13,9% Q/Q) oraz wynajmu (-10,7% Q/Q).

W 4Q'14 nastąpiło **rozwiązanie rezerw** w wysokości 22,3 mln PLN wobec zawiązania 2,0 mln PLN w 2Q'15, poniżej średnich oczekiwań rynkowych. Po stronie korporacyjnej bank w 3Q'15 rozwiązał 1,8 mln PLN rezerw, zaś po stronie detalicznej 20,5 mln PLN rezerw. Jakość kredytów poprawiła się w 3Q'15 ze wskaźnikiem NPL na poziomie 3,9% wobec 4,7% w 2Q'15. Wskaźnik pokrycia rezerwami pozostał na wysokim 80% poziomie.

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q'15

- W grudniu 2015 roku Rada Nadzorcza Banku Handlowego przyjmie nową trzyletnią strategię na okres 2016-18, która następnie zostanie ogłoszona w styczniu 2016 roku albo wraz z publikacją wyników rocznych.
- Według Zarządu, kwartalny wzrost kosztów odsetkowych w 3Q'15 (o 14,1% do 56,6 mln PLN) wynikał z wyższego oprocentowania środków klientów instytucjonalnych. Bank w swoim scenariuszu bazowym zakłada kontynuację płaskich stop procentowych w 2016 roku i odrzuca wariant obniżki stawek o 50 punktów bazowych.
- Citi Handlowy kontynuował w 3Q'15 strategię risk-off w zakresie działalności opartej o instrumenty dłużne, co skutkowało wynikiem 0 mln PLN na portfelu dostępnym do sprzedaży.
- W 3Q'15 koszty pracownicze były sezonowo wsparte przez rozwiązanie rezerw na niewykorzystane urlopy. Natomiast tegoroczne zwiększenie kosztów IT i telekomunikacyjnych jest wynikiem inwestycji w rozwiązanie mobilne. Bank przewiduje, że z pominięciem ewentualnych dodatkowych obciążeń dla sektora koszty działalności w 2016 roku powinny ukształtować się na poziomie podobnym lub niższym jak w 2015 roku.
- W 3Q'15 bank rozpoznał wynik na sprzedaży portfela NPL. Transakcja zbycia objęła należności detaliczne z tytułu kart kredytowych i pożyczek gotówkowych o wartości 156,3 mln PLN, co przełożyło się na pozytywny wpływ na rachunek wyników w wysokości 21,0 mln PLN w całości ujęty w saldzie rezerw. Z wyłączeniem tego efektu, bank odnotowałby w tej linii rozwiązania równe 1,3 mln PLN.
- W związku z prawomocnym wyrokiem w sprawie wszczętej przez Prezesa UOKiK przeciwko operatorom systemu płatniczego oraz bankom, na karę nałożoną na Citi

Handlowy została dotworzona rezerwa w kwocie 8 mln PLN, która obciążyła wynik za 3Q'15, zwiększając pozostałe koszty operacyjne.

- Zarząd podtrzymał, że silna pozycja kapitałowa banku pozwala na kontynuację polityki dywidendowej w dotychczasowym kształcie. Na koniec 3Q'15 współczynnik kapitału podstawowego Tier 1 i jednocześnie łączny współczynnik kapitałowy wyniosły 16,25%. Wiceprezes Witold Zieliński wskazał, że różnica pomiędzy skonsolidowanymi a jednostkowymi wskaźnikami kapitałowymi w przypadku Banku Handlowego jest niematerialna.

- Bank szacuje, że ze względu na bardzo dobrą sytuację swoich klientów jego udział w Funduszu Wsparcia Kredytobiorców nie przekroczy 1 mln PLN. Z kolei potencjalne nałożenie podatku bankowego od aktywów w wysokości 0,39% obniżyłoby zysk brutto Citi Handlowego o około 190 mln PLN. Ponadto, Zarząd spodziewa się, że sektor zapłaci wyższą składkę na BFG w rezultacie trudnej sytuacji nie-bankowych instytucji finansowych.
- Prezes Sikora przyznał, że można oczekiwać dodatkowego wyniku z tytułu transakcji nabycia Visa Europe w 1H'16, ale nie skwantyfikował jego wysokości tłumacząc, że dokładna formuła partycypacji nie jest jeszcze znana, a część przychodu będzie odsunięta w czasie.
- Dzięki wdrożeniu nowej aplikacji Citi Mobile, która umożliwia dostęp do salda rachunku oraz historii 15 ostatnich transakcji bez konieczności logowania, bank zamierza aspirować do pozycji lidera na rynku bankowości mobilnej.

ING BSK		Trzymaj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		113,15 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)	14 720,8		
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	-9,3%		
P/E	15,3	14,1		12,7		11,8		Zmiana ceny: 6m	-18,6%		
P/BV	1,7	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-24,8%		
DPS	0,0	4,4		4,0		0,0		Min (52 tyg.)	113,2		
Dyid (%)	0,0	3,9		3,5		0,0		Max (52 tyg.)	150,5		

*przed kosztami rezerw

W 9M'15 ING zaraportował wyniki o 12% wyższe od średnich oczekiwań rynkowych prezentując lepsze od oczekiwań 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. Niemniej jednak ze względu na nadal istotne ryzyko wprowadzenia podatku od aktywów podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj. Niski zwrot z aktywów powoduje, iż ewentualny podatek bankowy od aktywów (39 p.b.) stanowi aż 29% zysku netto i obniża naszą wycenę o 31,74 PLN na akcję.

Millennium
Kupuj

Analitik: Michał Konarski

Cena bieżąca: 5,03 PLN

Cena docelowa: 9,04 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-09-15

(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)	6 102,0
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	-17,5%
P/E	11,4	9,4		9,1		8,3		Zmiana ceny: 6m	-24,2%
P/BV	1,1	1,1		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-38,6%
DPS	0,0	0,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,0
Dywidenda (%)	0,0	4,4		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	8,4

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj. Nasza wycena obrazuje potencjał wzrostu, jaki Bank Millennium prezentuje dzięki lepszym od oczekiwań wynikom. Mocny spadek notowań Banku Millennium w roku obecnym (-36% do grudnia) 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 obecnie rządząca partia nie wprowadzi rozwiązania problemu kredytów CHF, które miałyby znaczący negatywny wpływ na sektor bankowy.

Pekao		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		135,85 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)	35 656,6
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	-9,0%
P/E	12,8	13,1		14,4		13,5		Zmiana ceny: 6m	-25,6%
P/BV	1,5	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	-27,1%
DPS	8,4	10,0		10,3		0,0		Min (52 tyg.)	135,9
Dyld (%)	6,2	7,3		7,6		0,0		Max (52 tyg.)	196,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla banku. Lepsze zachowanie kursu akcji 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 nadal nie odzwierciedla w pełni ryzyka podatku bankowego, który stanowić może około 21% zysku netto za 2016 r. Uważamy, iż duże znaczenie dla kursu akcji będzie mieć także decyzja KNF odnośnie dywidend dla sektora bankowego na 2016 r., która zostanie ogłoszona 15 grudnia.

Wyniki lekko powyżej oczekiwań

Bank Pekao zaraportował zysk netto za 3Q 2015 w wysokości 610,5 mln PLN, -1,4% Q/Q oraz - 13,3% R/R, lekko powyżej średnich oczekiwań rynkowych (587,1 mln PLN) oraz naszej prognozy (582,0 mln PLN). Lepsze od oczekiwań wyniki to zasługa wyższego niż oczekiwano wyniku prowizyjnego, niższego salda rezerw, ale także zysku jednorazowego ze sprzedaży KIR (61,1 mln PLN brutto oraz 44,3 mln PLN netto). Wyniki za 9M'15 stanowią 75% rocznej prognozy rynku dla Pekao (źródło: Bloomberg).

Wynik odsetkowy wzrósł w 3Q'15 o 3,2% Q/Q do poziomu 1 047,6 mln PLN, zgodnie ze średnimi oczekiwaniami rynkowymi. Marża odsetkowa (do średnich aktywów) wzrosła o 2 p.b. do poziomu 2,45%. Kredyty netto w 3Q'15 wzrosły o 2,4% Q/Q wobec wzrostu depozytów o 2,6% Q/Q, co przełożyło się stabilny wskaźnik kredyty do depozytów na poziomie 96,2%. Wynik prowizyjny spadł w kwartale o 1,1% Q/Q (+0,6% R/R) i był lepszy niż średnie oczekiwania rynkowe (2% powyżej). Koszty operacyjne pozostały płaskie Q/Q ale wzrosły o 2,0% R/R, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi. Saldo rezerw pozostało bez zmian w 3Q'15, zaś koszt ryzyka lekko spadł w 3Q'15 do poziomu 41 p.b. Wskaźnik kredytów nie pracujących spadł w 3Q'15 do 6,3% z 6,7% w 2Q'15.

Bank Pekao skupia się na wolumenach

Zarząd Pekao potwierdził, iż bank w dalszym ciągu będzie skupiał się na wolumenach kredytowych co może spowodować presję na marżę odsetkową w 4Q'15. Zarząd potwierdził także, że bank jest w procesie sprzedaży niepracujących kredytów w wysokości 2 mld PLN. Bank nie oczekuje restrikcji odnośnie wypłaty dywidendy. Prezes potwierdził, iż zysk netto banku Pekao powinien spaść w jednocyfrowym tempie w 2015 r.

PKO BP
Kupuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:		26,21 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)	32 762,5
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	-8,1%
P/E	10,1	10,1		12,0		9,9		Zmiana ceny: 6m	-19,7%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-30,3%
DPS	1,8	0,8		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	26,2
Dyld (%)	6,9	2,9		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	38,1

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla banku PKO BP. 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 Nordea powinno znacząco poprawić swoją dochodowość (bez podatku bankowego). 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, co z kolei powinno zmiętygować efekt podatku bankowego.

Bardzo mocne wyniki w 3Q'15

Wynik netto PKO BP w 3Q'15 wyniósł 815,2 mln PLN, +16,0% Q/Q, ale -6,7% R/R, powyżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 759,5 mln PLN oraz naszej prognozy na poziomie 763,5 mln PLN. Wyniki w 3Q'15 zostały wsparte przez wyższy od oczekiwań wynik odsetkowy oraz niższe koszty operacyjne. Szczególnie pozytywnie w wynikach oceniamy znaczącą poprawę marży odsetkowej pomimo płaskich stóp procentowych w kwartale. Z wynikiem na poziomie 2 165 mln PLN w 9M'15 PKO BP zrealizowało 79% rynkowej prognozy rocznej. Oczekujemy pozytywnej reakcji rynku. Wynik odsetkowy w 3Q'15 wyniósł 1 818 mln PLN, +8,0% Q/Q, ale -8,1% R/R, powyżej średnich oczekiwań rynkowych. W 3Q'15 spadek kosztów odsetkowych na poziomie -8,4% Q/Q znacząco wspomógł rosnące przychody odsetkowe (+3,3% Q/Q). Marża odsetkowa (do średnich aktywów) wzrosła aż o 22 p.b. do poziomu 2,85%. Kredyty brutto w 3Q'15 pozostały bez zmian, zaś saldo depozytów spadło o 0,5% Q/Q. Wynik prowizyjny spadł w kwartale o 4,9% Q/Q oraz o 0,9% R/R, poniżej średnich oczekiwań rynkowych. Koszty operacyjne spadły o 2,7% Q/Q do poziomu 1 335,5 mln PLN, lekko poniżej średnich oczekiwań rynkowych. Saldo rezerw w 3Q'15 zanotowało spadek o 3,4% Q/Q oraz 23,8% R/R, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi. Koszt ryzyka w 3Q'15 (do średnich kredytów brutto) spadł do poziomu 75 p.b. z 78 p.b. w 2Q'15. Wskaźnik niepracujących kredytów pozostał na niezmiennym poziomie 6,9% w 3Q'15.

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q'15

PKO BP oczekuje dalszej poprawy wyników w kolejnych kwartałach. Poprawa ma nastąpić poprzez dalszy wzrost wyniku odsetkowego oraz uzyskiwane synergii kosztowe. W 4Q'15 bank oczekuje sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych i salda rezerw oraz zaksięgowania kosztów związanych z nowym funduszem pomocy kredytobiorcom hipotecznym (140 mln PLN). Ponadto Zarząd uważa, iż ostateczna wersja ustawy o restrukturyzacji kredytów

denominowanych w CHF będzie znacznie łagodniejsza od obecnie przedstawianych propozycji ze względu na potrzeby budżetowe nowego Rządu. Uważamy, iż średnie oczekiwania roczne mają potencjał do wzrostu zarówno na rok obecny (2 755 mln PLN według Bloomberg), jak i na 2016 rok (2 933 mln PLN – wynik wspierany przez transakcje Visa).

Wynik odsetkowy będzie notował systematyczną poprawę

Wynik odsetkowy w 3Q'15 wzrósł o 8,0% Q/Q, zaś marża odsetkowa do średnich aktywów o +22 p.b. do poziomu 2,85%. Zarząd podtrzymał, iż od najniższego poziomu marży odsetkowej, który bank zanotował w 2Q'15, istnieje nadal miejsce do poprawy o +40 p.b. Zarząd oczekuje, iż marża odsetkowa nadal wzrośnie w 4Q'15 o kilka punktów bazowych, zaś pozostała część poprawy nastąpi w 1H'16. Ponadto, wynik odsetkowy w kolejnych kwartałach będzie wspierany przez wzrost sprzedaży kredytów konsumenckich oraz hipotecznych.

Koszty wsparcia funduszu pomocowego

Zarząd oszacował, iż koszt kontrybucji do nowego funduszu pomocowego dla kredytobiorców hipotecznych wyniesie 140 mln PLN i najprawdopodobniej zostanie zaksięgowany w 4Q'15.

Koszty operacyjne pod kontrolą

Koszty operacyjne w 3Q'15 spadły o 2,7% Q/Q, poniżej średnich oczekiwań rynkowych. Według Zarządu, PKO BP zanotuje sezonowy wzrost kosztów operacyjnych w 4Q'15. Ponadto w ostatnim kwartale 2015 r. bank zaksięguje około +60 mln PLN kosztów integracyjnych oraz około -10 mln PLN synergii kosztowych. Na 2016 r. bank zakłada synergii kosztowe na poziomie około 187 mln PLN, a w 2017 r. na około 220 mln PLN.

Lekki wzrost salda rezerw w 4Q'15

Koszt ryzyka (do średnich kredytów brutto) w 3Q'15 wyniósł 75 p.b. Zarząd oczekuje, iż koszt ryzyka w kredytach konsumenckich będzie rósł wraz ze zintensyfikowaną sprzedażą kredytów, w hipotekach będzie stabilny, zaś w segmencie korporacji będzie spadający. W 4Q'15 bank powinien zanotować lekki wzrost salda rezerw, który nie został skwantyfikowany przez Zarząd.

Minister Finansów widzi potencjał rozwoju do PKO BP i Banku Pocztowego

Minister Finansów Paweł Szałamacha w wydaniu "Gazety Polskiej Codziennie" powiedział, że Bank Pocztowy i PKO BP mają bardzo duży potencjał rozwoju. Był to element odpowiedzi na pytanie, czy na rynku bankowym powinno się doprowadzić do sytuacji, w której zaangażowanie kapitału

obcego i polskiego byłoby w stosunku 50/50, a jako narzędzia do przywrócenia równej proporcji można użyć Banku Pocztowego i PKO BP, które zaoferowałyby usługi mocno konkurencyjne w stosunku do innych. Ponadto, Szalamacha dodał, że w wielu krajach poczta z rozbudowaną siecią placówek i działający przy niej bank były jednym z aktywnych uczestników rynku w sektorze detalicznym i posiadały istotną siłę ekonomiczną. Wypowiedź ministra Szalamacha przypomina jego wcześniejsze stanowisko, dotyczące wykorzystania państwowego banku jako instytucji, która miałaby zahamować transferowanie na klientów kosztów podatku bankowego poprzez stosowanie niższych od konkurentów opłat za produkty i usługi. Sytuacja taka może z kolei przełożyć się na wzrost udziału rynkowego banku.

Sprzedaż kredytów hipotecznych i konsumpcyjnych w PKO BP będzie w 4Q'15 co najmniej jednakowa kw./kw.

W wypowiedzi dla PAP, wiceprezes PKO BP Jacek Obłękowski poinformował, że sprzedaż kredytów hipotecznych i konsumpcyjnych w 4Q'15 powinna być nie gorsza niż w 3Q'15. W ocenie banku wyniki sprzedażowe października i listopada utrzymują się na dobrych poziomach z poprzedniego kwartału. Na koniec września 2015 roku kredyty detaliczne brutto w PKO BP wyniosły 142,2 mld PLN i były wyższe o 4,9% r/r, ale niższe o 0,2% w ujęciu kwartalnym. Sprzedaż kredytów hipotecznych w 3Q'15 ukształtowała się na poziomie 2,3 mld PLN, natomiast nowa produkcja pozostałych kredytów detalicznych i udzielanych w ramach bankowości prywatnej osiągnęła 3,1 mld PLN.

Komercni Banka
Redukuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 5 110 CZK

Cena docelowa: 4 549 CZK

Data ostatniej aktualizacji: 2014-12-11

(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)	193 010,7
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	0,4%
P/E	15,4	14,9		15,5		14,8		Zmiana ceny: 6m	-1,0%
P/BV	2,1	2,0		2,0		2,0		Zmiana ceny: 12m	2,2%
DPS	230,0	230,0		310,0		300,0		Min (52 tyg.)	4 590,0
Dywid (%)	4,5	4,5		6,1		5,9		Max (52 tyg.)	5 667,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację redukcji dla Komercni Banka. Uważamy, iż Komercni 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 Komercni Banka było notowane do banków polskich powinno zniknąć.

Normalizacja salda rezerw

Komercni Banka zaraportował zysk netto za 3Q 2015 w wysokości 3 245 mln CZK, +1,9 Q/Q, ale -0,7% R/R, lekko poniżej średnich oczekiwań rynkowych (3 316 mln CZK, -2%) oraz naszej prognozy (3 320 mln CZK). Gorszy od oczekiwań wynik to efekt rosnącego salda rezerw w banku (z 9 mln CZK do 324 mln CZK), które po części zostało zrównoważone przez niską efektywną stawkę podatkową (15%). Wynik odsetkowy tak jak i marża odsetkowa (2,27% do średnich aktywów) praktycznie pozostał bez zmian w 3Q'15, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi. Wynik prowizyjny zanotował spadek (-4,4% Q/Q), który również był antycypowany przez rynek. Na spadek wyniku prowizyjnego wpływ miały prowizje transakcyjne (-3,4% Q/Q), ze sprzedaży wiązanej (-5,0% Q/Q) oraz kredytowe (-3,6% Q/Q). Koszty operacyjne spadły w 3Q'15 o 11,8% Q/Q na co miało wpływ zaksięgowanie w 2Q'15 dodatkowych kosztów na tzw. resolution fund (409 mln CZK). Rezerwa na resolution fund

może zostać rozwiązana w 4Q'15, aby następnie została ponownie zawiązana w 2016 roku (parlament nie uchwalił odpowiedniej ustawy w 2015 r.). Saldo rezerw uległo normalizacji i wzrosło do poziomu 324 mln CZK, zaś koszt ryzyka z 1 p.b. w 2Q'15 do 25 p.b. w 3Q'15, co naszym zdaniem i tak będzie trudne do utrzymania w długim okresie.

Podsumowanie telekonferencji Komercni Banka po wynikach za 3Q'15

Zarząd banku oczekuje, iż przychody, koszty oraz sam zysk netto w 2015 roku pozostaną na praktycznie niezmienionym poziomie wobec 2014 roku (pro-forma). Ponadto, bank oczekuje kosztu ryzyka dla całego roku w przedziale 15-20 p.b. ze względu na zmiany w portfelu detalicznym nastąpiły w 3Q'15). W 4Q'15 bank oczekuje wzrostu portfela kredytowego na poziomie 2,4% Q/Q. W 2016 zarząd oczekuje stabilnego wyniku odsetkowego, który będzie zależał od zachowania banku centralnego w sprawie stóp procentowych oraz dodatkowego spadku 200 mln CZK z tytułu interchange. Płaski zysk netto wobec 2014 roku (pro-forma) wskazuje na spadek zysku netto w 4Q'15 o 4,5% Q/Q ale i wzrost przychodów o 4,1% Q/Q. Uważamy, iż istnieje także szansa na rozwiązanie rezerwy na tzw. resolution fund w 4Q'15 (409 mln CZK) co powinno znacząco wesprzeć dywidendę za 2015 rok. Jednocześnie uważamy, iż 2016 rok może znaleźć się pod presją ze względu na spadek opłaty interchange, resolution fund czy zagrożenie wprowadzenia ujemnych stóp procentowych.

Erste Bank		Akumuluj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		28,52 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)		12 255,7	
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		7,1%	
P/E	49,9			15,4		12,7		Zmiana ceny: 6m		6,6%	
P/BV	1,1	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m		34,6%	
DPS	0,4	0,2		0,0		0,5		Min (52 tyg.)		18,4	
Dyld (%)	1.4	0.7		0.0		1.7		Max (52 tyg.)		29.0	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację akumuluj dla Erste Banku. Poprawa sentymentu do Erste Banku obrazuje oczekiwania rynku odnośnie dalszej poprawy rentowności banku w 2016 roku. W przyszłym roku Zarząd banku oczekuje wskaźnika ROTE pomiędzy 10% a 11% wskazując na poprawę wyników. Oczekujemy, iż poprawa ta odbędzie się głównie za sprawą operacji Rumunii oraz Węgier. Uważamy, iż ze względu na najniższą ekspozycję banku na Ukrainę, Rosję oraz Polskę (jedynie pośrednio), Erste Bank powinien być notowany z premią do RBI oraz do OTP Banku.

Bardzo dobre wyniki pomimo odpisów

Erste Bank w 3Q'15 zaraportował zysk netto w wysokości 276,9 mln EUR, +5,9% Q/Q, znacznie powyżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 220,1 mln EUR oraz naszej prognozy na poziomie 203,7 mln EUR. Wyższe od oczekiwań wyniki to zasługa niskiego poziomu salda rezerw. Erste Bank zanotował w 3Q'15 jednorazową stratę z tytułu przewalutowania kredytów hipotecznych w CHF w wysokości 144,9 mln EUR (brutto), która została w części pokryta przez sprzedaż udziałów w spółce zależnej (+38,3 mln EUR). Erste Bank oczekuje wskaźnika ROTE na poziomie 10% w 2015 oraz w przedziale 10%-11% w 2016. Wyniki za 9M'15 stanowią 87% całorocznej prognozy rynku.

Wynik na działalności podstawowej pozostał bez zmian w 3Q'15 zgodnie ze średnimi oczekiwaniami rynkowymi. Wynik odsetkowy w 3Q'15 pozostał płaski w 3Q'15 tak samo jak marża odsetkowa banku (2,23% do średnich aktywów).

Jednocześnie bank zanotował znaczący spadek pozostałego wyniku operacyjnego, który znalazł się pod negatywnym wpływem przewalutowania kredytów CHF w Chorwacji (-144,9 mln EUR). Specjalne podatki bankowe wyniosły w 3Q'15 50,5 mln EUR, co oznacza spadek o 7,5% R/R. Saldo rezerw w 3Q'15 wyniosło 144,4 mln EUR, -24,3% Q/Q oraz -83,6% R/R, znacznie poniżej średnich oczekiwań rynkowych. Saldo rezerw zanotowało największą poprawę w segmencie pozostałe (-87,5% Q/Q), a następnie w segmencie CEE (-27,5% Q/Q). Koszty operacyjne w 3Q'15 wyniosły 955,6 mln EUR (1,6% powyżej konsensusu).

W podziale na segmenty geograficzne dobre wyniki pokazały Czechy (133,1 mln EUR, +6,5% Q/Q), Rumunia (59,5 mln EUR, +15,8% Q/Q) oraz Słowacja (62,8 mln EUR, +20,3% Q/Q). Najgorsze wyniki w kwartale pokazał segment chorwacki (strata na poziomie 68,1 mln EUR) dotknięty przewalutowaniem kredytów CHF oraz segment węgierski (strata na poziomie 12,1 mln EUR). Pomimo spadku zysku netto w segmencie austriackim (-5,2% Q/Q do poziomu 126,7 mln EUR) wyniki oceniamy neutralnie dzięki stabilnym wynikom segmentu Erste Bank Oesterreich oraz „pozostałego”.

Zarząd oczekuje, iż Erste Bank w 2015 r. osiągnie wskaźnik ROTE na poziomie 10% (poprzednio przedział 8-10%) oraz 10-11% w 2016 r. Jednocześnie, bank obniżył swoją prognozę na saldo rezerw na 2015 r. do poziomu 750-950 mln EUR (poprzednio 0,9-1,1 mld EUR) oraz na obciążenia podatkami bankowymi (320 mld EUR wobec 350 mld EUR poprzednio). Bank podtrzymał swoje prognozy makroekonomiczne, gdzie oczekuje wzrostu PKB na poziomie 2%-4% na rynkach CEE oraz <1% wzrostu w Austrii.

RBI		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		15,00 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)	4 386,3
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	3,7%
P/E	8,2			12,6		6,7		Zmiana ceny: 6m	7,0%
P/BV	0,4	0,6		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-5,2%
DPS	1,2	1,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)	9,0
Dyld (%)	7,8	6,8		0,0		2,4		Max (52 tyg.)	15,9

*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 w roku obecnym 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 znacząca część kosztów restrukturyzacyjnych RBI poniesie w 2016 roku. Uważamy, że restrukturyzacja grupy pozwoli na uniknięcie podniesienia kapitału poprzez emisję nowych akcji, a obecną wycenę uważamy za zbyt niską. Ponadto podtrzymujemy nasz pogląd, że projekt restrukturyzacji może nadal zmienić swój obecny kształt ze względu na problemy RBI przy sprzedaży polskiego oddziału.

Wyniki za 3Q'15 znacznie powyżej oczekiwań

Raiffeisen Bank International (RBI) raportował zysk netto w 3Q'15 na poziomie 90,0 mln EUR, znacznie powyżej średnich oczekiwań rynkowych, które zakładały stratę na poziomie 73 mln EUR (źródło: RBI). W 3Q'15 RBI odnotował dwa znaczące negatywne zdarzenia jednorazowe: rezerwa na przewalutowanie kredytów CHF w Chorwacji (-75 mln EUR brutto) oraz odpis pozostałego goodwillu w Polsce (-96 mln EUR). Lepsze od oczekiwań wyniki to efekt niższego salda rezerw. Zarząd obecnie oczekuje, iż RBI osiągnie niski zysk netto w 2015 r., jako że większość kosztów restrukturyzacyjnych zostanie poniesiona w kolejnych latach. Biorąc pod uwagę sezonowość wyników w 4Q'15 oraz pozytywne zyski jednorazowe, uważamy iż konsensus na cały rok 2015 jest na zbyt niskim poziomie (42,7 mln EUR).

Wyniki w 3Q'15

Wynik odsetkowy w 3Q'15 spadł o 5,7% Q/Q oraz o 13,6% R/R do poziomu 812,6 mln EUR, lekko poniżej średnich oczekiwań rynkowych. Znaczący wpływ na spadek wyniku odsetkowego miał segment rosyjski (-29 mln EUR Q/Q lub -16,2% Q/Q) oraz segment korporacyjny (-18% Q/Q). Marża odsetkowa RBI (raportowana) spadła w kwartale o 8 p.b. do poziomu 2,98%. Wynik prowizyjny w 3Q'15 pozostał bez zmian, powyżej średnich oczekiwań rynkowych. Płaski wynik prowizyjny wsparty został w 3Q'15 przez opłaty z tytułu transferów płatniczych (+6 mln EUR Q/Q) w Rumunii i Chorwacji oraz z FX i kruszców (+3 mln EUR Q/Q) w Rumunii. Saldo rezerw spadło o 42,5% Q/Q oraz o 63,0% R/R do poziomu 190,8 mln EUR, znacznie poniżej oczekiwań rynku (-384 mln EUR). Spadek salda rezerw bank przypisuje operacjom w Rosji (-47,9% Q/Q) oraz segmentowi

korporacyjnemu (rozwiązanie rezerw na poziomie 15 mln EUR wobec zawiązania na poziomie 75 mln EUR w 2Q'15). Wskaźnik NPL w 3Q'15 lekko wzrósł do poziomu 12,1% z 11,9% w 2Q'15, zaś wskaźnik pokrycia rezerwami pozostał na niezmiennym poziomie 66,6%. Wzrost wskaźnika NPL był wyraźnie widoczny w segmencie EE (z 16,7% w 2Q'15 do 18,2% w 3Q'15) oraz w segmencie korporacyjnym (z 8,3% do 9,3%). Koszty ogółem wzrosły w 3Q'15 o 2,3% Q/Q, ale spadły o 8,3% R/R, lekko poniżej średnich oczekiwań rynkowych. Wzrost kosztów w ujęciu kwartalnym spowodowany był przez znaczące rozwiązanie rezerw na bonusy w 2Q'15 (76 mln EUR). Wskaźnik wypłacalności CET 1 na koniec 3Q'15 wyniósł 10,8% (+10 p.b. Q/Q), zaś CAR 16,2% (+20 p.b. Q/Q; oba fully loaded).

Pogorszenie wyników w ujęciu regionalnym

RBI w 3Q'15 zanotował poprawę wyników jedynie w segmencie korporacyjnym (z 4,2 mln EUR do 48,9 mln EUR) na skutek niższego salda rezerw. Pogorszeniu uległy wyniki segmentu CEE (-5,6% Q/Q, wyższe saldo rezerw na Słowacji o 13 mln EUR Q/Q), SEE (-70,2% Q/Q, na skutek przewalutowania kredytów CHF w Chorwacji) oraz w segmencie EE (-12,8% Q/Q). Na uwagę zasługuje nadal silny wynik segmentu EE, a w szczególności Rosji (73 mln EUR, -14,3% Q/Q). RBI na Ukrainie odnotował spadek zysku netto o 24 mln EUR Q/Q do 1 mln EUR ze względu na zaksięgowanie w 2Q'15 wyniku handlowego na poziomie 26 mln EUR oraz jego brak w 3Q'15.

Prognoza zarządu

Zarząd RBI nie oczekuje już straty w całym 2015 roku, ale niskiego zysku netto. W 2015 roku RBI oczekuje zaksięgowania 100 mln EUR kosztów restrukturyzacyjnych (76 mln EUR w 4Q'15), zaś pozostałych 450 mln EUR w kolejnych latach. Ponadto, bank planuje obniżyć bazę kosztową o 20% (baza roku 2014 równa jest 3 024 mln EUR) co powinno przełożyć się na wskaźnik koszty/dochody na poziomie 50-55% oraz planuje spadek salda rezerw z poziomu 1 716 mln EUR zanotowanego w 2014 roku. RBI planuje odbudować swój wskaźnik wypłacalności CET1 do poziomu 12% do końca 2017 roku. RBI podtrzymał także plan redukcji aktywów ważonych ryzykiem o 16 mld EUR do 2017 roku. Restrukturyzacja powinna się przełożyć na wskaźnik ROE na poziomie 11% w średnim okresie (14% ROE brutto).

Zdarzenia jednorazowe w 4Q'15

RBI poinformował o sprzedaży funduszu emerytalnego w Rosji do BIN Group. Transakcja będzie miała jednorazowy pozytywny wpływ na wyniki 4Q'15 w wysokości 87 mln EUR (brutto). Ponadto, sprzedaż zmniejszy aktywa ważne ryzykiem RBI o 327 mln EUR oraz podniesie wskaźniki wypłacalności o 20 p.b.

EBOiR obejmie udział w Raiffeisen Bank Aval

Według oficjalnego komunikatu, EBOiR weźmie udział w podniesieniu kapitału ukraińskiego oddziału RBI (122 mln EUR), przez co obejmie udział w banku na poziomie 30%. Jednocześnie udział RBI w Raiffeisen Bank Aval (RBA) spadnie z 96,2% obecnie do około 67%. Po transakcji, współczynnik wypłacalności CET1 RBA wzrośnie do poziomu 14,19% z obecnego 6,86%. Na koniec 9M'15 RBA zaraportowało stratę w wysokości 55 mln EUR. Niemniej jednak, negatywny wynik w roku obecnym to wina jedynie 1Q'15, gdzie bank zanotował stratę wynoszącą aż 82 mln EUR. Objęcie udziału w RBA przez EBOiR uważamy za pozytywne.

RBI wznowi sprzedaż polskiego oddziału

Według agencji Reuters, RBI wznowi sprzedaż polskiego oddziału swojego banku w przeciągu kilku dni. Szczegóły transakcji nie zostały podane. Uważamy, iż wiadomość nie powinna być zaskoczeniem. Na ostatniej konferencji zarząd potwierdził, iż grupa nie rezygnuje ze sprzedaży Raiffeisen Polbank. Sprzedaż ma być wsparta przez wyłączenie z portfela banku kredytów hipotecznych denominowanych w CHF. Jednocześnie w 3Q'15, RBI odpisał pozostałą część goodwillu związanego z Polską co wskazuje na malejące oczekiwania grupy odnośnie ceny sprzedaży. Niemniej jednak, przy braku szczegółów odnośnie podatku bankowego uważamy, iż sprzedaż może być obecnie trudna do sfinalizowania.

OTP BANK
A kumuluj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:		6 158 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)	1 644,4
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	11,8%
P/E	25,6			18,8		10,3		Zmiana ceny: 6m	11,0%
P/BV	1,1	1,3		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	53,9%
DPS	121,7	146,9		147,0		148,1		Min (52 tyg.)	3 479,0
Dyld (%)	2,0	2,4		2,4		2,4		Max (52 tyg.)	6 158,0

*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 (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 nadal na zbyt niskim poziomie.

Konwersja kredytów w CHF powodem straty OTP Banku w 3Q'15

W 3Q'15 OTP Bank zaraportował skonsolidowaną stratę netto w wysokości 3,7 mld HUF. Powodem ujemnego wyniku były głównie odpisy dotyczące kredytów walutowych w trzech krajach: (i) na Węgrzech OTP Bank zaksięgował jednorazowo oczekiwany wpływ konwersji walutowych kredytów konsumpcyjnych i samochodowych w kwocie 6,5 mld HUF; (ii) w Chorwacji rozpoznano negatywny efekt przewalutowania kredytów denominowanych w CHF, który wyniósł 7,9 mld HUF przed opodatkowaniem i 6,3 mld HUF na poziomie wyniku netto; (iii) w Rumunii bank ujął w 3Q'15 przewidywany koszt zamiany kredytów hipotecznych w CHF na RON lub EUR w wysokości 25,5 mld HUF, na podstawie

programu przyjętego w listopadzie 2015 roku. Podczas omawiania wyników CFO Laszlo Bencsik wyjaśnił, że powodem utworzenia i wdrożenia programu konwersji dla kredytobiorców w Rumunii był wzrost ryzyka prawnego i regulacyjnego, a także osłabienie profilu kredytowego dotychczasowych klientów wskutek aprecjacji CHF. O przewalutowanie będą mogli ubiegać się kredytobiorcy, których opóźnienie w spłacie nie przekracza 90 dni. W ten sposób program może objąć 10 500 klientów. Wnioski będzie można składać w okresie od grudnia 2015 roku do końca lutego 2016 roku. Zgodnie z warunkami, klientom zostanie zaoferowane częściowe umorzenie długu, a pozostała część zostanie zamieniona na RON lub EUR według kursów Narodowego Banku Rumunii w momencie podpisywania zmodyfikowanej umowy. Podstawową zasadą dyskonta zadłużenia ma być dopasowanie do każdego klienta, aby wysokość miesięcznej raty nie przewyższała jej poziomu z grudnia 2014 roku. Ponadto, oprocentowanie przewalutowanych kontraktów w RON lub EUR będzie zgodne z aktualnie obowiązującymi rynkowymi stawkami kredytów hipotecznych w Rumunii. Przy założeniu, iż wszyscy uprawnieni klienci skorzystają z programu oczekiwany jednorazowy negatywny wpływ został oszacowany na 30 mld HUF przed podatkiem i zaksięgowany w 3Q'15. Jednocześnie Bencsik powiedział, że bank może w 4Q'15 odnotować dalsze znaczące odpisy, związane z ekspozycjami zarządzanymi przez ukraiński podmiot faktoringowy. Z kolei wyhamowanie kredytów z utratą wartości w Rosji może pomóc powrócić do rentowności na tym rynku w najbliższej przyszłości.

Ubezpieczyciele

PZU		Kupuj						
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		38,22 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		45,82 PLN		2015-11-04		
(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)
majątkowa	8 739,8	9 110,7	4,2%	9 944,8	9,2%	10 224,0	2,8%	MC (cena bieżąca)
życiowa	7 745,1	7 807,7	0,8%	7 807,7	0,0%	7 948,1	1,8%	Free float
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
P/E	10,0	11,1		12,2		11,5		Zmiana ceny: 6m
P/BV	2,5	2,5		2,8		2,7		Zmiana ceny: 12m
DPS	5,0	3,4		3,0		4,3		Min (52 tyg.)
Dyield (%)	13,0	8,9		7,8		11,3		Max (52 tyg.)

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla PZU z ceną docelową na poziomie 45,82 PLN/akcję (cena została skorygowana po niedawnym splicie akcji w stosunku 1:10). Ostatni 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 ponadprzeciętne ROE, dywidendę oraz niską wrażliwość na podatek, PZU przedstawia się nadal jako bardzo atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego.

Wynik lekko poniżej oczekiwań na działalności lokacyjnej

PZU zaraportowało zysk netto za 3Q 2015 w wysokości 510,9 mln PLN, +34,4% Q/Q, ale -39,4% R/R, lekko poniżej średnich oczekiwań rynkowych (510,9 mln PLN) oraz naszej prognozy (568,9 mln PLN). Gorszy od oczekiwań wynik to efekt niższego niż oczekiwało wyniku lokacyjnego. Jednocześnie, zarówno składka przypisana brutto, koszty operacyjne, jak i odszkodowania PZU zaraportowało zgodnie z oczekiwaniami. Wyniki w 3Q'15 wsparte były przez sprzedaż PZU Lithuania, z której ubezpieczyciel zanotował jednorazowy zysk w wysokości 167 mln PLN (134,5 mln PLN netto). Ponadto ubezpieczyciel podał, iż pod reżimem Solvency II fundusze własne wzrosły z 10,1 mld PLN (3,5 mld PLN – margines wypłacalności) do 19,7 mld PLN (6,5 mld PLN margines wypłacalności), zaś skonsolidowany współczynnik wypłacalności wzrósł z 291% do 303%. Uważamy, iż konsensus na rok obecny (według Bloomberg) jest nadal osiągalny.

jest nadal osiągalny.

Składka przypisana brutto wyniosła 4 335 mln PLN w 3Q'15, -2,5% R/R, ale +9,2% R/R, zgodnie z oczekiwaniami rynku. Składka przypisana brutto w segmencie majątkowym (nowa segmentacja) wyniosła 2 480 mln PLN w 3Q'15 (+22% R/R oraz płasko Q/Q), zaś w segmencie na życie 1 946 mln PLN (-3,6% R/R, ale +0,5% R/R). Odszkodowania netto wzrosły w 3Q'15 do poziomu 3 073,3 mln PLN, +3,8% Q/Q oraz +2,7% R/R, zgodnie ze średnimi oczekiwaniami. Koszty operacyjne w kwartale spadły o 1,2% Q/Q (+10,0% R/R), również zgodnie z oczekiwaniami. Wynik na działalności lokacyjnej wyniósł w 3Q'15 329,8 mln PLN, +209% Q/Q, ale -59,1% R/R, poniżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 350,7 mln PLN.

PZU nie prowadzi negocjacji

Prezes PZU na konferencji wynikowej potwierdził, iż ubezpieczyciel nie prowadzi żadnych negocjacji w sprawie przejęcia kolejnego banku. Jednocześnie PZU ujawniło, iż chciałoby w przyszłości utrzymywać 175%-200% wymogów kapitałowych, co powinno przełożyć się na 7-8 mln PLN kapitałów nadwyżkowych, które w przyszłości znacząco mogłyby wspomóc ewentualne przejęcia.

KNF podtrzymuje zalecenia odnośnie dywidendy dla ubezpieczycieli

KNF podtrzymało zalecenia, które ubezpieczyciele muszą spełnić, aby wypłacić 75% zysku netto w formie dywidendy. Do zaleceń KNF zaliczyło między innymi ocenę BION na poziomie 1-2; wskaźnik pokrycia wymagań kapitałowych pod Solvency I w wysokości co najmniej 160% w przypadku zakładów działu I lub 200% w przypadku zakładów działu II; wskaźnik pokrycia wymagań kapitałowych pod Solvency II w wysokości co najmniej 150%; wskaźnik pokrycia wymagań kapitałowych (pod SI) na poziomie 110% w stres-testach przeprowadzonych na koniec 2015 r. Jednocześnie KNF pozwala na wypłacenie 100% zysku netto w formie dywidendy pod warunkiem utrzymania ww. warunków również po wypłacie dywidendy. Stanowisko KNF w sprawie polityki dywidendowej banków będzie omawiane 15 grudnia.

Usługi finansowe

Kruk Trzymaj								
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 184,85 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) 3 134,9
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%	
ROE	26,7%	30,3%		26,2%		24,2%		Zmiana ceny: 1m 0,3%
P/E	32,1	20,7		18,0		15,3		Zmiana ceny: 6m 14,8%
P/BV	7,5	5,4		4,2		3,3		Zmiana ceny: 12m 58,0%
DPS	0,0	0,0		1,5		0,0		Min (52 tyg.) 109,0
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,8		0,0		Max (52 tyg.) 191,3

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 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.

Prime Car Management				Kupuj							
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		33,51 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)	399,1		
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	-18,2%		
P/E	9,1	6,4		9,4		8,6		Zmiana ceny: 6m	-26,7%		
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-38,4%		
DPS	0,4	2,2		5,3		3,6		Min (52 tyg.)	33,5		
Dyield (%)	1,1	6,5		15,7		10,6		Max (52 tyg.)	54,9		

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 3-6% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na lata 2015-2017. Uważamy, iż dalsza obniżka konsensusu jest nieunikniona ze względu na gorsze od oczekiwań wyniki za 9M'15 oraz negatywną prognozę zarządu na najbliższe kwartały. Niemniej jednak, na wskaźniku P/E Grupa Masterlease nadal notowana jest 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 11-13%), konserwatywny bilans (D/E na poziomie 1,7x) oraz bardzo silną pozycję na rynku lokalnym (#2).

