

23 kwietnia 2013

Opracowanie cykliczne



BRE DOM INWESTYCYJNY



Rynek akcji

WIG

43 448

Średnie P/E 2013 12,0

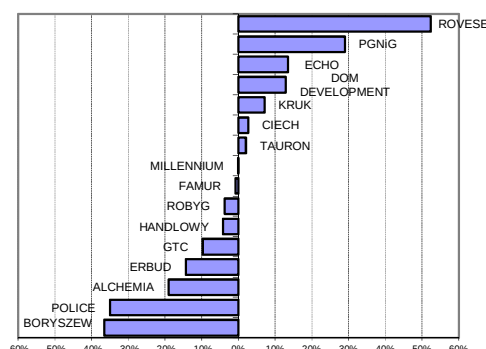
Średnie P/E 2014 10,3

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 871 mln PLN

Prognozy wyników kwartalnych

I Q 2013

Dynamika EPS wybranych spółek*



*liczone za okres: II kw.'12-I kw.'13 / I kw.'12-IV kw.'12

Zespół Analiz:

Michał Marczak
(+48 22) 697 47 38
michal.marczak@dibre.com.pl

Iza Rokicka
(+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl

Kamil Kliszcz
(+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl

Jakub Szkopek
(48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl

Piotr Zybała
(48 22) 697 47 01
piotr.zybała@dibre.com.pl

Banki. Najciemniejszą stroną wyników banków będzie wynik odsetkowy, który mocno ucierpiał na gwałtownych spadkach stóp procentowych. Wynik prowizyjny będzie prezentował się tylko nieznacznie lepiej. Główna presja to niższe opłaty *interchange*. Z drugiej strony, banki ponownie wykażą zyski z obligacji, silną kontrolę kosztów i niski koszt ryzyka. Ostatecznie zagregowany zysk netto będzie płaski Q/Q. Najlepszych wyników oczekujemy od MIL i ING, a najgorszych od GNB i PKO. Ponadto, silnych wyników oczekujemy od Kruka oraz PZU.

Paliwa. Wyniki polskich rafinerii liczone wg LIFO powinny być pozytywną niespodzianką, szczególnie w Orlenie, gdzie istotnym wsparciem będzie segment petrochemiczny. Na poziomie netto mogą być jednak zneutralizowane przez ujemne różnice kursowe. W przypadku PGNiG oczekujemy istotnego pozytywnego wpływu nowych projektów wydobywczych.

Energetyka. Oczekujemy, że szczególnie dobre wyniki polskie spółki energetyczne osiągną w obszarze obrotu, gdzie spadające koszty energii i świadectw pochodzenia pozwolą na rozszerzenie marży. Najbardziej powinno to być widoczne w Tauronie, który mimo braku KDT-ów może poprawić wyniki R/R.

Telekomunikacja. Zarówno Netia, jak i TPSA w dalszym ciągu będą odczuwać efekty spowolnienia gospodarczego i silnej konkurencji na rynku. Negatywne trendy (erozja bazy abonenckiej, spadek cen) obserwowane w poprzednich kwartałach będą kontynuowane.

Górnictwo i metale. Spółki wydobywcze poprawią wyniki w ujęciu Q/Q w związku z: wyższymi cenami surowców (miedź, srebro), wyższym wolumenem sprzedaży (Bogdanka), czy też z brakiem jednorazowych kosztów raportowanych w 4Q'12 (JSW, Bogdanka). Sektor odczuje jednak ponowny spadek zysków w 2Q'13, co będzie efektem spadku cen metali w tym stali.

Przemysł. W sektorze przemysłowym oczekujemy słabych wyników za 1Q'13 w Alchemii, Boryszewie, Kernelu oraz Grupie Kęty. Rozczarowanie przyniosą naszym zdaniem wyniki Rovese. Spoza coverage pozytywnie zaskoczą Seco Warwick, PKM Duda i ZM Kania.

Budownictwo. Spółki budowlane doświadczą spadku zysków R/R (najsłabsze w Erbudzie i Unibepie). Q1 nie będzie reprezentatywny z punktu widzenia całorocznych wyników. Szerokie portfele zamówień w Erbudzie, Unibepie i Elektrobudowie korzystnie wpłyną na wyniki kolejnych kwartałów.

Deweloperzy. Dobre wyniki Dom Development oraz Echo Investment będą wspierały nasze pozytywne rekomendacje dla obu spółek. W Robygu tylko poprawne wyniki, zaś w GTC kolejny kwartał ze stratą finansową. W obu spółkach istnieje ryzyko obniżenia całorocznych prognoz zysków.

Spis treści

1. Banki	3
1.1. BZ WBK	3
1.2. Getin Noble Bank	3
1.3. Handlowy	4
1.4. ING BSK	4
1.5. Millennium	5
1.6. Pekao	5
1.7. PKO BP	6
2. Ubezpieczyciele	7
2.1. PZU	7
3. Usługi finansowe	8
3.1. Kruk	8
4. Paliwa, chemia	9
4.1. Ciech	9
4.1. Lotos	9
4.2. MOL	10
4.3. PGNiG	10
4.4. Police	11
4.5. ZA Puławy	11
5. Energetyka	12
5.1. CEZ	12
5.2. Enea	12
5.3. PGE	13
5.4. Tauron	13
6. Telekomunikacja	14
6.1. Netia	14
6.2. TPSA	14
7. Górnictwo i metale	15
7.1. JSW	15
7.2. KGHM	15
7.3. LW Bogdanka	16
8. Przemysł	17
8.1. Alchemia	17
8.2. Astarta	17
8.3. Boryszew	18
8.4. Famur	18
8.5. Impexmetal	19
8.6. Kernel	19
8.7. Kęty	20
8.8. Kopex	20
8.9. Rovese	21
9. Budownictwo	22
9.1. Budimex	22
9.2. Elektrobudowa	22
9.3. Erbud	23
9.4. Unibep	23
10. Deweloperzy	24
10.1. Dom Development	24
10.2. Echo Investment	24
10.3. GTC	25
10.4. Robygg	25
11. Terminy publikacji raportów	26
12. Aktualne rekomendacje DI BRE	27
13. Statystyki rekomendacji	28