Lekki spadek wyników w 3Q'15

Masterlease (PCM) w 3Q'15 osiągnął zysk netto na poziomie 9,1 mln PLN, co oznacza spadek 5,9% Q/Q oraz -17,0% R/R, poniżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 9,6 mln PLN oraz naszej prognozy na poziomie 9,9 mln PLN. W 3Q'15 flota pojazdów wzrosła o 2 707 samochodów R/R do poziomu 25 567 (+11,8% R/R), zaś flota CFM o 1 760 pojazdów do poziomu 17 869 (+10,9% R/R). W wynikach widoczna jest presja na marżę zarówno w leasingu finansowym, jak i operacyjnym. Pomimo wzrostu środków transportu w najmie w 3Q'15 o +4,8% Q/Q i należności z tytułu leasingu finansowego o 8,1% Q/Q, przychody związane z leasingiem operacyjnym pozostały bez zmian

(+0,3% Q/Q), natomiast przychody odsetkowe wzrosły jedynie o 6,7% Q/Q (poniżej wzrostu aktywów). Jednocześnie, Masterlease pokazał lekki spadek wyniku na remarketingu z poziomu 4,8 mln PLN w 2Q'15 do 4,5 mln PLN w 3Q'15 oraz na marży ubezpieczeniowej (-0,2 mln PLN Q/Q) przy jednoczesnym wzroście marży serwisowej (z 4,5 mln PLN do 5,0 mln PLN). Uważamy, iż z wynikiem na poziomie 30,2 mln PLN w 9M'15 konsensus na 2015 rok na poziomie 45 mln PLN może być trudny do zrealizowania.

Zarząd oczekuje kontynuacji presji na marżę

Zarząd oczekuje, iż marża finansowa osiągnie najniższy punkt w 2016 roku, pomimo rosnącej floty. Zarząd ocenia, iż najniższa marża finansowa w kwartale powinna wynieść 10 mln PLN (11,3 mln PLN w 3Q'15). Ponadto, leasingodawca oczekuje, iż marża na remarketingu oraz usługowa ma dalszy potencjał wzrostu. PCM będzie dalej zwiększało udział sprzedaży używanych samochodów poprzez kanał detaliczny (71% na koniec 3Q'15), co powinno wspierać wyniki. Zarząd jak i rada nadzorcza pracują nad nowym programem motywacyjnym, który może być oparty na wzroście EPS (według założeń z poprzedniego programu na poziomie 5-10% co roku). Akcje PCM miałyby być obejmowane przez zarząd po dyskoncie do ceny rynkowej, a nie po cenie nominalnej. Zarząd uważa, iż spółka jest w stanie nadal zrealizować zysk netto na poziomie 40 mln PLN w 2015 r. Zysk na poziomie 40 mln PLN implikowałby zysk netto na poziomie 9,8 mln PLN w 4Q'15. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż konsensus zysku netto na rok obecny jest na zbyt wysokim poziomie (44,9 mln PLN).

Skarbiec Holding
Kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 30,90 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)	210,8
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	-6,4%
P/E	7,3	5,9		6,7		5,2		Zmiana ceny: 6m	-35,6%
P/BV	2,3	2,0		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	-7,7%
DPS	1,0	2,8		3,1		4,6		Min (52 tyg.)	30,2
Dyild (%)	3,2	9,0		10,1		14,9		Max (52 tyg.)	50,3

Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Skarbiec Holding. Skarbiec Holding jest akcjonariuszem wiodącego towarzystwa funduszy inwestycyjnych – Skarbiec TFI. Na koniec 3Q'15 roku 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.

Wyniki lepsze od oczekiwań

Skarbiec Holding zaraportował zysk netto w 3Q'15 (I kwartał roku obrotowego) zysk netto na poziomie 3,3 mln PLN, -22,4% Q/Q oraz -27,8% R/R. Wyniki znalazły się 15% powyżej średnich oczekiwań rynkowych oraz naszej prognozy na poziomie 2,9 mln PLN. Na znaczący spadek wyniku w 3Q'15 miał wpływ brak opłaty zmiennej wobec 1,9 mln PLN w 2Q'15. Jednocześnie, w ujęciu rocznym Skarbiec Holding zanotował pozytywną dynamikę w opłacie stałej, która wzrosła o 5,4% R/R. Koszty dystrybucji w 3Q'15 wyniosły 9,1 mln PLN, co oznacza spadek o 12,0% Q/Q. Z drugiej strony, koszty pracownicze wyniosły 3,9 mln PLN, co oznacza wzrost o 3,0% Q/Q oraz 2,0% R/R. Na koszty w 3Q'15 negatywnie wpłynęły odpisy restrukturyzacyjne w wysokości 0,5 mln PLN.

Paliwa, chemia

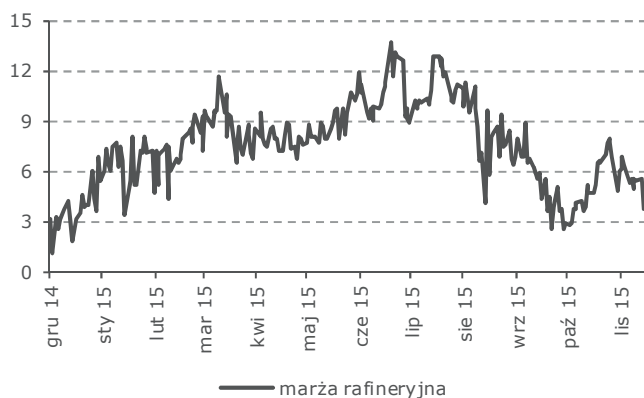
Spadek marż modelowych

Średnia marża rafineryjna w listopadzie wyniosła 6,4 USD/Bbl, co oznacza wzrost m/m (średnia w październiku sięgała 4,2 USD/Bbl). Głównym źródłem poprawy rentowności przerobu był dalszy spadek notowań surowca (Brent tańszy średnio o 4 USD/Bbl) przekładający się na koszty zużyć własnych. Do połowy miesiąca obserwowaliśmy też poprawę marż benzynowych, ale osłabienie dynamik popytu (pierwszy raz od roku dynamika liczona za ostatni miesiąc jest ujemna r/r) i wzrost zapasów paliwa w USA zneutralizowały ten trend w końcówce okresu. Nie bez znaczenia jest również rosnąca podaż paliw z rafinerii chińskich, które w ostatnim czasie mocno zwiększają eksport. Mocnym wsparciem dla rafinerii w listopadzie był dyferencjał Ural/Brent, który w szczytowym momencie sięgnął 4 USD/Bbl. Było to jednak naszym zdaniem spowodowane jednorazowymi dostawami spotowymi ropy arabskiej na Morze Bałtyckie (m.in. dla Orlenu który negocjuje w tej chwili kontrakty długoterminowe z Rosneftem), które zaburzyły równowagę na lokalnym rynku ropy ciężkiej. Powoli jednak sytuacja normuje się, czego dowodem jest spadek dyskonta do 2 USD/Bbl. Po 3 miesiącach spadków marż petrochemicznych listopad przyniósł odbicie w tej kategorii, ale nadal nie są to poziomy atrakcyjne w kontekście średniej realizowanej w całym 2015 roku, szczególnie jeśli chodzi o olefiny.

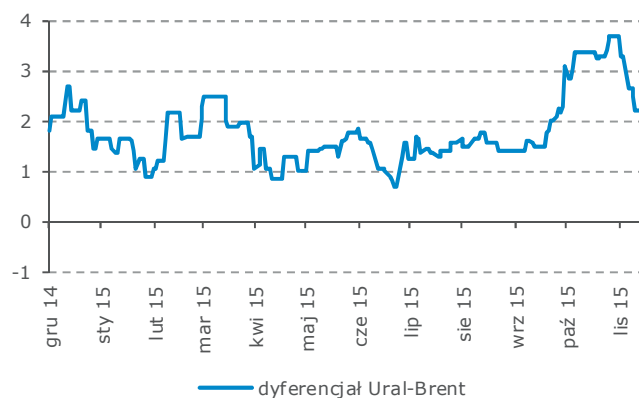
Zapasy ropy w USA dalej w górę

Zapasy ropy w USA w listopadzie wzrosły m/m o 6,6 mln baryłek (+1,4%) i obecnie znajdują się 29% powyżej poziomów ubiegłorocznych (+27% na koniec października). Import surowca wzrósł o 2,7% m/m i nie zostało to w pełni skompensowane przez wyższy poziom utylizacji mocy wytwórczych w rafineriach (91,6% vs 87,2%). Jeśli chodzi o zapasy produktów to w przypadku benzyny zanotowaliśmy wzrost o 1,5 mln baryłek (+0,7%), co w tym okresie można uznać za standardowy trend sezonowy, ale w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego są one wyższe o 4% (na koniec października ta dynamika wynosiła +7,6%). Rezerwy średnich destylatów również wzrosły (3,6 mln baryłek, czyli 2,6%) i nadal znajdują się znacznie powyżej poziomów z ubiegłego roku (+24%). Popyt na benzynę mimo zakończenia sezonu transportowego utrzymał się na zbliżonym poziomie m/m, ale dynamika roczna weszła w ujemne terytorium pierwszy raz od ponad roku (-0,6%). Jeśli chodzi o wydobycie ropy w USA to średnio było ono porównywalne do października, tak więc nadal nie widać jeszcze kolejnej fali efektu spadku inwestycji w sektorze łupkowym.

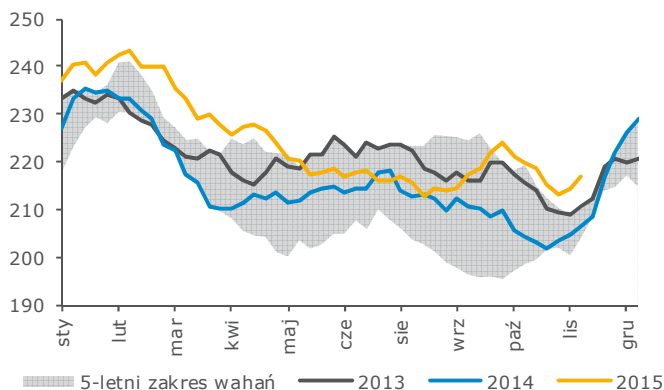
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



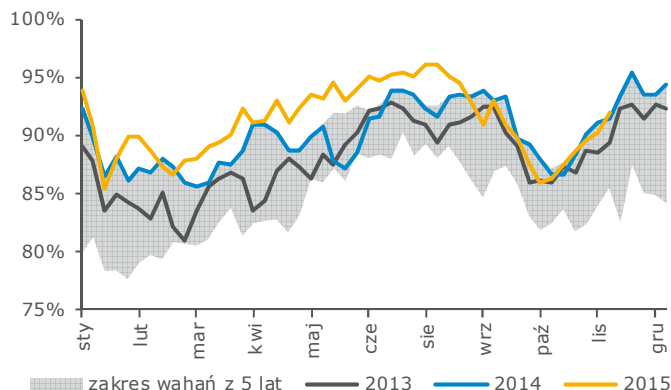
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



Zapasy benzyny w USA



Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Ciech
Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		86,87 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-11-24	
		Cena docelowa:		81,30 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	3 501,0	3 243,9	-7,3%	3 248,6	0,1%	3 437,1	5,8%	Liczba akcji (mln)		52,7	
EBITDA	356,3	524,8	47,3%	735,4	40,1%	805,3	9,5%	MC (cena bieżąca)		4 578,0	
marża EBITDA	10,2%	16,2%		22,6%		23,4%		EV (cena bieżąca)		5 827,5	
EBIT	139,7	320,3	129,2%	519,5	62,2%	561,7	8,1%	Free float		48,8%	
Zysk netto	49,4	167,1	238,0%	291,4	74,4%	417,9	43,4%				
P/E	92,6	27,4		15,7		11,0		Zmiana ceny: 1m		15,2%	
P/CE	17,2	12,3		9,0		6,9		Zmiana ceny: 6m		47,2%	
P/BV	5,0	4,6		3,6		2,7		Zmiana ceny: 12m		87,3%	
EV/EBITDA	16,2	10,9		7,9		7,0		Min (52 tyg.)		40,9	
Dyield (%)	0,0	1,3		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		87,2	

Ciech zaskoczył nas w tym roku bardzo pozytywnie przede wszystkim w obszarze kosztów. Było to efektem nie tylko restrukturyzacji przeprowadzonej w roku ubiegłym, ale przede wszystkim oszczędności na zakupach surowców (pula około 450 mln PLN kosztów). Niższe ceny zakupu węgla (promocja KW), koksu czy gazu pozwoliły na utrzymanie kosztów produkcji w sódzie na niezmiennym poziomie r/r, mimo zwiększenia wolumenów. Te atrakcyjne warunki powinny być utrzymane w przyszłym roku. Dodatkowo wbrew naszym wcześniejszym założeniom negatywny wpływ nowo uruchamianych mocy na ceny sody pojawi się prawdopodobnie dopiero w roku 2017. Spółce udało się też wynegocjować korzystniejsze warunki przy refinansowaniu długu, a przepływy pieniężne wspiera tarcza podatkowa z SSE. W tym kontekście podwyższyliśmy w ostatnim raporcie analitycznym nasze prognozy finansowe i wycenę Spółki do 81,30 PLN/akcję, a co za tym idzie wycofaliśmy się z naszej nietrafionej negatywnej rekomendacji, podnosząc zalecenie do trzymaj. Naszym zdaniem w drugiej połowie przyszłego roku sentyment wokół Ciechu może jednak zacząć się pogarszać z uwagi na znacznie mniej korzystną perspektywę wyników w latach 2017-18.

Oczyszczona EBITDA w 3Q nieco powyżej oczekiwań

W 3Q'15 oczyszczona EBITDA wyniosła 200 mln PLN i była 8% wyższa od rynkowego konsensusu. Raportowany zysk został obniżony głównie przez 6 mln PLN kosztów związanych z pozyskiwaniem finansowania. Segment sodowy wypracował 182 mln PLN oczyszczonego strumienia EBITDA vs. zakładane przez nas 160 mln PLN, aczkolwiek to odchylenie to częściowo efekt zmiany alokowania kosztów ogólnego zarządu z tego obszaru (spadek q/q o 7,5 mln PLN) do segmentu pozostałe/nieprzypisane (wzrost o 18 mln PLN q/q, z czego 6 mln PLN to wspomniane koszty doradztwa).

W obszarze organicznym EBITDA skorygowana wyniosła 15,7 mln PLN vs. zakładane 11,7 mln PLN. Nieco gorszy wynik wypracował natomiast segment krzemianowy (-0,8 mln PLN). Na działalność finansową saldo wyniosło -27 mln PLN i było zbliżone do oczekiwań (-25 mln PLN). Zysk netto został wzmocniony aktywem podatkowym i w efekcie odchylenie na tym poziomie przekroczyło 40%. Przepływy z operacji wyniosły 168 mln PLN, ale z uwagi na nadal wysoki capex (113 mln PLN) dług netto spadł tylko nieznacznie q/q do 1,17 mld PLN.

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 zakłada w 4Q'15 koszty premii w kwocie 75 mln PLN.

Podwyższenie ratingu

Agencja ratingowa Standard & Poor's Ratings Services poinformowała o opublikowaniu raportu, w którym z uwagi na poprawę wyników Spółki oraz obniżenie względnego poziomu zadłużenia, podnosi rating korporacyjny Spółki oraz obligacji wyemitowanych przez Ciech Group Financing AB (publ) z "B+" na "BB-", z perspektywą stabilną.

Lotos		Kupuj						
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		28,77 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		35,50 PLN		2015-11-19		
(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%	25 061,8	19,1%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	809,1	-584,1		1 587,3		2 293,8	44,5%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	2,8%	-2,0%		7,5%		9,2%		EV (cena bieżąca)
EBIT	166,6	-1 393,0		851,2		1 299,9	52,7%	Free float
Zysk netto	39,4	-1 466,3		242,9		685,8	182,3%	
P/E	94,8			21,9		7,8		Zmiana ceny: 1m
P/CE	5,5			5,4		3,2		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,4	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	11,7			6,9		4,8		Min (52 tyg.)
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Komunikat Lotosu o przejęciu aktywów wydobywczych w Norwegii z punktu widzenia notowań Spółki przeszedł na rynek bez echa. Transakcja umożliwia tymczasem szybsze odzyskanie gotówki zamrożonej w aktywach podatkowym, które na koniec września było szacowane na 1,2 mld PLN. Jeśli dodatkowo uwzględnimy fakt, że kolejny 1 mld PLN jest do odzyskania z zapasów Spółki (transakcja arbitrażowa na contango i zapasy obowiązkowe możliwe do zbycia w perspektywie 2017 roku) to aktualne zadłużenie netto prezentuje się w zupełnie innym świetle (5,3 mld PLN na koniec września, czyli 2,6x skorygowana EBITDA LIFO). Zwracamy uwagę, że choć obserwowane umocnienie dolara negatywnie wpływa na wycenę kredytów, to korelacja wyceny Spółki z kursem amerykańskiej waluty jest pozytywna z uwagi na dolarową marżę brutto, zarówno w segmencie wydobywczym jak i rafinerijnym (średnio 600 mln USD rocznie). Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

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 użycie 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.

Strategia 2016-20 jeszcze w tym roku

Prezes Paweł Olechnowicz zapowiedział, że Zarząd chce do końca roku przedstawić strategię na lata 2016-20. Skupi się w niej na utrzymaniu poziomu wydobycia węglowodorów na 24 tys. boe/d. Spółka nie planuje kolejnych inwestycji w zwiększanie głębokości przerobu ropy w rafinerii, ale wciąż zastanawia się na możliwą formułą ewentualnej realizacji projektu petrochemicznego. Zapowiedź kolejnych inwestycji w sytuacji dopiero co rozpoczętego dużego projektu nie byłaby dobrze odebrana przez rynek.

Jest chętny na Yme?

Norweska prasa poinformowała nieoficjalnie, że założona zaledwie w tym roku norweska spółka wydobywca Okea (już zrealizowała jedną akwizycję) prowadzi rozmowy z hiszpańskim Repsolem, w sprawie przejęcia części udziałów w złożu Yme na Morzu Północnym. 20% udziałów w tym nieprodukującym złożu posiada Grupa Lotos. Ewentualna sprzedaż tych aktywów pozwoliłaby na wyeliminowanie ryzyka przekroczenia budżetu związanego z użyciem tego złoża, a może nawet na rozwiązanie części rezerwy na ten cel.

MOL		Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		186,40 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)		19 482,4	
marża EBITDA	9,6%	8,4%		16,5%		14,8%		EV (cena bieżąca)		32 906,7	
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	64,5	292,3		20,7		8,1		Zmiana ceny: 1m		7,9%	
P/CE	2,5	3,8		2,7		2,7		Zmiana ceny: 6m		-4,6%	
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m		14,0%	
EV/EBITDA	4,4	5,9		3,7		3,5		Min (52 tyg.)		142,0	
Dyld (%)	2,8	3,5		3,5		4,2		Max (52 tyg.)		205,7	

Akcje MOL-a od początku roku podrożały ponad 20%, ale na tle konkurentów z branży i sprzyjających warunków makro wygląda to 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 25% dyskonto do grupy porównawczej, a jeśli przyłożylibyśmy 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). Widzimy także szanse na pozytywne zaskoczenie w kwestii dywidendy (nasze prognozy w tym zakresie na lata 2016-17 są wyższe od konsensusu średnio o 10%). W tym kontekście utrzymujemy rekomendację kupuj.

MOL kupuje sieć stacji w Słowenii

MOL podpisał umowę zakupu od ENI sieci 17 stacji Agip zlokalizowanych w Słowenii. Umowa obejmuje również segment hurtowy handlu paliwami na tym rynku. Na słoweńskim rynku MOL posiada obecnie 40 stacji własnych. Skala transakcji jest niewielka, ale akwizycja wpisuje się w strategię wzmocnienia integracji pionowej w segmencie paliwowym.

Wyniki 3Q lepsze od konsensusu

Oczyszczona EBITDA LIFO sięgnęła w tym kwartale 198,7 mld HUF co plasuje się blisko naszych oczekiwań (197 mld HUF) i 5% powyżej prognoz konsensusu (189,7 mld HUF). W segmencie wydobywczym strumień EBITDA sięgnął 43,3 mld HUF i był gorszy od naszych szacunków na poziomie 47 mld HUF. Wpłynął na to przede wszystkim mocniejszy niż zakładaliśmy spadek produkcji (tylko 100,5 mboe/d vs. zakładane 103 mboe/d) związany z przestojami remontowymi na złożach brytyjskich (realizowane ceny węglowodorów były zbliżone do oczekiwań). Zarząd poinformował jednocześnie, że w październiku produkcja sięga już 106 mboe/d. Spółka wbrew założeniom nie zaksięgowała w tym obszarze sygnalizowanych odpisów na Akri-Bijeel (stąd odchylenie na raportowanym poziomie EBIT), ale Zarząd sygnalizuje że przesunęło się to na 4Q (przypominamy że to około -120 mld HUF). Segment downstream wypracował w tym okresie 147 mld HUF oczyszczonego zysku EBITDA LIFO, co pokrywa się z naszą prognozą, która była wyższa od konsensusu o 9 mld HUF. W rozbiciu na poszczególne linie biznesowe lepiej wypadła petrochemia (52,7 mld HUF vs. prognoza 46 mld HUF) przy mniejszej kontrybucji w rafinerii. Efekt LIFO i operacyjne różnice kursowe sięgnęły -37 mld HUF, podczas gdy my zakładaliśmy z tego tytułu tylko -15 mld HUF straty. Segment gazowy zaraportował 12,3 mld HUF EBITDA czyli nieco mniej niż zakładaliśmy (13 mld HUF). Korzystniejszy rezultat została z kolei wypracowany w segmencie pozostałe i wyłączeniach konsolidacyjnych (-4 mld HUF vs. prognoza -10 mld HUF). Ujemne saldo na działalności finansowej było nieco korzystniejsze niż zakładaliśmy (-12,2 mld HUF vs. -13 mld HUF), ale zostało to zneutralizowane przez niższą kontrybucję ze spółek konsolidowanych metodą praw własności (2,4 mld HUF vs. 3 mld HUF). Wynik netto został wzmocniony przez ujemny podatek związany z bazą podatkową w spółce matce, głównie jeśli chodzi o podatek Robin Hooda. Przepływy operacyjne sięgnęły aż 257 mld HUF (w tym zmiany w kapitale obrotowym to +82 mld HUF), co przy nakładach inwestycyjnych rzędu 144 mld HUF (w tym akwizycje 59 mld HUF) wpłynęło na obniżenie długu netto do 519 mld HUF (0,8x LTM EBITDA LIFO).

PGNiG		Trzymaj						
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		5,24 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		5,49 PLN		2015-12-03		
(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)
EBITDA	5 612,0	6 345,0	13,1%	6 649,1	4,8%	5 974,6	-10,1%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	17,5%	18,5%		18,4%		18,2%		EV (cena bieżąca)
EBIT	3 149,0	3 843,0	22,0%	3 965,9	3,2%	3 228,9	-18,6%	Free float
Zysk netto	1 918,0	2 823,0	47,2%	2 927,4	3,7%	2 493,5	-14,8%	
P/E	16,1	11,0		10,6		12,4		Zmiana ceny: 1m
P/CE	7,1	5,8		5,5		5,9		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	6,4	5,3		4,9		5,4		Min (52 tyg.)
Dyld (%)	2,5	2,9		3,8		4,6		Max (52 tyg.)

Raport za 3Q'15 potwierdził ryzyka, które wskazywaliśmy w naszych dotychczasowych komentarzach związane z niepewnością wysokich marż w segmencie obrotu. W kolejnych kwartałach ceny sprzedaży gazu powinny spadać znacznie mocniej niż koszty (zaległe obniżki taryf, zwiększone rabaty i promocje dla klientów biznesowych, koszty regazyfikacji LNG, ewentualne zniesienie taryf dla przemysłu), co może oznaczać okresowo nawet ujemną marżę. Dodatkowo zmierzwiłowało się sygnalizowane przez nas ryzyko zwiększenia presji pracowników w zakresie kosztów wynagrodzeń (strajk w sprawie zaległych premii). Kurs PGNiG spadł już jednak od szczytu o prawie jedną czwartą i dlatego zamykamy naszą negatywną rekomendację. Przypominamy, że w naszym modelu zakładamy wzrosty cen ropy od przyszłego roku.

Oczyszczona EBITDA poniżej oczekiwań, podobnie jak podwyżka prognozy

Raportowany strumień EBITDA w 3Q okazał się 7% lepszy od naszych oczekiwań, ale jednocześnie 7% gorszy od rynkowego konsensusu. Gdyby nie wysoki dodatni efekt różnicy bilansowej w dystrybucji wynik byłby gorszy także od naszych prognoz, które były najniższe na rynku. W segmencie wydobywczym EBITDA wyniosła 767 mln PLN i była zbliżona do naszych szacunków na poziomie 755 mln PLN. Nieco lepszy rezultat został wypracowany mimo 25 mln PLN kosztów spisanych odwiertów, których nie zakładaliśmy. Według naszych wstępnych szacunków mógł mieć na to wpływ dodatni efekt wyceny hedgingu na pożyczce do spółki norweskiej. W segmencie obrotu EBITDA wyniosła -66 mln PLN i była wyraźnie gorsza od naszych prognoz (103 mln PLN). Tylko częściowo tłumaczy to odpis zapasów na -19 mln PLN. Naszym zdaniem negatywne odchylenie wskazuje na większy niż zakładaliśmy negatywny wpływ polityki rabatowej i związany z tym spadek średniej ceny sprzedaży gazu. Spółka sygnalizuje też, że rośnie negatywny wpływ rozliczeń z Qatargasem, ale nie podaje szczegółów. Negatywnie na wyniki kwartału wpłynęły również straty na hedgingu (netto około -50 mln PLN). Warto w tym kontekście zwrócić uwagę na nierozliczone jeszcze pozycje zabezpieczające w kapitałach na -343 mln PLN. Lepiej od naszych szacunków wypadł obszar dystrybucji (EBITDA 596 mln PLN vs. 336 mln PLN), ale głównie z uwagi na niespodziewany wysoki efekt niezbilansowania systemu (aż +175 mln PLN vs. 58 mln PLN rok wcześniej i -20 mln PLN w naszej prognozie). Zwracamy uwagę, że saldo niezbilansowania po 3 kwartałach wynosi +194 mln PLN i modelowo powinno być wyzerowane w ostatnim kwartale (Spółka wskazuje na taki scenariusz w swojej prezentacji). Pozytywnie należy ocenić spadek kosztów pracowniczych w tym segmencie, ale utrzymanie tej dyscypliny może budzić wątpliwości w kontekście wcześniejszych informacji o strajku pracowników (przypominamy, że Spółka w tym roku nie robi rezerw na roczne nagrody i nie wprowadziła żadnych

podwyżek z uwagi na spór zbiorowy). Słabiej wypadł obszar wytwarzania (EBITDA 5 mln PLN vs. 31 mln PLN). Na działalności finansowej saldo wyniosło -96 mln PLN vs. zakładane -25 mln PLN (prawdopodobnie wycena hedgingu i straty na różnicach kursowych). Dodatkowo dokonano odpisu wartości w Europolgazie na -51 mln PLN. Przy wysokiej stopie podatkowej (39% z uwagi na zawyżone wyniki w dystrybucji i wysokie wydobycie w Norwegii) odchylenie na zysku netto sięgnęło 24% w stosunku do naszej prognozy. Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły tylko 0,29 mld PLN (głównie efekt odpływu gotówki na zapasy), co przy nakładach inwestycyjnych rzędu 0,7 mld PLN i wypłaconej dywidendzie 1,2 mld PLN wpłynęło na wzrost długu netto o 1,8 mld PLN. Zarząd podniósł prognozę EBITDA na ten rok z 5,8 mld PLN na 6,3 mld PLN (nasza prognoza to 6,6 mld PLN, a konsensus rynkowy przekracza 7 mld PLN).

Pracownicy zdecydowali o akcji protestacyjnej

95,88% pracowników PGNiG biorących udział w akcji referendalnej opowiedziało się za akcją protestacyjną ze strajkiem włącznie. Frekwencja w referendum wyniosła 82% ogółu pracowników. Na to ryzyko zwracaliśmy uwagę w naszym ostatnim raporcie analitycznym. Przypominamy, że odcąd trwa spór zbiorowy ze stroną społeczną nie zostały wypłacone premie za rok 2014, nie są naliczane premie za 2015 i nie wprowadzono w tym roku żadnych podwyżek wynagrodzeń, co generalnie zaniża koszty operacyjne Spółki. Przy spełnieniu postulatów pracowników wyniki PGNiG w 4Q'15 mogłyby według naszych szacunków zostać obciążone kwotą nawet 400-500 mln PLN (zaległa premia, rezerwa na premię tegoroczną i zaległa podwyżka), a w wersji proponowanej przez Zarząd (bez podwyżki) około 300 mln PLN. Ignorowanie tych pozycji może prowadzić do błędnych wniosków dotyczących oszczędności.

Dokumentacja nowych złóż węglowodorów w latach 2016-17

Według informacji Rzeczypospolitej PGNiG w przyszłym roku udokumentuje zasoby złóż na Podkarpaciu, Pomorzu i w Wielkopolsce, których łączne zasoby są szacowane na 64 mln baryłek ekwiwalentu ropy naftowej. Odkrycie nowych złóż to efekt zastosowania technologii związanych z poszukiwaniem złóż w skałach łupkowych. Na 2017 rok plany PGNiG zakładają udokumentowanie zasobów węglowodorów na poziomie 24 mln boe, ale rok później wynik tego typu prac ma być znacznie wyższy dzięki złożu Przemyśl. Jak czytamy w dzienniku, dzięki nowym odwiertom poziomym i szczelinowaniom zasoby tego złoża mogą wzrosnąć o 64 mln boe, a jego potencjał zasobowy jest szacowany na 100-150 mln boe. Roczne wydobycie w kraju wynosi około 32 mln boe, tak więc tej skali rezerwy nie wpłyną na poziom produkcji i stanowią raczej odnowienie zasobów.

Uruchomienie kopalni w Pakistanie

PGNiG do końca roku uruchomi komercyjne wydobywanie w nowej kopalni gazu w Pakistanie, której budowa kosztowała 13 mln USD. Dotychczas roczne wydobywanie PGNiG w Pakistanie wynosiło 50 mln m³ rocznie, co implikowało około 40-50 mln PLN przychodów. Nowa infrastruktura powinna pozwolić na czterokrotny wzrost produkcji. W skali Grupy wpływ na EBITDA może sięgnąć 70-100 mln PLN.

PKN Orlen		Redukuj						
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		66,55 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		59,80 PLN		2015-10-09		
(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)
EBITDA	2 418,0	-2 720,0		7 274,5		7 204,2	-1,0%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	2,1%	-2,5%		8,7%		7,5%		EV (cena bieżąca)
EBIT	307,0	-4 711,0		5 388,5		5 097,8	-5,4%	Free float
Zysk netto	176,0	-5 811,0		3 589,3		3 576,4	-0,4%	
P/E	161,7			7,9		8,0		Zmiana ceny: 1m
P/CE	12,4			5,2		5,0		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,1	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	15,4			5,2		5,2		Min (52 tyg.)
Dywid (%)	2,3	2,2		2,5		3,5		Max (52 tyg.)

Po okresowym odbiciu marż rentowność przerobu wróciła do 5 USD/Bbl, a dyferencjał Ural/Brent zawęził się do 2 USD/Bbl. Ostatnie odbicie na kursie Orlenu wynikało naszym zdaniem z wiary, że pozytywne tendencje na tych parametrach się utrzymają. Naszym zdaniem będzie to trudne, tym bardziej w oczekiwanej przez nas scenariuszu wzrostu cen ropy i coraz wyraźniejszej presji podaźowej ze strony rafinerii chińskich. Zwracamy uwagę, że wygasa również momentum popytowe z tytułu elastyczności cenowej, co przy braku poprawy globalnej koniunktury gospodarczej w przyszłym roku może negatywnie wpływać na bilans na rynkach paliwowych. Spółka odczuje też znacznie niższe marże petrochemiczne, szczególnie w obszarze olefin, które dominują w strukturze sprzedaży koncernu. Dodatkowo zwracamy uwagę na niewycenione obecnie ryzyko polityczne, jakie wiąże się ze zmianą Rządu w Polsce (zmiana strategii, nowe inwestycje, zagrożenie dla dywidendy). Utrzymujemy negatywną rekomendację.

Sprzedaż spółek transportowych

PKN Orlen zdecydował o sprzedaży swoich aktywów transportowych. Orlen Transport (transport samochodowy) za 85 mln PLN zostanie sprzedany spółce Transpolonia, natomiast aktywa kolejowe (Koltrans oraz część Eurotrans Trzebinia) za 250 mln PLN trafią do PKP Cargo. Jednocześnie pomiędzy stronami zostaną zawarte długoterminowe umowy na obsługę logistyczną. Sprzedaż spółek usługowych oceniamy pozytywnie, aczkolwiek wpływ na wycenę ze względu na skalę transakcji nie będzie duży (będzie to zależało od uzgodnionych cen usług z nowymi partnerami). Dezinwestycji sprzeciwiają się związki zawodowe, gdyż w ich ocenie sprzedaż obu spółek transportowych może mieć szkodliwe skutki społeczne, a także zagrażać bezpieczeństwu zakładu produkcyjnego plockiego koncernu.

Finalizacja akwizycji Kicking Horse Energy

Akcjonariusze oraz posiadacze opcji na akcje Kicking Horse Energy zatwierdzili na specjalnym walnym zgromadzeniu nabycie przez Orlen Upstream Canada wszystkich wyemitowanych akcji zwykłych Kicking Horse. Transakcja została także zatwierdzona przez kanadyjski Sąd Queen's Bench w prowincji Alberta. Przypominamy, że Orlen płaci za aktywa 842 mln PLN (EV 1,02 mld PLN), co implikuje 9 USD/2P boe (30 mln boe zasobów).

Polwax		Kupuj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		15,76 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)	160,8		
marża EBITDA	11,4%	11,9%		12,7%		13,0%		EV (cena bieżąca)	201,7		
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	7,9	7,0		6,8		6,7		Zmiana ceny: 1m	2,5%		
P/CE	7,0	6,2		6,1		6,0		Zmiana ceny: 6m	-11,2%		
P/BV	3,0	2,4		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	-5,9%		
EV/EBITDA	8,1	6,4		6,2		5,7		Min (52 tyg.)	15,0		
Dyld (%)	2,5	6,3		7,7		7,3		Max (52 tyg.)	19,6		

Kurs Polwaxu w listopadzie ustabilizował się po październikowych spadkach, a głównym katalizatorem okazały się wyniki 3Q. Raport kwartalny zaskoczył pozytywnie i na pewno zmniejszył obawy o całoroczny wynik po słabszym pierwszym półroczu. Wszystko wskazuje na to, że presja związana z taniejącymi substytutami już zelżała i najgorsze Spółka ma już za sobą. Nieznaczny spadek wolumenów w kategorii wyrobów dla przemysłu to raczej efekt bazy, a nie kwestia odwrócenia pozytywnych tendencji. Kolejnym katalizatorem dla notowań może być dyskusja na temat projektu Future. Obecnie Zarząd analizuje projekt bazowy, a ostateczną decyzję o realizacji tej inwestycji akcjonariusze będą musieli podjąć w 1Q'16. Utrzymujemy pozytywną rekomendację.

Wywiad z Prezesem

Prezes Dominik Tomczyk w wywiadzie dla Parkietu powiedział, że ceny produktów Spółki nie spadły tak jak ceny ropy naftowej, gdyż istotną częścią ceny jest opłata za rafinację, która była stabilna. W pierwszym półroczu problemem była dostępność surowca, ale Polwax wcześniej zabezpieczył sobie odpowiednią ilość gaczy w magazynach. Prezes zauważa, że presja na ceny przyszła nie z rynku ropy, a z rynku zamienników, takich jak olej palmowy czy tłuszcze zwierzęce. Spółka kontynuuje strategię zwiększania sprzedaży wysoko marżowych produktów, a w ostatnich miesiącach szczególnie było to widać w kategorii antyzbrylaczy do nawozów. Jeśli chodzi o projekt Future to spółka jest w trakcie przygotowywania tej inwestycji i analiz projektu bazowego. Zarząd chciałby ruszyć z projektem w 2016 roku.

Wyniki lepsze od oczekiwań

Trzeci kwartał okazał się lepszy od naszych szacunków na poziomie EBITDA o 10%, co jest tym istotniejsze że ten okres sezonowo jest najważniejszy z punktu widzenia kształtowania zysków całorocznych. Spółka praktycznie odrobiła ubytki wyniku r/r z pierwszego półroczu i po 9 miesiącach dynamika na zysku EBITDA wynosi +2%. Przychody w 3Q okazały się nieznacznie niższe od naszych prognoz, co wynikało przede wszystkim z nieco niższych wolumenów w segmencie produktów dla przemysłu (-2% r/r), podczas gdy my oczekiwaliśmy kontynuacji wzrostowych tendencji z 1H'15 (prawdopodobnie efekt bazy odniesienia - 3Q'14 odstawał pod tym względem od pozostałych kwartałów ubiegłego roku). W segmencie zniczowo-świecowym wolumen wzrósł o 5%, co częściowo zniwelował efekt spadku cen. Dodatkowo Zarząd wskazuje na przesunięcie w ujęciu r/r harmonogramu dostaw do sieci Biedronka, co obniżyło przychody o około 3,5 mln PLN. Jeśli chodzi o marżę brutto na sprzedaży to Spółka zanotowała rekordowy poziom 21,6%, co obok wysokiej rentowności w obszarze przemysłowym jest także pochodną odbudowywania rentowności w masach zniczowych. Dodatkowo nieco niższe niż zakładaliśmy okazały się koszty ogólnego zarządu. Saldo na pozostałej działalności było nieznacznie dodatnie (+0,2 mln PLN). Jednocześnie koszty finansowe netto okazały się nieco wyższe (-0,3 mln PLN vs. -0,2 mln PLN). Ostatecznie zysk netto okazał się 11% wyższy od prognoz. Przepływy z działalności operacyjnej były sezonowo ujemne (-11,5 mln PLN vs. -13,1 mln PLN), co przy nakładach inwestycyjnych rzędu -4,1 mln PLN (koszty m.in. projektu bazowego) zaowocowało wzrostem długu netto do 39 mln PLN.

Synthos		Trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,64 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-11-10	
		Cena docelowa:		4,07 PLN					
(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%	654,9	3,0%	661,1	1,0%	MC (cena bieżąca)	4 816,6
marża EBITDA	11,3%	13,8%		13,6%		11,3%		EV (cena bieżąca)	5 785,3
EBIT	453,0	479,6	5,9%	495,6	3,3%	490,5	-1,0%	Free float	37,5%
Zysk netto	416,9	356,9	-14,4%	383,5	7,4%	371,3	-3,2%		
P/E	11,6	13,5		12,6		13,0		Zmiana ceny: 1m	-4,2%
P/CE	8,5	9,4		8,9		8,9		Zmiana ceny: 6m	-24,5%
P/BV	2,1	2,2		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	-12,1%
EV/EBITDA	8,9	8,7		8,8		9,0		Min (52 tyg.)	3,6
Dyld (%)	20,9	8,5		6,9		5,5		Max (52 tyg.)	4,9

Wyniki Grupy Synthos za 3Q'15 okazały się zbliżone do konsensusu rynkowego (EBITDA -0,5% vs. oczekiwania) oraz nieznacznie poniżej naszych prognoz (EBITDA -9,8% vs. nasze szacunki). Naszym zdaniem w rezultatach pozytywnie zaskakuje wysoki przepływ gotówki z działalności operacyjnej (+614 mln PLN za 9M'15) oraz niskie zadłużenie netto po sprzedaży akcji Echo (759,8 mln PLN na koniec 3Q'15; 1,0x EBITDA'12M). To z kolei naszym zdaniem może w krótkim okresie zwiększyć apetyt na dywidendę z zysku za 2015 rok. Naszą prognozę DPS z zysku za 2015 rok (0,20 PLN/akcję) należałoby uznać za możliwą minimalną wartość dywidendy, jaką Spółka jest w stanie wypłacić akcjonariuszom w 2016 roku.

Spadające ceny butadienu w Azji, niższe ceny kauczuków naturalnych oraz zmniejszenie przewagi cenowej kauczuków syntetycznych nad naturalnymi znacząco pogarszają perspektywy producentów na przełom 2015/2016 roku. Według naszych szacunków, mimo zwiększenia mocy produkcyjnych w Grupie Synthos w 2016 roku o 22% (otwarcie instalacji SSBR), spółce nie uda się poprawić wyników finansowych w kolejnym roku (EBITDA'16 +0,9% r/r). W przypadku Synthos na osiągnięcie marże negatywnie wpływa awaria krakera w Litwinowie oraz przestój dostaw butadienu do instalacji w Kralupach. Synthos zmuszony jest kupować frakcję C4 z rynku, co powoduje, że oprócz uzyskiwanego butadienu musi sprzedawać pozostały rafinat, co zmniejsza marżę na produkcji. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji Grupy Synthos.

Wyniki 2Q'15

W 3Q'15 skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy wyniosły 1014,5 mln PLN i były o 0,4% niższe od naszych prognoz oraz 3,1% wyższe od konsensusu. Sprzedaż segmentów kauczuków i lateksów oraz produktów styrenopochodnych była zgodna z oczekiwaniami (odpowiednio -3,3% i +0,1% vs. nasze szacunki). Wyższa okazała się sprzedaż segmentu energetyka (47,4 mln PLN vs. oczekiwane 6,3 mln PLN) oraz niższa dyspersji winylowych (-13,3% vs. nasze oczekiwania).

Wynik EBITDA Grupy wyniósł w 3Q'15 159,3 mln PLN i był o 9,8% niższy od naszych oczekiwań oraz 0,5% niższy od konsensusu. Wynik EBITDA okazał się nieznacznie wyższy w segmencie kauczuków i lateksów (+5,0% vs. nasze oczekiwania) oraz istotnie wyższy w segmencie energetyki (+18,0 mln PLN vs. nasze szacunki -9,7 mln PLN). Niższe od oczekiwań wyniki zaraportował segment produktów styrenopochodnych (-29,4% vs. nasze oczekiwania). Wpływ pozostałej działalności na wyniki 3Q'15 był śladowy.

Na poziomie działalności finansowej Synthos zaksięgował pozytywny efekt na sprzedaży akcji ECHO (+42,1 mln PLN) powyżej wartości księgowej. Jeśli oczyścimy ten wynik o zdarzenie jednorazowe, to wynik netto wyniósłby 89,3 mln PLN vs. nasze szacunki 91,1 mln PLN oraz konsensus 89,0 mln PLN.

W 3Q'15 Grupa Synthos ponownie zanotowała wysokie przepływy gotówki z działalności operacyjnej (+247,7 mln PLN vs. 194,1 mln PLN w 3Q'14). Dług netto na koniec 3Q'15 zwiększył się o 60,7 mln PLN (efekt wypłaty dywidendy w 3Q'15) i wyniósł 759,8 mln PLN (1,0x EBITDA'12m). Zarząd przy okazji wyników poinformował, że udało mu się zakontraktować całą zaplanowaną przez niego sprzedaż nowej instalacji SSBR na 2016 rok. Poinformował również, że tegoroczny CAPEX wyniesie 580 mln PLN (nasze szacunki 597,2 mln PLN).

Po 1-3Q'15 nasza całoroczna prognoza wykonana jest w 76% na poziomie sprzedaży, 75% EBITDA i praktycznie w 99% na poziomie wyniku netto (88% bez uwzględnienia one-off w 3Q'15 z tytułu sprzedaży akcji ECHO).

Energetyka

Sytuacja na rynku energii

Ceny energii na rynku niemieckim utrzymują się poniżej poziomu 29 EUR/MWh i na razie nie zyskują wsparcia ani ze strony certyfikatów CO₂, ani węgla. Na rynku polskim sytuacja wygląda znacznie lepiej, gdyż oczekiwania dotyczące zwiększenia budżetu ORM oraz perspektywa zawężenia rezerwy mocy dyspozycyjnej w roku 2016 (odejście bloków do rezerwy zimnej i planowe wyłączenia) wywindowały kontrakt roczny powyżej 167 PLN/MWh (jeszcze na początku października było to 154 PLN/MWh). Zwraca uwagę fakt, że ceny rosną wraz z rosnącym wolumenem (obróć sięgnął 15 TWh vs. 10 TWh w listopadzie 2014), podczas gdy wcześniej rynek obawiał się, że jednostki niezakontraktowane będą musiały sprzedawać pasmo po każdej cenie, aby domykać grafiki wytwarzania. Na razie średnia ważona cena w kontrakcie „base” na rok 2016 wynosi 166 PLN/MWh i jest niewiele niższa od ubiegłorocznej, która wyniosła 168 PLN/MWh. Jeśli chodzi o ceny spotowe to średnia listopadowa w podstawie wyniosła 156 PLN/MWh i 182 PLN/MWh w szczycie, co oznacza spadek m/m o około 10 PLN/MWh. Wynika to prawdopodobnie z mniejszej liczby postojów wyłączeń mocy w systemie.

Zużycie energii w październiku +2,5% r/r

W październiku zużycie energii w Polsce wzrosło o 2,5% r/r i YTD dynamika wynosi +2%. Produkcja w tym okresie wzrosła o 4% z uwagi na neutralne saldo na wymianie transgranicznej (rok temu import sięgnął 0,2 TWh). Ponownie dodatnie dynamiki produkcji zanotowały elektrownie opalane węglem kamiennym (+5,5% r/r) oraz elektrownie wiatrowe (+32%). Elektrownie na węgiel brunatny wygenerowały zbliżony wolumen energii do października 2014. Nadal warunki hydrologiczne nie sprzyjały elektrowniom wodnym, których generacja spadła r/ro 28%. Kolejny z rzędu dobry odczyt popytowy tym razem może wynikać z niższych średnich temperatur (spadek o 2 stopnie r/r). Dynamika produkcji przemysłowej wyniosła w tym miesiącu +2,4% vs. +4,1% we wrześniu.

Projekt instrukcji ruchu na 2016

W przedstawionym do konsultacji projekcie instrukcji ruchu sieci przesyłowej PSE zaproponowało uzupełnienie mechanizmu ORM o dodatkowe rozliczenia uzupełniające miesięczne i roczne, które pozwolą na pełne rozdysponowanie budżetu przeznaczanego na rezerwę. W przypadku niewykorzystania budżetu w danym miesiącu/roku pozostałe środki będą rozdzielone proporcjonalnie na uczestników ORM tak, aby średnia cena jednostkowa dla uczestnika nie przekroczyła ceny referencyjnej na poziomie 41,2 PLN/MWh (+10% r/r). Dodatkowo PSE zapowiedziało, że moc przeniesiona do rezerwy zimnej będzie aktywowana w ostatniej kolejności w sytuacji gdy bez niej nie będzie możliwe zbilansowanie systemu. Rezerwa zimna będzie wówczas wprowadzana na rynek po cenie 1500 PLN/MWh. Wprowadzone modyfikacje oceniamy pozytywnie z punktu widzenia sektora wytwarzania. Dobrą informacją jest również przedstawiona definicja rezerwy zimnej, która oznacza de facto że te moce zostają realnie wycofane z rynku i nie będą wpływać na cenę w przypadku deficytu mocy.

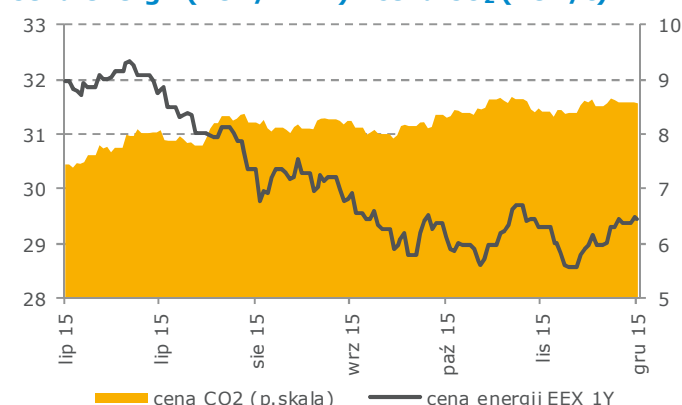
Modyfikacja WACC w dystrybucji

URE zdecydowało się na modyfikację parametrów w formule liczenia WACC w dystrybucji w stosunku do ostatniej propozycji. Obniżony został udział kapitału obcego z 55% do 50%. Jednocześnie podniesiono wskaźnik Beta z 0,697 do 0,724 oraz premię za ryzyko w koszcie finansowania obcego do 1% z 0,85%. W efekcie WACC na rok 2016 wyniesie 5,675% vs. poprzednio proponowane 5,28%. Wspomniane parametry zostały ustalone na tych korzystniejszych poziomach dla okresu 2016-20. Decyzja URE oznacza poprawę wyników EBITDA dystrybucji w 2016 roku (w stosunku do poprzedniej propozycji) o 60 mln PLN w Tauronie, 58 mln PLN w PGE, 45 mln PLN w Enerdze i 27 mln PLN w Enei.

ORM prawdopodobnie 500 mln PLN

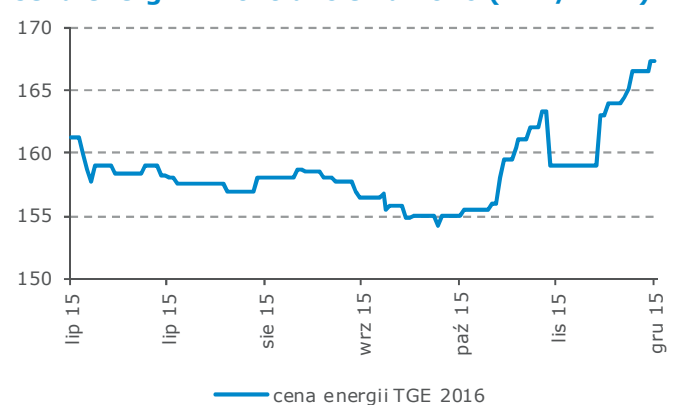
W wywiadzie prasowym prezes URE powtórzył wcześniejszą opinię, że budżet ORM powinien w tym roku wzrosnąć. PSE wnioskuję o 500 mln PLN. Prezes URE uważa też, że jest szansa na konsensus w sprawie wprowadzenia rynku mocy w Polsce, gdyż rynek energii jest zniekształcony przez OZE. Czekamy na ostateczną decyzję Regulatora w tej sprawie. Przypominamy, że tegoroczny budżet na poziomie 400 mln PLN będzie wykorzystany prawdopodobnie na poziomie 300 mln PLN, tak więc zwiększenie kwoty do 500 mln PLN połączone z zaproponowanymi mechanizmami uzupełniających rozliczeń zapewniających pełne wykorzystanie środków będzie bardzo korzystnym rozwiązaniem dla wytwórców.

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:		71,77 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-07-30	
		Cena docelowa:		89,20 PLN					
(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)	38 611,5
marża EBITDA	33,9%	32,2%		32,7%		29,3%		EV (cena bieżąca)	64 641,1
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	6,8	10,9		8,7		10,4		Zmiana ceny: 1m	-7,0%
P/CE	3,8	4,9		4,3		4,8		Zmiana ceny: 6m	-23,3%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-22,6%
EV/EBITDA	5,7	6,4		5,8		6,4		Min (52 tyg.)	71,8
Dyld (%)	8,8	8,7		8,8		8,6		Max (52 tyg.)	96,6

Niskie ceny energii w Niemczech przy spadku cen węgla energetycznego uderzą w rentowność aktywów wytwórczych CEZ z opóźnieniem ze względu na politykę zabezpieczeń. W przyszłym roku efektywna cena energii spadnie o 5 EUR/MWh, ale Spółka powinna to częściowo zneutralizować powrotem wyższych wolumenów w elektrowniach jądrowych, których nieplanowane przestoje w tym roku kosztowały około 2-3 mld CZK. Aktualne 29 EUR/MWh będzie widoczne w pełni dopiero w wynikach roku 2018. W tym kontekście należy też oczekiwać stopniowego obniżania FCF i choć dywidenda rzędu 39-40 CZK/akcję (DYield powyżej 8%) w przyszłym roku jest obciążona niewielkim ryzykiem to kolejne lata będą już pod tym względem trudniejsze. Kluczowa w tym kontekście może być kwestia ewentualnej akwizycji aktywów Vattenfalla w Niemczech (około 2 mld EUR). Na tle polskich spółek kurs CEZ zachowywał się w ostatnich tygodniach znacznie lepiej i w kontekście odbicia cen energii na TGE, polskie koncerny są bardziej atrakcyjne pod względem inwestycyjnym. Utrzymujemy neutralną rekomendację dla CEZ. Wkrótce zaktualizujemy nasze prognozy i wycenę.

Będzie wniosek do arbitrażu przeciwko Bułgarii

CEZ poinformował rząd Bułgarii, że z uwagi na brak porozumienia w dotychczasowych negocjacjach zamierza złożyć wniosek do międzynarodowego arbitrażu w sprawie strat poniesionych na inwestycjach w tym kraju spowodowanych przez decyzje tamtejszej administracji. Spółka będzie domagać się kilkuset milionów EUR odszkodowania.

Wyniki poniżej oczekiwań, obniżona prognoza roczna

Wyniki kwartalne CEZ na poziomie EBITDA okazały się słabsze od oczekiwań rynkowych i naszych prognoz odpowiednio o 5% i 10%. Jednocześnie z uwagi na negatywny wpływ przedłużających się przestojów remontowych w elektrowniach jądrowych (utrata 3,7 TWh wysokomarżowej produkcji) Zarząd obniżył prognozę rocznego strumienia EBITDA z 68 mld CZK do 64 mld CZK (prognoza skorygowanego zysku netto została utrzymana na 27 mld CZK w związku z planowanym rozpoznanem w 4Q 3,8 mld CZK z tytułu zwrotu podatku od CO₂). Aktualny konsensus rynkowy dla EBITDA wynosi 69 mld CZK. Oczekujemy negatywnej reakcji rynku na raport za 3Q mimo, że ubytki generacji w blokach atomowych należy traktować jako zdarzenie jednorazowe. Nie widzimy ryzyka dla naszej prognozy przyszłorocznej dywidendy na poziomie 39 CZK/akcję, ale zwracamy uwagę że pojawia się coraz większy znak zapytania nad wysokością wypłat w latach kolejnych z uwagi na deteriorację wyników. W portfelu na rok 2016 CEZ ma zabezpieczone około 85% produkcji po 35 EUR/MWh podczas gdy aktualny kontrakt oscyluje wokół 29 EUR/MWh. Segment wytwarzania (łącznie Europa Środkowa i Południowa) wygenerował 5,5 mld CZK EBITDA wobec naszej prognozy na poziomie 7 mld CZK. Wolumeny były zbliżone do naszych prognoz, tak więc źródeł odchylenia upatrujemy w niższej zrealizowanej cenie sprzedaży energii oraz wyniku na kontraktach terminowych. W segmencie dystrybucji EBITDA wyniosła 5,3 mld CZK i była zgodna z naszymi szacunkami. W wydobywaniu EBITDA okazała się o 0,25 mld CZK wyższa od oczekiwań z uwagi na efektywności kosztowe. Saldo na działalności finansowej wyniosło -1,6 mld CZK vs. zakładane -1,4 mld CZK z uwagi na wyższy negatywny efekt konsolidacji zysków ze spółek tureckich. Przepływy operacyjne wyniosły 21 mld CZK, co przy capex rzędu 6 mld CZK i wypłaconej dywidendzie 21 mld CZK ograniczyło wzrost długu netto do 6 mld CZK q/q (156 mld CZK (2,5x EBITDA)).

Enea								
Kupuj								
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 11,12 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)
EBITDA	1 667,6	1 914,9	14,8%	1 886,6	-1,5%	1 759,1	-6,8%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	18,2%	19,4%		19,1%		17,9%		EV (cena bieżąca)
EBIT	905,9	1 186,5	31,0%	1 129,9	-4,8%	964,4	-14,6%	Free float
Zysk netto	722,5	908,3	25,7%	848,9	-6,5%	686,4	-19,1%	
P/E	6,8	5,4		5,8		7,2		Zmiana ceny: 1m
P/CE	3,3	3,0		3,1		3,3		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	2,3	3,1		3,8		4,9		Min (52 tyg.)
Dywid (%)	3,2	5,1		4,2		5,2		Max (52 tyg.)

Wezwanie na Bogdanę 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.

Wyniki 3Q zbliżone do oczekiwań

Wynik EBITDA za 3Q'15 wyniósł 711 mln PLN i był nieco wyższy od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu, a gdyby nie ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej na -28 mln PLN odchylenie wyniosłoby +5%. Segment dystrybucji wypracował w tym okresie 289 mln PLN vs. zakładane 276 mln PLN mimo, że rezultat został obniżony

przez zdarzenia jednorazowe na -14 mln PLN (głównie rezerwa na bezumowne korzystanie z gruntów oraz koszty usuwania szkód losowych). Źródeł odchylenia upatrujemy w nieco wyższych wolumenach, wyższych przychodach z opłat przyłączeniowych oraz oszczędnościach na stratach sieciowych. W wytwarzaniu zgodnie z zapowiedziami Spółka zaksięgowała przychody z KDT (293 mln PLN) i EBITDA wyniosła 419 mln PLN vs. zakładane 403 mln PLN. W tym segmencie saldo na pozostałej działalności było jednak dodatnie (+11 mln PLN z czego 9 mln PLN to otrzymane odszkodowanie za awarię). W segmencie obrotu pojawiło się negatywne zaskoczenie (EBITDA 6 mln PLN vs. zakładane 22 mln PLN), ale było to wyłącznie pochodną zdarzeń jednorazowych na kwotę -15 mln PLN związanych z utworzeniem rezerw na należności. Saldo na działalności finansowej okazało się lekko dodatnie, podczas gdy my zakładaliśmy -16 mln PLN straty z uwagi na rosnące koszty zadłużenia. Przepływy operacyjne wyniosły 562 mln PLN, ale z uwagi na ponoszone wydatki inwestycyjne (-602 mln PLN) oraz wypłaconą dywidendę zadłużenie netto wzrosło do 1,6 mld PLN.

Energia		Trzymaj						
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		12,85 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		14,20 PLN		2015-11-25		
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	11 429,2	10 590,6	-7,3%	10 629,8	0,4%	10 331,8	-2,8%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	1 965,5	2 307,0	17,4%	2 208,7	-4,3%	1 981,0	-10,3%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	17,2%	21,8%		20,8%		19,2%		EV (cena bieżąca)
EBIT	1 194,8	1 446,2	21,0%	1 327,6	-8,2%	1 061,4	-20,1%	Free float
Zysk netto	764,0	982,1	28,6%	874,7	-10,9%	641,3	-26,7%	
P/E	7,0	5,4		6,1		8,3		Zmiana ceny: 1m
P/CE	3,5	2,9		3,0		3,4		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	4,2	3,6		4,2		5,2		Min (52 tyg.)
Dywid (%)	9,3	7,8		11,2		7,6		Max (52 tyg.)

Akcje Energi od wydania naszej negatywnej rekomendacji w lipcu spadły o ponad 30% i zachowały się w tym okresie najslabiej spośród pokrywanych przez nas spółek energetycznych (WIG Energia stracił tylko 11%). Uważamy, że obecny kurs dyskontuje już scenariusz odmrożenia budowy bloku w Ostrołęce (w realnym wariancie JV 50:50) oraz obniżenie rentowności w segmencie dystrybucji. Dlatego też w naszym ostatnim raporcie podwyższyliśmy nasze zalecenie z redukcji do trzymaj, korygując cenę docelową do poziomu 14,20 PLN/akcję. Jednocześnie zwracamy uwagę, że nasze założenia dywidendowe na lata 2016-17 (30% poniżej konsensusu) mogą okazać się zagrożone, jeśli Rząd będzie chciał realizować kolejne projekty inwestycyjne odłożone obecnie na półkę (CCGT, próg na Wiśle). W scenariuszu konsolidacji sektora kwestia dywidendy może być nawet zupełnie przewartościowana, gdyż zgodnie z ostatnimi zapowiedziami fuzje miałyby być drogą do zapewnienia finansowania dla nowych dużych projektów inwestycyjnych. W tym kontekście ryzyko pełnej zmiany profilu inwestycyjnego Energi pozostaje nadal aktualne.

Fitch potwierdza rating

Agencja Fitch potwierdziła rating Energi na poziomie "BBB", z perspektywą stabilną. Energia podała, że utrzymanie ratingu Fitch uzasadnił dominującym udziałem regulowanej działalności dystrybucyjnej w EBITDA grupy, który ogranicza ryzyko biznesowe i zapewnia przewidywalność przepływów środków pieniężnych.

Wyniki 3Q zgodne z prognozami

Raportowana EBITDA w 3Q okazała się być bliska oczekiwaniom rynkowym i nie odnotowujemy w tym okresie istotnych zdarzeń jednorazowych (saldo na pozostałej działalności operacyjnej -11 mln PLN). W rozbiciu segmentowym również nie pojawiły się istotne odchylenia od prognoz. W dystrybucji EBITDA wyniosła 404 mln PLN vs. zakładane 400 mln PLN, a poprawa r/r (+35 mln PLN) to kwestia wyższych opłat przyłączeniowych (+12 mln PLN) oraz przesunięcia części kosztów operacyjnych na 4Q (około 30 mln PLN). W segmencie wytwarzania EBITDA wyniosła 67 mln PLN i była bliska naszej prognozie (66 mln PLN), choć warto odnotować lepszy rezultat Elektrowni Ostrołęka (+16 mln PLN) zniwelowany przez stratę w segmencie pozostałe (większe wyłączenia w spółkach serwisowych, które w tym okresie wykonywały większy zakres prac na rzecz elektrowni i elektrociepłowni Grupy). W segmencie obrotu EBITDA wyniosła 40 mln PLN i była minimalnie niższa od prognoz (41 mln PLN). W segmencie pozostałe EBITDA wyniosła -20 mln PLN vs. +5 mln PLN w naszej prognozie, co częściowo było prawdopodobnie pochodną wspomnianego ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej. Zostało to jednak zrekompensowane dodatnimi wyłączeniami konsolidacyjnymi (+4 mln PLN vs. -15 mln PLN w prognozie). Saldo na działalności finansowej wyniosło -59 mln PLN vs. zakładane -66 mln PLN, ale to pozytywne odchylenie zostało zneutralizowane przez nieco wyższą stopę podatkową. Przepływy z operacji wyniosły 304 mln, co przy nakładach inwestycyjnych rzędu 375 mln PLN zaowocowało wzrostem długu netto do 3,8 mld PLN (1,8x EBITDA).

PGE
Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 13,12 PLN

Cena docelowa: 16,82 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 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)	1 869,8
EBITDA	7 829,0	8 120,0	3,7%	7 909,6	-2,6%	7 265,6	-8,1%	MC (cena bieżąca)	24 531,6
marża EBITDA	26,0%	28,9%		26,4%		24,6%		EV (cena bieżąca)	27 776,1
EBIT	4 847,0	5 096,0	5,1%	4 669,2	-8,4%	4 003,1	-14,3%	Free float	38,1%
Zysk netto	3 948,0	3 638,0	-7,9%	3 653,9	0,4%	3 052,7	-16,5%		
P/E	6,2	6,7		6,7		8,0		Zmiana ceny: 1m	-10,1%
P/CE	3,5	3,7		3,6		3,9		Zmiana ceny: 6m	-30,9%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-34,5%
EV/EBITDA	2,7	2,9		3,5		4,5		Min (52 tyg.)	13,1
Dywid (%)	6,6	8,4		5,9		6,0		Max (52 tyg.)	21,4

PGE od dłuższego czasu wymieniane 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). Tegoroczny zysk netto oczyszczony o odpisy zgodnie z polityką wypłat implikuje przyszłoroczną dywidendę na poziomie 0,9/1,14 PLN/akcję, czyli yield 6,8%/8,6% (nasze aktualne prognozy nie uwzględniają jeszcze obniżenia amortyzacji z tytułu odpisów). Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Wyniki 3Q zbliżone do oczekiwań

Zysk EBITDA w 3Q'15 sięgnął 2,0 mld PLN i był zbliżony do naszych prognoz i rynkowego konsensusu. Na niższych poziomach rachunku wyników pojawiłoby się nieznaczne pozytywne odchylenie gdyby nie zaksięgowany w tym okresie odpis aktywów na 41 mln PLN (uwzględniony w amortyzacji). W segmencie wytwarzania przy zbliżonych do zakładanych przychodach z KDT (142 mln PLN vs. 139 mln PLN) EBITDA wyniosła 1,13 mld PLN vs. prognozowane 1,2 mld PLN (nieco niższa efektywna cena sprzedaży energii). Niewielkie odchylenie z generacji zostało zneutralizowane w pozostałych segmentach, szczególnie w obszarze obrotu (EBITDA 144 mln PLN vs. 109 mln PLN). Lepszy wynik wypracowały również obszar OZE (+22 mln PLN) oraz dystrybucja (+22 mln PLN odchylenia). Saldo na działalności finansowej było zbliżone do prognoz. Pozytywnym aspektem raportu jest wysoki poziom przepływów operacyjnych (2,25 mld PLN),

który przy nakładach inwestycyjnych rządu 1,9 mld PLN pozwolił na zwiększenie stanu gotówki netto do 0,37 mld PLN (przypominamy jednak, że w październiku wypłacona została dywidenda w kwocie 1,5 mld PLN). W prezentacji do wyników Zarząd formułuje założenia na rok 2016, m.in. spadek zwrotu z WRA w dystrybucji o 0,3 mld PLN w związku z nowymi regułami ustalania WACC, obniżenie przychodów z KDT z 600 mln PLN do około 500 mln PLN (my w prognozach na rok 2016 zakładaliśmy do tej pory 0,6 mld PLN) oraz spadek produkcji w Elektrowni Bełchatów z uwagi na przesunięcie jednego z bloków do szczytowej rezerwy (my zakładaliśmy całkowite odstawienie tego bloku). Nakłady inwestycyjne w przyszłym roku mają być zbliżone r/r, co jest zgodne z dotychczasowymi założeniami.

PGE przejmie KW?

Według doniesień Parkietu, który powołuje się na jednego z doradców MSP, aktualny pomysł na ratowanie Kompanii Węglowej jest taki, aby to PGE przejęło konglomerat i na tej bazie, być może z udziałem innych firm, tworzyło koncern paliwowo-energetyczny. Taki scenariusz od dłuższego czasu funkcjonuje w świadomości inwestorów, aczkolwiek nie jest jeszcze wyceniony. Może być on niekorzystny dla PGE, szczególnie jeśli Rząd zamiast gruntownej restrukturyzacji wybierze drogę dużych inwestycji zwiększających zarówno poziom wydobycia w kopalniach, jak i wielkość produkcji energii opartej na węglu.

Umowa na Turów zwiększona o 280 mln PLN

PGE GiEK podpisało z konsorcjum, w skład którego wchodzi Budimex, aneks do umowy na zaprojektowanie i budowę bloku energetycznego w Elektrowni Turów. Aneks zwiększa wartość umowy o 280 mln PLN i przedłuża termin zakończenia budowy o 9 miesięcy. Aneks wynika z konieczności spełnienia dodatkowych wymogów BAT przez nowy blok i wzrost kosztów był sygnalizowany przez PGE w czasie ostatniej konferencji wynikowej.

Tauron		Kupuj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		2,64 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-07-30	
		Cena docelowa:		4,70 PLN					
(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)	4 626,7
marża EBITDA	19,1%	19,7%		18,0%		18,1%		EV (cena bieżąca)	13 280,3
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	3,5	3,9		4,1		4,8		Zmiana ceny: 1m	-16,5%
P/CE	1,5	1,6		1,6		1,7		Zmiana ceny: 6m	-42,0%
P/BV	0,3	0,3		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-49,9%
EV/EBITDA	2,8	3,1		3,8		4,4		Min (52 tyg.)	2,6
Dyld (%)	7,6	7,2		5,7		4,9		Max (52 tyg.)	5,4

Kurs Tauronu nadal znajduje się pod presją, a przekroczenie psychologicznej granicy 3 PLN pogorszyło tylko sentyment wokół Spółki. Naszym zdaniem przejęcie kopalni Brzeszcze jest już dawno wycenione przez rynek, a negatywny wpływ na przyszłoroczny strumień EBITDA może być znacznie mniejszy niż zakłada rynek (Zarząd oczekuje break even na tych aktywach dzięki dokonanej już restrukturyzacji i zwiększeniu w 2H'16 produkcji poprzez uzbrojenie kolejnej ściany). Jednocześnie poprawiła się perspektywa dla segmentu dystrybucji (URE zwiększył WACC o 0,4% w stosunku do poprzedniej propozycji) i wytwarzania (oczekiwania na budżet ORM zaowocowały wzrostem cen do 167 PLN/MWh, co oznacza że Spółka może utrzymać wyniki segmentu na tegorocznym poziomie – przychody z rezerwy operacyjnej i opłacalna sprzedaż spotowa). 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.

Oczyszczona EBITDA nieznacznie powyżej prognoz

Wynik EBITDA w 3Q'15 wyniósł 933 mln PLN i był wyższy od naszych szacunków o 10%, aczkolwiek należy go oczyścić o kilka zdarzeń jednorazowych. Spółka rozwiązała bowiem w tym okresie 104 mln PLN rezerw aktuarialnych w segmencie wydobywczym (zmiany w układzie zbiorowym, w regulaminach świadczeń oraz likwidacja deputatu), ale jednocześnie ujęła koszty PDO w kwocie 25 mln PLN (20 mln PLN w dystrybucji i 5 mln PLN w wydobywczym) oraz rozliczyła przeszłe koszty z tytułu odstąpienia ściany wydobywczej w ZG Sobieski na 32 mln PLN (wspomniane pozycje częściowo weszły w pozostałe przychody/koszty operacyjne, a częściowo w marżę brutto ze sprzedaży). Po korekcie o saldo tych zdarzeń EBITDA wyniosłaby 886 mln PLN i byłaby tylko nieznacznie wyższa od naszych prognoz i rynkowego konsensusu. W ujęciu segmentowym pozytywne zaskoczenie pojawiło się w segmencie wydobywczym gdzie EBITDA skorygowana o zdarzenia jednorazowe wyniosła 68 mln PLN vs. zakładane 42 mln PLN (efekt niższych kosztów jednostkowych przy wyższej produkcji). W obszarze wytwarzania EBITDA sięgnęła 97 mln PLN i również była nieco wyższa od oczekiwań (80 mln PLN), co wiążemy z nieco niższymi kosztami CO₂ (68 mln PLN vs. zakładane 80 mln PLN). W dystrybucji pojawiło się nieznaczne negatywne zaskoczenie (EBITDA 596 mln PLN vs. 608 mln PLN), ale wynika ono ze wspomnianych kosztów PDO. W segmencie sprzedaży nie odnotowaliśmy istotnych odchyleń (116 mln PLN vs. 111 mln PLN). Saldo na działalności finansowej było korzystniejsze niż oczekiwaliśmy (-28 mln PLN vs. -60 mln PLN w prognozie) z uwagi na

pozytywną wycenę CIRS-ów na 48 mln PLN. W efekcie odchylenie na raportowanym zysku netto sięgnęło aż 25%. Przepływy z operacji wyniosły w tym okresie 1,16 mld PLN, co przy nakładach rzędu 0,97 mld PLN i wypłaconej dywidendzie pozwoliło na tylko nieznaczny wzrost długu netto q/q (7,1 mld PLN, 2,0x EBITDA). Po 9M'15 wykonanie prognozy rocznej capex wynosi 62% vs. 71% rok temu na koniec września.

Wywiad z Prezesem

Prezes Jerzy Kurella w wywiadzie prasowym powiedział, że nowy zarząd przegląda program inwestycyjny, ale na ten moment nie planuje rezygnacji z któregoś z kluczowych projektów. Spółka jest przekonana, że uda się rozwiązać problem związany z kowenantami, tak by poziom 3,0x EBITDA nie został złamany, a także liczy na sfinalizowanie rozmów w sprawie emisji 6,5 mld PLN obligacji do końca listopada. Prezes ocenia, że polski sektor energetyczny będzie się konsolidował, a optymalne z punktu widzenia Tauronu byłoby połączenie spółki z Eneą i Energią (według Rzeczypospolitej w MSP rozważane jest także połączenie z PGNiG). Jerzy Kurella powiedział, że kończą się uzgodnienia z PSE i URE w sprawie ORM i liczy na rozwiązanie korzystne dla Tauronu. Na razie nie poznaliśmy konkretnych deklaracji zwycięskiej partii dotyczących ewentualnych konfiguracji konsolidacji w sektorze energetycznym, a to nowy Rząd zdecyduje do jakich fuzji dojdzie. Do tego czasu Spółka nie podejmie też decyzji w sprawie ewentualnych korekt w programie inwestycyjnym.

Podsumowanie konferencji wynikowej

Zarząd szacuje, że zmiana kosztu kapitału i innych parametrów w modelu dystrybucyjnym zaproponowanych przez Regulatora obniży EBITDA segmentu w 2016 o około 240 mln PLN. Spółka wciąż prowadzi dialog z URE i za optymalny poziom WACC uważa 5,7-5,8%. Testy na utratę wartości standardowo przeprowadzi przy okazji raportu rocznego, ale ewentualne odpisy (funkcja prognoz cen energii, programu oszczędności i ORM) nie wpłyną na wysokość dywidendy. Zarząd uważa, że NPV projektu Brzeszcze jest dodatnie nawet przy założeniu utrzymania obecnych cen węgla (gwarancje zatrudnienia dla tamtejszych górników udzielone tylko na rok, a w 2017 roku zostanie tam wdrożony układ zbiorowy z PKW). Capex w latach 2016-18 na tę kopalnię ma wynieść 250 mln PLN plus zwrot pomocy publicznej (87 mln PLN na koniec września). Zarząd nie wyklucza porozumienia z partnerami spółki PKH (kwestia umów na odbiór certyfikatów i energii z farm wiatrowych). Prezes podtrzymał swoją koncepcję konsolidacji sektora (TPE+ENG+ENA), w której Tauron odgrywałby rolę wiodącą. Zarząd analizuje obecnie projekty inwestycyjne, ale na tym etapie za wcześnie na deklaracje, czy będzie chciał zrezygnować z którejś inwestycji. Prowadzone są także rozmowy w sprawie pozyskania finansowania oraz zmiany

kowenantu z 3,0x EBITDA do 3,5x (na koniec września ten wskaźnik wynosił 2,0x).

Gwarancja 0,4 mld PLN finansowania od BGK

Tauron zawarł 20 listopada z Bankiem Gospodarstwa Krajowego drugi aneks do umowy programowej, na mocy którego gwarantowana przez BGK kwota finansowania w postaci programu emisji obligacji zwiększona została o 400 mln PLN. Umowę dotyczącą organizacji i gwarantowania emisji obligacji opiewającą na kwotę 1 mld PLN Tauron zawarł z BGK w lipcu 2013 r. Następnie w lipcu br. partnerzy podpisali pierwszy aneks do umowy, na mocy którego kwota programu emisji obligacji wzrosła z 1 mld PLN do 1,7 mld PLN. Wówczas gwarancja BGK opiewała na 0,3 mld PLN z 0,7 mld PLN zwiększonego limitu, a teraz wzrosła do całości podwyższonej kwoty programu. Udział Banku Gospodarstwa Krajowego w tym przedsięwzięciu

realizowany jest w ramach programu „Inwestycje Polskie”. Struktura finansowania przewiduje emisję obligacji w seriach w latach 2015-2016, z terminami wykupu przypadającymi od 2020 do 2029 r. Do końca września w ramach programu Tauron wyemitował obligacje na kwotę 0,9 mld PLN.

Kolejna przerwa w NWZA

Akcjonariusze zdecydowali o kolejnej przerwie w NWZA, które miało zdecydować o emisji akcji w zamian za aport od MSP. Zgromadzenie ma być wznowione 8 grudnia.

Umowa na program obligacji na 6,3 mld PLN

Tauron podpisał umowę z konsorcjum banków dotyczącą programu obligacji na 6,27 mld PLN. Program może być jeszcze zwiększony do 6,5 mld PLN. Środki pozyskane z programu pozwolą na finansowanie bieżących inwestycji oraz refinansowanie obligacji zapadających w przyszłym roku.

Telekomunikacja

Netia		Trzymaj							
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		5,38 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)	347,9
EBITDA	532,8	738,7	38,7%	421,8	-42,9%	397,3	-5,8%	MC (cena bieżąca)	1 871,8
marża EBITDA	28,4%	44,1%		27,0%		26,3%		EV (cena bieżąca)	2 045,0
EBIT	92,8	157,4	69,7%	41,6	-73,5%	55,6	33,4%	Free float	35,9%
Zysk netto	46,3	174,8	277,7%	20,0	-88,6%	31,3	56,4%		
P/E	40,4	10,7		93,7		59,9		Zmiana ceny: 1m	-2,2%
P/CE	3,8	2,5		4,7		5,0		Zmiana ceny: 6m	-17,1%
P/BV	0,8	0,9		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-5,4%
EV/EBITDA	4,1	2,8		4,8		5,1		Min (52 tyg.)	5,3
Dyield (%)	0,0	7,8		8,0		8,1		Max (52 tyg.)	6,6

Netia pozytywnie zaskoczyła wynikami za 3Q'15: EBITDA skorygowana o koszty jednorazowe oraz po oczyszczeniu o efekty nabycia TK Telekom była na poziomie 116 mln PLN, tj. 9% wyższym od naszych oczekiwań. Pozytywne zaskoczenie to pochodna cięć w kosztach (m.in. reklamy i wartości sprzedanych towarów). EBITDA skorygowana w podziale na B2B i B2C prezentuje się dobrze: w rejonie B2B od kilku już okresów utrzymuje się stabilizacja, w rejonie B2C wynik był tylko 8% niższy R/R (po ponad 30% spadkach w poprzednich okresach). Dobre wyniki i wysoki DivYield będą wspierać sentyment wokół watorów telekoma.

Wyniki za 3Q'15

Przychody wyniosły 400,4 PLN. Wzrost przychodów Q/Q o 5% był przede wszystkim związany z nabyciem spółki TK Telekom, która dołożyła 28,7 mln PLN w 3Q'15. W 3Q'15 oczekiwaliśmy 413,3 mln PLN przychodów (w rozbiciu: 375 mln PLN ze „starej Netii” i 39 mln PLN z TK Telekom). Netia nie dostarczyła poszczególnych linii P&L konsolidowanych z związku z TK Telekom. W 3Q'14 Netia poniosła koszty jednorazowe związane z transakcją nabycia TK Telekom w wysokości >3,2 mln PLN, co w rachunku wyników zostało nadrobione prawie w całości odwróceniem kosztów restrukturyzacji (w tym programu Netia Lite), stąd wynik jednorazowych zdarzeń na linię EBIT w tym kwartale jest nieznaczny. TK Telekom w 3Q'15 dołożył 7 mln PLN wyniku EBITDA (zakładaliśmy 7,5 mln PLN), co oznacza że „starta Netia” wygenerowała ok. 116 mln PLN wyniku EBITDA

(vs. 106,3 mln PLN nasze oczekiwania). Zwracamy uwagę, że niektóre pozycje kosztowe pomimo konsolidacji TK Telekom wypadły poniżej naszych oczekiwań dla „starej Netii” i niżej Q/Q: wartość sprzedanych towarów (0,9 mln PLN vs. 5,3 mln PLN nasze oczekiwania), reklama i promocja (3,5 mln PLN vs. 9,1 mln PLN), koszt utrzymania biura i floty samochodowej (1,9 mln PLN vs. 4,1 mln PLN), co wymaga dalszego wyjaśnienia (przy czym nie sądzimy, że koszty reklamy są do utrzymania na tak niskim poziomie w kolejnych kwartałach). Skorygowana EBITDA w kwartale wyniosła 45 mln PLN w segmencie B2C (vs. 49 mln PLN rok wcześniej), tj. 8% niżej R/R (vs. 33% mniej rok wcześniej). W segmencie B2B EBITDA skorygowana wyniosła 69 mln PLN, co oznacza wzrost o 2% R/R. Pomimo, że TK Telekom dołożył 5 mln PLN CAPEXu, nakłady Netii ogółem w 3Q'15 spadły do poziomu 55 mln PLN vs. 62 mln PLN. Cash flow operacyjny w okresie wyniósł 127 mln PLN vs. 144 mln PLN rok wcześniej.

Konferencja po wynikach za 3Q'15

Netia nie planuje zmian w polityce dywidendowej, jednak przyszłoroczna wypłata dywidendy uwarunkowana jest decyzją rady nadzorczej na temat buybacku. Netia zakłada, że wypłaszczenie spadku przychodów zajmie jeszcze ok. 3 lat. Spółka liczy jednak na wykorzystanie potencjału dodatkowej sprzedaży, będzie się także rozwijać w obszarze ICT (w szczególności obszar data center). Netia powinna utrzymać obecny poziom marż. Netia zakłada, że ma obecnie potencjał pozyskania 120-150 tys. klientów usług głosowych i ok. 25-50 tys. w przypadku usług danych.

Orange Polska

Kupuj

Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca: 6,50 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2015-12-03
		Cena docelowa: 9,00 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	12 923,0	12 212,0	-5,5%	11 841,2	-3,0%	11 501,6	-2,9%	Liczba akcji (mln)	1 312,0
EBITDA	3 895,0	4 059,0	4,2%	3 535,1	-12,9%	3 430,2	-3,0%	MC (cena bieżąca)	8 528,0
marża EBITDA	30,1%	33,2%		29,9%		29,8%		EV (cena bieżąca)	12 518,6
EBIT	788,0	986,0	25,1%	626,0	-36,5%	717,7	14,7%	Free float	49,3%
Zysk netto	294,0	535,0	82,0%	280,7	-47,5%	291,9	4,0%		
P/E	29,0	15,9		30,4		29,2		Zmiana ceny: 1m	-9,6%
P/CE	2,5	2,4		2,7		2,8		Zmiana ceny: 6m	-33,7%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-30,1%
EV/EBITDA	3,4	3,1		3,5		4,4		Min (52 tyg.)	6,5
Dyld (%)	7,7	7,7		7,7		3,8		Max (52 tyg.)	10,5

Podtrzymujemy pozytywne podejście pomimo, że przyjęty przez nas scenariusz zakończenia aukcji na częstotliwości 800 MHz nie zrealizował się. Przypominamy, że zakładaliśmy że NetNet spekulacyjnie podwyższa ceny w aukcji, czym wydłuża jej trwanie, na co pozwalała wadliwa konstrukcja aukcji, a jedynym możliwym sposobem rozdysponowania zakresu LTE jest przerwanie aukcji i powtórzenie jej. Zmiany wprowadzone przez Ministerstwo Administracji i Cyfryzacji, zamieniające efektywnie aukcję w przetarg, pomimo licznych protestów jej uczestników doprowadziły do rozdysponowania częstotliwości za 9,2 mld PLN. Orange Polska jako zwycięzca dwóch z pięciu bloków poniesie łączny CAPEX na pasma równy 3,2 mld PLN (vs. zakładane wcześniej 1,5 mld PLN), o co zaktualizowaliśmy nasz model finansowy. Orange Polska jest notowane na EV/EBITDA'16 na poziomie 4,4x, z 35% dyskontem do grupy porównawczej i z 31% dyskontem do implikowanej wyceny Polkomtela. Ten poziom uznajemy za atrakcyjny biorąc pod uwagę (1) długoterminowy FCF yield na podobnym poziomie ok. 13,0% vs. 12,8% Cyfrowy Polsat i 6,1% telekomu europejskie, ale (2) relatywnie niskie zadłużenie telekomu po kosztownej aukcji na poziomie 1,9x vs. 2,0x telekomu europejskie i (3) najszerszy wachlarz usług telekomunikacyjnych zarówno dla B2B i B2C, jakim Orange będzie się cieszyć w ciągu kilku miesięcy po zbudowaniu pokrycia Polski siecią LTE800. Naszym zdaniem rynek nie wycenia też szybkiej infrastruktury FTTx, dzięki której Orange Polska będzie mogła odbierać rynek operatorom kablowym.

Umowa społeczna na lata 2016-17 ze związkami zawodowymi

Zarząd Orange Polska podpisał ze związkami zawodowymi nową umowę społeczną na lata 2016-2017, która będzie obowiązywać od 1 stycznia 2016 r. Umowa społeczna dotyczy m.in. inwestycji w przyjazne środowisko pracy, podwyżek wynagrodzeń (2,5% w roku 2016 i w roku 2017), umożliwienia odejść z grupy za odszkodowaniem tym

pracownikom, którzy nie mogą dostosować swojego profilu zawodowego do zmieniających się potrzeb rynkowych, oraz wsparcia w poszukiwaniu pracy na rynku (outplacement). W latach 2016-2017 z odejść dobrowolnych będzie mogło skorzystać maksymalnie 2 050 pracowników Orange Polska oraz OCS, których staż pracy wyniesie 10 lat w danym roku kalendarzowym. W 2016 r. z pakietu będzie mogło skorzystać maksymalnie 730 pracowników Orange Polska oraz 300 pracowników OCS. Wartość pakietu przypadająca na odchodzącego pracownika będzie zależała od stażu pracy w grupie, zgodnie z ponadzakładowym układem zbiorowym pracy i będzie powiększona w 2016 r. o 5 000 PLN dla pracowników ze stażem pracy od 10 do 15 lat, o 10 000 PLN ze stażem pracy od 15 do 20 lat oraz o 26 000 PLN ze stażem od 20 lat.