Banki



Banki

Analityk:
Iza Rokicka

BZ WBK

Kupuj

P/E 2013 17,7 P/BV 2013 1,74
P/E 2014 13,6 P/BV 2014 1,61

Cena bieżąca 265,0 PLN
Cena docelowa 300,0 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12**	zmiana	2013P	2012**	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Wynik odsetkowy	732	775	-6%	3 089	3 061	1%	3 308	3 089	7%
NIM	3,62%	3,04%	-	3,66%	3,02%	-	3,00%	3,66%	-
Wynik prowizyjny	429	412	4%	1 653	1 726	-4%	1 740	1 653	5%
WNDB	1 286	1 287	0%	5 288	5 551	-5%	5 614	5 288	6%
Koszty operacyjne	-657	-693	-5%	-2 664	-2 750	-3%	-2 725	-2 664	2%
Wynik operacyjny*	636	622	2%	2 709	2 896	-6%	2 978	2 709	10%
Saldo rezerw	-181	-139	30%	-866	-1 238	-30%	-789	-866	-9%
Zysk brutto	461	487	-5%	1 856	1 679	11%	2 201	1 856	19%
Zysk netto	360	370	-3%	1 441	1 277	13%	1 727	1 441	20%

*przed kosztami rezerw; **pro forma dla połączonego banku

Relatywnie mocny na tle branży wynik odsetkowy

BZ WBK po raz pierwszy zaraportuje wyniki po połączeniu z Kredyt Bankiem. Naszym zdaniem zysk netto dla połączonego banku wyniesie 360 mln PLN, co oznacza 3% spadku R/R na bazie pro forma. Prognozujemy, że wynik odsetkowy wyniesie 732 mln PLN, co oznacza tylko 2% spadku Q/Q na bazie pro forma. Naszym zdaniem, ten dobry na tle branży wynik będzie możliwy dzięki agresywnie obniżanemu oprocentowaniu depozytów dawnego Kredyt Banku oraz stopniowej zmianie struktury portfela kredytowego w stronę wyżej marżowych produktów. W naszej opinii, nieco gorzej wypadnie wynik prowizyjny, który wyniesie 429 mln PLN i oznacza ok. 5% spadku Q/Q na bazie pro forma. Winę za to ponosi częściowo sezonowo słabszy kwartał, a częściowo niższe przychody z kart z tytułu *interchange*. Oczekujemy, że wynik handlowy wyniesie 125 mln PLN i zostanie wsparty 60 mln PLN przychodów z tytułu sprzedaży obligacji. Prognozujemy, że koszty operacyjne wyniosą 657 mln PLN, czyli spadną na bazie pro forma o 5% Q/Q oraz R/R, głównie dzięki niższym kosztom osobowym. W końcu zakładamy, że koszt ryzyka wyniesie 105 p.b., co przełoży się na odpisy netto w wysokości 181 mln PLN.



Banki

Analityk:
Iza Rokicka

Getin Noble Bank Akumuluj

P/E 2013 11,9 P/BV 2013 0,83
P/E 2014 9,3 P/BV 2014 0,76

Cena bieżąca 1,56 PLN
Cena docelowa 1,90 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Wynik odsetkowy	286	318	-10%	1 270	1 248	2%	1 367	1 270	8%
NIM	1,95%	2,30%	-	2,19%	2,20%	-	2,29%	2,19%	-
Wynik prowizyjny	140	226	-38%	820	769	7%	863	820	5%
WNDB	460	566	-19%	2 183	2 136	2%	2 323	2 183	6%
Koszty operacyjne	-205	-207	-1%	-808	-834	-3%	-868	-808	7%
Wynik operacyjny*	282	453	-38%	1 378	1 404	-2%	1 463	1 378	6%
Saldo rezerw	-202	-248	-19%	-953	-975	-2%	-919	-953	-4%
Zysk brutto	79	209	-62%	445	456	-2%	567	445	27%
Zysk netto	55	156	-65%	348	371	-6%	446	348	28%

*przed kosztami rezerw

Pomimo dalszego spadku odpisów, wynik netto nadal bardzo niski

Oczekujemy, że zysk netto wyniesie tylko 55 mln PLN (-23% Q/Q oraz -65% R/R). W ramach tego wyniku zakładamy, że bank zaksięguje 20 mln PLN zysku na zakupie poniżej wartości księgowej Dexii oraz 5 mln PLN straty na sprzedaży części akcji Open Finance. Prognozujemy, że wynik odsetkowy spadnie o 5% Q/Q na bazie porównywalnej do 286 mln PLN. Spodziewamy się, że presja na marżę depozytową, spowodowana niższymi rynkowymi stopami procentowymi, tylko częściowo zostanie zrekomensowana przez poprawę marży kredytowej wynikającej ze zmiany struktury portfela kredytowego. Naszym zdaniem wynik prowizyjny będzie nadal pod presją niższej sprzedaży wysokomarżowych produktów inwestycyjno-ubezpieczeniowych. Niemniej jednak, spadek Q/Q będzie już minimalny i wyniesie 2%. Z drugiej strony, dynamika R/R jest nadal wysoko ujemna i ukształtuje się na poziomie -38%. W wyniku handlowym zakładamy płaski Q/Q wynik z tytułu wymiany walut, ok. 10 mln przychodów ze sprzedaży obligacji oraz nadal ujemny wynik z tytułu wymiany swapów. Naszym zdaniem koszty operacyjne wyniosą 205 mln PLN (-3% Q/Q oraz -1% R/R), co przełoży się na praktycznie płaski wskaźnik koszty/dochodów na poziomie 42%. Najjaśniejszym punktem wyników będzie saldo rezerw, gdzie zakładamy dalsze spadki do 202 mln PLN (-6% Q/Q oraz -19% R/R). Głównym źródłem spadków będzie portfel hipoteczny, gdzie naszym zdaniem koszt ryzyka ukształtuje się na poziomie 120 p.b., -17 p.b. Q/Q oraz -135 p.b. R/R. Koszt ryzyka ogółem wyniesie 181 p.b.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

Handlowy**Trzymaj**

P/E 2013 15,2 P/BV 2013 1,64
P/E 2014 14,6 P/BV 2014 1,62
Cena bieżąca 94,25 PLN
Cena docelowa 96,00 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Wynik odsetkowy	330	398	-17%	1 447	1 488	-3%	1 496	1 447	3%
NIM	3,19%	3,83%	-	3,56%	3,47%	-	3,58%	3,56%	-
Wynik prowizyjny	146	152	-4%	588	599	-2%	616	588	5%
WNDB	613	740	-17%	2 461	2 745	-10%	2 562	2 461	4%
Koszty operacyjne	-340	-415	-18%	-1 367	-1 430	-4%	-1 428	-1 367	4%
Wynik operacyjny*	269	324	-17%	1 086	1 297	-16%	1 127	1 086	4%
Saldo rezerw	-15	-15	2%	-104	-58	80%	-100	-104	-4%
Zysk brutto	254	309	-18%	982	1 240	-21%	1 027	982	5%
Zysk netto	203	244	-17%	785	970	-19%	821	785	5%

*przed kosztami rezerw

Silna presja na wynik odsetkowy, ale zysk netto nadal wspierany przez zyski z obligacji

Prognozujemy, że zysk netto Handlowego za 1Q'13 ukształtuje się na poziomie 203 mln PLN, czyli spadnie o 17% zarówno R/R, jak i Q/Q. Oczekujemy, że wynik odsetkowy banku zmniejszy się o 6% Q/Q do 330 mln PLN, co jednocześnie oznacza spadek aż o 17% R/R. Podobnie jak w całym sektorze, presja na marżę odsetkową wynika ze spadających stóp rynkowych. W przypadku Handlowego również nie bez znaczenia jest fakt, że bank roluje swój portfel obligacji na coraz niższych rentownościach. Spodziewamy się, że wynik prowizyjny w końcu odnotuje pozytywną dynamikę Q/Q (+2% Q/Q do 146 mln PLN), pomimo presji na przychody z *interchange*. Pomogą w tym przychody związane ze sprzedażą produktów inwestycyjnych i ubezpieczeniowych oraz działalność maklerska. Zakładamy, że wynik handlowy będzie na wysokim poziomie 137 mln PLN, chociaż ok. 17% poniżej średniej za 2012. Spodziewamy się, że przychody z tytułu sprzedaży obligacji ukształtują się na poziomie 45 mln PLN, czyli spadną o 28% Q/Q oraz 38% R/R. Oczekujemy, że koszty operacyjne wyniosą 340 mln PLN (+8% Q/Q, ale -18% R/R), czyli ukształtują się nieznacznie powyżej średnio-kwartalnych poziomów wskazanych przez Zarząd (335 mln PLN). Prognozujemy, że saldo rezerw wyniesie 15 mln PLN.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

ING BSK**Akumuluj**

P/E 2013 15,1 P/BV 2013 1,40
P/E 2014 13,7 P/BV 2014 1,33
Cena bieżąca 90,60 PLN
Cena docelowa 93,00 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Wynik odsetkowy	480	514	-7%	2 060	2 049	1%	2 176	2 060	6%
NIM	2,45%	2,89%	-	2,73%	2,77%	-	2,76%	2,73%	-
Wynik prowizyjny	235	247	-5%	974	1 004	-3%	1 010	974	4%
WNDB	765	835	-8%	3 135	3 150	0%	3 287	3 135	5%
Koszty operacyjne	-463	-465	0%	-1 820	-1 818	0%	-1 891	-1 820	4%
Wynik operacyjny*	305	375	-19%	1 330	1 343	-1%	1 412	1 330	6%
Saldo rezerw	-65	-64	2%	-379	-363	4%	-363	-379	-4%
Zysk brutto	248	318	-22%	978	1 016	-4%	1 075	978	10%
Zysk netto	198	272	-27%	783	832	-6%	860	783	10%

*przed kosztami rezerw

Wynik netto w końcu wsparty przez zyski z obligacji

Spodziewamy się, że wynik netto ING BSK w 1Q'13 wyniesie 198 mln PLN, czyli wzrośnie o 4% Q/Q, chociaż jednocześnie spadnie o 27% R/R. Naszym zdaniem, Zarząd banku w końcu zdecyduje się przynajmniej w małym stopniu spieniężyć zyski z wyceny obligacji odłożone w kapitałach. Z tego tytułu zakładamy 40 mln PLN przychodów.

Naszym zdaniem, kampania depozytowa jaką bank przeprowadził na przełomie 2012 i 2013 w dalszym stopniu będzie ciążyć na wyniku odsetkowym. W konsekwencji tego oraz spadających stóp rynkowych zakładamy, że wynik odsetkowy spadnie o 5% Q/Q oraz 7% R/R do 480 mln PLN, a marża odsetkowa zawęzi się o kolejne 21 p.b. Q/Q do 2,45%. W wyniku prowizyjnym spodziewamy się spadków o 8% Q/Q oraz 5% R/R z powodu niższych przychodów z *interchange*, które nie zostaną pokryte przez inne linie (bank ma relatywnie niską ekspozycję na działalność powiązaną z rynkami kapitałowymi). Naszym zdaniem koszty operacyjne sezonowo wzrosną o 5% Q/Q do 463 mln PLN, czyli będą płaskie R/R. Spodziewamy się, że koszt ryzyka ukształtuje się na poziomie 53 p.b., -16 p.b. Q/Q oraz -4 p.b. R/R, co przełoży się na odpisy netto w wysokości 65 mln PLN, +2% R/R, ale -23% Q/Q. W naszej opinii, poprawa Q/Q będzie wynikać z niższego salda rezerw w segmencie korporacyjnym.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

Millennium**Trzymaj**

P/E 2013 15,6 P/BV 2013 1,08
P/E 2014 13,5 P/BV 2014 1,02

Cena bieżąca 4,56 PLN
Cena docelowa 4,80 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Wynik odsetkowy	287	295	-3%	1 104	1 227	-10%	1 213	1 104	10%
NIM	2,18%	2,33%	-	2,03%	2,37%	-	2,15%	2,03%	-
Wynik prowizyjny	133	133	0%	537	546	-2%	562	537	5%
WNDB	482	459	5%	1 813	1 951	-7%	1 963	1 813	8%
Koszty operacyjne	-280	-282	-1%	-1 116	-1 121	0%	-1 163	-1 116	4%
Wynik operacyjny*	203	175	16%	699	832	-16%	803	699	15%
Saldo rezerw	-66	-38	74%	-257	-238	8%	-290	-257	13%
Zysk brutto	137	140	-2%	442	596	-26%	514	442	16%
Zysk netto	110	110	0%	354	472	-25%	411	354	16%

*przed kosztami rezerw

Jako jedyny w sektorze powtórzy wynik netto z 1Q'12

Prognozujemy, że zysk netto Millennium w 1Q'13 wyniesie 110 mln PLN, czyli mimo że spadnie o 13% Q/Q, to będzie płaski R/R. Spadek Q/Q wynika głównie z presji na wynik odsetkowy. Fakt, że bank może osiągnąć wynik netto płaski R/R, pomimo wyraźnego przyrostu rezerw, związany jest ze znacznie wyższym R/R wynikiem handlowym.