Streżyńska o planach Ministerstwa Cyfryzacji

Nowa Minister Cyfryzacji wypowiadała się podczas konferencji o rynku telekomunikacji i mediów. Wśród priorytetów jej resortu wydają się być inwestycje infrastrukturalne. Na pierwszy ogień idzie nowelizacja tzw. megaustawy pod kątem ułatwień w realizacji inwestycji, poszukiwania nowych źródeł finansowania, w tym wsparcia dla małych operatorów, zmiany w pierwszej osi Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa oraz przygotowanie rekomendacji dla rządu ws. dalszych losów aukcji częstotliwości 800 i 2600 MHz. Streżyńska zapowiedziała, że decyzje o przyszłości aukcji LTE zostaną podjęte na szczęblu rządowym na podstawie rekomendacji Ministerstwa Cyfryzacji. Nowa Minister podkreślała, że środki nie wpływają do UKE, ale ich dysponentem jest Ministerstwo Finansów, które ma dość dużo celów programowych do finansowania. Naszym zdaniem prawdopodobieństwo „cofnięcia aukcji” i ponownego jej rozstrzygnięcia z poprawionymi mechanizmami aukcyjnymi jest małe.

T-Mobile chce unieważnienia aukcji

T-Mobile chce unieważnienia zakończonej na początku października aukcji częstotliwości szybkiego internetu LTE. Operatorowi nie odpowiada sam tryb aukcji, który jest według niego sprzeczny ze zdrowym rozsądkiem

Media

Agora		Kupuj								
Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		13,76 PLN			Data ostatniej aktualizacji:		2015-11-13	
		Cena docelowa:		15,50 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	1 073,9	1 102,4	2,7%	1 181,1	7,1%	1 185,8	0,4%	Liczba akcji (mln)	50,9	
EBITDA	103,5	77,7	-24,9%	126,6	63,0%	122,6	-3,2%	MC (cena bieżąca)	700,9	
marża EBITDA	9,6%	7,0%		10,7%		10,3%		EV (cena bieżąca)	736,8	
EBIT	7,4	-18,3		26,3		29,6	12,4%	Free float	62,0%	
Zysk netto	0,5	-12,6		18,1		22,7	25,6%			
P/E	1 523,7			38,8		30,9		Zmiana ceny: 1m	16,1%	
P/CE	7,3	8,4		5,9		6,1		Zmiana ceny: 6m	13,7%	
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	70,3%	
EV/EBITDA	6,9	9,2		5,8		6,2		Min (52 tyg.)	7,4	
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		3,6		Max (52 tyg.)	13,9	

W 2013 r. segment Prasa generował blisko 40% wyniku EBITDA, a w 2015 r. zakładamy, że segment będzie generować 16% wyniku. Z kolei segmenty Internet, Film i Książka oraz Reklama Zewnętrzna będą generować 67% EBITDA w 2015 r. vs. 46% dwa lata wcześniej. Diametralna zmiana składowych EBITDA przekłada się na zmianę profilu inwestycyjnego na mniej ryzykowny. Stąd wskaźnik EV/EBITDA'16 = 6,2x jest naszym zdaniem zbyt niski. Dodatkowo, zwracamy uwagę na pozytywne zmiany, które zachodzą w Grupie: (1) stabilizacja przychodów w segmencie Prasa, (2) odbicie na rynku outdooru i poprawa rentowności w segmencie reklamy zewnętrznej oraz (3) oszczędności w zakresie kosztów back-office. Ponadto sądzimy, że Agora wygeneruje rekordową dynamikę EBITDA w 4Q'15 (zakładamy +89% R/R) ze względu na (1) wysoką sprzedaż biletów do kin dzięki superprodukcjom *Spectre*, *Gwiezdne Wojny: Przebudzenie Mocy*, *Igrzyska Śmierci: Kosogłos cz. 2* oraz drugiej części polskiego superhиту *Listy do M.*, (2) dalsze ożywienie na rynku reklamowym oraz (3) brak odpisów (przed rokiem Agora przeszacowała wartości dwóch magazynów). Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Wyniki za 3Q'15

Przychody w 3Q'15 wyniosły 260 mln PLN i były 3% wyższe od naszych oczekiwań i 4% wyższe R/R. Zaskoczenie na obrotach wynika z nieco lepszych wyników kilku segmentów: Prasa, Reklama Zewnętrzna, Radio i Druk (po ok. 2 mln PLN każdy). Pozostałe segmenty zaraportowały sprzedaż zgodną z naszymi oczekiwaniami. Wynik EBITDA w 3Q'15 był na poziomie 19,8 mln PLN vs. 16,8 mln PLN nasze oczekiwania. Dwa główne powody zaskoczenia to: (1) 3,3 mln PLN wyższy od naszych założeń wynik segmentu Prasa oraz (2) mniejsze o 2,2 mln PLN wyłączenia konsolidacyjne kosztów. Dwa zdarzenia zniwelowały mniejszy od zakładanego wynik w segmencie Film i Książka oraz Radio. Segment Prasa osiągnął 7,7 mln PLN zysku EBITDA, tj. o 1,9 mln PLN wyższy wynik niż w 3Q'14, dzięki wyższej cenie jednostkowej Gazety Wyborczej (+4,7%) oraz niższemu kosztom wynagrodzeń. Segment Film i Książka zawiódł nieco nasze oczekiwania: koszty reklamy były na poziomie 6,8 mln PLN vs. 3,9 mln PLN założenia, średnia cena biletu była na stabilnym poziomie R/R. Przychody segmentu Radio w 3Q'15 wzrosły o 29,1% w porównaniu R/R i wyniosły 22,6 mln PLN. Z drugiej strony wzrost kosztów operacyjnych na poziomie 35% R/R zniwelował z nawiązką wzrost wyniku, do którego segment

przyzwyczał już inwestorów. Agora uzasadnia w raporcie, że wzrost kosztów operacyjnych wiąże się głównie z przesunięciem kampanii reklamowej marki Złote Przeboje na 3Q'15. Segmenty Reklama Zewnętrzna, Internet i Druk nie przyniosły zaskoczenia. Agora w 3Q'15 wygenerowała 14,1 mln PLN gotówki z działalności operacyjnej vs. 5,1 mln PLN przed rokiem (70,4 mln PLN w ciągu 9M'15 vs. 42,3 mln PLN rok wcześniej). Na koniec września 2015 r. Grupa dysponowała środkami pieniężnymi w wysokości 101,5 mln PLN (gotówka 29,3 mln PLN oraz 72,2 mln PLN zainwestowane w krótkoterminowe papiery wartościowe). Dodatkowo Grupa posiadała należności z tytułu złożonych przez spółkę AMS S.A. kaucji pieniężnych w wysokości 29,6 mln PLN, stanowiących zabezpieczenie gwarancji bankowych udzielonych w związku z realizacją umowy koncesji na budowę i modernizację wiat przystankowych w Warszawie (z tego 21,6 mln PLN jest prezentowane w bilansie w należnościach długoterminowych). Na koniec września 2015 r. zadłużenie kredytowe Grupy wyniosło 100,4 mln PLN (w tym zadłużenie zewnętrzne grupy Helios na poziomie 94,9 mln PLN).

Konferencja powynikowa

Agora podtrzymuje swoje średnioterminowe cele strategiczne, czyli poprawę rentowności, stabilizację wyników segmentu prasowego (w segmencie prasowym firma zbliża się do realizacji celu w postaci stabilizacji wyników do 2016 r.), osiągnięcie 75 tys. subskrypcji cyfrowych i ok. 2% oglądalności kanału Stopklatka TV w 2016 r. W Internecie uruchomiono aplikację "Moje dziecko", trwa wzmocnienie kontentu sportowego pod przyszłoroczne wydarzenia oraz serwisu biznesowego. W segmencie radiowym wyniki pozwalają z "optymizmem patrzeć" na kolejne kwartały. Dla segmentu druku cel to utrzymywanie pozytywnej rentowności. Agora podtrzymała oczekiwania wzrostu dynamiki rynku reklamowego o co najmniej 4% średniorocznie. Po otrzymaniu formalnej decyzji Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji (KRRiT) o koncesji na nowy kanał TV, Agora podejmie decyzje o ewentualnych wnioskach odwoławczych w kwestii kanałów, na które nie uzyskała koncesji. Spółka jest w stanie uruchomić nowy kanał "w kilka miesięcy" od otrzymania formalnych decyzji. Nakłady narastająco na nowy kanał szacowane są na ok. 30 mln PLN (w tym w pierwszej fazie 10 mln PLN). AMS postawił już ok. 730 wiat w Warszawie, z czego na ok. 700 powierzchnie przeznaczone są do sprzedaży. Agora zakłada ok. 800 wiat do końca roku.

Cyfrowy Polsat

Redukuj

Analityk: Paweł Szpigel

Cena bieżąca: 24,20 PLN

Cena docelowa: 22,10 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-12-03

(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 910,8	7 409,9	154,6%	9 755,4	31,7%	9 870,5	1,2%	Liczba akcji (mln)	639,5
EBITDA	1 046,3	2 738,1	161,7%	3 639,3	32,9%	3 525,5	-3,1%	MC (cena bieżąca)	15 476,9
marża EBITDA	35,9%	37,0%		37,3%		35,7%		EV (cena bieżąca)	26 433,7
EBIT	789,9	1 442,3	82,6%	1 972,9	36,8%	1 936,7	-1,8%	Free float	33,5%
Zysk netto	525,5	292,4	-44,4%	1 187,9	306,3%	1 223,1	3,0%		
P/E	16,0	52,9		13,0		12,7		Zmiana ceny: 1m	-4,3%
P/CE	10,8	9,7		5,4		5,5		Zmiana ceny: 6m	-1,7%
P/BV	2,8	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	0,2%
EV/EBITDA	9,6	10,1		7,3		7,1		Min (52 tyg.)	21,2
Dyield (%)	0,0	0,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	26,1

Cyfrowy Polsat z sukcesem przeprowadził refinansowanie zadłużenia i zaraportował lekki wzrost EBITDA R/R w 3Q'15. Jednak sądzymy, że potencjał do wzrostu notowań wyczerpał się. Cyfrowy Polsat jest notowany na EV/EBITDA'16=7,3x, tj. z 60% premią do Orange Polska, co naszym zdaniem jest nieuzasadnione patrząc na: (1) podobny długoterminowy FCF Yield na poziomie ok. 12,8% vs. 13,0% Orange Polska, ale (2) dużo wyższe zadłużenie (dług netto/EBITDA na koniec 2016 r. = 2,7x vs. 1,9x w przypadku Orange Polska), (3) brak dywidendy i wysokie prawdopodobieństwo negatywnego zaskoczenia terminem wypłaty pierwszej dywidendy, która spodziewana jest w 2017 r. Ponadto, (4) grupa nie posiada nogi stacjonarnej, co naszym zdaniem będzie przyczyną pogorszenia się rentowności sprzedaży usług B2B i odpływu klientów w dużych miastach. Wskaźnik dla Cyfrowego Polsatu implikuje wycenę części telekomunikacyjnej, stanowiącej 2/3 biznesu na poziomie 6,4x, niewiele niższym niż telekomunikacyjne zachodnioeuropejskie, w których wycena zaszyta jest konsolidacja rynków telekomunikacyjnych oraz wzrost linii EBITDA w kolejnych latach. Zwracamy także uwagę, że kurs Cyfrowego wydaje się być niedotknięty absurdalnie kosztowną aukcją LTE. Hurtowy transfer danych jest generowany na bazie 5 MHz Sferii, która teoretycznie może już od nowego roku zażądać istotnie wyższych opłat za dane, a z całą pewnością zrobi to po przedłużeniu rezerwacji pasma w 2018 r., na które musi wydać ok. 1,79 mld PLN. Cyfrowy Polsat jako jedyny odbiorca hurtowych usług Sferii pokryje koszty swoimi CFs. Podtrzymujemy negatywne zalecenie inwestycyjne.

Wyniki za 3Q'15

Przychody w 3Q'15 wyniosły 2 415 mln PLN vs. 2 432 mln PLN nasze oczekiwania. Nieco mniejsze przychody zostały rozpoznane w starym Cyfrowym Polsacie (zarówno hurtowe, jak i detaliczne). Obroty Metelem były zgodne z oczekiwaniami (1 643,1 mln vs. 1 643,4 mln PLN estymacje). Baza kosztowa była na poziomie 1 900 mln PLN vs. 1 935 mln PLN nasze oczekiwania. Mniejsze koszty były na liniach windykcja i odpisy aktualizujące oraz inne koszty. Dodatkowo spółka rozpoznała 14,4 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych (podejrzewamy, że częściowo to przychody ze spółek Midasa). W rezultacie EBITDA wyniosła 930 mln PLN vs. 912 mln PLN oczekiwania, tj. 2% powyżej naszych prognoz i konsensusu rynkowego. Cyfrowy Polsat zaksięgował w kwartale przychody finansowe na poziomie 89 mln PLN vs. 243 mln PLN nasze oczekiwania. Różnica wynika z mniejszego pozytywnego wpływu jednorazowych, niegotówkowych zdarzeń związanych z procesem refinansowania. Podatek wyniósł 111 mln PLN vs. 46 mln PLN nasze założenia. Łączna liczba RGUs na koniec 3Q'15 wyniosła 12,419 mln. Widać odpływ R/R klientów płatnej TV (z pominięciem Multiroomu), tj. -44 tys. R/R, jednak w ujęciu Q/Q ich liczba wzrosła o 7 tys. (sądzymy że to efekt powrotu do niższych cen w programie SmartDom). Dynamika wzrostu RGUs internetowych dalej spada (+34 tys. dodanych RGUs vs. 46 tys. w 2Q'15 i 69 tys. w 1Q'15), ARPU na klienta z usług kontraktowych wzrosło R/R o 1,8%. Poziom długu netto/EBITDA na bazie wyceny nominalnej wyniósł na koniec 3Q'15 3,0x.

Konferencja po wynikach za 3Q'15

Cyfrowy Polsat dostrzega naturalne możliwości "zbliżenia" Sferii, NetNet oraz P4 w ramach potencjalnej współpracy przy wykorzystywaniu pasma 800 MHz. Cyfrowy Polsat podtrzymuje plan osiągnięcia poziomu 1 mln klientów pakietu smartDOM na koniec bieżącego roku. Prezes obserwuje "szereg pozytywnych trendów" rynkowych: zbliżający się koniec migracji klientów na taryfy nielimitowane (do 100% bazy w ciągu kilku miesięcy), co przy „ograniczeniu presji cenowej dobrze rokuje”; brak przecen na rynku TV płatnej; dynamiczny rozwój dostępu do Internetu, co pozwala na „zwiększanie przychodów mimo presji cenowej”.

Wirtualna Polska		Kupuj									
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		39,79 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)		1 184,8	
marża EBITDA	12,6%	20,5%		31,8%		36,6%		EV (cena bieżąca)		1 274,2	
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	185,9			25,1		14,8		Zmiana ceny: 1m		-3,3%	
P/CE	62,2	42,3		16,5		11,5		Zmiana ceny: 6m		14,7%	
P/BV	3,5	2,1		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m		24,3%	
EV/EBITDA	61,5	26,2		14,5		11,3		Min (52 tyg.)		32,0	
Dywid (%)	0,0	1,2		0,0		1,0		Max (52 tyg.)		41,2	

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 wyniki za 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.

Wyniki za 3Q'15

Wirtualna Polska w 3Q'15 zaraportowała przychody powyżej naszych oczekiwań i wyniosły one 78,2 mln PLN vs. 76,5 mln PLN oczekiwania (a wyłączając barter wyniosły 68,6 mln PLN vs. 64,3 mln PLN estymacji, prezentując wysoki 34% wzrost). Z drugiej strony, WPH zaraportowało wyższe od oczekiwań koszty usług obcych: 16,9 mln PLN vs. 11,5 mln PLN, z czego tylko 2,1 mln PLN można wyjaśnić barterem. Większe koszty zniwelowały pozytywny wpływ wyższych przychodów stąd skorygowana EBITDA wyniosła 25,1 mln PLN (vs. 25,2 mln PLN nasze estymacje). Wirtualna Polska rozpoznała w kwartale aktualizację wyceny zobowiązania do wykupu udziałów niedających kontroli w wysokości 11,5 mln PLN – sprawa dotyczy prawa do zakupu portalu Domodi w 2019 r. Cash flow operacyjny za okres 3Q'15 prezentuje się dobrze. WPH wygenerowała w 3Q'15 30,5 mln PLN gotówki z dział. operacyjnej (57,6 mln PLN po 9M'15). Zwracamy uwagę na korzystną zmianę na kapitale obrotowym (+4,3 mln PLN), głównie w wyniku spływu należności handlowych.

IT

Asseco Poland				Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		57,99 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-11-16	
		Cena docelowa:		68,00 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	5 898,1	6 231,9	5,7%	7 061,7	13,3%	7 328,8	3,8%	Liczba akcji (mln)	83,0		
EBITDA	875,0	905,1	3,4%	1 033,1	14,1%	1 089,7	5,5%	MC (cena bieżąca)	4 813,2		
marża EBITDA	14,8%	14,5%		14,6%		14,9%		EV (cena bieżąca)	7 397,6		
EBIT	610,5	636,7	4,3%	750,0	17,8%	798,5	6,5%	Free float	68,0%		
Zysk netto	393,9	358,4	-9,0%	356,6	-0,5%	386,5	8,4%				
P/E	12,2	13,4		13,5		12,5		Zmiana ceny: 1m	1,8%		
P/CE	7,3	7,7		7,5		7,1		Zmiana ceny: 6m	-2,8%		
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	8,1%		
EV/EBITDA	8,0	8,1		7,2		6,7		Min (52 tyg.)	50,5		
Dyld (%)	4,2	4,5		5,0		5,2		Max (52 tyg.)	61,9		

Asseco zaraportowało zestaw dobrych wyników za 3Q'15. Spółka matka wykazuje stabilizację dzięki przeprowadzonej w ciągu ostatniego roku redukcji zatrudnienia w segmentach Finanse i Bankowość oraz Administracja Publiczna. Pozostałe spółki z grupy Asseco notują rekordowe wyniki, a w przypadku Formula Systems dodatkowo pomaga aprecjacja USD vs. PLN R/R. W 4Q'15 spółka matka powinna zaskoczyć wysoką dynamiką na linii netto (estymujemy +67% R/R), co rynek powinien odebrać pozytywnie. Uważamy, że obawy o wielkość dywidendy za 2015 r., które powstały po dokonaniu przez Asseco Poland przejęć dwóch spółek: Infovide Matrix oraz portugalskiego Exictos, są nieuzasadnione. Grupa ma ponadprzeciętny potencjał dywidendowy, co biorąc pod uwagę wyższy wzrost wyniku netto w kolejnych latach (6,1% vs. 2,9%) oraz dużo niższe ryzyko inwestycyjne (Beta = 0,4x), czyni ją atrakcyjną pod kątem inwestycyjnym. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Wyniki za 3Q'15

Asseco zaraportowało wyniki za 3Q'15 powyżej konsensusu rynkowego i naszych oczekiwań. Grupa wygenerowała w okresie 1 755 mln PLN ze sprzedaży oraz 200,1 mln PLN zysku operacyjnego (vs. 1 680 mln PLN i 183 mln PLN nasze estymacje). Główną przyczyną różnicy były wyniki rynku zachodnioeuropejskiego oraz wschodnioeuropejskiego. Największe pozytywne zaskoczenie przyniósł rosyjski R-Style Softlab (zysk EBIT segmentu 15,3 mln PLN vs. 0,2 mln PLN estymacje). R-Style w 3Q'15 podpisał ważne umowy z liczącymi rosyjskimi bankami z TOP 6 na rozwiązania e-banking. Z kolei w Europie Zachodniej Asseco odczuło poprawę dzięki (1) dużej umowie na software do obsługi paczkomatów w Hiszpanii, (2) umowie na usługi IT z jednym z wielkich operatorów telekomunikacyjnych, (3) konsolidację wyników Exictosa, (4) sprzedaż sprzętu do międzynarodowych korporacji. Segment zachodnioeuropejski wygenerował 9,0 mln PLN zysku EBIT vs. 6,9 mln PLN nasze oczekiwania. Działalność finansowa i podatek dochodowy były w okresie zgodne z oczekiwaniami. Zysk netto dla jednostki dominującej wyniósł 102 mln PLN vs. 87 mln PLN nasze oczekiwania.

Powodzenie wezwania na Infovide

Asseco Poland w ramach wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji Infovide-Matrix nabyło 12 215 609 akcji, stanowiących ok. 97,91% udziału w kapitale zakładowym.

CD Projekt		Kupuj									
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		23,00 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)	2 227,6		
marża EBITDA	12,3%	9,7%		72,5%		59,3%		EV (cena bieżąca)	1 735,7		
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	150,4	419,0		4,3		12,5		Zmiana ceny: 1m			
P/CE	123,7	260,8		4,3		12,1		Zmiana ceny: 6m			
P/BV	13,1	13,0		3,3		2,6		Zmiana ceny: 12m			
EV/EBITDA	122,2	230,8		2,8		6,8		Min (52 tyg.)			
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)			

Wyniki w 3Q'15 były znacząco poniżej oczekiwań rynkowych na wszystkich liniach rachunku zysków i strat. Naszym zdaniem przyczyną tak dużej różnicy było zrealizowanie dużych wolumenów sprzedaży w akcjach promocyjnych w 3Q'15. Spółka nie ujawniła wolumenów sprzedaży Wiedźmina 3 po 3Q'15. Uważamy, że spółka przekaże dane o ilości sprzedanych sztuk przed okresem świątecznym, co będzie miało mocny efekt marketingowy. Ostatni kwartał w roku, a przede wszystkim listopad i grudzień są najważniejszymi miesiącami na rynku gier komputerowych. Ponadto, wynikiem osiąganym przez CD Projekt powinien pomagać wysoki kurs USDPLN. Podtrzymujemy, że CD Projekt sprzeda przynajmniej 9 mln sztuk kopii Wiedźmina 3 w roku 2015. Zalecamy kupowanie walorów spółki.

Wyniki znacznie poniżej oczekiwań rynkowych

Wyniki CDR w 3Q'15 były poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie przychodów/EBITDA/zysku netto o odpowiednio 15,6%/40,3%/42,3%. 3Q jest sezonowo mało istotnym okresem na rynku gier komputerowych, na którym podmioty generują większość wyniku w 4Q. Pomimo sezonowości, spółka wypracowała rekordowe 40,4 mln PLN w 3Q'15 zysku netto (vs. -2,9 mln PLN w 3Q'14). CD Projekt zaraportował bardzo wysokie przepływy operacyjne na poziomie 131,8 mln PLN w 3Q'15 (vs. -2,7 mln PLN w 3Q'14).

Segment produkcji gier

Sprzedaż segmentu wyniosła 93,7 mln PLN w 3Q'15 (vs. 10 mln PLN w 3Q'14). Spółka rozpoznała w 3Q'15 około 13 mln PLN kosztów produkcji Wiedźmina 3 (po dwóch kwartałach spółka rozpoznała około 75 mln PLN z szacowanych 100 mln PLN całkowitych kosztów produkcji). Spółka nie ujawniła wolumenów sprzedaży Wiedźmina 3 po 3Q'15. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 85% w 3Q'15 i była wyższa o 6p.p. Q/Q (2Q'15 był kwartałem premiery Wiedźmina 3). Koszty SG&A były obciążone przez wydatki na promocję dodatków do Wiedźmina 3 oraz na koszty związane z programem menedżerskim. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -7,1 mln PLN w 3Q'15 vs. 0,1 mln PLN w 3Q'14 i było przede wszystkim obciążone przez rozliczenie programu motywacyjnego dla pracowników. W efekcie EBIT wyniósł 53,6 mln PLN w 3Q'15 (57,2% marży EBIT w 3Q'15). Zysk netto segmentu wyniósł 42,6 mln PLN.

Segment GOG.com

Przychody segmentu wzrosły o 49% R/R do 21 mln PLN w 3Q'15. Na wzrost przychodów wpływ miało poszerzenie oferty o 100 dodatkowych tytułów w 3Q'15 do 1200 pozycji. Ponadto CD Projekt podpisał umowę na dystrybucję gier Bethesda Softworks (m.in. Seria Wolfenstein, trzy części Quake oraz cztery tytuły z serii Elder Scrolls). Marża brutto na sprzedaży była na poziomie 36% w 3Q'15 (płasko R/R). Pomimo wyższych kosztów SG&A w 3Q'15 (-5,6 mln PLN vs. -3,8 mln PLN w 3Q'14), spółka wypracowała 49% R/R wynik na poziomie EBIT (2 mln PLN w 3Q'15). Zysk netto segmentu wyniósł 1,7 mln PLN w 3Q'15 (+74% R/R).

CFO na poziomie zbliżonym do 2Q'14

Spółka wypracowała 131,8 mln PLN przepływów operacyjnych w 3Q'15 (vs. -2,7 mln PLN w 3Q'14), co wynikało głównie z otrzymania należności od dystrybutorów. Pozycja pozostałe zobowiązania, w której rozpoznawane są przede wszystkim przedpremierowe zakupy dodatków powiększyła się do 43,7 mln PLN na koniec 3Q'15 z 20 mln PLN na koniec 2Q'15.

Wywiad z CFO

Pan Piotr Nielubowicz w wywiadzie telefonicznym dla Bloomberg twierdzi, że spółka nie rozpoznała części przychodów w 3Q'15 (około 3% sprzedaży kwartału), które zasilą wynik 4Q'15. Spółka planuje przeznaczyć większość wolnych przepływów pieniężnych na nowe projekty i zapewnienie buforów płynnościowych. Ponadto spółka planuje wprowadzenie planu skupu akcji własnych. Wiceprezes mówi, że CD Projekt opublikuje dane sprzedażowe Wiedźmina 3 niezależnie od okresowych raportów giełdowych. Jednocześnie CFO twierdzi, że sprzedaż gry jest lepsza od oczekiwań spółki. CD Projekt nie chce zostać konsolidatorem polskiego rynku deweloperów gier. Spółka w najbliższych planach ma powiększenie zespołów projektowych do czterech niezależnych jednostek. Strategia spółki na kolejne lata zostanie opublikowana w marcu podczas prezentacji wyników za 2015 rok.

Górnictwo i metale

JSW w trakcie aktualizacji								
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca: 12,53 PLN		Cena docelowa: -		Data ostatniej aktualizacji: 2015-12-03		
(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	7,6%	128,6		Free float
Zysk netto	77,3	-1 079,2		-776,8	-28,0%	-35,2	-95,5%	
P/E	19,0							Zmiana ceny: 1m
P/CE	1,2	6,8		2,7		1,2		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA		4,6		6,4		2,2		Min (52 tyg.)
Dywidenda (%)	20,1	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Spółka porozumiała się z wierzycielami, „kupując” tym samym trochę czasu. Tym niemniej sytuacja na rynku surowców jeszcze się pogarsza, czego błędnie nie zakładaliśmy w naszych prognozach. Nasze dotychczasowe założenia dotyczące cen węgla i koksu na 2016 rok są zbyt optymistyczne. Do czasu aktualizacji prognoz spółki zawieszamy rekomendacje inwestycyjną (w trakcie aktualizacji).

Porozumienie ws. obligacji

Do 30 czerwca 2016 roku JSW i banki mają czas, żeby wynegocjować warunki restrukturyzacji zadłużenia spółki (obligacje). Warunkiem jest wykup przez JSW obligacji za kwotę 15 mln PLN do 18 grudnia br. Jeżeli jednak strony nie dojdą do porozumienia w połowie przyszłego roku, JSW została zobowiązana do wcześniejszego wykupienia części

obligacji od wszystkich instytucji z konsorcjum (PKO BP, BGK, ING BS, PZU FIZ). Ponadto RN JSW zgodziła się na dodatkowe zabezpieczenie obligacji (do kwoty 1,05 mld PLN, tj. 150% wartości obligacji w PLN; 245,6 mln USD, tj. 150% wartości obligacji wyemitowanych w USD) m.in. na nieruchomościach.

Dalszy spadek cen

Pozytywne informacje dotyczące układu z wierzycielami nie mają większego znaczenia w świetle dalszego pogarszania się sytuacji na rynku cen stali oraz węgla koksowego. Cena stali w Europie (*North Europe Domestic Hot Rolled Coil*) w październiku obniżyła się o ponad 7% do zaledwie 318 USD/t. Jest to możliwe dzięki spadkowi cen surowców, tj. rudy żelaza (z dostawą do Qingdao: 41 USD/t) oraz węgla koksowego (spot 75 USD/t).

KGHM w trakcie aktualizacji											
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca:		68,15 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-12-03	
		Cena docelowa:		-							
(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)	13 630,0		
marża EBITDA	24,7%	25,9%		22,8%		24,1%		EV (cena bieżąca)	20 579,3		
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	4,5	5,6		6,3		5,5		Zmiana ceny: 1m	-26,2%		
P/CE	3,0	3,3		3,4		3,0		Zmiana ceny: 6m	-41,5%		
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-42,0%		
EV/EBITDA	2,6	3,4		3,9		3,6		Min (52 tyg.)	68,2		
Dyld (%)	14,4	7,3		6,6		5,1		Max (52 tyg.)	131,0		

Ceny metali dyskontują *hard-landing* gospodarki chińskiej. Codelco obniżyło premie przerobowe dla dostawców chińskich na rok 2016 z 133 do 98 USD/t (w Europie 92 USD/t), co rynki zinterpretowały jako kolejny przejaw słabego popytu. W październiku wartość kredytów udzielonych przez banki chińskie spadła do najniższego poziomu od połowy 2014 roku, co podważa skuteczność luzowania polityki banku centralnego. Nasze optymistyczne założenia dotyczące cen surowców w br. i w 2016 r. nie sprawdziły się, co zmusza nas do aktualizacji prognoz wyników spółki i modelu wyceny. W naszych dotychczasowych prognozach zakładaliśmy, że spadek cen do poziomu w którym znacząca część produkcji jest nierentowna będzie sygnałem dla inwestorów do powrotu na rynek miedzi. Relatywnie niski poziom zapasów również będzie wspomagał ceny metali. Dziś wydaje się, że większe znaczenia ma spadek cen ropy i zamykanie pozycji przez fundusze na wszystkich rynkach surowcowych. Jak daleko od modelu kosztowego może odchylić się rynek pokazują niestety ceny rudy żelaza. Biorąc to pod uwagę do czasu aktualizacji prognoz zawieszamy rekomendację dla akcji spółki.

Na rynku miedzi

Rynek metali przemysłowych nadal znajduje się pod silną presją umacniającego się USD (w oczekiwaniu na grudniową podwyżkę stóp procentowych przez FED) oraz negatywnych informacji z sektora. Newmont ponownie może eksportować miedź ze swojej indonezyjskiej kopalni Nusa Tenggara (ok. 500 tys. ton rocznie – od września był wstrzymany przez rząd). W październiku zapasy miedzi monitorowane przez giełdy pozostawały na niezmienionym poziomie ok. 510 tys. ton, z czego warto zaznaczyć, że w ujęciu miesięcznym zapasy obniżyły się w lokalizacjach azjatyckich (-21 tys. ton), a wzrosły w USA (+13,77 tys. ton). Z kolei inwestorzy finansowi znacząco zwiększyli zakład na dalszy spadek cen metalu. Niekommercyjna pozycja netto na metal na COMEX zmieniła się z -1 do -34 tys. kontraktów. Historycznie największa krótka pozycja netto wystąpiła w lutym i wyniosła -42 tys. sztuk. Przy tak niskich cenach surowców niektóre globalne koncerny wydobywcze (Glencore, Freeport, Anglo American) mogą mieć problem z obsługą zadłużenia. Relacja dług/EV dochodzi do 75%, dług netto/EBITDA'12M 5x.

Zamieszanie z podatkiem od kopalni

Negatywny wpływ na zachowanie się kursu akcji KGHM mają sprzeczne komunikaty dotyczące podatku od wydobywania płaconego przez KGHM. Z jednej strony przedstawiciele PiS (Kowalczyk) zapowiadają, że likwidacja podatku od kopalni to jeden z rozważanych wariantów (drugi to zawieszenie w okresie niskich cen lub zmniejszenie podatku w związku z nowymi inwestycjami), z drugiej – Minister Finansów oznajmia, że w przyszłorocznym budżecie pozostaną wpływy z tego tytułu.

LW Bogdanka

w trakcie aktualizacji

Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca: 41,48 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)	1 410,3
marża EBITDA	39,7%	37,2%		32,5%		31,0%		EV (cena bieżąca)	1 971,7
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		9,2		9,8		Zmiana ceny: 1m	-1,0%
P/CE	2,1	2,1		2,6		2,6		Zmiana ceny: 6m	-48,9%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-61,5%
EV/EBITDA	2,4	2,7		3,3		3,3		Min (52 tyg.)	33,5
Dyld (%)	14,0	14,0		8,4		0,0		Max (52 tyg.)	109,0

Tradycyjnie trudno ocenić jakie zamiary ma nowy Rząd w stosunku do sektora wydobywczego. Z jednej strony deklaracje o konieczności podtrzymanie wydobycia węgla jako strategicznego surowca energetycznego (zmianę stanowiska może wymusić tu deklaracja ze szczytu klimatycznego w Paryżu) mieszają się z wypowiedziami chociażby G. Tobiszewskiego (poseł PiS ze Śląska) o być może koniecznym wyciszeniu niektórych kopalń w latach dekonunktury. Pozytywne z perspektywy producentów węgla jest stopniowe bilansowanie się rynku czemu towarzyszy spadek zapasów.

Rynek węgla w Polsce powoli zmierza ku równowadze

Zgodnie z danymi ARP w październiku sprzedaż węgla wszystkich krajowych kopalni w Polsce wzrosła do 7 mln ton. Stan zapasów na hałdach pod koniec października wyniósł 5,9 mln ton w stosunku do 6,16 mln ton na koniec poprzedzającego miesiąca i 8,98 mln ton w analogicznym okresie poprzedniego roku.

Ceny węgla na rynkach światowych

Toczący się szczyt klimatyczny w Paryżu oraz utrzymujące się wysokie temperatury mają negatywny wpływ na poziom cen węgla energetycznego w Europie. Ceny w portach ARA obniżyły się w ujęciu m/m o 4,8% i wynoszą obecnie zaledwie 49,5 USD/t. Spadek nie dotyczył cen na rynku azjatyckim, które oscylują na poziomie 53,5 USD/t. Spadek cen w Europie – z punktu widzenia ochrony lokalnego rynku przed importem – „osłania” umocnienie USD w stosunku do PLN. W jego efekcie cena złotówkowa tony węgla z ARA obniżyła się m/m tylko o 0,8%.

Umowa na dostawę węgla do Puław

Bogdanka wydłużyła umowę na sprzedaż węgla do Puław do końca 2019 roku (dotychczasowe ustalenia zakładały dostawy do 2017 roku). Tradycyjnie spółka nie podaje szczegółów dotyczących wolumenu i cen – te ustalane są w procesie corocznych negocjacji.

Przemysł

Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce

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

Źródło: GUS

Wyniki 3Q'15

W 3Q'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 3Q'14 (44%), 4Q'14 (44%), 1Q'15 (47%) oraz 2Q'15 (43%). Negatywnym zaskoczeniem 3Q'15 była wysoka proporcja spółek przemysłowych, które zaprezentowały wyniki niższe niż w 3Q'14. W sumie w 3Q'15 aż 47% spółek zaprezentowało wyniki gorsze r/r, a tendencja ta była najwyższa od pierwszej połowy 2013 roku.

Na spadek wyników finansowych wpływ miał spadek wskaźnika wyprzedzającego dla polskiego przemysłu (PMI w IX'15 spadł z 54,5 pkt. do 51,1 pkt. i dopiero w listopadzie podniósł się do 52,2 pkt.). W 3Q'15 spółki przemysłowe musiały zmierzyć się również z 3-4 dniowym spadkiem produkcji związanym z ograniczeniem dostaw energii elektrycznej w sierpniu (5% dni pracujących w okresie kwartału). Kolejnym czynnikiem, jaki negatywnie wpływał na wyniki było dalsze osłabienie się rosyjskiego rubla, co pomniejszało wielkość generowanych wyników na rynku wschodnim oraz zwiększało konkurencję prostych wyrobów importowanych ze wschodu (wyroby stalowe, płyty drewnopochodne). Nie sprzyjało także osłabienie koniunktury w Azji (Chiny), co na pewno miało wpływ na zamówienia z Niemiec, gdzie polski przemysł sprzedaje swoje wyroby. Z punktu widzenia kosztów produkcji wysokie obciążenie mocy produkcyjnych wymusza na producentach zatrudnianie pracowników w ponadwymiarowym czasie, co zwiększa koszty funkcjonowania. Spółki przemysłowe również coraz częściej sygnalizują problemy ze znalezieniem wykwalifikowanej kadry pracowniczej dla obciążenia dodatkowych mocy. Nie bez znaczenia dla wyników w 3Q'15 były również duże wahania cen surowców (np. ropy naftowej i produktów ropopochodnych; spółki spóźniły się z rewidowaniem cenników przy dużej zmienności surowców).

W 1-3Q'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, Relpol, Radpol czy Selenia. Wzrost konkurencji importowanych produktów ze wschodu widoczny był w wynikach Alchemii, Pfeiderer Grajewo. Z kolei brak możliwości eksportu w tym kierunku spowodował drastyczny spadek marży w PKM Duda.

Na silnym USD w 3Q'15 stracił Apator (import za około 30 mln PLN rocznie), Ferro (import półproduktów z Chin), Boryszew (spółka w 2014 roku zdecydowała się na zamianę poddostawców na tureckich, od których towar kupowany jest za USD).

Spadające ceny ropy naftowej negatywnie przełożyły się na wyniki Zamet Industry (spadek popytu na inwestycje w podwodne wydobywanie ropy i gazu), Radpol (nagły spadek cen ropy i produktów petrochemicznych wywołał jeszcze szybszy spadek cen produktów, co pomniejszyło marżę 3Q'15) oraz Ergis Eurofilms (spadek cen produktów petrochemicznych zwiększył apetyt klientów na obniżki cen, co negatywnie przełożyło się na wielkość realizowanej marży).

Bardzo dobre wyniki w 3Q'15 po raz kolejny zanotowały spółki z branży Automotive (ACE, Alumetal, Uniwheels), producenci wyrobów wędliniarskich (Tarczyński). Poza tym dobre wyniki zaprezentowały Berling (fala upałów zwiększyła popyt na aparaturę chłodniczą), BSC Drukarnia (dobry popyt na produkty), Relpol (wyższa sprzedaż i poprawa marży mimo spadku sprzedaży na wschodzie) i Pozbud (mocny wzrost sprzedaży w segmencie usług budowlanych).

Wśród negatywnych zaskoczeń w 3Q'15 wymienilibyśmy Alchemię (duża konkurencja cenowa rur stalowych bez szwów z Rosji i Białorusi), Boryszew (pogłębiająca się strata segmentu Automotive mimo dobrego otoczenia w sektorze), Ergis Eurofilms (duże wahania cen petrochemii i spadek cen produktów), Kopex (słaby rynek, spadek sprzedaży, marży i wzrost zadłużenia), PKM Duda (brak eksportu do Rosji i duża konkurencja na rynku lokalnym), Radpol (spadek cen produktów w rezultacie spadku cen petrochemii), Zamet Industry (spadający popyt z branży Offshore).

Jeszcze gorzej wyniki spółek 3Q'15 wypadają na tle naszych oczekiwań. W 3Q'15 na 47 przedstawionych rezultatów aż 53% podało wyniki, które okazały się gorsze niż zakładaliśmy w prognozach. Wynik ten jest najgorszy od momentu, kiedy prowadzimy nasze statystyki. Również w 3Q'15 jedynie 36% spółek zaprezentowało wyniki, które były lepsze od naszych oczekiwań. Proporcja spółek podająca lepsze od oczekiwań wyniki w 3Q'15 była nieznacznie niższa niż w 2Q'15 (39%) oraz istotnie niższa niż w 1Q'15 (51%).

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 przełoży 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 grudniu wyniósł 52,1 pkt (w XI 52,2 pkt, w X 51,1 pkt, w IX 50,9 pkt). Na lokalne spółki przemysłowe negatywnie będzie wpływało osłabienie się rosyjskiego rubla, co pomniejszyłać 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 obciążenie mocy produkcyjnych wymusza na producentach zatrudnianie pracowników w ponadwymiarowym czasie, co zwiększa koszty funkcjonowania.

Wycena spółek przemysłowych

Indeks cenowy śledzonych przez nas spółek przemysłowych wzrósł od początku roku o 0,6%, podczas gdy w tym samym czasie indeks MSCI Industrials dla Europy wzrósł o 12,8%, a dla świata spadł o 1,4%. Indeks cenowy śledzonych przez nas spółek przemysłowych był również wyraźnie lepszy niż w tym samym czasie wyniosła stopa zwrotu indeksów WIG20 (-18,5%) oraz WIG (-8,6%).

Obecnie śledzone przez nas spółki przemysłowe notowane są ze wskaźnikami (mediana) P/E'15 11,7x (P/E'16 10,6x) oraz EV/EBITDA'15 7,4x (EV/EBITDA'16 6,6x). Poziomy te implikują 22-33% dyskonto do wskaźników indeksów MSCI Industrials dla Europy i dla świata.

W przypadku wskaźnika P/BV obecnie spółki przemysłowe notowane są na poziomie 1,1x na 2015. W przypadku spółek europejskich i światowych poziomy te są o 57-58% wyższe (dyskonto spółek przemysłowych). Wskaźnik P/(BV-goodwill) (*tangible P/BV*) dla polskich spółek przemysłowych znajduje się obecnie na poziomie 1,1x dla 2015 roku.