Naszym zdaniem wynik odsetkowy (razem ze swapami) spadnie o 7% Q/Q oraz 3% R/R do 287 mln PLN z powodu presji na marżę odsetkową spowodowaną spadkami rynkowych stóp procentowych. Oczekujemy, że wynik prowizyjny wyniesie 133 mln PLN, czyli będzie płaski zarówno R/R, jak i Q/Q. Chociaż zakładamy spadek przychodów z kart (obniżka *interchange*), naszym zdaniem zostanie to zrekompensowane przez sezonowo wyższe przychody z ubezpieczeń oraz dobry wynik na sprzedaży zewnętrznych produktów inwestycyjnych. Wynik handlowy, chociaż wyraźnie wyższy R/R, naszym zdaniem spadnie o 15% Q/Q z powodu niższych przychodów z wyceny instrumentów pochodnych.

Naszym zdaniem, bank nadal będzie silnie kontrolował koszty i ostatecznie ukształtują się one na poziomie 280 mln PLN, czyli -1% R/R (dzięki niższym kosztom osobowym) oraz -2% Q/Q (z powodu mniejszych wydatków na marketing). Naszym zdaniem koszt ryzyka utrzyma się na płaskim poziomie Q/Q 65 p.b., co przełoży się na odpisy w wysokości 66 mln PLN, praktycznie równomiernie rozłożone pomiędzy segment detaliczny i korporacyjny.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

Pekao**Akumuluj**

P/E 2013 15,8 P/BV 2013 1,74
P/E 2014 14,7 P/BV 2014 1,68

Cena bieżąca 154,9 PLN
Cena docelowa 170,0 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 151	1 193	-4%	4 773	4 805	-1%	5 046	4 773	6%
NIM	3,06%	3,25%	-	3,12%	3,23%	-	3,18%	3,12%	-
Wynik prowizyjny	530	551	-4%	2 205	2 257	-2%	2 285	2 205	4%
WNDB	1 840	1 901	-3%	7 553	7 817	-3%	7 930	7 553	5%
Koszty operacyjne	-895	-911	-2%	-3 683	-3 623	2%	-3 843	-3 683	4%
Wynik operacyjny*	969	1 006	-4%	3 972	4 303	-8%	4 193	3 972	6%
Saldo rezerw	-205	-136	51%	-845	-685	23%	-819	-845	-3%
Zysk brutto	778	884	-12%	3 181	3 680	-14%	3 431	3 181	8%
Zysk netto	628	711	-12%	2 567	2 956	-13%	2 769	2 567	8%

*przed kosztami rezerw

Sezonowo najslabszy kwartał w roku

Prognozujemy, że zysk netto Pekao w 1Q'13 wyniesie 628 mln PLN, czyli spadnie o 15% Q/Q oraz o 12% R/R. Głównym powodem negatywnych dynamik jest presja na przychody. W mniejszym stopniu kontrybuuje wzrost odpisów na ryzyko kredytowe.

Pomimo, że Pekao ma relatywnie (względem średniej dla sektora) defensywną strukturę bilansu, oczekujemy znaczącego spadku wyniku odsetkowego – o 6% Q/Q do 1 151 mln PLN (razem ze swapami; -4% R/R) – w wyniku presji na marżę depozytową (wysoka baza 4Q'12). Spodziewamy się również negatywnych trendów w zakresie wyniku prowizyjnego, który naszym zdaniem spadnie o 8% Q/Q oraz 4% R/R do 530 mln PLN. Naszym zdaniem poprawa w przychodach związanych z rynkami finansowymi nie wystarczy, aby pokryć spadki w przychodach z kart (obniżka *interchange*), od kredytów (niższa produkcja kredytów) i pozostałych (efekty konwersji kont tradycyjnych na internetowe). W ramach prognozy wyniku handlowego (159 mln PLN, -9% Q/Q, ale +1% R/R), zakładamy 40 mln PLN przychodów z tytułu sprzedaży obligacji (-10% Q/Q oraz -6% R/R). Naszym zdaniem, poziom kosztów operacyjnych będzie jasnym punktem wyników. Zakładamy że spadną one o 2% R/R do 895 mln PLN (ale +2% Q/Q). Ponadto oczekujemy, że odpisy na ryzyko kredytowe wzrosną tylko o 2% Q/Q do 205 mln PLN (ale +51% R/R), co przełoży się na 84 p.b. kosztu ryzyka.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

PKO BP**Kupuj**

P/E 2013 13,6 P/BV 2013 1,64
P/E 2014 12,0 P/BV 2014 1,53

Cena bieżąca 33,94 PLN
Cena docelowa 40,00 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 698	2 059	-18%	7 413	7 883	-6%	7 919	7 413	7%
NIM	3,49%	4,33%	-	3,81%	4,10%	-	3,94%	3,81%	-
Wynik prowizyjny	752	723	4%	2 924	3 071	-5%	3 007	2 924	3%
WNDB	2 500	2 888	-13%	10 615	11 392	-7%	11 209	10 615	6%
Koszty operacyjne	-1 120	-1 152	-3%	-4 654	-4 618	1%	-4 841	-4 654	4%
Wynik operacyjny*	1 420	1 771	-20%	6 100	6 951	-12%	6 511	6 100	7%
Saldo rezerw	-505	-528	-4%	-2 216	-2 325	-5%	-2 092	-2 216	-6%
Zysk brutto	920	1 251	-26%	3 884	4 645	-16%	4 419	3 884	14%
Zysk netto	737	1 005	-27%	3 108	3 749	-17%	3 537	3 108	14%

*przed kosztami rezerw

Największa w sektorze presja na wynik odsetkowy

Prognozujemy, że wynik netto w 1Q'13 wyniesie 737 mln PLN, co oznacza spadek o 16% Q/Q oraz 27% R/R. Presja na wynik netto w całości wynika z niższych przychodów podstawowych (-8% Q/Q oraz -12% R/R), ponieważ zarówno koszty operacyjne, jak i odpisy na ryzyko kredytowe będą niższe niż te w 1Q'12 oraz 4Q'12.

Oczekujemy, że wynik odsetkowy spadnie aż o 9% Q/Q oraz 18% R/R do 1 698 mln PLN z powodu silnej presji na marżę depozytową wynikającej ze spadających rynkowych stóp procentowych. W konsekwencji marża odsetkowa zawęzi się o 37 p.b. Q/Q do 3,5%, po tym jak spadła o 27 p.b. Q/Q w 4Q'12. Szacujemy, że wynik prowizyjny spadnie sezonowo o 7% Q/Q do 752 mln PLN. Z drugiej strony, zakładamy jego wzrost o 4% R/R, nawet pomimo niższych przychodów z kart związanych z obniżką opłaty *interchange*. Naszym zdaniem, wzrost będzie wynikał głównie z wyższych przychodów z zarządzania aktywami. Szacujemy, że wynik handlowy banku pozostanie na słabym poziomie z powodu negatywnej wyceny swapów i braku materialnych przychodów z tytułu sprzedaży obligacji. Koszty operacyjne spadną nie tylko sezonowo Q/Q, ale poprawią się również R/R dzięki niższym kosztom osobowym. Prognozujemy, że wskaźnik koszty/dochodów ukształtuje się na poziomie 44,1%, +0,6 p.p. Q/Q oraz +5,9 p.p. R/R. Naszym zdaniem, saldo rezerw spadnie o 11% Q/Q oraz 4% R/R do 505 mln PLN, co przełoży się na koszt ryzyka w wysokości 139 p.b.

Ubezpieczyciele

 Ubezpieczyciele		PZU					Akumuluj		
Analityk: Iza Rokicka		P/E 2013	12,3	P/BV 2013	2,34	Cena bieżąca	406,35 PLN		
		P/E 2014	13,3	P/BV 2014	2,37	Cena docelowa	435,00 PLN		
(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym	4 338	4 323	0%	16 545	16 243	2%	17 151	16 545	4%
Ubezpieczenia majątkowe	2 440	2 516	-3%	8 813	8 789	0%	9 154	8 813	4%
Ubezpieczenia na życie	1 897	1 807	5%	7 732	7 454	4%	7 997	7 732	3%
Odszkodowania i świadczenia netto	-2 714	-2 777	-2%	-11 886	-12 219	-3%	-12 491	-11 886	5%
Koszty	-810	-866	-6%	-3 518	-3 441	2%	-3 640	-3 518	3%
Wynik techniczny	387	226	71%	881	346	155%	750	881	-15%
Wynik na działalności lokacyjnej	428	873	-51%	2 674	3 705	-28%	2 618	2 674	-2%
Zysk brutto	1 057	1 029	3%	3 519	4 039	-13%	3 264	3 519	-7%
Zysk netto	849	822	3%	2 863	3 255	-12%	2 640	2 863	-8%

Wynik netto wsparty przez transakcje jednorazowe; presja na wynik z inwestycji

Prognozujemy, że zysk netto wzrośnie o 3% R/R do 849 mln PLN, co jednocześnie oznacza wzrost Q/Q aż o 104% (z powodu braku korekt w dół na stopach technicznych). Zwracamy uwagę, że nasze prognozy uwzględniają dwie jednorazowe pozytywne transakcje: 1) rozpoczęcie konsolidacji FIZ'ów (ok. 150 mln PLN) oraz 2) uwolnienie części rezerw zawiązanych w 4Q'11 z tytułu rozrachunków z reasekuratorem (ok. 50 mln PLN) – wpływ obu transakcji wykazany w linii pozostałe przychody/koszty operacyjne.

Prognozujemy, że składka przypisana brutto ogółem będzie płaska R/R (ale +6% Q/Q z powodu sezonowości), przy czym spadnie o 3% w segmencie majątkowym (w szczególności ubezpieczenia komunikacyjne AC) oraz wzrośnie o 5% w segmencie życiowym (w szczególności ubezpieczenia indywidualne). Naszym zdaniem, wskaźnik mieszany w ubezpieczeniach majątkowych osiągnie rekordowo niski poziom (84%) dzięki nadal bardzo niskiej szkodowości w ubezpieczeniach komunikacyjnych oraz braku szkód w ubezpieczeniach rolnych. W ubezpieczeniach na życie zakładamy sezonowy wzrost wskaźnika wypłat w ubezpieczeniach grupowych i spadek marży operacyjnej w okolicie 20%. W naszych prognozach zakładamy wynik na działalności lokacyjnej w wysokości 428 mln PLN (-62% Q/Q oraz -51% R/R) w związku z niesprzyjającym zachowaniem się rynków finansowych.

Usługi finansowe

Finanse		Kruk				Kupuj			
		Analityk: Iza Rokicka		P/E 2013 P/E 2014	12,1 11,2	P/BV 2013 P/BV 2014	2,62 2,15	Cena bieżąca Cena docelowa	62,01 PLN 63,80 PLN
(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody ogółem	92,7	79,9	16%	391,3	343,0	14%	440,9	391,3	13%
- zakupy wierzytelności	80,7	69,8	16%	347,2	303,0	15%	389,3	347,2	12%
- inkaso	10,0	8,6	16%	31,3	32,9	-5%	28,0	31,3	-11%
Marża pośrednia	48,5	42,5	14%	205,6	194,1	6%	233,4	205,6	14%
Marża pośrednia	52,3%	53,1%	-	52,6%	56,6%	-	53,0%	52,6%	-
Zysk operacyjny	33,7	28,6	18%	141,1	136,7	3%	161,9	141,1	15%
Zysk brutto	20,8	15,7	32%	91,1	85,1	7%	106,2	91,1	17%
Zysk netto	19,7	14,0	41%	86,9	81,0	7%	95,6	86,9	10%

Mocny początek roku

Prognozujemy, że zysk netto w 1Q'13 wyniesie 19,7 mln PLN, czyli sezonowo spadnie o 27% Q/Q, ale poprawi się w bardzo silnym tempie 41% R/R. Tak wysoka oczekiwana dynamika R/R wynika głównie z niskiej bazy 1Q'12 kiedy Spółka dokonała negatywnych rewaluacji portfeli rumuńskich z powodu osłabienia się RON do PLN.

Spółka poinformowała, że wydała 50 mln PLN na zakup portfeli, co naszym zdaniem jest mocnym wynikiem jak na początek roku. Chociaż prognozujemy, że spłaty wzrosną o 2% Q/Q do 122 mln PLN (+13% R/R), to zakładamy, że przychody z zakupów wierzytelności spadną o 6% Q/Q do 80,7 mln PLN (ale +16% R/R) z powodu braku pozytywnych rewaluacji. Wyższych dynamik spodziewamy się w segmencie inkasa, gdzie zakładamy wzrost o 7% Q/Q oraz 16% R/R do 10 mln PLN, co w konsekwencji przekłada się na przychody ogółem w wysokości 92,7 mln PLN (+16% R/R, ale -5% Q/Q). W kosztach zmiennych (bezpośrednich i pośrednich) zakładamy 4% wzrost Q/Q do 44,2 mln PLN (+18% R/R) w konsekwencji nadal intensywnej windykacji poprzez e-sąd. W konsekwencji prognozujemy, że marża pośrednia spadnie o 12% Q/Q (ale wzrośnie o 14% R/R) do 48,5 mln PLN. Ponieważ oczekujemy, że koszty ogólnego zarządu spadną o 5% Q/Q (ale wzrosną o 4% R/R) do 14,8 mln PLN, to prognozujemy, że wynik operacyjny wyniesie 33,7 mln PLN, -16% Q/Q, ale +18% R/R. Ponadto zakładamy, że koszty finansowe netto spadną o 2% Q/Q, pomimo wzrostu długu netto o 4% Q/Q, a efektywna stopa podatkowa wyniesie 5%.