Wśród naszych faworytów pozostają Berling (kapitał obrotowy + gotówka netto = kapitalizacja; wyraźne odbicie w sprzedaży w 3Q'15), Famur (spółka niezadłużona, szansa na odbicie w długim terminie), Fasing (najtańsza spółka z górniczego zaplecza), Elemental Holding (skuteczny rozwój przez akwizycje), Ergis (nisko wyceniana spółka z potencjałem wzrostu w przyszłości), Libet (konsolidacja nowego zakładu w Grupie, duża beta na inwestycje w infrastrukturze), Kruszwica (dobre marże na tłoczeniu rzepaku w 2H'15, wysoki wypłacany Dyield i możliwość zdjęcia spółki z giełdy), Pozbud (dobre wyniki 1-3Q; 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), Ursus (wysoki portfel zamówień, duża oczekiwana poprawa wyników w 2016 roku).

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 2015 roku 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	32,99	12,1	11,3	11,3	8,0	7,4	7,3	7,0%	7,0%	7,6%	3,2	3,0	2,9	-0,3
Berling	Przeważaj	4,50	11,4	9,0	9,4	5,5	4,4	4,3	6,7%	4,5%	5,6%	1,0	0,9	0,9	-2,9
Libet	Przeważaj	2,05	11,5	13,3	8,6	5,1	5,0	4,2	2,4%	0,0%	2,3%	0,5	0,4	0,4	2,6
Patentus	Przeważaj	0,57	7,6	-	-	4,6	6,4	8,7	0,0%	0,0%	0,0%	0,2	0,2	0,2	4,8
Fasing	Przeważaj	17,30	6,5	4,4	3,8	2,9	2,9	2,8	4,0%	4,6%	5,0%	0,4	0,4	0,4	1,2
Orzeł Biały	Równoważ	6,53	255,8	31,7	26,3	17,9	8,1	8,2	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	0,5	0,5	1,1
PG Odlew	Niedoważaj	5,60	30,5	17,1	24,5	16,5	14,0	12,7	0,0%	0,0%	1,5%	2,7	2,2	1,9	1,3
Selena FM	Równoważ	14,50	15,9	11,9	9,3	5,0	5,8	5,7	1,9%	1,9%	2,5%	0,8	0,8	0,7	1,7
Zamet Industry	Równoważ	1,89	7,0	8,8	10,6	5,0	5,9	6,4	0,0%	0,0%	2,3%	1,4	1,2	1,1	0,7
ES System	Równoważ	3,00	20,7	13,2	14,7	6,9	5,8	5,6	1,7%	11,7%	6,7%	0,8	0,9	0,9	-0,9
Forte	Równoważ	54,95	17,4	15,7	15,4	12,2	11,9	10,8	2,7%	3,6%	1,6%	3,1	2,9	2,5	0,7
Zetkama	Równoważ	92,12	15,3	15,3	13,4	10,4	10,0	9,0	0,0%	0,0%	1,6%	2,4	2,1	2,4	0,1
Apator	Równoważ	32,35	13,5	15,7	14,2	9,5	10,1	8,8	3,4%	3,0%	2,5%	3,8	3,4	3,0	0,9
Mercor	Równoważ	8,39	18,4	14,4	9,2	9,7	9,0	7,7	110,4%	12,2%	9,1%	1,4	1,7	2,0	3,0
Pozbud	Przeważaj	5,60	11,3	10,3	8,7	8,4	7,0	6,6	2,3%	0,0%	3,4%	0,9	0,9	0,8	1,0
Ferro	Równoważ	10,59	9,3	9,2	8,5	8,3	8,5	7,9	9,4%	9,4%	8,7%	2,8	2,7	2,5	2,5
Relpol	Przeważaj	7,52	14,1	9,6	9,4	6,0	5,1	5,1	3,3%	5,1%	6,3%	1,0	1,0	0,9	0,2
Seco Warwick	Przeważaj	21,00	-	12,6	9,5	13,2	5,6	5,6	0,0%	0,0%	3,2%	1,2	1,1	1,0	0,4
Ergis Eurofilms	Przeważaj	4,60	9,7	7,7	7,4	5,9	5,6	4,9	2,2%	3,3%	4,7%	1,2	1,1	1,0	2,4
ZM Ropczyce	Równoważ	20,88	9,5	6,7	7,7	6,3	5,8	5,6	3,1%	3,1%	4,5%	0,5	0,4	0,4	2,6
Amica	Równoważ	169,55	16,8	14,2	11,1	8,3	8,8	7,6	2,1%	1,8%	2,1%	3,0	3,0	2,0	1,2
ACE	Równoważ	14,70	48,5	14,5	15,0	9,0	6,8	7,4	6,8%	1,9%	5,5%	2,3	2,1	2,0	1,0
Izostal	Równoważ	4,68	31,1	22,0	11,6	18,9	13,8	8,1	2,6%	1,5%	2,3%	0,9	0,9	0,9	3,0
BSC Drukarnia	Równoważ	36,70	16,7	11,7	13,2	9,7	7,7	6,9	1,4%	1,6%	3,0%	1,9	1,7	1,5	-0,6
Radpol	Równoważ	6,92	18,6	44,7	26,7	9,6	13,0	11,3	4,0%	4,0%	1,8%	2,0	2,1	2,0	3,8
Hydrotor	Równoważ	38,29	12,8	11,1	10,9	6,6	5,8	5,2	5,2%	5,2%	6,8%	1,1	1,1	1,0	0,0
Duda	Równoważ	5,63	6,9	19,1	11,1	5,6	7,7	6,7	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	0,5	0,5	3,9
ZM Kania	Równoważ	2,70	10,6	9,7	10,0	9,0	7,7	7,4	0,0%	0,0%	0,0%	2,0	1,6	1,4	2,8
Cognor	Równoważ	0,91	10,6	-	3,8	5,3	8,9	5,5	0,0%	0,0%	0,0%	0,4	0,4	0,3	7,9
Kruszwica	Przeważaj	51,30	9,8	11,6	12,1	5,6	6,3	6,2	4,6%	5,1%	5,2%	1,7	1,6	1,5	-1,0
Feerum	Równoważ	20,33	27,9	16,2	10,7	17,7	10,4	6,4	0,0%	1,0%	1,5%	2,0	1,8	1,6	1,1
Ursus	Przeważaj	2,50	7,4	23,9	7,7	7,2	9,2	5,9	0,0%	0,0%	0,0%	1,4	1,0	0,9	3,0
Ceramika NG	Równoważ	1,25	26,1	624,7	103,8	6,5	6,7	5,8	6,4%	8,0%	4,0%	0,3	0,3	0,3	2,8
Oponeo	Równoważ	24,18	83,6	47,5	42,9	29,2	24,6	23,9	0,3%	0,2%	0,6%	5,6	5,1	4,7	-2,3
Koelner	Równoważ	9,60	22,4	15,9	15,7	10,8	8,1	7,5	3,4%	3,4%	3,8%	0,9	0,9	0,9	3,4
Grajewo	Równoważ	25,40	12,2	11,6	10,7	6,9	6,3	5,5	0,0%	0,0%	0,0%	1,9	1,7	1,4	0,2
Lena Lighting	Równoważ	4,18	10,4	10,3	9,1	7,1	6,8	6,5	7,2%	7,2%	5,8%	1,1	1,1	1,0	0,2
Alchemia	Niedoważaj	4,94	64,4	-	-	17,7	40,4	32,7	0,0%	0,0%	0,0%	1,6	1,7	1,7	1,8
Boryszew	Niedoważaj	4,79	10,5	28,4	20,4	8,1	10,3	9,4	0,0%	2,1%	1,2%	1,4	1,4	1,3	3,6
Impexmetal	Równoważ	2,35	4,2	6,0	5,9	5,4	6,0	5,5	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	0,4	0,4	2,4

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Elemental		Akumuluj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		4,20 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)	665,6
marża EBITDA	3,3%	5,3%		5,7%		6,0%		EV (cena bieżąca)	823,4
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	26,6	21,4		18,5		17,3		Zmiana ceny: 1m	-5,6%
P/CE	23,8	17,8		14,1		12,5		Zmiana ceny: 6m	1,9%
P/BV	2,5	2,4		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	31,7%
EV/EBITDA	24,5	16,9		12,4		10,1		Min (52 tyg.)	3,1
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 niskomarżowego 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. Wyniki 3Q'15 były bardzo dobre i zgodne z naszymi oczekiwaniami. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla spółki Elemental Holding.

Wyniki 3Q'15

W 3Q'15 skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 207,9 mln PLN i były o 14,9% niższe od naszych oczekiwań oraz o 4,3% niższe w ujęciu r/r. Niższa od oczekiwań wartość sprzedaży wynikała z obrotu metalami o mniejszym udziale cennych kruszców w asortymencie oraz prawdopodobnie zwiększenia handlu odpadami o niższej wartości kosztem metali o wyższej wartości (np. większa ilość handlowanej stali kosztem miedzi i aluminium). Nie bez znaczenia była również polityka przesunięcia w kierunku obrotu kruszczami o wyższej marży, co sprawiło, że wolumen obrotu metalami był niższy r/r.

Wpływ pozostałej działalności operacyjnej na wynik był śladowy (-0,1 mln PLN). Spółce mimo spadku średnich cen sprzedaży udało się poprawić marżę EBITDA. Ostatecznie wynik EBITDA okazał się o 0,6% wyższy od naszych oczekiwań. Saldo działalności finansowej było również zbliżone do naszych prognoz.

Elemental w 3Q'15 zanotował ujemną stopę podatkową (-2,2 mln PLN). 3Q'15 był również ostatnim kwartałem, kiedy spółka mogła korzystać z optymalizacji podatkowej w ramach spółek komandytowo-akcyjnych. W 3Q'15 Elemental również zanotował stratę przypisaną akcjonariuszom niekontrolującym (-1,1 mln PLN), co wpłynęło na wyższy wynik finansowy netto. Strata akcjonariuszy mniejszościowych wynikała z ujemnego wyniku w spółce na terenie Słowacji, która nie korzysta z żadnej korzystnej tarczy podatkowej, a poprzez to sprzedając asortyment do Polski maksymalizuje zysk osiągany w Polsce. W sumie wynik netto akcjonariuszy dominujących odchylił się in plus od naszych prognoz o 49,7%.

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej wyniósł w 3Q'15 +3,5 mln PLN vs. +6,7 mln PLN w 3Q'14. Dług netto na koniec 3Q'15 sięgnął 74,5 mln PLN vs. 130,7 mln PLN. Spadek zadłużenia to efekt przeprowadzonej w 3Q'15 emisji akcji, która zasilila konto Spółki kwotą 54,0 mln PLN. Realnie bez wpływu nowych środków od akcjonariuszy zadłużenie netto Grupy spadło na przestrzeni 3Q'15 o 2,2 mln PLN.

Famur		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		1,69 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)	813,7
marża EBITDA	32,7%	38,9%		28,2%		29,1%		EV (cena bieżąca)	732,6
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	3,9	8,1		8,9		7,6		Zmiana ceny: 1m	-9,1%
P/CE	2,2	3,2		3,6		3,4		Zmiana ceny: 6m	-42,9%
P/BV	1,1	1,0		1,1		1,2		Zmiana ceny: 12m	-46,5%
EV/EBITDA	1,8	3,0		3,2		2,6		Min (52 tyg.)	1,6
Dyld (%)	0,0	49,7		0,0		4,5		Max (52 tyg.)	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 Famak realizować będzie stacje odzyskania 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. Nie bez znaczenia będzie dostawa zmechanizowanego kompleksu ścianowego do OAO Kopalni Kyrgajaska w Rosji za 18,7 mln EUR (dostawa w IH'16). Mimo spadku wyników po 1-3Q'15 Famur posiada bardzo niskie zadłużenie (dług netto/EBITDA'12m 0,3x), co powoduje, że nawet jeśli słaba koniunktura utrzymywać się będzie przez kilka kwartałów, to ryzyko utraty płynności jest bardzo niskie. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla spółki Famur.

Przejęcie małej spółki z branży

Famur ma wyłączność negocjacyjną na przeprowadzenie połączenia ze spółką Elgór+Zamet i uzgodnienie ramowych parametrów planowanej transakcji. Wartość transakcji nie przekroczy 14 mln PLN i będzie zapłacona częściowo w środkach pieniężnych i w akcjach. Famur oczekuje, że podpisanie finalnej umowy inwestycyjnej, w tym szczegółowe zdefiniowanie struktury transakcji, nastąpi do końca listopada. Elgór+Zamet to producent maszyn górniczych, które jak podano w komunikacie, stanowią uzupełnienie obecnie posiadanego portfela produktów Famuru, w szczególności w obszarze segmentu kompleksów chodnikowych. Spółka jest dostawcą wozów wiercących, wiertnic, spagoladowarek i ładowarek wykorzystywanych w kopalniach węgla kamiennego w Polsce. Wartość przejęcia, to niespełna 2% łącznej kapitalizacji Grupy Famur.

Wyniki 3Q'15

W 3Q'15 skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Famur wyniosły 178,7 mln PLN i były o 24,4% wyższe od naszych prognoz oraz 11,3% wyższe od konsensusu. W 3Q'15 pozytywnie zaskoczyła sprzedaż segmentu kompleksów ścianowych (+40,8% vs. nasze szacunki), co wynikało z modernizacji obudów zmechanizowanych oraz sprzedaży kombajnów ścianowych na eksport (rynek meksykański i rosyjski). Wyższą od oczekiwań sprzedaż zaraportował również segment kompleksów chodnikowych (+15,9% vs. nasze szacunki; wykonanie umów dzierżawy nowych kombajnów chodnikowych oraz eksport kombajnów chodnikowych do Rosji i Meksyku) oraz systemów transportu (+2,7% vs. nasze szacunki; realizacje zleceń na przekładnie

do KWB Turów i Bełchatów, produkcja przenośników zgrzeblowych oraz taśmowych). Wyższe od prognoz rezultaty sprzedażowe uzyskał również przejęty na początku roku Famak (+18,9% vs. oczekiwania; realizacja zleceń układów nawęglania i odzyskania).

Wynik brutto ze sprzedaży 3Q'15 wyniósł 43,2 mln PLN i był o 42% wyższy niż oczekiwaliśmy i tylko 8,4% r/r niższy. W wynikach pozytywnie zaskoczyła rentowność segmentu kompleksów ścianowych (powrót do rentowności na poziomie dwucyfrowym -16%) oraz systemów transportu (powrót do rentowności ponad 20% - 22,9%). Niższą od oczekiwań rentowność osiągnął segment kompleksów chodnikowych (44,1% vs. oczekiwane 53%), co związane jest presją na stawki dzierżawy kombajnów na rynku krajowym.

Saldo pozostałej działalności operacyjnej było negatywnie w 3Q'15 i wyniosło -6,0 mln PLN. Najistotniejszymi pozycjami wśród innych przychodów operacyjnych i kosztów operacyjnych były: rozwiązane rezerwy na ryzyko procesowe oraz na kary i grzywny (łączna kwota 2,8 mln PLN), rozwiązana rezerwa na pozostałe koszty pracownicze (0,8 mln PLN), saldo przychodów z uzysków i kosztów złomowania (-1,2 mln PLN), koszty napraw gwarancyjnych (-1,5 mln PLN), koszty reklamacji, w tym zafakturowanych (-3,0 mln PLN), koszty demontaży kombajnów i likwidacji środków trwałych (-1,3 mln PLN), saldo odpisów na należności (-1,3 mln PLN), korekta kosztów kar, grzywien i odszkodowań (-1,3 mln PLN).

W efekcie wyższych przychodów i rentowności głównych segmentów wynik EBITDA i netto był kilkakrotnie wyższy niż zakładaliśmy w prognozach i oczekiwał konsensus.

Famur w 3Q'15 zanotował pozytywny przepływ gotówki z działalności operacyjnej na poziomie 11,5 mln PLN (71,0 mln PLN w 3Q'14). Na przestrzeni 3Q'15 wartość zapasów wzrosła o 2,1%, należności handlowych o 0,5%, a zobowiązania handlowe spadły o 20,0%. W efekcie wielkość kapitału obrotowego była o 7% wyższa niż na koniec 2Q'15. Dług netto zachowywał się stabilnie osiągając poziom na koniec kwartału 60,7 mln PLN (+14,1 mln PLN vs. poziom z końca 2Q'15). Wskaźnik długu netto do EBITDA'12m wyniósł na koniec 3Q'15 0,3x.

Po 1-3Q'15 nasza całoroczna prognoza wyników wykonana jest w 75% na poziomie sprzedaży, 63% EBITDA oraz 48% wyniku netto.

Nowy kontrakt na rynku rosyjskim

Spółka poinformowała o zawarciu umowy z kontrahentem rosyjskim OOO Polskie Maszyny z siedzibą w Moskwie, której przedmiotem jest dostawa zmechanizowanego kompleksu ścianowego do OAO Kopalni Kyrgajaska w Rosji. Zamówienie

obejmuje m.in. dostawę sekcji obudowy zmechanizowanej, kombajnu ścianowego, kompletnego przenośnika ścianowego i podścianowego wraz z układem przekładkowym oraz szkolenie i kontrolę nad montażem i pracami związanymi z uruchomieniem i wdrożeniem sprzętu do eksploatacji. Wartość Umowy wynosi 18,7 mln EUR, czyli 79,9 mln PLN. Dostawa sprzętu ma nastąpić w I półroczu 2016 roku. Wartość umowy stanowi 10% prognozowanych przez nas przychodów Grupy Famur za 2016 rok.

Kernel		Redukuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		49,70 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)	3 960,3
marża EBITDA	10,4%	9,3%		17,0%		14,8%		EV (cena bieżąca)	4 342,0
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	8,8			9,2		6,8		Zmiana ceny: 1m	-6,9%
P/CE	4,9			5,6		4,3		Zmiana ceny: 6m	29,1%
P/BV	0,7	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	67,1%
EV/EBITDA	4,0	5,2		2,7		3,4		Min (52 tyg.)	26,1
Dyld (%)	0,0	0,0		2,0		3,9		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. Rezultaty 3Q'15 były wyraźnie niższe r/r na poziomie operacyjnym oraz zgodne z oczekiwaniami. Niskie marże w segmencie oleju luzem powinny się utrzymać również na 2Q'16. Podtrzymujemy naszą rekomendację redukcji dla akcji Kernela.

Wyniki 1Q'16 (3Q'15)

W 1Q'16 (3Q'15) przychody ze sprzedaży Grupy Kernel wyniosły 377,7 mln USD i były o 4,5% niższe niż oczekiwaliśmy oraz 34,8% r/r niższe. Sprzedaż Grupy okazała się niższa od oczekiwań w segmentach usług przeładunku zboża (-12,9% vs. nasze szacunki; słabsze wolumeny eksportowe oraz deprecjacja Rubla, co miało przełożenie na niższe obroty przeliczone na USD w porcie w Tamanie), handlu zbożem (-8,8% vs. nasze oczekiwania – niższe średnie realizowane ceny) oraz oleju butelkowanego (-7,2% vs. nasze oczekiwania – niższe średnie realizowane ceny). Wyższe obroty miały miejsce w segmencie produkcji rolnej (+16,4% vs. oczekiwania).

Wynik EBITDA Grupy w 1Q'16 (3Q'15) wyniósł 55,1 mln USD i był o 5,8% wyższy od naszych oczekiwań oraz 31,5% r/r niższy. Niższy od oczekiwań wynik EBITDA miał miejsce w segmencie usług przeładunku zboża (-28,1% vs. nasze oczekiwania – wyraźnie niższy r/r wynik generowany przez

JV Port w Tamanie w Rosji), handlu zbożem (-13,5% vs. nasze oczekiwania – na każdej tonie sprzedawanego zboża Kernel w 1Q'16 zarabiał 11,2 USD/t vs. oczekiwania 13,0 USD/t i 14,5 USD/t w 1Q'15; spadek marży w segmencie to efekt nasilonej konkurencji na Ukrainie ze strony zagranicznych graczy) oraz oleju słonecznikowego luzem (-8,5% vs. nasze oczekiwania – na każdej tonie przerabianego ziarna Kernel w 1Q'16 zarabiał 62,6 USD/t vs. zakładane przez nas 70,0 USD/t oraz 88,8 USD/t w 1Q'15; Efekt spadku marży wynika z niższych wolumenów sprzedaży oraz spadku marży na tłoczeniu słonecznika na Ukrainie). Wyższa od oczekiwań EBITDA miała miejsce praktycznie jedynie w segmencie produkcji rolnej (16,0 mln USD vs. oczekiwane 7,0 mln USD, rewaluacja aktywów związanych z produkcją rolną wyniosła w 1Q'16 +2,1 mln USD vs. -1,7 mln USD w 1Q'15).

Niższa od oczekiwań w 1Q'16 okazała się amortyzacja (o 2,6 mln USD vs. nasze oczekiwania), co spowodowało odchylenie od naszych prognoz (gdyby nie niższa amortyzacja, to wynik operacyjny byłby o 8,8% wyższy niż oczekiwaliśmy, w rzeczywistości był o 16,5% wyższy od naszych oczekiwań). Wpływ działalności finansowej na wyniki był zbliżony do naszych oczekiwań (-11,8 mln USD vs. oczekiwane -12,5 mln USD). W efekcie wynik netto w 1Q'16 wyniósł 23,9 mln USD i był o 17,2% wyższy od naszych oczekiwań (4,4% wyższy jeśli uwzględnimy odchylenie na amortyzacji) oraz 2,0% r/r wyższy.

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 1Q'16 był ujemny i wyniósł -40,5 mln USD (vs. +46,0 mln USD w 1Q'15). Na przestrzeni kwartału spółka zwiększyła istotnie wartość zapasów (o 181 mln USD), co przełożyło się na wyższy o 47,8 q/q dług netto (381,2 mln USD; 1,0xEBITDA, 12m).

Wyniki 1Q'16 naszym zdaniem nie odbiegają znacząco od naszych prognoz. Niskie marże w segmencie oleju luzem powinny się utrzymać również na 2Q'16.

Kęty
Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 290,00 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)	2 738,2
marża EBITDA	14,2%	17,0%		16,2%		16,9%		EV (cena bieżąca)	3 018,3
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	17,5	16,1		14,4		14,7		Zmiana ceny: 1m	4,4%
P/CE	11,5	10,7		9,7		9,5		Zmiana ceny: 6m	-10,8%
P/BV	2,4	2,3		2,2		2,1		Zmiana ceny: 12m	-0,3%
EV/EBITDA	12,9	9,3		9,4		8,7		Min (52 tyg.)	259,0
Dyid (%)	2,1	3,4		5,0		4,5		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 porównywanym 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 zaskoczyć 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.

Kopex		Trzymaj						
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		4,79 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		8,10 PLN		2015-06-03		
(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)
EBITDA	241,4	287,4	19,1%	220,0	-23,4%	221,5	0,7%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	17,3%	20,0%		18,3%		19,1%		EV (cena bieżąca)
EBIT	91,2	135,6	48,6%	75,1	-44,6%	81,9	9,1%	Free float
Zysk netto	67,6	101,3	49,9%	44,2	-56,4%	49,0	10,9%	
P/E	5,3	3,5		8,1		7,3		Zmiana ceny: 1m
P/CE	1,6	1,4		1,9		1,9		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,1	0,1		0,1		0,1		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	3,1	2,5		3,3		3,1		Min (52 tyg.)
Dyld (%)	1,2	0,0		8,4		5,0		Max (52 tyg.)

Wyniki 3Q'15 były bardzo słabe i gorsze od naszych oczekiwań oraz konsensusu. Zarząd Kopex liczy, że w całym 2015 roku spółce uda wypracować się wynik netto zbliżony do zera. Na wyniki naszym zdaniem negatywnie wpłynąć będzie mniejszy udział wysokomarżowego kontraktu dla klienta z Argentyny oraz wzrost konkurencji na rynku krajowym. Na przestrzeni 3Q'15 zaangażowanie w kapitał obrotowy wzrosło o 81,7 mln PLN (głównie przez wzrost zapasów i należności), co spowodowało, że dług netto na koniec 3Q'15 wyniósł 491,3 mln PLN i był o 107,4 mln PLN q/q wyższy (2,7x EBITDA'12M). Celem Zarządu na koniec roku jest utrzymanie tego wskaźnika w okolicach 3,0x. Ryzykiem dla spółki pozostaje zaangażowanie w wysokonakładowy projekt budowy własnej kopalni oraz potencjalna podaż akcji ze strony właściciela głównego konkurenta (TDJ). Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla Grupy Kopex.

Wyniki 3Q'15

W 3Q'15 skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 255,8 mln PLN i były o 4,6% niższe od naszych prognoz oraz 4,9% niższe od konsensusu. Słabiej od oczekiwań pod względem generowanego obrotu wypadły segmenty usług górniczych (-6% vs. nasze oczekiwania oraz -26% r/r) oraz maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (-3% vs. nasze oczekiwania oraz -18% r/r). Wyżej niż oczekiwaliśmy kształtowała się sprzedaż maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych (+20,8% vs. nasze szacunki oraz -41,9% r/r).

Wynik brutto ze sprzedaży wyniósł w 3Q'15 26,3 mln PLN i był o 42% niższy niż oczekiwaliśmy oraz 65% r/r niższy. Słaba rentowność miała miejsce w podstawowych segmentach działalności – maszyny dla górnictwa podziemnego (7,8% vs. oczekiwane 15,0%), usługach górniczych (13,8% vs. oczekiwane 20,0%) oraz urządzeniach elektrycznych i elektronicznych (16,1% vs. oczekiwane 35,0%).

Negatywnie w 3Q'15 na wielkość wyników wpływały wysokie ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej -4,9 mln PLN.

W sumie wynik EBITDA 3Q'15 okazał się o 40,7% niższy od oczekiwań oraz 27,3% niższy od konsensusu. Mimo zapowiedzi Zarządu z pierwszej połowie roku o wykonywaniu w drugiej części roku kontraktów na rynek argentyński oraz rosyjski wyników nie udało się poprawić względem pierwszych dwóch kwartałów. Deterioracja wyniku nawet się pogłębiła.

W 3Q'15 spółka osiągnęła ujemny przepływ gotówki z działalności operacyjnej (-19,8 mln PLN vs. +52,2 mln PLN w 3Q'14). Na przestrzeni kwartału zaangażowanie w kapitał obrotowy wzrosło o 81,7 mln PLN (głównie przez wzrost zapasów i należności). Dług netto na koniec 3Q'15 wyniósł 491,3 mln PLN i był o 107,4 mln PLN q/q wyższy (2,7x EBITDA'12M).

Po 1-3Q'15 nasza całoroczna prognoza wyników wykonana jest w 72% na poziomie przychodów, 55% EBITDA oraz 14% wyniku netto.

Wywiad z Zarządem

Kopex liczy, że wypracuje w całym 2015 roku wynik netto zbliżony do zera, ale dodatni - poinformowała na konferencji Joanna Węgrzyn, dyrektor finansowa spółki. Zdaniem Zarządu sytuacja na rynku pozostaje bardzo trudna. Podpisanie nowych kontraktów może pozytywnie wpłynąć na wyniki. Zarząd będzie dążył, aby wskaźnik dług netto do EBITDA na koniec roku wyniósł około 3. Obecnie Kopex odnotowuje przeterminowane faktury od Kompanii Węglowej, ale okres przeterminowania nie przekracza miesiąca. W przypadku JSW nie ma przeterminowanych należności, spółka spostrzega jednak wzrost należności z faktur spornych. Spółka poinformowała, że udział należności od polskich spółek węglowych w należnościach z tytułu dostaw i usług wynosi około 37% (147 mln PLN), natomiast udział w należnościach ogółem (wraz z leasingiem) około 43% (180 mln PLN). Portfel zamówień Kopeksu na koniec III kwartału wynosił 987 mln PLN, co oznacza spadek o 10% q/q oraz 29% r/r. Zarząd zaznacza jednak, że wartość ta nie uwzględnia nowej umowy na rynku rosyjskim oraz kontraktu z Rafako. Gdyby włączyć je do portfela, to ten byłby o 200 mln PLN wyższy.

Tarczyński
Trzymaj

Analitik: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 13,39 PLN

Cena docelowa: 15,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-03-06

(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)	151,9
marża EBITDA	7,3%	8,5%		7,8%		7,3%		EV (cena bieżąca)	271,9
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	16,3	13,0		10,5		9,9		Zmiana ceny: 1m	0,7%
P/CE	6,1	4,8		4,5		4,5		Zmiana ceny: 6m	-1,8%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	13,0%
EV/EBITDA	7,6	6,8		6,4		6,1		Min (52 tyg.)	11,4
Dywidenda (%)	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 około 5% 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. Wyniki 3Q'15 były bardzo dobre i lepsze od naszych oczekiwań. Naszym zdaniem całoroczny wynik Tarczyński może się zbliżyć do poziomu 526 mln PLN, 51 mln EBITDA oraz 18 mln PLN wyniku netto. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 3Q'15

W 3Q'15 skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Tarczyński wyniosły 144,9 mln PLN i były o 11,6% wyższe od naszych oczekiwań oraz 10,4% wyższe od konsensusu. W 3Q'15 sprzedaż spółki była rekordowa w historii, zarówno pod względem wolumenu (7,9 tys. ton) jak i kwotowej sprzedaży (144,9 mln PLN).

Mimo wyższej od oczekiwań sprzedaży wynik brutto ze sprzedaży był zgodny z oczekiwaniami (-1,2% vs. nasze oczekiwania), a marża brutto ze sprzedaży utrzymywała się na zbliżonym do ubiegłorocznego poziomu. W 3Q'15 na każdym kilogramie produktu Tarczyński zarabiał 4,3 PLN (wynik brutto ze sprzedaży powiększony o amortyzację). Okres nadzwyczaj wysokich marży IH'15 (efekt spadku cen mięsa) minął i obecnie te wróciły do znormalizowanych wartości (porównywalny poziom w 3Q'15 do 3Q'14). Marżowość była również niższa ze względu na sprzedaż dużych ilości produktów grillowych, które są mniej marżowe niż podsuszane.

Wyraźnie niższe od oczekiwań okazały się koszty zarządu i sprzedaży. W sumie te były o 4,0 mln PLN niższe niż zakładaliśmy w prognozach, z czego 1,4 mln PLN odpowiada a za niższe koszty kampanii reklamowej.

W efekcie efektywniejszej konsekwencji kosztowej wynik EBITDA okazał się o 36,3% wyższy od naszych szacunków oraz 43,2% wyższy od konsensusu. Również na poziomie wyniku netto rezultat 3Q'15 był wyższy niż wynikało to z naszych jak i rynkowych prognoz (odpowiednio +76,2% oraz +81,0%).

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 3Q'15 wyniósł +14,4 mln PLN (vs. +30,7 mln PLN w 3Q'14). Dług netto na przestrzeni kwartału spadł o 8,6 mln PLN do poziomu 145,8 mln PLN (2,7x EBITDA'12m). Spółka również w 3Q'15 spłaciła cały faktoring dostawców.

Obecnie ceny mięsa wieprzowego delikatnie zaczęły spadać (sezonowo), co powinno mieć pozytywny wpływ na marżę w 4Q'15.

Podsumowanie spotkania z Zarządem po 1-3Q'15

Zarząd jest zadowolony ze sprzedaży w 4Q'15, która była wspierana przez kampanię reklamową. Przychody w 4Q'15 powinny rosnąć w tempie nie niższym niż miało to miejsce w 3Q'15.

Rentowność na sprzedaży produktów w 4Q'15 wspierają spadające obecnie ceny mięsa i dobra sprzedaż. Na poziomie operacyjnym jednak będzie widoczna kampania reklamowa, której koszt w 4Q'15 sięgnie 4 mln PLN (2,7 mln PLN w 4Q'14). W całym roku koszt kampanii reklamowej wyniesie 10-11 mln PLN wobec 6,3 mln PLN w 2014 roku.

Spółka w najbliższym czasie skupiać się będzie na sprzedaży produktów suchych oraz podsuszanych. Liczy na zwiększenie sprzedaży w strefach przykasowych (sprzedaż impulsywna). W najbliższym czasie spółka skupi się również na wzmocnieniu sprzedaży w kanale tradycyjnym.

Zarząd jest przekonany, że po zakończonej inwestycji Pini Polska w Kutnie skupi się na sprzedaży wędzonek, parówek, salami oraz wędlin surowych i dojrzewających. To może wpłynąć na marżowość typowych zakładów wędliniarskich w Polsce. Potencjał produkcyjny Pini Polska pokrywa się obecnie z asortymentem Tarczyński jedynie w zakresie kiełbasy krakowskiej suchej. Pini Polska w 1-3Q'15 był podmiotem wędliniarskim, który przeznaczył największą część środków na marketing i reklamę w kraju.

UNIWHEELS		Kupuj									
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		119,80 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)	1 495,1		
marża EBITDA	11,3%	12,8%		12,9%		13,3%		EV (cena bieżąca)	1 609,0		
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	21,1	12,6		10,5		9,9		Zmiana ceny: 1m	-1,0%		
P/CE	10,0	7,7		7,2		6,5		Zmiana ceny: 6m	3,4%		
P/BV	3,3	3,4		1,8		1,5		Zmiana ceny: 12m	14,1%		
EV/EBITDA	9,4	8,0		7,2		6,7		Min (52 tyg.)	105,0		
Dyield (%)	2,6	0,0		2,9		3,3		Max (52 tyg.)	129,0		

Producentom kół aluminiowych sprzyja długoterminowy trend zastępowania kół stalowych aluminiowymi (chęć poprawy stylistyki, redukcja wagi). Z drugiej strony zwiększenie średniego rozmiaru felgi (coraz większy udział aut typu SUV, samochodów elektrycznych o większym rozmiarze kół) ogranicza dostępne moce produkcyjne, które już obecnie wykorzystywane są w ponad 95%. Spółka po wyraźnym wzroście wolumenu sprzedaży w 3 ostatnich latach (CAGR 6%) kosztem 87 mln EUR w 2H'16 planuje rozpocząć produkcję w 3-cim zakładzie w Stalowej Woli (moce produkcyjne +24%). Zarząd przy okazji wyników za 3Q'15 podniósł prognozę wzrostu EBITDA w 2015 roku z około 15-20% do 20-22%. Zważywszy na bieżący poziom zadłużenia i wielkość przepływów operacyjnych Zarząd zapowiedział, że będzie rekomendował wypłatę dywidendy na poziomie do 50% zysku netto za 2015 rok (DYield około 5%). Zarząd nie spostrzega negatywnego wpływu spadku koniunktury w Chinach oraz problemów VW na wielkość portfela zamówień. Według estymacji Zarządu nawet jeśli w czarnym scenariuszu zakupy VW z UNIWHEELS do końca 2Q'16 spadną o 7%, to uda się je zastąpić zamówieniami innych koncernów. Udział koncernu Grupy VW w sprzedaży UNIWHEELS spadł w 9M'15 do 30,1% z 36,1% w 9M'14 (sam VW bez Audi 9,9% vs. 11,9% w 9M'14). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Wyniki 3Q'15

W 3Q'15 przychody ze sprzedaży UNIWHEELS wyniosły 103,1 mln EUR i były o 7,1% wyższe od naszych prognoz oraz 1,1% wyższe od konsensusu. Sprzedaż felg w 3Q'15 wyniosła o 1,8 mln sztuk (+4% vs. nasze szacunki oraz -1% r/r), z czego do producentów OEM o 1,5 mln felg (+1% vs. nasze szacunki oraz +3% r/r), a na rynek wtórny o 0,35 mln felg (+21% vs. nasze szacunki oraz -15% r/r). Obłożenie mocy produkcyjnych w 3Q'15 wyniosło 91% wobec 92% w 3Q'14 (niższe obłożenie wynika z planowych wyłączeń produkcji koncernów samochodowych w sierpniu oraz dwutygodniowego przestoju w produkcji zakładów UNIWHEELS w Polsce). Średnie ceny felg w segmencie Aftermarket w 3Q'15 wyniosły 55,1 EUR/felga (na poziomie naszych oczekiwań; +11% r/r; Zarząd oczekuje, że sprzedaż wzrośnie w październiku – głównie ze względu na bardziej sprzyjającą pogodę), a w segmencie OEM – 56,1 EUR/felga

(+3% vs. nasze szacunki oraz +13% r/r). Ciekawym faktem jest, że po raz pierwszy cena felgi do segmentu OEM była wyższa niż na rynku wtórnym, co może oznaczać duży popyt tego klienta na ten asortyment (zwykle ceny felg na Aftermarket są wyższe, gdyż producenci sprzedają je pod własną marką).

EBITDA UNIWHEELS w 3Q'15 wyniosła 13,7 mln EUR i była o 26% wyższa niż oczekiwaliśmy oraz o 7,8% wyższa od konsensusu. Na każdej sprzedanej feldze UNIWHEELS w 3Q'15 zarabiał 7,5 EUR (+38% r/r).

Wynik netto w 3Q'15 wyniósł 8,5 mln EUR (+83% vs. nasze szacunki oraz +25% vs. konsensus).

Po 9M'15 nasza całoroczna prognoza wyników wykonana jest w 80% na poziomie sprzedaży, 80% EBITDA oraz 84% wyniku netto. Przy takim wykonaniu widzimy potencjał do podniesienia prognozy na bieżący rok.

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej wyniósł w 3Q'15 +7,0 mln EUR vs. +2,4 mln EUR w 3Q'14. Dług netto na koniec 3Q'15 wyniósł 25,3 mln EUR (0,5x EBITDA'12M), co oznacza wzrost o 9,5 mln EUR na przestrzeni kwartału (efekt pierwszych poniesionych wydatków na nowy zakład w Stalowej Woli).

Zarząd przy okazji wyników za 3Q'15 podniósł prognozę wzrostu wyniku EBITDA w 2015 roku z około 15-20% do 20-22%. Zarząd zakłada również, że wzrost wolumenu sprzedaży w 2015 roku wyniesie 7-8% r/r. Zważywszy na bieżący poziom zadłużenia i wielkość przepływów operacyjnych Zarząd zapowiedział, że będzie rekomendował wypłatę dywidendy na poziomie do 50% zysku netto za 2014 rok (DYield około 5%). Obecnie nie ma również żadnych opóźnień w budowie nowego zakładu w Stalowej Woli. Zarząd nie spostrzega również negatywnego efektu spadku koniunktury w Chinach oraz problemów VW na wielkość portfela zamówień. Spółka jego zdaniem obecnie pokłada jak największe starania, aby przy wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych dostarczyć wszystkie zamówione felgi. Według estymacji Zarządu nawet jeśli w czarnym scenariuszu zakupy VW z UNIWHEELS do końca 2Q'16 spadną o 7%, to uda się je zastąpić zamówieniami innych koncernów. Udział koncernu Grupy VW w sprzedaży UNIWHEELS spadł w 9M'15 do 30,1% z 36,1% w 9M'14 (sam VW bez Audi 9,9% vs. 11,9% w 9M'14).

Vistal
Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		10,36 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)		147,2	
marża EBITDA	12,1%	12,3%		12,5%		13,1%		EV (cena bieżąca)		293,6	
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	7,2	12,0		8,4		6,2		Zmiana ceny: 1m		-6,5%	
P/CE	4,7	5,9		4,4		3,7		Zmiana ceny: 6m		-22,4%	
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m		-7,4%	
EV/EBITDA	7,8	8,3		7,0		5,9		Min (52 tyg.)		8,7	
Dyld (%)	0,0	0,0		2,9		3,6		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. 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 3Q'15 wyniósł 271,3 mln PLN i był o 25% r/r wyższy. Wyniki 3Q'15 okazały się słabsze od oczekiwań, w rezultacie niższej rentowności segmentu infrastruktury. Dobrą informacją jest spadek zapotrzebowania na kapitał pracujący oraz obniżenie zadłużenia. W 4Q'15 spółka rozpoczyna realizację kontraktu dla branży Offshore na kwotę 75 mln PLN, co powinno wspierać wyniki Grupy w kolejnych 3-4 kwartałach. Również w najbliższym czasie można oczekiwać podpisania kolejnych kontraktów w zakresie infrastruktury. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Wyniki 3Q'15

W 3Q'15 skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 101,4 mln PLN i były o 6,1% wyższe od naszych prognoz oraz 73,8% r/r wyższe. W 3Q'15 pozytywnie zaskoczyła sprzedaż segmentu Marine&Offshore oraz infrastruktury (o odpowiednio 59,3% oraz 13,6% vs. nasze oczekiwania). Niższa natomiast była realizacja zleceń w segmencie budownictwa kubaturowego (-59,1% vs. oczekiwania; spółka w tym segmencie na koniec IH'15 posiadała zamówienia na 65 mln PLN, co prawdopodobnie zostanie zrealizowane w kolejnych kwartałach).

Wynik brutto ze sprzedaży wyniósł w 3Q'15 13,6 mln PLN i był o 11,0% niższy od oczekiwań, co wynikało z gorszego od spodziewanego rezultatu segmentu budownictwa (o 46% vs. nasze oczekiwania; wynik niższej sprzedaży, ponieważ rentowność segmentu była wyższa od oczekiwań) oraz segmentu infrastruktury (-27,0% vs. oczekiwania – spadek rentowności brutto ze sprzedaży w 3Q'15 z 18,6% do 9,6% w 3Q'15).

Koszty sprzedaży i Zarządu były o 8,5% niższe niż oczekiwaaliśmy. Mimo wzrostu sprzedaży o ponad 30% r/r te wzrosły w 3Q'15 o 3,8% r/r.

W efekcie niższego wyniku brutto ze sprzedaży (efekt niższej rentowności w segmencie infrastruktury) w 3Q'15 wynik EBITDA Grupy wyniósł 9,2 mln PLN i był o 8,1% niższy od oczekiwań oraz 5,0% r/r niższy.

Wyższe o 0,6 mln PLN okazało się saldo działalności finansowej oraz wielkość zapłaconego podatku CIT (stopa 28% vs. oczekiwana 19%). W rezultacie wynik netto wyniósł 1,3 mln PLN i był o 47,4% niższy niż oczekiwaaliśmy oraz 26,5% r/r niższy.

Zgodnie z zapowiedziami Zarządu z poprzednich wyników spółka w 3Q'15 odwróciła 27,2 mln PLN ujemnego przepływu gotówki z działalności operacyjnej i w efekcie dług netto na koniec 3Q'15 obniżył się o 17,2 mln PLN względem końca IH'15 (dług netto/EBITDA'12m 4,8x).

Wyniki 3Q'15 okazały się słabsze od oczekiwań, w rezultacie niższej rentowności segmentu infrastruktury. Dobrą informacją jest spadek zapotrzebowania na kapitał pracujący oraz obniżenie zadłużenia. W 4Q'15 Spółka rozpoczyna realizację kontraktu dla branży Offshore na kwotę 75 mln PLN, co powinno wspierać wyniki Grupy w kolejnych 3-4 kwartałach.