Paliwa, chemia



Chemia

Analitik:
Kamil Kliszcz

Ciech

P/E 2013 10,3
P/E 2014 8,8

EV/EBITDA 2013 4,9
EV/EBITDA 2014 4,4

Kupuj

Cena bieżąca 21,60 PLN
Cena docelowa 28,30 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	1 019,1	1 172,7	-13,1%	3 720,8	4 378,0	-15,0%	3 731,7	3 720,8	0,3%
EBITDA	133,4	134,4	-0,7%	465,1	52,4	787,0%	478,4	465,1	2,9%
marża	13,1%	11,5%	-	12,5%	1,2%	-	12,8%	12,5%	-
EBIT	74,8	71,8	4,2%	236,5	-184,2	-	245,5	236,5	3,8%
Zysk brutto	22,5	7,2	213,0%	136,5	-442,7	-	159,6	136,5	17,0%
Zysk netto	22,5	10,7	109,9%	110,5	-449,5	-	129,3	110,5	17,0%

Poprawa na poziomie operacyjnym mimo braku zdarzeń jednorazowych

W 1Q'13 oczekujemy niewielkiego wzrostu zysku operacyjnego R/R mimo zawyżonej przez zdarzenia jednorazowe bazy odniesienia (saldo na pozostałej działalności operacyjnej w 1Q'12 +14 mln PLN). Poprawa powinna pojawić się przede wszystkim w segmencie sodowym z uwagi na wzrost cen i spadek kosztów koksu i antracytu (EBIT szacujemy na 58 mln PLN vs. oczyszczone 43 mln PLN rok wcześniej). Lepszego rezultatu oczekujemy również w organice, gdzie brak deficytowej sprzedaży TDI pozwoli na wzrost EBIT do 19 mln PLN vs. oczyszczone 17 mln PLN rok wcześniej (Zachem będzie jeszcze obciążał koszty stałe a dodatkowo z uwagi na opóźniony sezon zakładamy brak istotnego wzrostu wolumenów w środkach ochrony roślin mimo uruchomienia nowej linii). Wyniki w pozostałych obszarach nie powinny istotnie odbiegać od ubiegłorocznych. Na poziomie działalności finansowej oprócz kosztów odsetkowych (-30 mln PLN) zakładamy również ujemne różnice kursowe na obligacjach denominowanych w EUR (-22 mln PLN), co mocno zainfekuje zysk netto.



Rafinerijny

Analitik:
Kamil Kliszcz

Lotos

P/E 2013 8,4
P/E 2014 9,2

EV/EBITDA 2013 9,0
EV/EBITDA 2014 8,3

Trzymaj

Cena bieżąca 39,60 PLN
Cena docelowa 37,40 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	7 610,3	7 832,3	-2,8%	30 422,1	33 111,0	-8,1%	31 613,2	30 422,1	3,9%
EBITDA	352,8	584,3	-39,6%	1 376,9	967,7	42,3%	1 488,5	1 376,9	8,1%
marża	4,6%	7,5%	-	4,5%	2,9%	-	4,7%	4,5%	-
EBIT	193,5	419,0	-53,8%	746,7	301,1	148,0%	867,0	746,7	16,1%
Zysk brutto	-20,1	737,0	-	755,2	361,2	109,1%	684,3	755,2	-9,4%
Zysk netto	-16,3	597,1	-	616,1	922,9	-33,2%	558,4	616,1	-9,4%

Zawyżona baza odniesienia

Zakładamy, że wyniki Lotosu w ujęciu R/R będą wyraźnie słabsze, ale ma to związek przede wszystkim z zawyżoną bazą odniesienia przez dodatni efekt LIFO (+232 mln PLN w 1Q'12) i zyski na sprzedaży Lotos Parafiny (21 mln PLN). Oczyszczony EBIT LIFO w segmencie rafinerijnym powinien jednak wzrosnąć R/R (141 mln PLN vs. 108 mln PLN) z uwagi na poprawę marży, mimo zakładanego niewielkiego ujemnego wpływu operacyjnych różnic kursowych (-24 mln PLN). Wpływ wyceny zapasów powinien być neutralny (+23 mln PLN). Jeśli chodzi o segment wydobywczy to w związku z mniejszymi wolumenami (brak testowej produkcji na B8) oczekujemy znacznego spadku EBIT R/R (45 mln PLN vs. 134 mln PLN). Obciążeniem dla wyników może być również segment detaliczny, gdzie z uwagi na słabe marże na stacjach zakładamy stratę rzędu -9 mln PLN. Na działalności finansowej prognozujemy ujemne saldo rzędu -213 mln PLN, na co złożą się obok odsetek (-45 mln PLN) ujemne różnice kursowe na kredytach (-94 mln PLN) oraz straty na instrumentach zabezpieczających (-76 mln PLN). Stąd wynikać będzie niewielka strata na poziomie wyniku netto.

**Rafineryjny**

Analityk:
Kamil Kliszcz

MOL**Trzymaj**

P/E 2013 10,9 EV/EBITDA 2013 5,4 **Cena bieżąca 220,0 PLN**
P/E 2014 8,3 EV/EBITDA 2014 4,6 **Cena docelowa 254,6 PLN**

(mld HUF)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	1 340,1	1 360,3	-1,5%	5 521,3	5 557,6	-0,7%	5 562,9	5 521,3	0,8%
EBITDA	139,8	157,4	-11,2%	575,7	538,9	6,8%	673,3	575,7	17,0%
marża	10,4%	11,6%	-	10,4%	9,7%	-	12,1%	10,4%	-
EBIT	63,3	83,3	-24,0%	264,0	220,5	19,8%	354,5	264,0	34,3%
Zysk brutto	49,0	90,0	-45,6%	262,2	206,7	26,9%	345,9	262,2	31,9%
Zysk netto	34,8	73,7	-52,7%	158,1	149,7	5,6%	207,5	158,1	31,2%