Po 1+3Q'15 nasze całoroczne prognozy wykonane są w 90% na poziomie sprzedaży, 85% EBITDA oraz 77% wyniku netto.

Nowa umowa z rynku Offshore

Spółka Vistal Gdynia poinformowała o podpisaniu umowy ramowej pomiędzy spółką a firmą AIBEL AS z siedzibą w Norwegii. Na mocy umowy strony zobowiązały się do podjęcia współpracy polegającej na wytwarzaniu przez Vistal konstrukcji stalowych dla branży offshore. Szacowana wartość umowy wynosi 15 mln PLN netto. Umowa została zawarta na czas określony do 1 października 2018 roku z możliwością przedłużenia. Umowa długoterminowa, wartość przypadająca na 2016 rok nie będzie w tym przypadku znacząca dla spółki.

Umowa za 26 mln PLN na budowę mostu w Sztokholmie

Zarząd Vistal Gdynia poinformował o podpisaniu umowy pomiędzy HOCHTIEF a spółką na wykonanie i montaż konstrukcji stalowej obiektów mostowych w Sztokholmie. Wartość Umowy wynosi 25,6 mln PLN. Umowa stanowi 7,3% prognozowanych skonsolidowanych przychodów za 2016 rok.

Budownictwo

Budownictwo

Potrzeba większych nakładów na inwestycje drogowe

Według Jerzego Szmita, wiceministra infrastruktury odpowiedzialnego za sektor drogowy, planowana kwota 107 mld PLN nie wystarczy na zbudowanie odcinków dróg objętych Programem Budowy Dróg Krajowych na lata 2014-23, z perspektywą do 2025 r. Nowy rząd chciałby dodać do Programu kilka inwestycji, by powstająca sieć była spójna. Rząd szacuje, że na realizację programu potrzeba będzie nawet 200 mld PLN. Elementem gromadzenia funduszy na budowę dróg ma być rozbudowa systemu opłat za korzystanie z nich.

Elektrotim

Wyniki 3Q'15

Elektrotim zaraportował w 3Q'15 przychody: 97,0 mln PLN (+114% r/r), EBIT: 6,8 mln PLN (vs. 0,3 mln PLN w 3Q'14) oraz zysk netto: 5,6 mln PLN (vs. 0,2 mln PLN w 3Q'14). CFO za 3Q'15 wyniósł +15,5 mln PLN vs. 6,0 mln PLN w 3Q'14. Na koniec września Elektrotim dysponował 25 mln PLN gotówki netto vs. 13 mln PLN we wrześniu 2014 r. Portfel zamówień osiągnął 292 mln PLN i był o 11% wyższy r/r. Wyniki spółki za 9M'15 oceniamy bardzo dobrze. Nie widać w nich istotnych zdarzeń o jednorazowym charakterze. Uważamy, że spółka jest na dobrej drodze, by zrealizować naszą całoroczną prognozę zysku netto w wysokości 15,2 mln PLN, która jest po 9 miesiącach wykonana w 48% (czwarty kwartał jest zdecydowanie najsilniejszym kwartałem Elektrotimu). Po 9 miesiącach zdolność dywidendowa Elektrotimu (mierzona jako jednostkowy zysk netto oraz jednostkowe kapitały rezerwowe) wynosi 8,3 mln PLN. Uważamy, że wypracowany w tym roku zysk i cash flow pozwalają spółce na wypłatę wyższej dywidendy niż zakładane przez nas 0,90 PLN/akcję.

Komentarz po wynikach 3Q'15

Andrzej Diakun, Prezes Elektrotimu, spodziewa się rekordowych wyników finansowych w 2015 r. Zwraca uwagę, że historycznie czwarty kwartał stanowił około 36% rocznych przychodów spółki. Na wyniki w 4Q'15 mogą mieć wpływ rozwiązane rezerwy i odwrócone odpisy aktualizujące. Spółka liczy na utrzymanie znacznych zamówień z sektorów energetycznego, ochrony środowiska i wojska. Prowadzone są rozmowy z kilkoma podmiotami na temat akwizycji. Ewentualne decyzje zapadną na przełomie I i II kwartału. W przyszłym roku Elektrotim liczy na wyniki porównywalne z osiągniętymi w 2015 r.

Kontrakt na 12,4 mln PLN

Elektrotim zawarł w dniu 06.11.2015r. umowę z KGHM ZANAM S.A. dotyczącą odtworzenia podstawowych zespołów prostownikowych ZP-1, ZP-3, ZP-4, ZP-6, wraz z transformatorami, na Wydziale Elektorafinacji Miedzi w Hucie Miedzi "Legnica". Wartość kontraktu: 12,4 mln PLN netto. Termin końcowy wykonania umowy to 28.02.2018 r.

Kontrakt na 7,6 mln PLN

Zeus S.A. (spółka zależna z Grupy Kapitałowej Elektrotim) zawarła umowę z Rejonowym Zarządem Infrastruktury w Szczecinie na projekt i wykonanie rozbudowy budynku wartowni nr 13 przy ulicy Połczyńskiej 32 w Świdwinie. Wartość przedmiotu umowy to wynagrodzenie netto 7,6 mln PLN.

Kontrakt na 5,5 mln PLN

Elektrotim zawarł umowę ze Strabag Infrastruktura Południe na wykonanie robót budowlanych i usług podwykonawczych w zakresie realizacji pełnej infrastruktury podziemnej, m.in.: sieci kanalizacji sanitarnej, przepompowni, sieci SN i nn i oświetlenia ulicznego, w ramach inwestycji o nazwie: "Budowa ul. Wojanowskiej i drogi w ciągu Al. Stabłowickiej we Wrocławiu". Wartość przedmiotu umowy: 5,5 mln PLN netto. Termin wykonania nie później niż do dnia 25.10.2016 r.

Kontrakt na 1,4 mln PLN

Elektrotim zawarł z TAURON Dystrybucja S.A. umowę na wykonanie zadania pn.: "R-Graby - modernizacja zespołów kompensacji prądów ziemnozwarciowych oraz budowa mis olejowych na stanowiskach transformatorów mocy i stanowiskach zespołów kompensacji prądów ziemnozwarciowych stacji" w trybie zaprojektuj i wybuduj. Wartość umowy to wynagrodzenie netto w wysokości 1,4 mln PLN. Termin realizacji: 13.07.2016 r.

List intencyjny o wartości 9,5 mln PLN

Elektrotim otrzymał od spółki Nestle Polska S.A. List Intencyjny ws. zaprojektowania instalacji elektrycznych oraz wykonawstwa instalacji silno- i słaboprądowych, faza 3 i 4, na terenie budowy fabryki karmy dla zwierząt Nestle Purina w Nowej Wsi Wrocławskiej. Zaakceptowana oferta cenowa za wykonanie robót wynosi 9,5 mln PLN netto.

Herkules

3Q'15: Rewelacyjny wynik w podstawowym segmencie

Herkules zaraportował w 3Q'15 przychody: 48,4 mln PLN (+52% r/r), EBITDA: 17,6 mln PLN (+92% r/r), ZN: 8,8 mln PLN (+202% r/r), znacząco przekraczając nasze oczekiwania. Za tak dobre wyniki odpowiada segment wynajmu dźwigów i żurawi, który wypracował 68% skonsolidowanych przychodów i 91% zysku brutto ze sprzedaży. Marża brutto ze sprzedaży segmentu wzrosła do 44% z 30% w 3Q roku ubiegłego. Tak wysokiej rentowności Herkules nie osiągał od 2009 r. W 3Q'15 wyjątkowo dobrą rentowność osiągnęły dźwigi hydrauliczne, gąsiennicowe oraz usługi spółki zależnej Viatron (prawdopodobnie nie do powtórzenia w Q4'15). Zaskakująco wysokie okazały się koszty SG&A, które wzrosły o 133% r/r do 4,0 mln PLN (częściowo o jednorazowym charakterze). Ich wzrost nie miał jednak kluczowego znaczenia dla ostatecznego obrazu wyników. Dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (+0,9 mln PLN) oraz koszty finansowe netto (-1,0 mln PLN) nie różniły się istotnie od tego co spółka raportowała w poprzednich kwartałach. Wysoki wynik finansowy został wsparty silnym CFO (+13,1 mln PLN w 3Q'15). Dług netto Herkulesa spadł o 8% q/q do 94 mln PLN, a wskaźnik dług netto EBITDA do 2,0x vs. 2,7x w 2Q'15, vs. 3,8x w 3Q'14. Po 9M'15 nasza całoroczna prognoza wyników Herkulesa jest wykonana w 82% na EBITDA i 89% na ZN.

Korzystny wyrok ws. sporu ze Strabagem

Sąd Apelacyjny w Warszawie oddalił w całości apelację złożoną przez Strabag i zasądził na rzecz Herkulesa zwrot kosztów postępowania apelacyjnego. Wyrok jest prawomocny. Wyrok pierwszej instancji nakazujący spółce Strabag zapłatę na rzecz Herkulesa wynagrodzenia w kwocie 1,28 mln PLN za roboty budowlane wykonane żurawiami gąsiennicowymi wraz z odsetkami od dnia 26 lutego 2013 r. został utrzymany w mocy. W związku korzystnym wyrokiem sądu Herkules dokona rozwiązania, w IV kwartale 2015 roku, utworzonego odpisu w kwocie 1,28 mln PLN.

Torpol

3Q'15: Silne pozytywne zaskoczenie

Torpol zaprezentował w 3Q'15 wyjątkowo dobre wyniki finansowe, przebijając nie tylko nasze oczekiwania na 3Q'15, ale również prognozy na cały 2015 r. Spółka odnotowała wzrost przychodów ze sprzedaży o 117% r/r do rekordowych 398,9 mln PLN, prezentując przy tym najwyższą od siedmiu kwartałów marżę brutto ze sprzedaży: 7,9%. Poziom marży jest o tyle zaskakujący, że jeszcze w sprawozdaniu za 1H'15 Torpol informował o średniej rentowności portfela zamówień na poziomie 5,8%. Obecnie spółka informuje, że portfel zamówień Grupy wynosi 0,9 mld PLN, a jego średnia rentowność kształtuje się na poziomie 6,6%. Koszty SG&A wzrosły w 3Q'15 o 53% r/r do 6,6 mln PLN. Mimo rekordowego wzrostu, koszty SG&A wciąż znajdują się na niskim poziomie względem przychodów ze sprzedaży (ok. 2%). W wynikach brak zaskoczeń na poziomie pozostałej działalności operacyjnej i działalności finansowej. Zysk netto Torpolu wyniósł 19,3 mln PLN (+190% r/r), a po 9M'15 26,6 mln PLN (+131% r/r). W samym 3Q'15 spółka osiągnęła dodatni cash flow z działalności operacyjnej (+28 mln PLN). W skali całego roku operacyjne przepływy pieniężne są, zgodnie z oczekiwaniami, ujemne (-89 mln PLN). Gotówka netto wyniosła na koniec września 2015 r. 9 mln PLN. W bilansie pozytywne wrażenie robi silnie ujemne saldo wyceny kontraktów budowlanych (-46 mln PLN).

Komentarz zarządu po wynikach

Backlog Torpolu gwarantuje realizację zamówień o wartości ok. 0,5 mld PLN w 2016 r., a spółka liczy, że nowe kontrakty przełożą się na przychody w II połowie przyszłego roku. Spółka liczy na dodatnie przepływy operacyjne w 2016 r. Operacyjne przepływy pieniężne mogą się delikatnie poprawić do końca roku, jednak nie będzie to duża zmiana. Zarząd zwraca uwagę, że nowe kontrakty ogłaszane przez PKP PLK przewidują zaliczkowanie do 10 proc. wartości kontraktu.

Opinia zarządu Torpolu o cenie w wezwaniu

Cena w ogłoszonym przez spółkę zaleźną Marvipolu wezwaniu na akcje Torpolu (11,80 PLN) nie odpowiada ich wartości godziwej - uważa zarząd Torpolu. Jego zdaniem, wartość dodana związana z pozyskaniem inwestora będzie dla Torpolu relatywnie niska, gdyż Marvipol nie prowadzi działalności w sektorze budowlanym. Ponadto Zarząd zwraca uwagę na dwie ostatnie rekomendacje dla Torpolu z cenami docelowymi na poziomie 14,80 PLN oraz 14,00 PLN oraz sporządzoną przez Deloitte opinię stwierdzającą, że proponowana przez wzywającego cena jest niższa od ceny godziwej. Jednocześnie zarząd spółki pozytywnie ocenia współpracę z aktualnym dominującym akcjonariuszem spółki, tj. kontrolowaną przez Skarb Państwa spółką Towarzystwo Finansowe Silesia.

Podniesienie ceny w wezwaniu na akcje Torpolu

Projekt 03, spółka zależna Marvipolu, podniosła cenę w wezwaniu na akcje Torpolu do 12,1 PLN z 11,8 PLN za sztukę. Projekt 03 wezwał do sprzedaży 7,58 mln akcji Torpolu, stanowiących 33 proc. kapitału zakładowego spółki.

Brak zapisów w wezwaniu na akcje Torpolu

W wezwaniu Projektu 03 (spółka zależna od Marvipolu) na akcje Torpolu nie złożono żadnego zapisu.

Przejęcie spółki z sektora oil & gas

Torpol przejął spółkę Dimark Oil&Gas, która zajmuje się projektowaniem, produkcją i montażem instalacji do uzdatniania ropy naftowej i gazu ziemnego. Torpol widzi szansę na wzrost skali działalności przejętej spółki dzięki

dokapitalizowaniu oraz na synergii na rynku norweskim. Dzięki wsparciu Torpolu spółka ma uczestniczyć w dużo większych projektach, na których marża jest wyższa niż na rynku budowlanym.

Trakcja

Wyniki 3Q'15

Wyniki Trakcji za 3Q'15 były o 8% lepsze od konsensusu na EBITDA (31,8 mln PLN) oraz 9% lepsze na ZN (19,8 mln PLN). Po 9M'15 spółka realizuje 73% naszej całorocznej prognozy na EBITDA i 74% na ZN. Przychody ze sprzedaży Trakcji spadły o 28% r/r do 332 mln PLN, co jest poziomem o 8% niższym od rynkowego konsensusu. Spadek obrotów w Trakcji utrzymuje się już drugi kwartał z rzędu i powinien utrzymać się również w ostatnim kwartale 2015 r. Spadek przychodów nie wpływa negatywnie na marżę Trakcji. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła w 3Q'15 10,9%, utrzymując się na ubiegłorocznym poziomie. Po 9M'15 marża brutto ze sprzedaży wyniosła 11,2% vs. 9,5% po 9M'14. Koszty SG&A znacznie spadły w trakcie 3Q'15 do 12,0 mln PLN (-29% r/r, -40% q/q). Spadek kosztów administracyjnych był przez spółkę zapowiadany, lecz jego skala i tak jest dla nas pozytywnym zaskoczeniem. W ciągu ostatnich trzech lat Trakcja nie miała kwartału o tak niskich kosztach SG&A. Koszty finansowe netto spadły do 1,3 mln PLN vs. 4,7 mln PLN w 3Q'14. Silny spadek kosztów finansowych jest trendem obserwowanym od początku 2015 r., co ma związek z redukcją zadłużenia spółki. Dług netto wyniósł na koniec września 2015 r. 38 mln PLN vs. 169 mln PLN na koniec września 2014 r. W samym 3Q'15 cash flow z działalności operacyjnej wyniósł +115 mln PLN.

Portfel zamówień Trakcji

Portfel zamówień wyniósł na 30.09.2015 1,27 mld PLN. Spółka informuje, że po dniu bilansowym zostały podpisane kontrakty budowlane o łącznej wartości 0,71 mld PLN. Łącznie od początku roku spółki z Grupy Trakcji podpisały kontrakty budowlane o wartości 1,74 mld PLN.

Komentarz zarządu po wynikach

Większość, ok. 70 proc. backlogu Trakcji przypada na 2016 r. Kontrakty drogowe będą fakturowane głównie w 2017 r. - poinformował prezes spółki Jarosław Tomaszewski. Spółka miała 30 września w portfelu zamówienia o wartości 1,266 mld PLN, a od tej daty podpisała umowy na 715 mln PLN. W strukturze portfela zamówień Grupy ok. 1,1 mld PLN stanowią kontrakty z rynku kolejowego, natomiast ok. 890 mln PLN z rynku drogowego. Trakcja jest w prekwalifikacjach przetargów o łącznej wartości ok. 15 mld PLN.

Kontrakty na 70 mln PLN

Trakcja informuje, że w okresie od 5 października br. do 17 listopada zawarła z PKP PLK nowe umowy o wartości 70,1 mln PLN. Największym kontraktem jest umowa zawarta 17 listopada na zaprojektowanie i budowę urządzeń teletechniki i systemów IT na dworcu Łódź Fabryczna o wartości 35,9 mln PLN netto. Termin realizacji powyższego kontraktu to 15 lipca 2016 r.

Ulma

Wyniki 3Q'15

W wynikach Ulmy za 3Q'15 wciąż nie widać odbicia. Przychody ze sprzedaży szósty kwartał z rzędu znajdują się w trendzie spadkowym (w ujęciu r/r). Marże uległy w tym roku poprawie, niemniej wciąż daleko im do poziomu sprzed 2013 r. Po 9M'15 Ulma wypracowała 44,2 mln PLN EBITDA i 1,6 mln PLN zysku netto. Nasza całoroczna prognoza, zakładająca 82 mln PLN EBITDA i 8 mln PLN zysku netto jest

raczej poza zasięgiem spółki. Wyniki potwierdzają, że bez silnego ożywienia w infrastrukturze drogowej spółce trudno będzie wypracować atrakcyjne zyski. W 3Q'15 Ulma wypracowała: przychody 45,5 mln PLN (-3% r/r), EBITDA 13,7 mln PLN (-17% r/r) oraz zysk netto w wysokości 1,5 mln PLN (vs. 0,2 mln PLN w 3Q'14). Spadek sprzedaży odnotował segment "sprzedaż materiałów budowlanych". Wynajem systemów szalunkowych i rusztowań szczególnie na rynku polskim ukształtował się na poziomie zbliżonym do roku poprzedniego. Za spadek wyniku EBITDA odpowiada (oprócz spadku przychodów) trudna sytuacja rynkowa i silna konkurencja w Kazachstanie. Pozytywną stroną wyników Ulmy za 3Q'15 jest cash flow. CFO za 3Q'15 wyniósł 30,1 mln PLN (+93% r/r). Gotówka netto (po skorygowaniu w górę o kwotę pożyczek udzielonych w 3Q) wynosi 58 mln PLN vs. 6 mln PLN na koniec września 2014 r.

ZUE

3Q'15: Wyniki bez zaskoczeń

ZUE zaraportowało w 3Q'15 przychody: 175,9 mln PLN (-0,4% r/r), EBITDA: 7,9 mln PLN (+38% r/r), ZN: 4,0 mln PLN (+86% r/r). Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 7,5%, co jest poziomem zbliżonym do osiągniętego w pierwszej połowie 2015 r. oraz wyraźnie wyższym r/r. Koszty SG&A równe 6,1 mln PLN były o 53% wyższe r/r, co wynika z przejścia spółki Railway gft. relatywnie wysokie okazały się koszty pozostałej działalności operacyjnej (-1,6 mln PLN netto). Bez zaskoczeń na poziomie działalności finansowej i

podatku dochodowego. W 3Q'15 ZUE zaprezentowało słaby cash flow z działalności operacyjnej w wysokości -14 mln PLN (-51 mln PLN w 9M'15). Dług netto na koniec września 2015 r. wyniósł 5 mln PLN vs. 23 mln PLN gotówki netto na koniec września 2014 r. Pogorszenie pozycji gotówkowej wynika z zaangażowania znacznych środków w kapitał obrotowy spółki Railway gft oraz kontrakt tramwajowy w Szczecinie. Spodziewamy się, że w 4Q'15 cash flow i pozycja gotówkowa ZUE ulegnie wyraźnej poprawie w związku z zakończeniem szczecińskiego kontraktu. Wyniki finansowe ZUE oceniamy neutralnie. Po 9M'15 spółka wykonała naszą całoroczną prognozę EBITDA (24,3 mln PLN) w 73% oraz prognozę zysku netto (11,9 mln PLN) w 59%. Prognozę uważamy za aktualną.

Zarząd ZUE o backlogu i cash flow

Portfel zamówień ZUE wynosi obecnie ok. 700 mln PLN, z którego większość przypada na 2016 r. - podała spółka. Szacunkowa wartość przetargów, w których grupa uczestniczy, wynosi ok. 8,5 mld PLN. W backlogu największą część stanowią przetargi kolejowe, na drugim miejscu jest energetyka, a najmniej jest zamówień z rynku miejskiego - powiedział Wiesław Nowak, prezes ZUE. Większość portfela przypada na 2016 r. Na 2017 r. przejdzie część zamówień w energetyce" - dodał. Spółka wskazuje, że realizowany obecnie kontrakt w Szczecinie jest finansowany ze środków własnych. Jeszcze w tym miesiącu ZUE liczy na płatność faktury na ok. 130 mln PLN brutto w związku z tym kontraktem. Na koniec roku w przepływach finansowych będzie szczyt.

Budimex
Akumuluj

Analityk: Piotr Zybala

Cena bieżąca: 208,70 PLN

Cena docelowa: 225,10 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-11-04

(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)	5 328,1
marża EBITDA	7,6%	5,5%		5,4%		6,2%		EV (cena bieżąca)	3 462,3
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	17,7	27,8		25,0		17,6		Zmiana ceny: 1m	-1,1%
P/CE	16,2	24,8		22,7		16,5		Zmiana ceny: 6m	18,9%
P/BV	8,5	10,3		9,2		8,0		Zmiana ceny: 12m	51,2%
EV/EBITDA	10,3	13,2		12,5		9,5		Min (52 tyg.)	133,5
Dywidenda (%)	2,1	5,7		2,9		4,0		Max (52 tyg.)	218,0

Listopad minął bez ważniejszych informacji z samej spółki. Ciekawe są natomiast pierwsze wypowiedzi nowego Rządu ws. planów inwestycji w infrastrukturę drogową. W niedawnym wywiadzie wiceminister infrastruktury stwierdził, że na realizację zaplanowanych odcinków dróg ekspresowych i autostrad potrzeba około 200 mld PLN, a nie jak wskazywał poprzedni rząd 107 mld PLN. Jednocześnie nowy Rząd zapowiada dopisanie kolejnych odcinków dróg do programu. Niezależnie od realności tych planów, pierwsze zapowiedzi działań Rządu wyglądają obiecująco z punktu widzenia Budimeksu. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Aneks do kontraktu w Turowie

PGE GiEK podpisało z konsorcjum, w skład którego wchodzi Budimex, aneks do umowy na zaprojektowanie i budowę bloku energetycznego w Elektrowni Turów. Aneks zwiększa wartość umowy o 280 mln PLN (z czego 25 proc. przypada na Budimex) i przedłuża termin zakończenia budowy o 9 miesięcy.

Elektrobudowa								Kupuj	
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		141,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:			2015-12-03
		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)	669,4
marża EBITDA	4,3%	4,4%		7,2%		8,2%		EV (cena bieżąca)	683,1
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	38,9	24,5		12,4		12,1		Zmiana ceny: 1m	-9,0%
P/CE	21,4	16,4		9,8		9,7		Zmiana ceny: 6m	3,7%
P/BV	2,1	2,0		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	84,8%
EV/EBITDA	15,4	14,4		8,0		7,1		Min (52 tyg.)	69,7
Dywidenda (%)	1,4	1,4		0,0		4,8		Max (52 tyg.)	158,5

Elektrobudowa zaraportowała dobre wyniki finansowe za 3Q'15 przebijając nasze prognozy. Jednocześnie Zarząd podniósł prognozę zysku netto na 2015 r. do 59,6 mln PLN (P/E=11,5x). Nasze prognozy na lata 2015 i 2016 uważamy za niezagrożone. Po spadku kursu akcji Elektrobudowy w listopadzie, podnosimy rekomendację dla akcji spółki z akumuluj do kupuj.

Wyniki 3Q'15

Wyniki Elektrobudowy były wyższe od naszych prognoz na każdym poziomie wyniku. W stosunku do konsensusu pozytywne zaskoczenie miało miejsce na ZN (+4%), a negatywne na EBITDA (-14%). Od 3Q'15 Elektrobudowa zaprzestała osobnej publikacji wyników segmentu przemysłu, który został włączony do segmentu wytwarzania. Wyniki połączonego segmentu były w 3Q'15 przeciętne (przychody: 240 mln PLN, +31% r/r; EBIT: 7,4%, -11% r/r; marża: 3,1%). Znacznie lepiej w 3Q'15 wypadł segment dystrybucji, który przy niższych o 27% r/r przychodach osiągnął o 17% wyższą marżę operacyjną. Segment dystrybucji już trzeci kwartał z rzędu utrzymuje marżę EBIT na poziomie około 11%. Skonsolidowana rentowność brutto ze sprzedaży wyniosła w 3Q'15 8,0% (vs. 7,3% w 3Q'14). Rentowność EBIT nie uległa zmianie r/r i wyniosła 5,6%. CFO wyniósł w 3Q'15 -43 mln PLN. Spodziewaliśmy się gorszego cash flow po mocnych dodatnich przepływach w pierwszej połowie roku. Po 9M'15 CFO Elektrobudowy wyniósł +73 mln PLN vs. -54 mln PLN w 9M'14. Za gorszy cash flow w 3Q'15 odpowiada silny wzrost należności. Kwoty należne brutto z tytułu umów o budowę lekko wzrosły od końca czerwca do poziomu 238 mln PLN. Wycena kontraktów netto spadła do 140 mln PLN.

Portfel zamówień Elektrobudowy

Wartość portfela zamówień wyniosła na koniec września br. 1,45 mld PLN (-15% r/r). W samym Q3'15 wartość zawartych nowych kontraktów wyniosła 132 mln PLN i była niższa o 18% r/r. Zarząd Elektrobudowy podtrzymał prognozę nowych zamówień w 2015 r. w wysokości 945 mln PLN. By ją zrealizować, spółka powinna pozyskać w ostatnim kwartale br. nowe zamówienia o wartości ok. 260 mln PLN.

Nowa prognoza zarządu

Zaktualizowana prognoza zarządu na 2015 r. zakłada skonsolidowane przychody ze sprzedaży w wysokości 1 196,9 mln PLN, ZN: 59,6 mln PLN. W stosunku do poprzednich prognoz spółka nie zmieniła prognoz przychodów, natomiast prognoza ZN wzrosła o 32%.

Kontrakt na 36 mln PLN

Elektrobudowa zawarła z Ciech Soda Polska umowę na kwotę 36,5 mln PLN netto na budowę zespołu budynków, budowli oraz innych obiektów w ramach projektu "0J0114 Instalacja filtracji zawiesiny wapna posodowego". Termin zakończenia prac ustalono na 29.07.2016 r.

Wezwanie do zapłaty kar umownych w kwocie 11,8 mln PLN

Elektrobudowa otrzymała od PSE informację o naliczeniu kar umownych w kwocie 11,78 mln PLN wraz z wezwaniem do zapłaty. Kary dotyczą zakońzonego i przyjętego do eksploatacji 6 listopada 2015 r. kontraktu pod nazwą: "Rozbudowa stacji 400/110 kV Słupsk". Zdaniem Elektrobudowy powstałe opóźnienia nie leżą wyłącznie po stronie spółki, a związane są z brakiem wyłączeń, zmianami w dokumentacji wykonawczej, opóźnieniami w odbiorach zgłoszonych części elementów, co w konsekwencji wpłynęło na nieterminową realizację robót. W wyniku roku 2015 zostanie utworzona rezerwa odpowiadająca wysokości naliczonych kar. Zarząd spółki ocenia, że naliczone kary nie będą miały znaczącego wpływu na realizację wykonania prognozowanych wyników roku 2015.

Erbud		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		27,20 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)	347,1
marża EBITDA	3,3%	3,1%		3,3%		3,5%		EV (cena bieżąca)	347,1
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	19,8	12,8		12,5		10,8		Zmiana ceny: 1m	-10,9%
P/CE	13,8	9,6		9,7		8,6		Zmiana ceny: 6m	-20,0%
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	11,4%
EV/EBITDA	8,0	5,1		6,3		5,6		Min (52 tyg.)	23,7
Dyld (%)	0,0	2,6		1,8		2,4		Max (52 tyg.)	34,8

Pomimo dobrych wyników Erbudu w 3Q'15 i znacznym przebicu konsensusu prognoz, Erbud był w listopadzie jedną z najsłabszych spółek budowlanych pod względem zachowania kursu. Zapewne jest to podyktowane spadkiem portfela zamówień spółki. O ile nasza tegoroczna prognoza wyników Erbudu powinna być bez problemu przekroczona, wypracowanie w przyszłym roku 32 mln PLN zysku netto może być pewnym wyzwaniem. Uwzględniając to ryzyko uważamy, że kurs akcji Erbudu oferuje potencjał wzrostu. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

3Q'15: Wyniki znacznie powyżej konsensusu

Erbud zaraportował bardzo dobre wyniki finansowe za 3Q'15, przekraczając konsensus o 47% na EBITDA (19,5 mln PLN) oraz 45% na ZN (7,5 mln PLN). Przychody spółki utrzymały się na wysokim poziomie około 500 mln PLN (+16% r/r). Na dobry wynik okresu złożyły się wszystkie segmenty działalności, choć najważniejszą rolę odegrał segment budownictwa kubaturowego w kraju, który wygenerował 46% wyniku EBIT przy marży 3,0% oraz segment inżynierijno-drogowy (36% wyniku EBIT przy marży 5,3%). Skonsolidowany zysk operacyjny Erbudu wyniósł 17,1 mln PLN. Osiągnięta marża EBIT w wysokości 3,5% jest najwyższym kwartalnym poziomem rentowności od kilku lat. Z nietypowych rzeczy, w pozostałej działalności operacyjnej

spółka zaksięgowiała 1,2 mln PLN zysku z wyceny projektu Deptak w Poznaniu (6,2 mln PLN w okresie 9M'15). Erbud wciąż pracuje nad sprzedażą tego obiektu. Bardzo dobrze prezentuje się CFO Erbudu w wysokości +35 mln PLN w 3Q'15, choć w perspektywie 9M'15 wciąż jest na wyraźnym minusie (-41 mln PLN). Gotówka netto na koniec września wyniosła 16 mln PLN vs. 58 mln PLN długu netto na koniec września 2014 r.

Po 9M'15 Erbud wykonał 91% naszej całorocznej prognozy EBITDA (55 mln PLN) oraz 94% prognozy ZN (28 mln PLN). Również po oczyszczeniu o zysk z projektu Deptak, którego nie zakładaliśmy w prognozach, nasza prognoza EBITDA i ZN jest wykonana w wysokim stopniu (odpowiednio: 78% i 72%) i ma szansę być przekroczona. Erbud podaje, że backlog na 4Q'15 wynosi 407 mln PLN, co powinno wystarczyć do zaprezentowania dobrego wyniku w 2015 r. Backlog na 2016+ jest o 25% niższy r/r i wynosi 820 mln PLN, co oznacza że utrzymanie wyników w Erbudzie w przyszłym roku może być wyzwaniem, szczególnie przy braku zysków z projektu Deptak.

Rozwiązanie umowy między Erbudem a LC Corp

W związku z brakiem dostarczenia przez LC Corp Nakazu Rozpoczęcia Robót do 30 października, Erbud informuje o rozwiązaniu umowy warunkowej o wartości 29 mln PLN na budowę projektu mieszkaniowego przy ul. Tęczowej we Wrocławiu.

Unibep		Trzymaj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		10,90 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)	382,3
marża EBITDA	3,7%	3,0%		3,3%		3,8%		EV (cena bieżąca)	393,1
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	27,5	19,3		15,8		12,3		Zmiana ceny: 1m	-4,5%
P/CE	19,2	14,3		12,4		10,1		Zmiana ceny: 6m	-15,4%
P/BV	2,1	1,9		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	36,6%
EV/EBITDA	10,5	10,3		9,5		7,6		Min (52 tyg.)	8,0
Dyld (%)	1,1	1,1		1,4		1,8		Max (52 tyg.)	13,5

Wyniki Unibepu za 3Q'15 nie przyniosły większych zaskoczeń. W całym roku zysk spółki nie powinien istotnie odchylić się od naszych prognoz, a przyszłoroczna prognoza zysku netto (31 mln PLN) pozostaje aktualna, choć przy nieco innej strukturze wyników niż zakładaliśmy na początku roku. Podtrzymujemy neutralną rekomendację. Zwracamy jednocześnie uwagę, że nasza wycena akcji Unibepu nie uwzględnia dynamicznego wzrostu zysku spółki po 2016 r., a taki scenariusz wydaje się coraz bardziej realny w związku ze wzrostem skali działalności w segmencie deweloperskim. Część inwestycji mieszkaniowych Unibepu przesunie się na 2017 r., co przy silnym backlogu w pozostałych obszarach, może wywindować wyniki 2017 r. do około 40 mln PLN.

Wyniki 3Q'15

Unibep zaraportował w 3Q'15 wyniki o dość nietypowej strukturze (po raz kolejny). Z uwagi na dalszy spadek kursu NOK/PLN w 3Q, spółka nie wygenerowała zysku operacyjnego w segmencie lekkich konstrukcji, lecz zaprezentowała mocno dodatnie saldo z działalności finansowej w związku z wyceną instrumentów zabezpieczających kontrakty norweskie. W okresie 9M'15 zysk z wyceny instrumentów zabezpieczających wyniósł 5,6 mln PLN (w całości wszedł w wyniki działalności finansowej). Nasza prognoza finansowa w niewystarczającym stopniu uwzględniała efekt przesunięcia wyniku segmentu lekkich konstrukcji do działalności finansowej, stąd negatywne zaskoczenie na EBIT (6,0 mln PLN vs. prognoza: 6,7 mln PLN) przy pozytywnym zaskoczeniu na poziomie zysku przed opodatkowaniem (8,9 mln PLN vs. 7,6 mln PLN). Wysoka (32%) efektywna stopa podatku dochodowego wpłynęła na lekko negatywne zaskoczenie na poziomie zysku netto (5,9 mln PLN vs. prognoza: 6,0 mln PLN). Przy analizie segmentowej warto podkreślić rewelacyjny wynik lekkich konstrukcji. Uwzględniając zyski z instrumentów zabezpieczających, segment ten wygenerował po 9M'15 ponad 12% marży brutto ze sprzedaży. Spółka informuje, że segment ten ma niemal zamknięty backlog na 2016 r. Świetne marże drugi kwartał z rzędu osiąga segment drogowy (9,4% marży brutto ze sprzedaży). Rozczarowaniem po raz kolejny jest segment budownictwa kubaturowego, co spółka przypisuje działalności na rynku niemieckim.

Działalność na rynku niemieckim została wstrzymana w obecnej formule. Spółka pracuje nad wejściem na ten rynek ze swoimi produktami modułowymi. Marże na rynku budownictwa kubaturowego w kraju są dobre, a spółka ma na tym rynku około 900 mln PLN w portfelu zamówień na lata 2016-2017. CFO w 3Q'15 wyniósł +33 mln PLN vs. 13 mln PLN w 3Q'14.

Podsumowując, wyniki Unibepu za 3Q'15 są neutralne. spółka wykonała po 9M'15 65% naszej całorocznej prognozy zysku netto. W 4Q'15 pojawiają się wysokie zyski z segmentu mieszkaniowego, które pomogą w realizacji naszej całorocznej prognozy, wynoszącej 24,3 mln PLN.

Unidevelopment rozpoczyna projekt przy Kondratowicza

Unibep podpisał umowę na realizację projektu „Osiedle Gama” przy ul. Kondratowicza. Zamawiającym jest spółka z Grupy Unidevelopment (należącej do Unibepu). W budynku znajdzie się 127 mieszkań oraz 8 lokali usługowych. Termin realizacji inwestycji: IV kwartał 2015 - I kwartał 2017. Wynagrodzenie ryczałtowe Unibepu za wykonanie inwestycji wynosi 42 mln PLN netto.

Konsorcjum Unibep-Poor najtańsze na kontrakcie za 329 mln PLN

Oferta Porr Polska Infrastructure i Unibepu za 329 mln PLN netto była najtańsza w przetargu na budowę drogi krajowej S8 na odcinku: węzeł Poręba - obwodnica Ostrowi Mazowieckiej. Druga pod względem ceny okazała się oferta konsorcjum Trakcji za 340 mln PLN. Oferty w tym przetargu złożyło łącznie ośmiu wykonawców. Najdroższa była oferta konsorcjum Mirbudu za 377 mln PLN. Budżet zamawiającego został ustalony na 464 mln PLN netto.

Kontrakt na 16 mln PLN

Unibep podpisał umowę na realizację w technologii modułowej dwóch budynków w ramach inwestycji pod nazwą Lyngheimåsen 2 w miejscowości Mo i Rana w Norwegii. Zamawiającym jest należąca do grupy kapitałowej Puls Eiendom spółka Procons AS z siedzibą w Trondheim w Norwegii. Wartość Umowy wynosi 34,5 mln NOK netto (15,7 mln PLN).

Deweloperzy

Deweloperzy mieszkaniowi

Sprzedaż kredytów hipotecznych w 3Q'15

Według opublikowanego przez Związek Banków Polskich Raportu AMRON-SARFin, w 3Q'15 banki udzieliły 43 945 kredytów mieszkaniowych o wartości 9 704 mln PLN. To odpowiednio o 5,5% oraz 3,5% niższe wartości niż w 2Q'15 oraz o 0,67% i 5,11% wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku.

BBI Development

Wyniki 3Q'15

W 3Q'15 BBI Development zaprezentował słabe wyniki finansowe, co przy braku mieszkań do przekazania, nie jest dużym zaskoczeniem. Na przychody dewelopera składa się głównie wycena nieruchomości inwestycyjnych w kwocie 3,2 mln PLN (następstwo umocnienia EUR/PLN) oraz przychody ze świadczonych usług. Po uwzględnieniu kosztów świadczonych usług (0,7 mln PLN), kosztów SG&A (3,7 mln PLN) oraz kosztów finansowych (1,5 mln PLN) spółka zakończyła kwartał ze stratą netto w wysokości 1,5 mln PLN. Dług netto wyniósł na koniec września 152 mln PLN (stabilnie q/q).

Sprzedaż części nieruchomości w kompleksie Koneser

BBI Development sprzedało prawa użytkowania wieczystego dwóch nieruchomości wchodzących w skład kompleksu Centrum Praskie Koneser za 24,85 mln PLN na rzecz Liebrecht & Wood.

Przyjęcie programu skupu akcji własnych

Zarząd BBI Development przyjął program skupu akcji własnych zakładający skup do 5,8 mln akcji za nie więcej niż 2,92 mln PLN. Akcje mogą być kupowane do 30 czerwca 2016 r. Maksymalna, jednostkowa, cena nabycia akcji własnej w transakcji nie może przekroczyć 2 PLN. Celem skupu akcji jest ich umorzenie i obniżenie kapitału zakładowego BBI Development.

JWC

3Q'15: Słaby P&L, dobry cash flow

JWC nie miało w 3Q'15 istotnego potencjału do przekazania mieszkań, co odbiło się na wynikach. Spółka musiała rozpoznać w przychodach około 100 lokali. Przychody ze sprzedaży mieszkań wyniosły w minionym kwartale 28,9 mln PLN przy marży segmentu w wysokości 23,1%. Segment mieszkaniowy wygenerował w 3Q'15 6,7 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży. Pozostałe 4,0 mln PLN to głównie zasługa segmentu hotelowego, który wypracował prawdopodobnie najlepszy wynik w swojej historii (3,2 mln PLN). 10,7 mln PLN skonsolidowanego zysku brutto ze sprzedaży pozwoliło w całości pokryć koszty zarządu i sprzedaży (9,1 mln PLN, +4% r/r). Spółka wykazała 5,6 mln PLN z aktualizacji wartości nieruchomości. W pozostałej działalności operacyjnej nieoczekiwanie pojawił się koszt 7,4 mln PLN związany ze sprzedażą niefinansowych aktywów trwałych. EBIT spółki wyniósł -1,3 mln PLN. Koszty finansowe netto (-3,4 mln PLN) były zbliżone q/q oraz o 54% niższe r/r (zasługa znacznego spadku zadłużenia). Strata przed opodatkowaniem wyniosła w 3Q'15 4,7 mln PLN, a po oczyszczeniu o one-offy (w tym rewaluację) 2,9 mln PLN. Strata netto JWC w wysokości 4,1 mln PLN oznacza najgorszy kwartał od 3 lat. Na istotnie lepsze wyniki przyjdzie nam poczekać do przyszłego roku, kiedy JWC odda do użytku kolejne etapy projektu Bliska Wola. Pozytywnym akcentem w wynikach spółki był cash flow z działalności operacyjnej (+52 mln PLN w 3Q'15 oraz +171 mln PLN w 9M'15). Dług

netto JWC wyniósł na koniec września 383 mln PLN, co oznacza spadek o 25% r/r.

Nasza prognoza ZN'15 w wysokości 7 mln PLN będzie trudna do realizacji (po 9M'15 jest wykonana w zaledwie 14%). Jednocześnie sądzimy, że prognozowane przez nas 49 mln PLN zysku netto za 2016 r. jest w zasięgu spółki.

Planowana emisja obligacji o wartości 120 mln PLN

J.W. Construction wyemituje obligacje o wartości do 120 mln PLN. Planowany końcowy termin wykupu to 8 grudnia 2017 r. Cena emisyjna odpowiadać będzie wartości nominalnej, a oprocentowanie zostanie ustalone w oparciu o stawkę WIBOR 6M powiększoną o marżę.

LC Corp

Wyniki 3Q'15

Wyniki LC Corp za 3Q'15 potwierdzają bardzo dobrą sytuację w spółce. Niska liczba przekazanych mieszkań w 3Q'15 (72 szt.) oznacza, że nominalne wyniki operacyjne były wyraźnie niższe niż w Q1 i Q2'15, co nie stanowiło niespodzianki. W 3Q'15 LC Corp sprzedał 503 lokale (+96% r/r), lecz w wynikach finansowych rozliczone zostały zaledwie 72 lokale (-36% r/r). Mimo niższych przychodów segmentu (21,1 mln PLN, -32% r/r), spółka poprawiła wynik segmentu o 9% r/r do 4,7 mln PLN w związku ze wzrostem marży do 22,4% (vs. 14,0% w 3Q'14). Przychody segmentu najmu (32,8 mln PLN, +11% r/r) oraz NOI segmentu (22,6 mln PLN, +7% r/r) były rekordowe w historii spółki, co zapewne ma związek z oddaniem do użytku biurowca Silesia Star (14 tys. m² GLA) pod koniec ubiegłego roku. W kolejnych kwartałach wyniki segmentu powinny się ustabilizować. Ich dalszy wzrost nastąpi po oddaniu do użytku II etapu biurowca Silesia Star w 3Q'16. EBIT oczyszczony o rewaluację wyniósł 21,4 mln PLN i był o 7% wyższy r/r mimo niższej liczby przekazanych mieszkań. Odpowiada za to poprawa marż i dyscyplina kosztowa. Koszty SG&A wyniosły 6,4 mln PLN (+20% r/r). Rewaluacja nieruchomości inwestycyjnych wyniosła w 3Q'15 +26,1 mln PLN (vs. 2,7 mln PLN w 3Q'14). Według naszych szacunków umocnienie kursu EUR/PLN w 3Q tłumaczy jedynie około +17 mln PLN rewaluacji. Prawdopodobnie analitycy nie zakładali w prognozach 3Q'15 rewaluacji z innych źródeł, co tłumaczy silne pozytywne zaskoczenie na EBIT. CFO za 3Q'15 wyniósł +56 mln PLN (-20 mln PLN w 9M'15). Struktura kapitału LC Corp jest bezpieczna. LTV wyniosło na koniec września 27% vs. 30% na koniec września'14.

Po 9M'15 LC Corp wykonał 62% naszej całorocznej prognozy przychodów (426 mln PLN) i 68% całorocznej prognozy EBIT bez rewaluacji (131 mln PLN). W 4Q'15 LC Corp może rozliczyć w wynikach finansowych ponad 450 lokali, co oznaczałoby najlepszy kwartał w tym roku. Jeżeli kurs EUR/PLN nie ulegnie osłabieniu w 4Q'15, zysk netto LC Corp powinien zbliżyć się do 100 mln PLN, znacznie przekraczając naszą całoroczną prognozę (59 mln PLN).

P.A. Nova

Wyniki 3Q'15

Wyniki P.A. Novej za 3Q'15 były relatywnie słabe, za co odpowiadał przede wszystkim segment usług budowlano-deweloperskich. Przychody segmentu wyniosły zaledwie 13,7 mln PLN (-64% r/r). Zysk segmentu wyniósł 1,1 mln PLN (+11% r/r) i wyraźnie odstawał od wyników trzech minionych kwartałów. W wynikach segmentu wynajmu widać efekt oddania do użytku dwóch parków handlowych w Kamiennej Górze i Krośnie. Przychody segmentu wzrosły o 5% r/r do 11,8 mln PLN, a zysk o 10% r/r do 7,8 mln PLN. W

wynikach brak zaskoczeń na poziomie kosztów SG&A (-1,2 mln PLN) oraz pozostałej działalności operacyjnej (-0,3 mln PLN). Koszty finansowe netto wzrosły o 32% r/r do 3,3 mln PLN, za co w przeważającym stopniu odpowiada oddanie do użytku wspomnianych parków handlowych (zaprzymanie kapitalizacji odsetek). Zysk netto za 3Q'15 wyniósł w P.A. Novej 3,6 mln PLN (-7% r/r), co jest najniższym wynikiem w tym roku.

Wywiad z Prezes Bobkowską

Portfel zamówień P.A. Nova na 2016 r. w ramach działalności budowlanej zewnętrznej wynosi obecnie 70-80 mln PLN, z czego połowę będą stanowiły budynki magazynowe i przemysłowe. Spółka zamierza także zrealizować w przyszłym roku dwa własne parki handlowe w Sosnowcu i Kłodzku. Budowa obu inwestycji ruszy na przełomie I i II kwartału, a ich zakończenie spodziewane jest pod koniec 2016 r. Spadek przychodów z działalności budowlanej zewnętrznej w 3Q'15 to efekt skoncentrowania wysiłków na budowie galerii w Jaworznie (31,5 tys. m²). Jej otwarcie zgodnie z planem nastąpi 20 listopada. Poziom komercjalizacji to obecnie 95 proc. Prezes podtrzymała, że spółka planuje wypłacić dywidendę za 2015 r. nie mniejszą niż za rok poprzedni, kiedy akcjonariusze otrzymali 0,5 zł na akcję. Ostateczny poziom dywidendy będzie zależał m.in. od tego, czy uda się sprzedać któryś z obiektów z portfela. Obecnie prowadzone są wstępne rozmowy dotyczące sprzedaży trzech obiektów przemysłowych.

List intencyjny ws. sprzedaży nieruchomości

P.A. Nova podpisała list intencyjny z Exeter/GIC Investment HoldCo 1 S. á r.l., w którym obie strony oświadczają, że są zainteresowane zawarciem umowy sprzedaży pakietu trzech nieruchomości przemysłowych o łącznej powierzchni najmu ok. 18 tys. m², które zostały zrealizowane w ramach Grupy Kapitałowej P.A. NOVA w 2014 i 2015 roku. Nabywcą Nieruchomości zostanie jeden z podmiotów wskazanych przez spółkę partnerską Exeter Property Group i GIC. Audyt Nieruchomości zostanie zakończony do dnia 20.11.2015 r., a zawarcie umowy sprzedaży Nieruchomości nastąpi do 18.12.2015 r.

Polnord

3Q'15: Spadek zadłużenia przy przeciętnych wynikach

Polnord rozliczył w wynikach 3Q'15 294 lokale, z czego 270 dotyczyło projektów własnych, a 24 projektów JV. Marże osiągnięte w minionym kwartale były słabe. Rentowność segmentu mieszkaniowego wyniosła niespełna 11%. Lokale z projektów JV wypracowały natomiast marżę ok. 7%. Spółka utrzymała niskie koszty SG&A (6,3 mln PLN, +6% r/r) oraz mocno obniżyła koszty finansowe netto (4,9 mln PLN, -31% r/r). Udział w zysku jednostek wycenianych metodą praw własności wyniósł 2,8 mln PLN i w całości dotyczył rozliczeń związanych z objęciem udziałów w spółce KB Dom. Zysk przed opodatkowaniem wyniósł w 3Q'15 2,2 mln PLN, a po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe, spółka miała niewielką stratę. Księgowy zysk netto za 3Q'15 wyniósł 1,5 mln PLN (5,1 mln PLN w 9M'15). Wyniki spółki za 3Q'15 były słabe, ale nasze oczekiwania na 2015 r. też nie są wysokie (prognoza ZN'15: 9 mln PLN). Liczymy że przekazanie około 450 mieszkań w ostatnim kwartale 2015 r. pozwoli na realizację naszej całorocznej prognozy finansowej. Cash flow Polnordu w 3Q'15 wyniósł +29 mln PLN, co pozwoliło spółce zmniejszyć zadłużenie netto do poziomu 397 mln PLN.

Rozpoczęcie sprzedaży 42 mieszkań w Gdyni

Polnord rusza ze sprzedażą 42 mieszkań, powstających w ramach II i III etapu inwestycji Brama Sopocka w Gdyni. Apartamenty mają metraż od 60 m kw. do 101 m kw., a

ceny lokali zaczynają się od 6.925 PLN za metr kwadratowy. Termin oddania nieruchomości do użytku zaplanowano na luty 2017 r.

Ronson

Wyniki 3Q'15

W 3Q'15 Ronson zakończył budowę trzech inwestycji na łącznie 315 mieszkań (Sakura IV, Impressio II oraz Tamka). Z powyższej trójki jedynie Tamka jest inwestycją wysokomarżową (34%), niemniej z tego projektu Ronson rozliczył w wynikach zaledwie 1 lokal. Łączna liczba lokali rozliczonych w wynikach 3Q'15 wyniosła 181 szt. (vs. 96 szt. w 3Q'14), co pozwoliło na wypracowanie przychodów: 68,4 mln PLN, zysku operacyjnego: 1,1 mln PLN oraz wyniku netto: -0,4 mln PLN. Wyniki Ronsona były o około 0,4-0,5 mln PLN lepsze od konsensusu na poziomie operacyjnym i netto, co można uznać za nieistotne odchylenie. Zdecydowanie najlepszym kwartałem tego roku będzie 4Q, w którym Ronson rozliczy większość mieszkań z inwestycji Tamka.

Zarząd o perspektywach 2015 i 2016 r.

Ronson planuje przekazać klientom w IV kwartale 2015 r. ponad 250 lokali, z czego najwięcej w wysokomarżowych projektach Tamka i Verdis IV. W całym roku spółka wyda klientom ponad 700 lokali - poinformowali przedstawiciele spółki. Sprzedaż mieszkań w 2015 r. przekroczy poziom 800 lokali. Ronson widzi lepsze perspektywy wyników w roku 2016, kiedy planuje zakończyć budowę siedmiu inwestycji liczących łącznie ponad 1.000 lokali.

Rekomendacja wypłaty dywidendy

Zarząd Ronsona rekomenduje, by spółka wypłaciła 0,04 PLN dywidendy na akcję za 2014 r. (DYield=3,1%). Łącznie na dywidendę miałyby trafić blisko 10,9 mln PLN z części kapitału zapasowego, powstałego z zysków zatrzymanych. Proponowany dzień dywidendy to 23 grudnia, a proponowany dzień jej wypłaty to 30 grudnia 2015. Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała wniosek zarządu.

Kolejne zakupy działek w planach spółki

Ronson może niedługo poinformować rynek o zakupie działki w Warszawie na ponad 1.000 lokali. Zarząd szuka też działki w Poznaniu, ale nie wie czy transakcję uda się zrealizować jeszcze w tym roku. Budżet na ten rok zakładał wydatki na grunty w kwocie 50 mln PLN. Ostatecznie wydatki te mogą być nieznacznie większe. W przyszłym roku deweloper planuje zakup kolejnych gruntów, na większe kwoty niż w tym roku.

Zakup działki na 1500 mieszkań

Ronson zawarł przedwstępną umowę zakupu działki na warszawskiej Białołęce, gdzie planuje wybudować osiedle na ok. 1500 mieszkań. Wartość transakcji wynosi prawie 36 mln PLN. Spółka spodziewa się szybkiego tempa sprzedaży. W pierwszym etapie inwestycji Ronson wybuduje ok. 150-200 lokali, a jego realizacja może rozpocząć się pod koniec 2016 r. Część kwoty za działkę na Żeraniu została już zapłacona przez dewelopera, natomiast pozostała część będzie rozliczona na początku 2016 r.

U.Dori oraz GCH zatrzymują posiadane udziały w Ronsonie

U.Dori Group Ltd. oraz Global City Holdings N.V. podjęły decyzję o tym, że proces przeglądu strategicznych opcji sprzedaży akcji nie będzie kontynuowany i tym samym proces ten został zakończony a U.Dori oraz GCH zatrzymują posiadane udziały w Ronson. Zarówno U.Dori jak i GCH posiadają (pośrednio) po 39,8% udziałów w kapitale zakładowym Ronson.

Capital Park
Akumuluj

Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca:		6,00 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)	632,0
marża EBITDA	112,0%	-63,4%		-33,9%		48,4%		EV (cena bieżąca)	1 655,6
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	24,6					45,8		Zmiana ceny: 1m	-0,7%
P/CE	24,3					44,5		Zmiana ceny: 6m	25,0%
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	42,9%
EV/EBITDA	27,0					30,3		Min (52 tyg.)	3,6
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	6,1

Capital Park był w 2015 r. jedną z bardziej udanych inwestycji. Kurs akcji spółki wzrósł o około 50% YTD. Wyniki operacyjne dewelopera zgodnie z oczekiwaniami silnie rosły w 2015 r., a trend ten utrzyma się również w 2016 r. To jednak sprzedaż części nieruchomości inwestycyjnych (przede wszystkim Eurocentrum) po cenie przynajmniej odzwierciedlającej wartość księgową aktywów powinna być katalizatorem dalszego wzrostu kursu. Duża aktywność inwestorów na rynku inwestycyjnym w Polsce powinna umożliwić taką transakcję w 2016 r. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

3Q'15: wyniki bez istotnych zaskoczeń

Capital Park zaraportował nieco lepsze od naszych oczekiwań wyniki finansowe na działalności operacyjnej. Przychody z wynajmu (19,5 mln PLN) okazały się o 3% wyższe od prognozy, NOI (14,5 mln PLN) był o 7% wyższy, a EBIT bez rewaluacji (10,8 mln PLN) o 6% wyższy. W stosunku do 3Q'14 oczyszczony EBIT wzrósł o ponad 50%, co wynika z oddania do użytku nowych obiektów. Rewaluacja nieruchomości wyniosła +15,3 mln PLN (vs. +16,2 mln PLN prognoza) i była pochodną umocnienia kursu EUR/PLN w 3Q. Koszty odsetek netto (6,6 mln PLN) wzrosły o 103% r/r. Jest to efekt wzrostu zadłużenia i zaprzestania kapitalizacji odsetek w obiektach, których budowa zakończyła się. Niespodziewanie wysokie okazały się pozostałe koszty finansowe w wysokości 16,5 mln PLN. Znajdują się tu głównie różnice kursowe związane z wyceną kredytów walutowych oraz zyski/straty z wyceny instrumentów pochodnych, które łącznie szacowaliśmy na ok. 8 mln PLN. Wyższe pozostałe koszty finansowe były źródłem negatywnego zaskoczenia na poziomie zysku przed

opodatkowaniem. Zysk netto za 3Q'15 wyniósł 4,1 mln PLN vs. prognozowane 5,5 mln PLN. Cash flow z działalności operacyjnej po odsetkach a przed zmianami w kapitale obrotowym wyniósł +6,8 mln PLN.

Po 9 miesiącach 2015 r. Capital Park wykonał 70% naszej całorocznej prognozy NOI i 69% naszej prognozy EBIT bez rewaluacji. Czwarty kwartał będzie najmocniejszy pod względem wyników operacyjnych w związku z oddaniem do użytku Royal Wilanów, stąd Capital Park powinien zrealizować naszą całoroczną prognozę wyników operacyjnych. Prognozowana na cały rok strata netto w wysokości 46,6 mln PLN powinna być niższa o ile kurs EUR/PLN nie ulegnie osłabieniu w ostatnim kwartale br.

Komentarz zarządu po wynikach 3Q

Zarząd Capital Park zamierza sprzedać Eurocentrum i Royal Wilanów w przyszłym roku (spółka jest pewna zamknięcia sprzedaży Eurocentrum, choć cel na przyszły rok zakłada sprzedaż obu obiektów). Capital Park mógłby zachować mniejszościowe udziały w sprzedawanych projektach, jak również nimi zarządzać. Spółka pracuje nad finansowaniem inwestycji Art. Norblin. Proces ten wygląda pozytywnie. Na przełomie roku spółka powinna mieć ustalone warunki kredytowe. Jednocześnie trwają prace nad projektem wykonawczym inwestycji. Obecny pre-let w obiekcie wynosi 10% i dotyczy powierzchni handlowej. Spółka nie planuje odpisów wartości nieruchomości na koniec roku. W ocenie zarządu perspektywy dla rynku w kolejnych kwartałach są umiarkowanie optymistyczne. Popyt na powierzchnię biurową w Warszawie jest na rekordowym poziomie. Po III kwartale 2015 r. przekroczony został popyt z całego 2014 roku. Wpłynęło to na spadek powierzchni niewynajętej z 14,1% na koniec 2Q do 12,9% na koniec 3Q'15.

Dom Development Kupuj								
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 53,90 PLN		Cena docelowa: 57,90 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2015-09-03		
(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) 1 335,2
marża EBITDA	11,3%	9,2%		12,0%		14,0%		EV (cena bieżąca) 1 408,8
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	24,5	24,0		17,8		14,0		Zmiana ceny: 1m -2,0%
P/CE	23,2	22,6		17,1		13,5		Zmiana ceny: 6m 2,7%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m 16,7%
EV/EBITDA	19,0	19,0		14,3		11,3		Min (52 tyg.) 40,6
Dywidenda (%)	6,8	4,1		4,2		5,6		Max (52 tyg.) 55,0

Przy braku newsów ze spółki, kurs akcji Dom Development poruszał się w listopadzie w trendzie bocznym. Cena rynkowa za akcje spółki jest tylko kilka procent poniżej naszej ceny docelowej, która jest oparta na konserwatywnych prognozach finansowych. Nasze prognozy mają potencjał do wzrostu w obliczu bardzo dobrej koniunktury panującej na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Echo Investment

Akumuluj

Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca:		7,00 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)	2 888,8
marża EBITDA	99,5%	115,6%		35,2%		47,0%		EV (cena bieżąca)	5 910,0
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	8,7	7,1		21,3		13,0		Zmiana ceny: 1m	3,7%
P/CE	8,6	7,0		20,5		12,7		Zmiana ceny: 6m	-1,0%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	6,1%
EV/EBITDA	9,8	8,3		27,5		17,5		Min (52 tyg.)	6,2
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,2

Kilka pozytywnych informacji pozwoliło spółce wzbicić się w listopadzie na tegoroczne szczyty. Najważniejszą wydaje się zamiar utworzenia przez Zarząd funduszu rezerwowego na wypłatę dywidendy. Jesteśmy w stanie wyobrazić sobie model biznesowy, w którym Echo wypłaca regularne atrakcyjne dywidendy nie ograniczając istotnie skali inwestycji. Pisaliśmy o tym w raporcie z 22 października 2014 roku. Planowany start realizacji rozbudowy Galerii Galaxy był już uwzględniony w naszej wycenie. Uważamy, że wartość godziwa za akcje Echo jest zbliżona do NAV spółki. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

3Q'15: Wyniki powyżej oczekiwań

Echo Investment zaraportowało w 3Q'15 wyniki powyżej rynkowego konsensusu i naszych oczekiwań. Przychody wyniosły 136 mln PLN i były zbliżone do oczekiwań. Lepsza okazała się natomiast rentowność spółki. EBIT Echo (113 mln PLN) przekroczył konsensusu o 9% oraz nasze prognozy o 20%. Zaskoczenie na zysku netto (50 mln PLN) było jeszcze większe (+34% oraz +106%). Względem naszych oczekiwań pozytywnie zaskoczyły segmenty najmu powierzchni handlowej i biur. W przypadku segmentu handlowego przychody (85 mln PLN) oraz zysk brutto ze sprzedaży (61 mln PLN) były prawdopodobnie najwyższe w historii spółki, co ma zapewne związek z oddaniem do użytku Galerii Sudeckiej. Lepsze wyniki segmentu biurowego (przychody: 23 mln PLN, ZBS: 15 mln PLN) to tylko połowiczny sukces. W perspektywie całego roku wynik tego segmentu jest dla nas największym rozczarowaniem. Biurowce oddane do użytku w tym roku jeszcze nie zostały w pełni wynajęte i nie wykluczone, że w wyniku segmentu księgowane są koszty związane z komercjalizacją budynków, co oznacza, że na oczekiwany wzrost zysków segmentu przyjdzie nam poczekać do przyszłego roku. Bez zaskoczeń w segmencie mieszkaniowym (przychody: 26 mln PLN, ZBS: 4 mln PLN). Po rozdmuchanych kosztach SG&A w 2Q'15, w 3Q'15 powróciły one do ubiegłorocznego poziomu (24 mln PLN). Rewaluacja nieruchomości inwestycyjnych wyniosła 54 mln PLN i była o 19% wyższa od naszych prognoz. Poza niższymi o około 13% kosztami finansowymi, brak istotnych zaskoczeń poniżej EBIT. W 3Q'15 korzystnie wygląda CFO (+51 mln PLN vs. -30 mln PLN w 3Q'14). Nakłady na nieruchomości inwestycyjne wzrosły po 9M'15 o 16% r/r do 433 mln PLN. (Większa skala inwestycji miała miejsce tylko w 2011 r.).

Podsumowując, wyniki 3Q'15 oceniamy pozytywnie. Skali zaskoczenia sprzyjał fakt, że po słabych wynikach 2Q'15 nie mieliśmy wysokich oczekiwań na 3Q'15. Tymczasem negatywne tendencje z 2Q zniknęły. Po 9M'15 nasze całoroczne prognozy oczyszczonego o rewaluację EBIT są zrealizowane w 53%. W podobnej skali spółka realizuje prognozę zysku netto. Ostatni kwartał roku powinien przynieść lepsze wyniki segmentu mieszkaniowego. Liczymy też na poprawę wyników w segmentach związanych z najmem powierzchni. Uważamy, że spółkę stać na realizację naszej prognozy zysku netto, lecz struktura wyników będzie inna niż zakładaliśmy (lepszy wynik z rewaluacji, słabszy z działalności operacyjnej).

Umowa warunkowa sprzedaży Astra Park

Spółki z Grupy Echo Investment (sprzedający) zawarły z FTF Columbus (spółka zależna od Michała Sołowowa) przedwstępna umowę ustanawiającą jednostronne zobowiązanie do sprzedaży prawa własności oraz prawa użytkowania wieczystego nieruchomości położonych w Kielcach przy Al. Solidarności 36. Na podstawie umowy spółki z Grupy Echo zobowiązują się sprzedać Kupującemu w umowie przyrzeczonej nieruchomości, a Kupujący będzie miał prawo przystąpić do zawarcia umowy przyrzeczonej. Sprzedający będą zobowiązani do zawarcia umowy przyrzeczonej, o ile Kupujący przedstawi takie żądanie, w okresie od dnia 10 czerwca 2020 do 10 sierpnia 2020 r. Na potrzeby obowiązku raportowego Emitent określił szacunkową wartość przedmiotu umowy na kwotę ok. 31,4 mln EUR.

Utworzenie funduszu rezerwowego na wypłatę dywidendy

Echo Investment chce stworzyć fundusz rezerwy na wypłatę dywidendy. Na fundusz rezerwy miałyby być przeznaczone 555,8 mln PLN. Z projektów uchwał wynika, że spółka planuje rozwiązanie niewykorzystanego funduszu rezerwowego na kupno akcji własnych. Po rozwiązaniu, kapitał zapasowy firmy miałby wzrosnąć do 661,7 mln PLN.

W 1Q'16 start rozbudowy Galerii Galaxy

Echo Investment chce ruszyć z rozbudową Galerii Galaxy w marcu '16. Szacunkowy koszt inwestycji to ok. 150 mln PLN.

GTC										Kupuj									
Analitik: Piotr Zybala				Cena bieżąca:		7,18 PLN								Data ostatniej aktualizacji:		2015-11-20			
				Cena docelowa:		8,20 PLN													
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)											
Przychody	122,9	124,3	1,2%	116,0	-6,7%	121,4	4,7%	Liczba akcji (mln)			460,2								
EBITDA	-121,1	-123,8	2,3%	77,3		116,6	50,8%	MC (cena bieżąca)			3 304,4								
marża EBITDA	-98,6%	-99,6%		66,7%		96,0%		EV (cena bieżąca)			5 608,3								
EBIT	-121,6	-124,3	2,3%	76,9		116,1	51,0%	Free float			58,8%								
Zysk netto	-146,8	-183,8	25,2%	34,9		77,6	122,6%												
P/E				22,1		9,9		Zmiana ceny: 1m			6,4%								
P/CE				21,9		9,9		Zmiana ceny: 6m			22,3%								
P/BV	0,9	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m			22,7%								
EV/EBITDA				17,0		13,0		Min (52 tyg.)			4,5								
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)			7,5								

W ostatnich miesiącach GTC z sukcesem zakończył restrukturyzację zadłużenia, przeprowadził emisję akcji (z której pozyskał 138 mln EUR na inwestycje) oraz rozpoczął budowę Galerii Północnej – jednego z dwóch strategicznych dla spółki projektów. Uważamy, że lata 2016-2018 będą dla spółki okresem silnego wzrostu portfela nieruchomości pracujących, który dzięki prowadzonym inwestycjom i akwizycjom wzrośnie o 50% z obecnych 537 tys. m² do ponad 800 tys. m² powierzchni najmu. Szacujemy wzrost NAV w powyższym okresie w tempie CAGR równym 19% oraz wzrost FFO Yield z obecnych 4,5% do 10,2% w 2019 r. Motorem wzrostu wyników będą dwa warszawskie projekty spółki, które powinny przynieść wyższe zyski niż pierwotnie szacowaliśmy. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 3Q'15

GTC zaprezentował w 3Q'15 wyniki operacyjne nieco niższe od naszych oczekiwań, przy jednocześnie wyraźnie niższych kosztach działalności finansowej. W połączeniu z zaskakująco niską efektywną stopą podatku dochodowego, spółka zaskoczyła pozytywnie na zysku netto: 10,4 mln EUR (vs. prognoza: 6,8 mln EUR, vs. konsensus: 6,5 mln EUR). Przy przychodach z wynajmu w wysokości 25,9 mln EUR, GTC wypracował NOI w wysokości 19,2 mln EUR (-5,3% r/r). Spadek NOI jest związany ze sprzedażą części aktywów w trakcie 2015 r. Koszty SG&A (oczyszczone o wycenę programu managerskiego) wyniosły 3,0 mln PLN (-4% r/r). Rewaluacja nie miała istotnego wpływu na wyniki 3Q'15 (-0,4 mln EUR vs. -0,9 mln EUR w 3Q'14). Wynik na

działalności finansowej zaskakująco spadł o 50% r/r do -4,6 mln EUR. Wynika to z wyższego zysku z różnic kursowych, niższych kosztów odsetek oraz niższej straty jednostek stowarzyszonych. Zysk przed opodatkowaniem wyniósł 10,8 mln PLN i okazał się o 20% wyższy r/r. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł w 3Q'15 16,1 mln EUR (-21%). Po oczyszczeniu o zmiany w kapitale obrotowym CFO wyniósł 16,2 mln EUR (-10% r/r). Słabszy cash flow operacyjny ma bezpośredni związek ze sprzedażą części aktywów pracujących, co wpłynęło zarazem na obniżenie kosztów finansowych. CFO po kosztach odsetek wyniósł 9,9 mln EUR (+4% r/r).

Zakup biurowca w Budapeszcie za 52 mln EUR

GTC kupiła za 52,1 mln EUR od Duna Tower Ingatlanhasznosító és Kereskedelmi Korlátolt Felelősségű Társaság biurowiec Duna Tower w Budapeszcie o powierzchni najmu 31 500 m². Budynek znajduje się w 13 dzielnicy Budapesztu i jest wynajmowany przez międzynarodowych najemców. GTC zamierza kontynuować działalność związaną z wynajmem biurowca poprzez modernizację nieruchomości oraz zwiększenie poziomu najmu. Cena zakupu odpowiada stopie kapitalizacji na poziomie około 7% przy obecnej wysokości czynszu i wynajmie na poziomie 80% najmu. Transakcja została sfinansowana ze środków własnych GTC.

Wzrost zaangażowania Lone Star w akcjonariacie do 58,3%

Lone Star Real Estate Partners III L.P. zwiększył łączne zaangażowanie w ogólnej liczbie głosów do 58,28 proc. z 55,24 proc. przed dokonaniem zmiany.

Robyg

Kupuj

Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca:		2,71 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)	710,3
marża EBITDA	11,9%	15,1%		16,5%		19,6%		EV (cena bieżąca)	889,8
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	27,1	16,8		15,7		10,5		Zmiana ceny: 1m	4,6%
P/CE	26,0	16,4		15,0		10,2		Zmiana ceny: 6m	13,9%
P/BV	1,7	1,6		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	22,1%
EV/EBITDA	15,8	15,4		13,1		9,0		Min (52 tyg.)	2,1
Dyld (%)	3,0	3,0		4,1		4,8		Max (52 tyg.)	2,8

Ostatecznie rozpakowanie w listopadzie głównego akcjonariusza Robyga było, zgodnie z oczekiwaniami, katalizatorem wzrostu kursu. Solidny cash flow pomimo znaczących nakładów na nowe grunty oraz wysoki zysk netto za 2015 r. pozwolą spółce na wypłatę wyższej dywidendy niż zakładaliśmy na początku roku. Realny poziom przyszłorocznej dywidendy to około 0,19 PLN/akcję (DYield=7,0%) z potencjałem do wzrostu w kolejnych latach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

3Q'15: Wyniki lepsze od konsensusu

3Q'15 był wyjątkowo mocnym kwartałem w Robygu. Spółka przekazała klientom ok. 730 lokali i osiągnęła rekordowe przychody w kwocie 194 mln PLN (przypominamy, że część mieszkań jest konsolidowana metodą praw własności). Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 15,4%, co nie jest imponującą wartością, lecz wciąż lepszą od naszych oczekiwań na poziomie 14,2%. W 3Q'15 spółka rozliczała w wynikach wiele mieszkań z niskomarżowych projektów w Gdańsku. Udział w zysku jednostek konsolidowanych metodą praw własności (JV) wyniósł 3,3 mln PLN vs. prognoza: 3,2 mln PLN. Szacujemy, że powyższy zysk spółka zbudowała na około 110 przekazaniach, potwierdzając wyjątkowo wysoką rentowność warszawskich projektów realizowanych w formule JV (szacowana przez nas w 3Q'15 marża deweloperska tych projektów to 33%). Zysk operacyjny Robyga wyniósł w 3Q'15 21,0 mln PLN, o 19% powyżej naszych prognoz oraz 25% powyżej konsensusu (efekt wyższych przychodów i marż). Wynik bez niespodzianek w działalności finansowej. W pozycji "podatek dochodowy" Robyg, zgodnie z oczekiwaniami, rozpoznał aktywo z tytułu podatku odroczonego w kwocie 29 mln PLN z tytułu aportu znaków towarowych. Zysk netto Robyga za 3Q'15 wyniósł 43,1 mln PLN i był o 10% wyższy od naszej prognozy oraz 34% wyższy od konsensusu. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł +38 mln PLN w samym 3Q'15 oraz +71 mln PLN po 9M'15 (+68% r/r).

Po 9M'15 Robyg realizuje naszą całoroczną prognozę przychodów w 82% oraz prognozę EBIT w 57%. Czwarty kwartał powinien być dobry w wykonaniu spółki (wiele przekazania), choć wciąż z przeciętnymi marżami w projektach realizowanych samodzielnie. Ostatecznie, oczyszczony wynik netto za 2015 r. nie powinien istotnie odbiegać od naszych prognoz z początku roku (45,2 mln PLN). Wynik uwzględniający one-offy podatkowe powinien oscylować w okolicach 80 mln PLN.

Negocjacje ws. pozyskania inwestora strategicznego

Robyg prowadzi negocjacje w sprawie pozyskania inwestora strategicznego z branży deweloperskiej - podała spółka w komunikacie, ujawniając informację opóźnioną. "Zarząd spółki informuje, że rozpoczął negocjacje, które mogą skutkować pozyskaniem dla spółki inwestora strategicznego z branży deweloperskiej, w tym poprzez połączenie spółki oraz zmiany w jej akcjonariacie ... ostateczna struktura ewentualnej transakcji i procedura jej przeprowadzenia zależą będzie od kluczowych ustaleń poczynionych w toku negocjacji".

Zmiany w akcjonariacie

LBPOL William Dutch Holding B.V. zbyła w transakcjach na rynku regulowanym GPW w Warszawie S.A. w dniu 24 listopada 2015 r. i 25 listopada 2015 r. wszystkie 42,2 mln akcji w Spółce Robyg, stanowiące 16,03% kapitału zakładowego. Kupującymi byli Aegon OFE (20 mln akcji) Generali OFE (15,6 mln akcji) oraz Oscar Kazanelson - Przewodniczący Rady Nadzorczej Robyg SA. (6,6 mln akcji). Cena w transakcji z Generali OFE oraz Aegon OFE wyniosła 2,43 PLN, a cena w transakcji z Panem Oscarem Kazanelsonem 2,40 PLN. Po transakcji Pan Oscar Kazanelson wraz z osobami zarządzającymi posiadają łącznie ok. 10% kapitału zakładowego spółki. Nabycie akcji jest inwestycją długoterminową.

Handel

Polskie sieci tworzą stowarzyszenie do walki o wspólne interesy

Przedstawiciele największych polskich sieci handlowych zaapelowali w środę do rządu o przeprowadzenie szerokich konsultacji nad projektem ustawy o podatku od wielkopowierzchniowego handlu detalicznego. 18 listopada do rządu zostało przekazane oświadczenie podpisane przez przedstawicieli sieci handlowych i firm z polskim kapitałem (Piotr i Paweł, MarcPol, Stokrotka, Eko Holding, Topaz, Chata Polska, Bać-Pol, Arhelan, Top Market oraz Polomarket). Wnioskujący piszą, że są zaniepokojeni planami wprowadzenia podatku w obecnej postaci, obejmującego podmioty o powierzchni 250 mkw. (sklepy, duże hale Cash&Carry oraz sprzedaż internetową). Przedstawiciele sieci zwracają uwagę na fakt, że w wielu aspektach proponowany projekt nowego podatku nie spełnia swojego podstawowego celu, jakim jest ochrona interesów polskich podmiotów i wyrównywanie konkurencji na rynku.

Polskie sieci handlowe a podatek obrotowy

W odpowiedzi na propozycję PiS w sprawie wprowadzenia nowego podatku od sieci wielkopowierzchniowych, spółki o polskim kapitale zawiązały Forum Polskiego Handlu (FPH). Stowarzyszenie to zrzesza obecnie 11 podmiotów m.in. Polomarket, sieć Stokrotka, sieć Piotr i Paweł, Media Expert czy Eko Holding. Prezes FPH zakłada, że do stowarzyszenia dołączać będą kolejne podmioty z polskim kapitałem, które prowadzą własne sieci detaliczne lub zaopatrują te sieci w produkty. Podmioty zrzeszone w FPH uważają, że podatek w obecnej postaci istotnie uderza w interesy polskich sieci. Propozycja FPH zakłada wyeliminowanie z nowego podatku kryterium związanego z powierzchnią sklepową i uzależnienie go wyłącznie od obrotów realizowanych przez sieci handlowe. Zdaniem FPH nowym podatkiem powinny zostać objęte również sklepy internetowe. Propozycje zmiany formuły podatku obrotowego powinny zostać niebawem opublikowane przez FPH. Oprócz FPH, na początku tygodnia swoją propozycję formuły podatku obrotowego złożyła Polska Grupa Supermarketów (PGS), która zrzesza niezależnych przedsiębiorców działających pod szyldem TopMarket. Propozycja PGS również zakłada uzależnienie nowej daniny wyłącznie od obrotu sieci, wprowadzając progi podatkowe wedle których nic nie płaciłyby podmioty o przychodach poniżej 100 mln PLN, natomiast najwyższa stawka 6,5% objęłaby podmioty o obrotach powyżej 7,5 mld PLN.

Spadek odwiedzalności galerii handlowych jedną z przyczyn mniejszych obrotów sklepów

Informacje zebrane przez gazetę Parkiet wskazują, że za spadkiem przychodów firm odzieżowych i obuwniczych w 2015 roku stoi zmniejszająca się odwiedzalność sklepów. Trend taki potwierdzają przedstawiciele CCC (szacowany spadek odwiedzalności w 2015 roku to 10-20% R/R), LPP (szacują, że wskaźnik odwiedzalności jest ujemny), Monnari (w okresie I-X'15 wskaźnik ten notuje kilkuprocentowy spadek R/R), Solaru (w I-X'15 spadek odwiedzalności o 17% R/R) oraz Esotiq-Henderson (w I-X'15 spadek tego wskaźnika o 17% R/R). Redan odnotował również spadek wskaźnika odwiedzalności R/R w I'VIII'15, jednak przeprowadzona akcja promocyjna marki Top Secret przyczyniła się do wzrostu tego wskaźnika do około +6% R/R w miesiącach wrzesień-październik. Z drugiej strony wzrost odwiedzalności sklepów odnotowała Vistula (ponad 10% R/R) oraz w Bytom (w 1Q'15 +17% R/R, ale w kolejnych kwartałach tempo wyhamowało i odwiedzalność sklepów jest nieznacznie wyższa R/R). Zmniejszenie się odwiedzalności sklepów przekłada się na zwiększoną aktywność promocyjną graczy na rynku. 4Q jest najważniejszym kwartałem sprzedażowym dla CCC i LPP. CCC planuje wypracować 500 mln PLN (oznaczałoby to wzrost rocznej sprzedaży o 18,6% R/R, poniżej

zrewidowanych szacunków zarządu na poziomie 23-26%). Wysoka dynamika sprzedaży powinno zostać utrzymana w Vistuli i Bytomiu.

Wpływ umocnienia USD na wyniki spółek

Według danych zebranych przez gazetę Parkiet, aprecjacje USD najmocniej odczuje LPP (90% COGS rozliczanych w USD), CDRL i Solar (80-90% COGS rozliczanych w USD), Monnari (60% COGS rozliczanych w USD) oraz CCC (50% COGS rozliczanych w USD). Z kolei wzrost kursu USDPLN będzie miał niewielki wpływ na wyniki spółek Bytom (około 20% COGS rozliczanych w USD), Vistuli, Wojas oraz Gino Rossi. W przypadku największych firm, CCC stosuje przedpłaty stanowiące około 40% zakupów, dzięki czemu spółka dokonała już części płatności za kolekcję wiosna-lato'16 po kursie 3,6-3,7 USDPLN, a pozostała część zostanie uiszczona na początku stycznia (średni kurs zakupu powinien być poniżej 4 USDPLN). Zarząd spółki zaznacza, że dostosuje ceny kolekcji wiosna-lato'16 do wyższych kosztów zakupu (pełny proces dostosowania cen trwa 6-9 miesięcy). LPP nie stosuje przedpłat, a zamówiony towar jest opłacany wraz z dostawą do centrum dystrybucyjnego.

Vistula

Dobre wyniki sprzedażowe w październiku

Spółka zanotowała 39,5 mln PLN sprzedaży na poziomie Grupy w październiku (+15,5% R/R). Narastająco od początku roku sprzedaż Grupy była wyższa o około 17% R/R i wyniosła 394,1 mln PLN. Segment odzieżowy wypracował 22,9 mln PLN (+15,8% R/R), a segment jubilerski 13,2 mln PLN (+13,8% R/R). Narastająco od początku roku przychody segmentu odzieżowego wzrosły o 20,3% R/R a segmentu jubilerskiego o 13,4% R/R. Uwzględniając nasze szacunki wzrostu powierzchni sprzedażowej, oczekujemy że efektywność sprzedaży/mkw. rosła w dwucyfrowym tempie w obu segmentach. Dynamika sprzedaży segmentu odzieżowego była poniżej tempa zanotowanego YTD. Sprzedaż segmentu jubilerskiego rosła w podobnym tempie co dynamika YTD. Po bardzo dobrych wrześniowych wynikach, spółka utrzymuje tempo poprawy na wysokim dwucyfrowym poziomie.

Wyniki w 3Q'15

Spółka zaraportowała EBIT/EBITDA nieco powyżej oczekiwań rynkowych (+2,7%/1,4%). Zysk netto spółki był poniżej oczekiwań rynkowych o 21,3% (3,1 mln PLN w 3Q'15 vs. 3,9 mln PLN oczekiwań rynkowych), co jest efektem niższego salda z działalności finansowej oraz efektywnej stawki podatkowej na poziomie 22,9%. Sprzedaż spółki wzrosła o 18% R/R do 118,8 mln PLN i była zgodna z danymi zaprezentowanymi w raportach miesięcznych. Efektywność sprzedaży/mkw. w segmencie odzieżowym oraz jubilerskim rosła o odpowiednio 33,3% R/R oraz 17,2% R/R. Marża brutto na sprzedaży wzrosła o 0,5p.p. R/R do 53%, na co składał się wzrost MBNS w segmencie odzieżowym o 1,9p.p. R/R 53,5% w 3Q'15 oraz spadek MBNS w segmencie jubilerskim o 1,8p.p. R/R do 52,3% w 3Q'15. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 14% R/R do 56,2 mln PLN w 3Q'15, w tempie mniejszym niż dynamika przychodów. EBIT/EBITDA w 3Q'15 wyniosły 6,7 mln PLN (+78,7% R/R) / 9,7 mln PLN (+49,4% R/R). Saldo na działalności finansowej było na poziomie -2,7 mln PLN w 3Q'15 vs. -3,53 mln PLN w 3Q'14 (oraz -1,94 mln PLN w 2Q'15). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 22,9% w 3Q'15 vs. 22,6% w 3Q'14. Zysk netto był na poziomie 3,1 mln PLN w 3Q'15 vs. 0,1 mln PLN w 3Q'14. CFO wyniosło -8,61 mln PLN w 3Q'15 vs. -9,59 mln PLN. Ujemne CFO wynikało z większego zatowarowania przed sezonem zimowym (głównie w segmencie jubilerskim).

Wywiad z prezesem

Prezes Vistuli, Grzegorz Pilch, w wywiadzie udzielonym gazecie Parkiet mówi, że w optymistycznym scenariuszu spółka będzie w stanie zrealizować założenia planu motywacyjnego na przyszły rok (29 mln PLN zysku netto oraz 55 mln PLN EBITDA). Optymistyczne szacunki wynikają z bardzo dobrej sprzedaży w październiku i listopadzie (kontynuacja trendów zanotowanych w poprzednich miesiącach). Kluczowym dla zrealizowania założeń przyszłorocznego planu motywacyjnego będzie wynik sprzedaży w grudniu (ze względu na dużą sezonowość w W. Kruk, gdzie 1/3 rocznego zysku operacyjnego jest generowana w grudniu). Zgodnie z komentarzem dynamika sprzedaży Grupy w listopadzie jest powyżej tegorocznej średniej dynamiki na poziomie 17%. Przychody części modowej rosną w szybszym tempie, a osiągnięta marża brutto na sprzedaży jest nieco niższa R/R. W W. Kruk dynamika przychodów jest wolniejsza, za to nastąpiła poprawa marży. Całorocznej poprawie wyników pomoże osiągnięcie rentowności przez markę Deni Cler (w całym roku zarząd oczekuje zysku netto na poziomie kilkuset tysięcy). Zarząd nie planuje rozwoju sklepów w ramach tej marki (w tym roku powierzchnia sprzedażowa zmniejszy się o 4% R/R, w przyszłym roku wzrost może pochodzić wyłączenie z otwarć sklepów franczyzowych). W tym powierzchnia sprzedażowa całej grupy powinna wzrosnąć o 7% netto R/R do 28,5 tys. mkw. (320 lokalizacji). Plan na przyszły rok zakłada wzrost tempa rozwoju do 8-10% R/R. Wzrost powierzchni sprzedażowej w przyszłym roku powinien być napędzany przez W.Kruk (plan zakłada 10%+ R/R wzrostu w 2016 roku vs. 4% R/R w 2015 roku). Zarząd utrzymuje, że prawdopodobnie nie będzie IPO W. Kruka, a rozwój marki będzie finansowany z środków własnych i długu.