Niższe wolumeny w wydobywaniu i pogorszenie marż na ciężkich produktach

W 1Q'13 zakładamy spadek EBIT w ujęciu R/R z uwagi na bazę odniesienia zawyżoną przez operacyjne różnice kursowe i dodatni efekt LIFO na łączną kwotę 35 mld HUF. Tym razem zakładamy, że wpływ tych księgowych zdarzeń będzie neutralny (z jednej strony osłabienie forinta a z drugiej wzrost średniej ceny ropy w lokalnej walucie). Oczyszczony wynik segmentu rafineryjnego szacujemy na +1,6 mld HUF wobec zeszłorocznej straty na poziomie -5 mld HUF. Poprawa to głównie efekt braku podatku kryzysowego (+6 mld HUF R/R), gdyż pod względem wolumenów i marż sytuacja nie zmieniła się istotnie R/R (benchmark rynkowy zwiększył się co prawda R/R, ale bardzo niekorzystnie prezentowały się marże na ciężkich pozostałościach, które relatywnie dużo ważą w strukturze produkcji MOL-a). Znacznie lepiej R/R wypadnie natomiast segment petrochemiczny, gdzie dzięki rosnącym marżom Grupa powinna wyjść na „zero” po zeszłorocznej stracie rzędu -10 mld HUF. W obszarze wydobywania oczekujemy niższych wolumenów produkcji, a dodatkowo obciążeniem dla wyników może być niższe wykorzystanie surowca przez chorwacką rafinerię Sisak, stąd zakładamy spadek oczyszczonego EBIT z 78 mld HUF do 64 mld HUF. W obszarze gazowym nieco mniejsza strata na działalności regulowanej w Chorwacji będzie zneutralizowana przez słabszy wynik na infrastrukturze węgierskiej. Saldo na działalności finansowej będzie ujemne z uwagi na różnice kursowe, a dodatkowo zysk netto będzie obciążony wyższym podatkiem Robin Hooda.

**Rafineryjny**

Analityk:
Kamil Kliszcz

PGNiG**Redukuj**

P/E 2013 9,5 EV/EBITDA 2013 5,8 **Cena bieżąca 5,37 PLN**
P/E 2014 8,5 EV/EBITDA 2014 5,1 **Cena docelowa 5,00 PLN**

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	8 937,1	8 946,6	-0,1%	29 516,6	28 729,8	2,7%	30 083,8	29 516,6	1,9%
EBITDA	1 917,9	754,8	154,1%	6 470,3	4 600,8	40,6%	7 149,3	6 470,3	10,5%
marża	21,5%	8,4%	-	21,9%	16,0%	-	23,8%	21,9%	-
EBIT	1 346,9	299,9	349,0%	4 369,9	2 531,8	72,6%	5 039,4	4 369,9	15,3%
Zysk brutto	1 212,5	328,9	268,6%	4 245,6	2 541,5	67,1%	4 918,5	4 245,6	15,8%
Zysk netto	945,3	296,8	218,5%	3 317,8	2 236,8	48,3%	3 721,4	3 317,8	12,2%

Nowe wolumeny w segmencie wydobywania

W 1Q'13 wyniki PGNiG powinny być już wspierane wolumenami z uruchomionych projektów Skarv i LMG, których łączny wpływ szacujemy na poziomie EBIT na 210 mln PLN (w przypadku LMG Spółka nie powinna jeszcze księgować amortyzacji, co poprawi rentowność operacyjną). W tym kontekście zysk segmentu wydobywczego sięgnie naszym zdaniem 673 mln PLN vs. 430 mln PLN rok wcześniej. EBIT segmentu obrotu przy niższych cenach w kontrakcie jamalskim prognozujemy na -31 mln PLN, choć widzimy ryzyko niższego rezultatu z uwagi na negatywne zaskoczenie w 4Q oraz fakt sezonowo wysokiego udziału klientów domowych w sprzedaży ogółem (15% niższe taryfy do pozostałych odbiorców). Wsparciem dla skonsolidowanych wyników będzie na pewno obszar dystrybucji, gdzie EBIT szacujemy na 562 mln PLN (wzrost R/R dzięki wyższym wolumenom) oraz PGNiG Termika, która dzięki wydłużonemu sezonowi grzewczemu i niższej amortyzacji (brak odpisów na uprawnienia emisji widocznych w 2012 roku) powinna wypracować zysk operacyjny rzędu 150 mln PLN. Na działalności finansowej obok kosztów odsetkowych uwzględniamy ujemne różnice kursowe na kredycie dolarowym spółki norweskiej i dlatego saldo szacujemy na -134 mln PLN. Znacznym ryzykiem obciążona jest nasza prognoza podatku z uwagi na zawilgości księgowe w projekcie norweskim.

**Chemia**

Analityk:
Kamil Kliszcz

Police**Sprzedaj**

P/E 2013 17,9
P/E 2014 19,1

EV/EBITDA 2013 9,1
EV/EBITDA 2014 9,3

Cena bieżąca 20,50 PLN
Cena docelowa 10,90 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	665,4	726,3	-8,4%	2 928,8	2 981,2	-1,8%	2 783,9	2 928,8	-4,9%
EBITDA	35,1	82,6	-57,5%	181,2	210,9	-14,1%	165,8	181,2	-8,5%
marża	5,3%	11,4%	-	6,2%	7,1%	-	6,0%	6,2%	-3,8%
EBIT	13,3	61,8	-78,5%	101,5	127,8	-20,6%	88,0	101,5	-13,3%
Zysk brutto	13,1	60,9	-78,4%	106,2	121,7	-12,8%	99,2	106,2	-6,6%
Zysk netto	13,1	49,5	-73,5%	86,0	104,2	-17,4%	80,3	86,0	-6,6%

Poprawa Q/Q, ale nasza roczna prognoza zagrożona

W 4Q'12 Police raportowały fatalne wyniki, a oczyszczona strata operacyjna sięgnęła prawie 40 mln PLN. W 1Q'13 oczekujemy, że Spółka powróci do dodatnich rezultatów operacyjnych z uwagi na uporanie się z problemami technicznymi na instalacji amoniaku (w 4Q wyniki zainfekował postój awaryjny). Niemniej jednak słabsze wolumeny w nawozach wieloskładnikowych, pogorszenie spreadów na NPK i NP i spadek marży przerobowej gaz-amoniak powinny negatywnie odbić się na rezultacie segmentu nawozowego w relacji do 3Q, kiedy wypracowano na tym poziomie 49 mln PLN. Wspomniane ubytki na marży szacujemy na 15 mln PLN. Dodatkowym problemem będzie spadająca cen bieli tytanowej, co zaowocuje naszym zdaniem stratą operacyjną w obszarze pigmentów (-7 mln PLN vs. 6 mln PLN w 3Q'12). Zwracamy uwagę, że porównywanie Q/Q na poziomie segmentów jest utrudnione z uwagi na znaczące przesunięcia dokonane w raporcie rocznym. Na działalności finansowej odsetki od kredytów powinny zostać zneutralizowane przez zyski z Kemipolu i ostatecznie zysk netto szacujemy na 13 mln PLN.