Wojas

Spadek sprzedaży detalicznej o 7,1% R/R w październiku

Sprzedaż spółki na poziomie Grupy wzrosła o 3,5% R/R do 23,7 mln PLN w październiku. Sprzedaż detaliczna w tym okresie spadła o 7,1% R/R do 19,2 mln PLN. Sprzedaż hurtowa wyniosła 4,5 mln PLN w X'15 vs. 2,3 mln PLN w X'14. Narastająco od początku roku sprzedaż Grupy wzrosła o 0,4% R/R, natomiast sprzedaż segmentu detalicznego zmniejszyła się o 0,4% R/R.

Próchnik

Wzrost sprzedaży w październiku o 21,8% R/R

Sprzedaż Grupy w październiku wzrosła o 21,8% R/R do 4,4 mln PLN. Wzrost sprzedaży o 42,8% R/R do 3 mln PLN odnotował segment Adam Feliks Próchnik. Segment Range Age wypracował 1,4 mln PLN sprzedaży w październiku, odnotowując spadek o 7,1% R/R. Sprzedaż w kanale internetowym wyniosła 312,8 tys. PLN i był to najlepszy wynik spółki w tym roku. Marża detaliczna na sprzedaży wzrosła o 4p.p. R/R do 59% w październiku. Narastająco od początku roku spółka odnotowała wzrost sprzedaży o 14,1% R/R. Spółka po raz pierwszy opublikowała marżę brutto na sprzedaży w kanale detalicznym. Zaprezentowany poziom rentowności jest wysoki na tle branży. Dobre wyniki mogą być sygnałem poprawy sytuacji w spółce. Ważne będzie potwierdzenie dobrych wyników w kolejnych raportach miesięcznych.

Bytom

Wzrost sprzedaży w październiku o 31% R/R przy zachowaniu podobnej rentowności R/R

Sprzedaż w październiku wyniosła 11 mln PLN (+31,4% R/R). Sprzedaż segmentu detalicznego wzrosła o 29,2% R/R do 10,81 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży segmentu detalicznego była na poziomie 58,3% w październiku (-0,26p.p. R/R). Marża brutto na sprzedaży Grupy wyniosła 57,9% w październiku i była niższa o 0,63p.p. R/R. Sprzedaż/mkw. spółki wzrosła w październiku o 8% R/R do 1 140 PLN. W listopadzie'14 sprzedaż/mkw. wyniosła 1 140 PLN i prezes Michał Wójcik oczekuje wzrostu tego wskaźnika przynajmniej o 8% R/R w listopadzie'15. Ponadto prezes wskazuje, że spółka osiągnęła rentowność netto na poziomie 10% w okresie I-X'15. Spółka opublikowała najwyższą dynamikę wzrostu sprzedaży w porównaniu z najbliższymi konkurentami. Dynamika sprzedaży segmentu detalicznego jest nieznacznie poniżej tempa wzrostu odnotowanego YTD (29,2% vs. 30,9%). Tak wysoka dynamika przychodów została osiągnięta przy zachowaniu rentowności na relatywnie stabilnym poziomie R/R.

Wyniki zgodne z konsensem

Sprzedaż w 3Q'15 wyniosła 32,3 mln PLN (+20,9% R/R) i była zgodna z wartościami zaprezentowanymi w raportach miesięcznych. Marża brutto na sprzedaży wzrosła o 2,1p.p. R/R do 52% w 3Q'15. Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 16,8 mln PLN w 3Q'15 (+25,9% R/R). Uwzględniając wzrost powierzchni o 17,1% R/R, szacujemy że SG&A/mkw. zwiększyły się o 3% R/R do 1 500,7 PLN, a sprzedaż/mkw. zwiększyła się o 4,5% R/R do 1 191 PLN. Spółka zaraportowała 3,2 mln PLN EBIT (+74,5% R/R i 1,7% poniżej oczekiwań rynkowych) oraz 4 mln PLN EBITDA (+56,9% R/R oraz 1,3% poniżej oczekiwań rynkowych). Saldo na działalności finansowej wyniosło -0,3 mln PLN w 3Q'15 vs. -0,45 mln PLN w 3Q'14. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 2% w 3Q'15 vs. -2,6% w 3Q'14. Zysk netto był na poziomie 2,9 mln PLN (+96,6% R/R oraz 1,9% powyżej oczekiwań rynkowych).

Gino Rossi

Wzrost sprzedaży w październiku o 8% R/R

Sprzedaż na poziomie Grupy wzrosła o 8% R/R do 24,3 mln PLN. Segment Gino Rossi odnotował wzrost sprzedaży o 4,1% R/R do 15,1 mln PLN (sprzedaż detaliczna wzrosła o 2% R/R, a sprzedaż hurtowa o 14% R/R), a segment Simple poprawił sprzedaż o 15% R/R. Spółka odnotowała słaby wynik sprzedaży w segmencie obuwniczym (poniżej 5% tempa poprawy zanotowanego YTD) oraz dobry wynik segmentu Simple (powyżej 11% dynamiki YTD). Na wyniki sprzedażowe negatywnie wpływały niesprzyjające warunki pogodowe w październiku.

Redan

Wyniki 3Q'15

Sprzedaż wzrosła o 3,8% R/R do 131 mln PLN i była zgodna z danymi zaprezentowanymi w raportach miesięcznych. Marża brutto na sprzedaży obniżyła się o 0,6p.p. R/R do 40,6% w 3Q'15. Koszty SG&A rosły w tempie 11,5% R/R do 52,2 mln PLN w 3Q'15 w tempie szybszym niż dynamika sprzedaży. Saldo na pozostałej działalności finansowej wyniosło -0,4 mln PLN w 3Q'15 vs. -0,5 mln PLN w 3Q'14. EBIT był na poziomie 0,6 mln PLN w 3Q'15 (vs. 4,6 mln PLN w 3Q'14), a EBITDA wyniosła 2 mln PLN w 3Q'15 (vs. 9,6 mln PLN w 3Q'14). Saldo na działalności finansowej zmniejszyło się z -3,7 mln PLN w 3Q'14 do -0,7 mln PLN w 3Q'15. Spółka zaraportowała 1,2 straty netto w 3Q'15 vs.

0,1 mln PLN straty netto w 3Q'14. Segment dyskontowy wypracował 4,5 mln PLN EBIT w 3Q'15, natomiast segment modowy odniósł stratę -3,7 mln PLN na poziomie EBIT. W segmencie dyskontowym powierzchnia sprzedażowa wzrosła o 12,6%. Sprzedaż/mkw. obniżyła się o 1% R/R w 3Q'15 (niekorzystny wpływ warunków pogodowych w 3Q'15) vs. średni wzrost efektywności sprzedaży/mkw. o 7% R/R w 1H'15. Wskaźnik kosztów SG&A/mkw. wzrósł o 3,9% R/R w 3Q'15 w segmencie dyskontowym.

Powierzchnia sprzedażowa w segmencie modowym powiększyła się o 4,6% R/R do 41,3 tys. mkw. Sprzedaż/mkw. w segmencie zmniejszyła się o 7,2% R/R w 3Q'15, natomiast koszty SG&A/mkw. zwiększyły się o 1,8% R/R w 3Q'15. W segmencie modowym nie widać pozytywnego wpływu wydatków poniesionych na marketing oraz utworzenie zespołu projektowego.

Gino Rossi

Wyniki 3Q'15 poniżej oczekiwań rynkowych

Spółka zaraportowała wyniki niższe niż oczekiwania rynkowe na linii przychodów/EBITDA/EBIT/zysku netto. Wartościowo odchylenia od oczekiwań rynkowych są nieznacznie niższe i mieszczą się w 0,5 mln PLN. Sprzedaż spółki wyniosła 65,5 mln PLN w 3Q'15 i była niższa R/R o 3,6%. Marża brutto na sprzedaży (po wyłączeniu materiałów) wyniosła 45,1% w 3Q'15 i była niższa o 4,3p.p. R/R. Segment Gino Rossi odnotował spadek MBNS o 7,2p.p. R/R do 38,5%. Segment Simple poprawił MBNS o 5,1p.p. R/R do 60,5% w 3Q'15 (efekt mniejszych wyprzedaży towarów – spadek przychodów segmentu o 20% R/R). Koszty SH&A wzrosły o 2,7% R/R do 27,2 mln PLN. W efekcie niższej MBNS oraz wzrostu kosztów SG&A, EBIT zmniejszył się do 0,6 mln PLN w 3Q'15 z 2,2 mln PLN w 3Q'14. EBITDA wyniosła 2,2 mln PLN w 3Q'15 (vs. 3,8 mln PLN w 3Q'14). Saldo na działalności finansowej było na poziomie -0,73 mln PLN w 3Q'15 vs. -1,58 mln PLN w 3Q'14 (znaczne obniżenie ze względu na restrukturyzację długu). Spółka zaraportowała 0,2 mln PLN straty netto w 3Q'15 vs. 0,3 mln PLN zysku netto w 3Q'14. W 9M'15 spółka wypracowała 201,9 mln PLN przychodów oraz 11 mln PLN EBITDA. Zarząd podtrzymuje prognozy na poziomie 290 mln PLN przychodów i 27 mln PLN EBITDA, wskazując że kluczowy do wykonania prognoz będzie wynik w 4Q'15 (oczekiwana poprawa rentowności R/R ze względu na wyższą marżę intake). CFO wyniósł -5,2 mln PLN w 3Q'15 vs. -8,8 mln PLN w 3Q'14. W wyniku mniejszych zamówień towarów u zewnętrznych dostawców spółka ma znacznie mniejsze zobowiązania handlowe R/R (około 6,7 mln PLN) co powinno pozytywnie wpłynąć na CFO w przyszłych kwartałach). DN/EBITDA wyniósł 4,3x na koniec 3Q'15.

Emperia

Wyniki powyżej oczekiwań rynkowych

Wyniki są powyżej oczekiwań rynkowych na poziomie EBIT oraz zysku netto o odpowiednio 3,1% oraz 10,6%. Przychody oraz EBITDA są zbliżone do konsensusu. Przychody ze sprzedaży spółki wzrosły o 7,3% R/R do 519,5 mln PLN w 3Q'15. Przychody w segmencie detalicznym (do klientów zewnętrznych) wzrosły o 7,3% R/R w 3Q'15 do 508,5 mln PLN, co było przede wszystkim efektem powiększenia sieci sprzedaży o 35 marketów w 3Q'15 (+21,5% R/R). Implikuje to negatywne Ifl w segmencie detalicznym. Przychody segmentu nieruchomości (do klientów zewnętrznych) wzrosły o 1% R/R do 5,6 mln PLN w 3Q'15, a w segmencie informatyka przychody zwiększyły się o 10,1% R/R do 5,4 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży w spółce poprawiła się o 0,26p.p. R/R do 28,11% w 3Q'15. Narzut kosztów SG&A zmniejszył się o 0,77p.p. R/R do 26,46%. W efekcie EBIT spółki wzrósł o 207% R/R do 9,3 mln PLN w 3Q'15. EBITDA była na poziomie 20,4 mln PLN w 3Q'15 (+36,65% R/R). Saldo na działalności finansowej wyniosło 0,47 mln PLN w 3Q'15 vs. 0,36 mln PLN w 3Q'14. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 16% w 3Q'15. Zysk netto był na poziomie 8,2 mln PLN (6,7x R/R). CFO wyniosło 22,2 mln PLN w 3Q'15 vs. 8,5 mln PLN w 3Q'14 i było efektem wzrostu zobowiązań spółki.

W 4Q'15 powinny pojawić się wzrosty sprzedaży porównywalnej

W 3Q'15 spółka odnotowała spadek sprzedaży porównywalnej o 3% R/R. Jednocześnie dzięki intensywnemu rozwojowi sieci handlowej spółka rosła szybciej niż segment supermarketów oraz sprzedaż detaliczna w 3Q'15 (5,9% vs. 4% vs. 3,3%). W 4Q'15 ustępująca deflacja oraz efekt bazy z poprzedniego roku powinny pozwolić spółce wypracować pozytywną dynamikę sprzedaży w placówkach porównywalnych. Jak twierdzi zarząd Emperia, spółka osiągnęła optymalne tempo rozwoju sklepów franczyzowych w 3Q'15 (+10 nowych sklepów w systemie franczyzowym, głównie markety), które będzie kontynuowane w kolejnych kwartałach. W 3Q'15 spółka poprawiła wskaźnik narzutu kosztów logistyki na przychody o 0,4p.p. R/R do 5,8% (w granicach wyznaczonego celu na ten rok na poziomie 0,3-0,5p.p. R/R). Oczekiwana jest dalsza poprawa tego wskaźnika. Narzut kosztów centrali obniżył się o 0,2p.p. R/R do 2,1% w 3Q'15, co było efektem zwiększenia skali działalności. W przyszłych okresach spółka chce się skoncentrować na poprawie sprzedaży porównywalnej, co ma zostać osiągnięte przez lepsze spozycjonowanie cenowe oraz zwiększenie nakładów na marketing (w 3Q'15 udział nakładów na marketing w przychodach wzrósł o 0,2p.p. R/R do 1%, docelowy poziom w przyszłości to 1,2-1,3%).

AmRest		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		193,00 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)	4 094,3
marża EBITDA	7,7%	10,7%		13,1%		13,4%		EV (cena bieżąca)	5 062,0
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	418,1	79,2		31,1		26,6		Zmiana ceny: 1m	7,9%
P/CE	20,8	15,9		11,6		9,8		Zmiana ceny: 6m	28,8%
P/BV	4,2	4,5		3,9		3,4		Zmiana ceny: 12m	75,6%
EV/EBITDA	24,3	15,9		11,8		9,9		Min (52 tyg.)	99,0
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	199,4

Wyniki 3Q'15 pokazały, że spółka kontynuuje pozytywny trend w wynikach. AmRest poprawił sprzedaż na restaurację na rynku polskim, czeskim i hiszpańskim. Ponadto rentowność EBITDA odnotowała poprawę na wszystkich rynkach oprócz Polski (spadek o 0,6p.p. do 14,1%; efekt wysokiej bazy). 3Q'15 był kolejnym okresem w którym rentowność EBITDA została zaraportowana w dywizji Nowe Rynki. Naszym zdaniem pozytywny trend w wynikach spółki będzie kontynuowany w przyszłych kwartałach, na co wpłynie: utrzymanie dynamicznego tempa otwarcia restauracji, coraz wyższy wynik segmentu Nowe Rynki oraz kontynuacja poprawy sprzedaży/restaurację oraz rentowności EBITDA w regionie CEE i Hiszpanii. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do watorów AmRest.

Wyniki nieznacznie powyżej konsensusu

Sprzedaż AmRest w 3Q'15 wzrosła o 12,5% R/R do 861,2 mln PLN i była zgodna w wcześniej opublikowanymi szacunkami sprzedaży. Korzystając ze sprzyjających trendów na rynku (wyższa siła nabywcza konsumentów oraz niskie ceny surowców) oraz dzięki renegocjacji kontraktów na dostawy produktów, spółce udało się kolejny kwartał poprawić marżę brutto na restauracji, która wyniosła 18,2% w 3Q'15 (+1,7p.p. R/R oraz 0,3p.p. powyżej rekordowego poziomu zanotowanego w 2Q'15). Dynamika kosztów SG&A była większa od dynamiki przychodów w 3Q'15 (15,5% vs. 12,5%). W efekcie EBIT/EBITDA w 3Q'15 wzrosły odpowiednio do 67,9 mln PLN (+35,3% R/R oraz 5,1% R/R powyżej oczekiwań rynkowych) i 123,5 mln PLN (+23,2% R/R oraz 2,9% powyżej oczekiwań rynkowych).

Wyniki w podziale na dywizje

Marża EBITDA w podziale na dywizje rosła w każdym regionie geograficznym oprócz Polski: największy wzrost na Nowych Rynkach (+11p.p. R/R do 1,9%, kolejny kwartał zysku tej dywizji); konsolidacja kawiarni Starbucks w Rumunii i Bułgarii odpowiadała za wzrost rentowności Inne CEE (+6,1p.p. R/R do 15,4%); Czechy (wzrost 2,1p.p. R/R do 17,7% - rekordowy poziom); Rosja (+0,2p.p. R/R do 9,7% - pomimo trudnej sytuacji na rynku); Hiszpania (+0,1p.p. R/R do 21,6%); Polska (-0,6p.p. R/R do 14,1% - obniżenie wyniku z efektu wysokiej bazy). Sprzedaż/restaurację w 3Q'15 rosła najszybciej w segmencie Nowe Rynki (+27,4% R/R do 1 641 PLN/kwartał), wysoki wzrost odnotował rynek czeski (+8,3% R/R do 1073 PLN/kwartał - poziom wyższy niż w Polsce). Spadek sprzedaży/restaurację w 3Q'15 odnotowała Rosja (-24% R/R do 927 PLN/kwartał - efekt dewaluacji RUB) oraz dywizja Inne CEE (-2,8% R/R do 798 PLN/kwartał - konsolidacja kawiarni Starbucks, które generują mniejszy przychód niż inne restauracje).

Odliczenie strat podatkowych poniesionych w Stanach Zjednoczonych

Spółka rozpoznała 9,4 mln PLN dodatniego podatku dochodowego w 3Q'15 w wyniku zwrotu za straty podatkowe w dywizji Nowe Rynki. W efekcie zysk netto wzrósł o 106,2% R/R do 65,2 mln PLN w 3Q'15 (56,3% powyżej oczekiwań rynkowych). Przepływy gotówkowe z działalności operacyjnej wyniosły 82,9 mln PLN w 3Q'15 vs. 107 mln PLN w 3Q'14.

CCC		Sprzedaj									
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		147,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-03-06	
		Cena docelowa:		158,00 PLN							
(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)	5 644,8		
marża EBITDA	12,4%	14,8%		14,8%		14,8%		EV (cena bieżąca)	6 164,6		
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	45,1	13,4		16,8		13,8		Zmiana ceny: 1m	-13,0%		
P/CE	35,0	11,9		14,6		12,2		Zmiana ceny: 6m	-16,5%		
P/BV	9,5	5,9		5,1		3,9		Zmiana ceny: 12m	-0,6%		
EV/EBITDA	28,7	20,3		16,4		13,2		Min (52 tyg.)	132,0		
Dyld (%)	1,1	1,1		1,1		1,1		Max (52 tyg.)	198,9		

Wyprzedaże w lipcu oraz niesprzyjające warunki pogodowe w sierpniu i wrześniu negatywnie wpłynęły na wyniki wygenerowane przez spółkę w 3Q'15. Przeciętą dynamikę sprzedaży w październiku oraz niska dynamika w listopadzie (+6,5% R/R), zwiększają szansę wprowadzenia dużych wyprzedaży w kolejnych miesiącach. Ponadto Zarząd CCC poinformował, że ze względu na mniejszą od zakładanej rentowność na rynku niemieckim część otworzyć 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 sprzedaży w miesiącach IX-XI stwarzają zagrożenie dla wygenerowania 250 mln PLN zysku brutto (założenie Zarządu zrewidowane z 300 mln PLN). Brak poprawy wyników na rynku niemieckim i austriackim może stanowić realną presję na poziom wygenerowanego wyniku w 2016 roku.

Wyniki znacznie poniżej oczekiwań rynkowych

Sprzedaż CCC wyniosła 512,4 mln PLN w 3Q'15 (+8,1% R/R) i była zgodna z wartościami zaprezentowanymi w raportach miesięcznych. Presja ze strony konkurencji oraz wyższe koszty zakupu towarów (wzrost kursu USDPLN) przełożyły się na spadek marży brutto na sprzedaży o 2,1p.p. R/R do 52,8% w 3Q'15. Koszty SG&A wyniosły 248,4 mln PLN w 3Q'15 vs. 203,9 mln PLN w 3Q'14. Wskaźnik kosztów SG&A/mkw. obniżył się o 4,5% R/R do 258,1 PLN. EBIT/EBITDA spółki wyniosły odpowiednio 24,3 mln PLN (-53,4% R/R oraz 13,7% poniżej oczekiwań rynkowych) i 37,3 mln PLN (-38,2% R/R oraz 15,7% poniżej oczekiwań rynkowych).

Saldo na działalności finansowej wyniosło -5,5 mln PLN w 3Q'15 vs. -6,9 mln PLN w 3Q'14. Podobnie jak w poprzednich kwartałach spółka rozpoznała 15 mln PLN dodatniego podatku dochodowego w wyniku rozpoznania aktywa podatkowego. Zysk netto spadł o 15,9% R/R do 33,8 mln PLN (8,8% powyżej oczekiwań rynkowych). CFO wzrósł w 3Q'15 do 16 mln PLN (vs. -11,7 mln PLN w 3Q'14).

Słaba sprzedaż w listopadzie

Sprzedaż CCC wzrosła o 6,5% R/R do 217 mln PLN w listopadzie. Narastająco w miesiącach I-XI'16 sprzedaż wzrosła o 16,9% R/R do 2 083 mln PLN. Przychody ze sprzedaży detalicznej w listopadzie wyniosły 205,1 mln PLN i były wyższe o 3,6% R/R. Narastająco w miesiącach I-XI'16 sprzedaż detaliczna wzrosła o 15,5% R/R do 1 972 mln PLN. Sprzedaż w placówkach porównywalnych zmniejszyła się w Polsce (-13,5% R/R; poza sierpniem'15 jest to największy spadek w 2015 roku) oraz na Słowacji (-5% R/R). Sprzedaż w placówkach porównywalnych wzrosła w Czechach (+5,8% R/R) oraz na Węgrzech (+2,4% R/R). Niepokojący w wynikach jest mocny spadek sprzedaży porównywalnej w placówkach w Polsce. Częściowo za taki stan rzeczy mogą odpowiadać niesprzyjające sprzedaży warunki pogodowe oraz postępująca kanibalizacja sklepów CCC w Polsce. W ostatnim wywiadzie wiceprezes zarządu szacował, że przychody w miesiącach XI-XII'15 mogą wynieść 500 mln PLN. Biorąc pod uwagę efekt wysokiej bazy w grudniu (dynamika sprzedaży +42% R/R w XII'14 oraz wypracowanie 229 mln PLN sprzedaży), cel ten będzie trudny do osiągnięcia. Słaba dynamika sprzedaży w listopadzie (po niskiej dynamice sprzedaży w miesiącach IX-X'15) oznacza konieczność wprowadzenia głębszych wyprzedaży w kolejnych miesiącach w celu sprzedaży pozostałej części kolekcji jesienno-zimowej.

Eurocash
Sprzedaż

Analitik: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 53,50 PLN

Cena docelowa: 40,80 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-11-04

(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)	7 418,2
marża EBITDA	2,4%	2,4%		2,4%		2,6%		EV (cena bieżąca)	8 161,2
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	33,8	41,1		33,6		26,7		Zmiana ceny: 1m	7,5%
P/CE	22,1	24,3		20,0		17,1		Zmiana ceny: 6m	40,8%
P/BV	8,4	7,4		6,5		5,7		Zmiana ceny: 12m	38,2%
EV/EBITDA	20,0	20,1		16,6		14,3		Min (52 tyg.)	31,2
Dywidenda (%)	1,7	1,5		1,2		1,5		Max (52 tyg.)	54,4

Po 9M'15 Spółka wygenerowała 831 mln PLN środków pieniężnych z działalności operacyjnej, dzięki czemu była w stanie obniżyć wskaźnik dług netto/EBITDA do 0,6x na koniec 3Q'15. Kontynuacja poprawy rotacji zapasów w kolejnych kwartałach powinna sprowadzić wskaźnik dług netto/EBITDA poniżej – w okolice zera. Niski wskaźnik zadłużenia zwiększa szansę ogłoszenia przejęcia przez Eurocash, jednak selektywne i ostrożne podejście Zarządu może odwieść decyzję o akwizycji potencjalnego podmiotu. Pomimo oczekiwanej poprawy wyników uważamy, że obecna wycena spółki na wskaźniku EV/EBITDA'15-16 na poziomie odpowiednio 16,6x i 14,3x jest zbyt wysoka.

Wyniki 3Q'15 nieznacznie powyżej konsensusu, bardzo dobre CFO

Spółka zaraportowała 5,486 mld PLN sprzedaży w 3Q'15 (+21,7% R/R). Najmocniej przychody rosły w segmencie papierowy i produkty impulsowe (+79% R/R do 1,5 mld PLN – konsolidacja Kolportera), następnie w Segmencie Tradis (+13% R/R do 1,2 mld PLN) oraz Delikatesy Centrum (+13% R/R do 541 mln PLN). Spółka odnotowała negatywne lfi w segmencie C&C (-2,17%) oraz pozytywne lfi w Delikatesach Centrum (działalność hurtowa +2,14% oraz detaliczna 1,37%). Grupa Eurocash zanotowała organiczny wzrost sprzedaży na poziomie 4,23% R/R w 3Q'15 oraz 3,78% R/R narastająco w 9M'15. Marża brutto na sprzedaży obniżyła się o 0,72p.p. R/R do 9,68% w 3Q'15, co było przede wszystkim spowodowane konsolidacją niskomargowego biznesu

Kolportera. Narzut SG&A zmniejszył się do 7,72% w 3Q'15 vs. 8,46% w 3Q'14. Dobra dyscyplina kosztowa oraz poprawa rentowności Eurocash Dystrybucja, pozwoliły spółce znacznie ograniczyć negatywny wpływ dodatkowych kosztów związanych z rozwojem nowych formatów oraz spadku MBNS na rentowność na poziomie EBITDA (-0,04p.p. R/R do 2,46%) oraz EBIT (-0,01p.p. R/R do 1,78%). W efekcie spółka zaraportowała 135,1 mln PLN EBITDA (+19,8% R/R oraz 2% powyżej oczekiwań rynkowych) oraz 97,7 mln PLN EBIT (+21,3% R/R oraz 4,3% powyżej oczekiwań rynkowych). Saldo na działalności finansowej wyniosło -9,6 mln PLN w 3Q'15 vs. -13,7 mln PLN w 3Q'14. Ograniczenie kosztów finansowych wynika przede wszystkim ze zmniejszenia zadłużenia przez Grupę Eurocash do DN/EBITDA 0,6x w 3Q'15 vs. 1,9x w 3Q'14. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 17,34% w 3Q'15 (vs. 13,91% w 3Q'14). Zysk netto był na poziomie 70,1 mln PLN (+21,9% R/R oraz 3,7% powyżej oczekiwań rynkowych).

Bardzo dobre przepływy pieniężne

Spółka wygenerowała 270 mln PLN gotówki z działalności operacyjnej w 3Q'15, co podobnie jak w poprzednich kwartałach wynikało z uwolnienia części kapitału ulokowanego w zapasach. Od początku roku spółka wygenerowała 831 mln PLN gotówki w CFO, znacznie obniżając wskaźnik zadłużenia. W 3Q'15 poprawie uległy wskaźniki rotacji zapasów w dniach (-6,91 dni R/R do 16,68), należności w dniach (-2,6 dni R/R do 26,52), a pogorszeniu uległ wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach (-4,98 dni R/R do 62,35).

Jeronimo Martins										Sprzedaj		
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		13,10 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)		8 240,6		
marża EBITDA	6,6%	5,8%		5,6%		5,8%		EV (cena bieżąca)		8 738,3		
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	21,6	27,3		25,1		21,6		Zmiana ceny: 1m		2,6%		
P/CE	13,0	14,1		13,2		12,0		Zmiana ceny: 6m		7,8%		
P/BV	6,0	5,9		5,2		4,5		Zmiana ceny: 12m		63,4%		
EV/EBITDA	11,4	12,0		11,3		10,2		Min (52 tyg.)		31,6		
Dyld (%)	2,6	2,5		1,9		2,0		Max (52 tyg.)		57,5		

Wyniki Jeronimo Martins za 3Q'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 (75,8% wykonania po 9M'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. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaży.

Zysk netto 5% powyżej oczekiwań rynkowych

Sprzedaż spółki wyniosła 3,531 mld EUR w 3Q'15 (+7,6% R/R) i była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi (+0,7%). Poprawie o 0,32p.p. R/R do 21,47% w 3Q'15 uległa marża brutto na sprzedaży, co było przede wszystkim efektem poszerzenia oferty w sklepach Biedronka. Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 758 mln EUR (+9,2% R/R). Koszty SG&A rosły w szybszym tempie niż przychody w 3Q'15 (9,02% vs. 7,6%), jednak nie zniwelowało to pozytywnego wpływu wzrostu marży brutto na sprzedaż na rentowność EBIT. Marża EBIT wzrosła o 0,1p.p. R/R do 4,22% w 3Q'15. Spółka zaraportowała EBIT/EBITDA w 3Q'15 odpowiednio na

poziomie 149 mln EUR (+10,2% R/R oraz 1,7% powyżej oczekiwań rynkowych) oraz 224,1 mln EUR (+8,8% R/R oraz 1,6% powyżej oczekiwań rynkowych). Wynik na działalności finansowej wyniósł -7 mln EUR w 3Q'15 (vs. -8,3 mln EUR 3Q'14) i jego wpływ na wynik został zniwelowany przez wpływy z tytułu rozliczania jednostek metoda praw własności (+7 mln EUR w 3Q'14). Efektywna stopa podatkowa obniżyła była na poziomie 22,8% w 3Q'15. Zysk netto wzrósł o 11,8% R/R do 103 mln EUR i był 5,1% powyżej oczekiwań rynkowych (większa równica wynika przede wszystkim z założenia wyższej efektywnej stopy podatkowej).

Sprzedaż w placówkach porównywalnych oraz rozwój sieci

Sprzedaż porównywalna wzrosła we wszystkich sieciach Jeronimo Martins w 3Q'15: Biedronka (+3,5% w EUR oraz +4,5% w PLN), Pingo Doce (+4,5% w sieci oraz +5,2% z wyłączeniem sprzedaży paliw), Recheio (+3,9%). W 3Q'15 otwarto 9 sklepów Biedronka (92 sklepy YTD). Zarząd JMT podtrzymuje cel na ten rok na poziomie 100 otwarć. Sieć Pingo Doce powiększyła się o 13 placówek w 3Q'15 (19 otwarć YTD). W Kolumbii sieć otworzyła nowe centrum logistyczne, a sieć sklepów ARA posiadała 110 lokalizacji na koniec 3Q'15.

Mocna poprawa CFO

JMT wygenerowało 197 mln EUR FCF w 3Q'15 (+24% R/R) oraz 258 mln EUR w 9M'15 vs. 109 w 9M'14. Zarząd spółki chce zaproponować wypłatę do akcjonariuszy 235,7 mln EUR z wolnych środków gotówkowych (0,375 EUR/akcję) płatną w 2015. Kwota ta zawiera dywidendę, która byłaby wypłacona w 2016 roku.

LPP
Sprzedaż

Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		6 730 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)	12 181,8
marża EBITDA	18,6%	16,8%		14,1%		14,5%		EV (cena bieżąca)	12 689,6
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	28,3	25,4		32,6		24,7		Zmiana ceny: 1m	-5,9%
P/CE	21,0	18,1		20,6		16,7		Zmiana ceny: 6m	-8,1%
P/BV	8,1	7,4		6,3		5,4		Zmiana ceny: 12m	-23,7%
EV/EBITDA	16,2	15,7		17,6		14,5		Min (52 tyg.)	6 525,0
Dyld (%)	1,3	1,4		0,5		1,5		Max (52 tyg.)	8 990,3

Utrzymywanie się niskiej dynamiki sprzedaży, która jest znacznie mniejsza niż tempo rozwoju nowej powierzchni potwierdza problemy wewnętrzne oraz silną konkurencję rynkową. Presja na ceny uniemożliwia spółce podwyższanie cen w celu zrekompensowania kosztów zakupu towarów denominowanych w USD, co ma odbicie w osiągniętej rentowności. Słaba sprzedaż w miesiącach IX-XI przełoży się na decyzję o wprowadzeniu intensywnych wyprzedaży w kolejnych miesiącach. Wzrost kursu USD/PLN powyżej 4 PLN negatywnie wpłynie na marżę brutto na sprzedaż w 2016 roku. Uważamy, że negatywne trendy w sprzedaży porównywalnej połączone ze spadkiem rentowności sprawią, że spółka wygeneruje 504,7 mln PLN EBIT w 2015 roku (11% poniżej oczekiwań rynkowych). Podtrzymujemy naszą rekomendację sprzedaj dla akcji LPP.

W 2016 roku nie będzie znaczącego odbicia marży brutto na sprzedaży

Przemysław Lutkiewicz (wiceprezes i CFO LPP) w wywiadzie do gazety Parkiet uważa, że ze względu na działania konkurencji na rynku prowadzące do obniżek cen, nie należy zakładać znaczącego odbicia marż w przyszłym roku. Wiceprezes twierdzi również, że wymagającym celem będzie zrealizowanie wzrostów sprzedaży porównywalnej w 2016 roku ze względu na mocną konkurencję oraz coraz większe znaczenie kanału e-commerce. Wiceprezes skomentował dane sprzedażowe zaraportowane w miesiącach wrzesień-październik. We wrześniu sprzedaży nie pomogły kłopoty logistyczne w Polsce (za późne wprowadzenie nowej kolekcji do sklepów o kilka dni) oraz podwyższenie o 10% cen nowej kolekcji przeznaczonej na rynek rosyjski i ukraiński (spadek Ifl na tych rynkach). W październiku sprzedaż została zakłócona przez niesprzyjające warunki pogodowe. Zdaniem Przemysława Lutkiewicza przyczyną słabej dynamiki sprzedaży w IX-X'15 nie jest słaba kolekcja jesienno-zimowa. Wiceprezes liczy na dobre wyniki sprzedażowe w 4Q'15 i ograniczenie spadku marży brutto na sprzedaży. LPP nie planuje przejść sklepów e-commerce i chce się skupić na rozwijaniu własnych sklepów internetowych. Planowane jest lepsze zatowarowanie magazynów obsługujących te sklepy oraz przeprowadzenie efektywniejszych działań marketingowych. Spółka planuje otwarcie sklepów internetowych Reserved w kolejnych krajach. Na lata 2017-18 planowane jest otwieranie sklepów internetowych innych marek w kolejnych krajach.

Wyniki w 3Q'15 powyżej oczekiwań rynkowych

Spółka zaraportowała EBIT/EBITDA/zysk netto odpowiednio 4%/7,8%/23,6% powyżej oczekiwań rynkowych. Lepsze od oczekiwanych wyniki na poziomie EBIT/EBITDA wynikały przede wszystkim z wypracowania wyższej marży brutto na sprzedaży (52,6% w 3Q'15) od szacunkowej MBNS

zaprezentowanej w raportach miesięcznych (51,8%). Dodatkowo na poziomie netto wyniki były wyższe ze względu na mniejsze koszty finansowe (niższe ujemne różnice kursowe) oraz efektywną stopę podatkową na poziomie 14%. Sprzedaż wyniosła 1 261 mln PLN w 3Q'15 (-0,3% R/R) i była zgodna z wartościami przedstawionymi w raportach miesięcznych. Sprzedaż porównywalna wyniosła -6,9% w 3Q'15 vs. -1,5% w 3Q'14. Dodatkowo Ifl wypracowały wszystkie marki oprócz Reserved. Ujemna sprzedaż porównywalna została odnotowana na rynku polskim (sprzedaż/mkw. w Polsce obniżyła się o 6% R/R w 3Q'15). Powierzchnia sprzedażowa spółki wzrosła o 17% R/R. Koszty SG&A zmniejszyły się o 2,1% R/R do 546,8 mln PLN. Wskaźnik SG&A/mkw. zmniejszył się o 15,4% R/R do 232 PLN, co wynikało przede wszystkim z obniżenia kosztów czynszów i kosztów wynagrodzeń. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -9,6 mln PLN w 3Q'15 vs. -6,9 mln PLN w 3Q'14 i było efektem wyższych odpisów aktualizacyjnych i likwidacji. W efekcie EBIT/EBITDA w 3Q'15 były na poziomie odpowiednio 106,8 (-20,5% R/R) oraz 162,6 mln PLN (-12,1% R/R). Saldo na działalności finansowej wyniosło -14,4 mln PLN w 3Q'15 (vs. -39,3 mln PLN w 3Q'14) i wynikało z ujemnych różnic kursowych na rublu i hrywnie (10 mln PLN straty w 3Q'15 vs. 40 mln PLN straty w 3Q'14) oraz na USD (1 mln PLN straty w 3Q'15 vs. 4 mln PLN zysku w 3Q'14). Efektywna stopa podatkowa w 3Q'15 była na poziomie 14%. Zysk netto wyniósł 79,7 mln PLN w 3Q'15 (-2,5% R/R oraz 23,6% powyżej oczekiwań rynkowych). Przepływy operacyjne były słabe w 3Q'15 i wyniosły -39,4 mln PLN vs. 51,8 mln PLN w 3Q'14 (efekt wzrostu zapasów na koniec kwartału).

Słaba dynamika sprzedaży i spadek rentowności sprzedaży w listopadzie

Sprzedaż LPP wzrosła o 13% R/R do 430 mln PLN w listopadzie. Narastając w miesiącach I-XI'16 sprzedaż wzrosła o 7% R/R do 4 481 mln PLN. Powierzchnia sprzedażowa wzrosła o 18% R/R, co w zestawieniu z dynamiką sprzedaży implikuje spadek sprzedaży/mkw. o 6% R/R. Szacunkowa marża brutto na sprzedaży obniżyła się o 4p.p. R/R do 55% (jest to najniższy poziom marży miesięcznej w listopadzie, jaki spółka odnotowała w latach 2009-15). Spadek efektywności sprzedaży/mkw. w listopadzie jest mniejszy niż średnia odnotowana od początku roku (-6% vs. -11%). Zostało to jednak osiągnięte kosztem rentowności, na którą negatywnie działały przeprowadzane przeceny oraz mniejsze podwyżki cen towarów ze względu na presję ze strony konkurencji. W efekcie zysk brutto na sprzedaży wyniósł 236,5 mln PLN (+5,2% R/R). Przy założeniu 160 mln PLN kosztów SG&A, EBIT powinien wynieść 76,5 mln PLN. W grudniu oczekujemy kontynuacji akcji wyprzedażowych prowadzonych przez spółkę.

Inne

Work Service		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		15,20 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-03-06	
		Cena docelowa:		21,90 PLN					
(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)	1 023,9
marża EBITDA	5,7%	5,7%		5,3%		5,9%		EV (cena bieżąca)	1 263,4
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	35,3	19,5		21,1		13,8		Zmiana ceny: 1m	-3,9%
P/CE	29,9	16,5		16,8		11,5		Zmiana ceny: 6m	-13,6%
P/BV	4,0	2,7		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	-17,8%
EV/EBITDA	19,3	11,9		10,1		7,7		Min (52 tyg.)	14,4
Dyild (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	22,0

Wyniki za 3Q'15 nie przyniosły przełomu w postrzeganiu spółki Work Service. 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 (Work Service osiągnął po 9M'15 EBIT = 58,2 mln PLN). Podtrzymujemy neutrale podejście.

Wyniki za 3Q'15

Work Service zaraportował wyniki powyżej naszych oczekiwań. Przychody wyniosły 549 mln PLN vs. 521 mln PLN nasze założenia. Wzrost na poziomie 12,4% R/R wynika przede wszystkim z silnych wzrostów na rynku polskim (nominalnie +49 mln PLN R/R) i węgierskim (+13,8 mln PLN R/R). Wysokie dynamiki obrotów R/R zanotowały także Czechy i Słowacja (+ok. 30% R/R każdy z rynków). Rynek niemiecki ciągle nie przynosi oczekiwanych rezultatów: Niemcy zanotowały spadek obrotów o blisko 12 mln PLN w ciągu roku (tj.12% R/R). Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 62,0 mln PLN vs. 56,7 mln PLN oczekiwania (marża wyniosła

11,3% vs. 10,9% zakładana). Relatywnie wysoka rentowność wynika z poprawy mixu sprzedażowego: w 3Q'15 praca tymczasowa odpowiadała za 71,1% obrotów (vs. 75,5% kwartał wcześniej i 76,5% rok wcześniej), co odbieramy pozytywnie. Koszty sprzedaży wyniosły 39,1 mln PLN vs. 35,9 mln PLN nasze oczekiwania, grupa zaksięgowała +2,5 mln PLN netto na pozostałej dział. operacyjnej (vs. 0 mln PLN nasze oczekiwania), co dało EBIT równy 25,3 mln PLN. Jednak wynik należy oczyścić o 1,9 mln PLN jednorazowych kosztów transakcji M&A. Oczyszczony EBIT na poziomie 27,2 mln PLN jest 30% wyższy od naszych oczekiwań (pomijając wynik na pozostałej dział. operacyjnej 18% lepiej od oczekiwań). Koszty finansowe bez zaskoczeń, podatek i zyski mniejszości wyniosły 4,9 i 5,7 mln PLN vs. 3,6 i 2,8 mln PLN nasze oczekiwania, co pozostaje do wyjaśnienia. Oczyszczony o zdarzenia jednorazowe zysk netto w 3Q'15 jest na poziomie 10,0 mln PLN.

Witucki nowym prezesem od początku 2016 r.

Do końca roku Tomasz Hanczarek będzie wypełniał wszystkie obowiązki prezesa Work Service, a formalne złożenie rezygnacji i przekazanie sterów Maciejowi Wituckiemu nastąpi z dniem 31 grudnia 2015 roku. Później Hanczarek zostanie wiceprzewodniczącym rady nadzorczej spółki.

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

Elektrobudowa

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2015-03-06	2015-06-02	2015-10-02	2015-11-04	2015-12-03
kurs z dnia rekomendacji	111,90	134,00	144,50	155,00	141,00
WIG w dniu rekomendacji	53546,40	55605,71	49593,95	50367,53	47002,61

JSW

rekomendacja	w trakcie aktualizacji
data wydania	2015-12-03
kurs z dnia rekomendacji	12,53
WIG w dniu rekomendacji	47002,61

KGHM

rekomendacja	w trakcie aktualizacji
data wydania	2015-12-03
kurs z dnia rekomendacji	68,15
WIG w dniu rekomendacji	47002,61

PGNiG

rekomendacja	Trzymaj	Sprzedaj	Sprzedaj	Trzymaj
data wydania	2015-03-30	2015-05-06	2015-10-09	2015-12-03
kurs z dnia rekomendacji	5,32	6,49	6,94	5,24
WIG w dniu rekomendacji	53649,90	56442,25	51222,77	47002,61

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

PRZEWAŻENIE (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 8 Przeglądu miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Przeglądzie miesięcznym znajduje się na stronie 9 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 Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

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

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

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

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybała@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 Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

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