**Chemia**

Analityk:
Kamil Kliszcz

ZA Puławy**Trzymaj**

P/E 13/14 9,5
P/E 14/15 14,2

EV/EBITDA13/14 5,2
EV/EBITDA14/15 6,8

Cena bieżąca 131,0 PLN
Cena docelowa 123,4 PLN

(mln PLN)	3Q'12/13P	3Q'11/12	zmiana	1-3Q'12/13P	1-3Q'11/12	zmiana	2012/13P	2011/12	zmiana
Przychody	1 103,4	1 115,1	-1,1%	2 954,0	2 932,3	0,7%	3 682,5	3 948,3	-6,7%
EBITDA	169,3	323,0	-47,6%	357,5	669,2	-46,6%	435,8	778,5	-44,0%
marża	15,3%	29,0%	-	12,1%	22,8%	-	11,8%	19,7%	-
EBIT	139,5	292,0	-52,2%	268,0	580,0	-53,8%	301,1	664,0	-54,7%
Zysk brutto	144,5	294,7	-51,0%	290,1	593,8	-51,1%	319,0	686,9	-53,6%
Zysk netto	117,0	244,5	-52,1%	238,7	480,9	-50,4%	263,4	601,0	-56,2%

Trudno dorównać rekordowym wynikom sprzed roku

Trzeci kwartał roku obrotowego w ZAP jest zawsze sezonowo najmocniejszy pod względem wolumenów, a w tym roku dodatkowym wsparciem była niewielka obniżka cen gazu oraz poprawa rentowności na niektórych produktach. Szacujemy, że marża na melaminie z tytułu wyższości cen mogła wzrosnąć Q/Q o około 13 mln PLN. W przypadku kaprolaktamu odbicie było zauważalne w drugiej połowie kwartału i jeszcze naszym zdaniem nie mogło istotnie wpłynąć na rentowność Spółki. Lepiej, nie tylko ze względu na wolumeny, powinny wyglądać natomiast zyski na sprzedaży mocznika, który podrożał Q/Q o około 8%. W porównaniu do poprzedniego kwartału oczekujemy obniżenia kosztów wynagrodzeń w związku z wypłaconymi wówczas premiami półrocznymi. Jeśli chodzi o pogorszenie rezultatów R/R to należy pamiętać, że 1Q'12 był najlepszy w historii ZAP z bardzo wysokimi marżami na produktach chemicznych i saletrze amonowej. Na działalności finansowej nie oczekujemy większych pozycji poza przychodami odsetkowymi.

Energetyka



Energetyka

Analitik:
Kamil Kliszc

CEZ

P/E 2013 7,6
P/E 2014 8,1

EV/EBITDA 2013 5,9
EV/EBITDA 2014 6,1

Trzymaj

Cena bieżąca 89,90 PLN
Cena docelowa 109,2 PLN

(mln CZK)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	56 804,8	60 793,0	-6,6%	190 910,3	215 095,0	-11,2%	186 521,3	190 910,3	-2,3%
EBITDA	25 690,9	26 321,0	-2,4%	83 322,7	85 531,0	-2,6%	80 589,7	83 322,7	-3,3%
marża	45,2%	43,3%	-	43,6%	39,8%	-	43,2%	43,6%	-
EBIT	19 208,9	19 832,0	-3,1%	55 532,7	57 931,0	-4,1%	52 174,9	55 532,7	-6,0%
Zysk brutto	17 585,0	18 009,0	-2,4%	49 538,1	50 957,0	-2,8%	46 256,9	49 538,1	-6,6%
Zysk netto	14 068,0	14 823,0	-5,1%	40 045,6	41 429,0	-3,3%	37 393,2	40 045,6	-6,6%

Spadki w generacji neutralizowane przez brak Albanii

W 1Q'13 oczekujemy lekkiego spadku wyników w ujęciu R/R, choć trendy w poszczególnych segmentach będą się istotnie różnić. W obszarze wytwarzania oczekujemy pogorszenia EBIT (12,5 mld CZK vs. 14,6 mld CZK przed rokiem) z uwagi na niższe ceny energii oraz koszty zakupu uprawnień do emisji CO₂, co tylko częściowo będzie neutralizowane przez wyższe przychody z farm wiatrowych w Rumunii. Dodatkowo zwracamy uwagę, że baza odniesienia dla pierwszego półrocza jest trochę zawyżona przez rozpoznane w 1H'2012 zyski na energii zabezpieczonej do sprzedaży na 2H'2012 (rozliczone z góry). Lepiej natomiast powinien wypaść obszar sprzedaży i dystrybucji (EBIT 4,9 mld CZK vs. 3,2 mld CZK rok wcześniej), co będzie związane z brakiem konsolidacji działalności w Albanii (rok temu strata -1,9 mld CZK) przy nieco słabszych wynikach w Czechach (zmiany w rozliczeniach z operatorem - kwestia rozłożenia płatności na poszczególne kwartały). W obszarze wydobywania nie oczekujemy większych zmian R/R (0,8 mld CZK vs. 0,9 mld CZK). Na poziomie działalności finansowej saldo powinno być ujemne i zbliżone do zeszłorocznego (-1,6 mld CZK vs. -1,8 mld CZK), a złożą się na nie koszty odsetkowe, strata na opcji na MOL oraz nieznaczne ujemne różnice kursowe.



Energetyka

Analitik:
Kamil Kliszc

Enea

P/E 2013 9,6
P/E 2014 10,0

EV/EBITDA 2013 2,2
EV/EBITDA 2014 2,1

Akumuluj

Cena bieżąca 12,31 PLN
Cena docelowa 17,55 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	2 476,1	2 645,8	-6,4%	9 721,8	10 096,0	-3,7%	10 129,8	9 721,8	4,2%
EBITDA	440,7	489,6	-10,0%	1 479,4	1 596,3	-7,3%	1 592,8	1 479,4	7,7%
marża	17,8%	18,5%	-	15,2%	15,8%	-	15,7%	15,2%	-
EBIT	283,2	285,2	-0,7%	670,4	846,5	-20,8%	731,3	670,4	9,1%
Zysk brutto	293,2	319,9	-8,4%	698,8	908,2	-23,0%	673,3	698,8	-3,7%
Zysk netto	237,5	249,1	-4,7%	566,1	717,2	-21,1%	545,4	566,1	-3,7%

Wyniki stabilne R/R dzięki braku amortyzacji CO₂

W pierwszym kwartale zakładamy powtórzenie wyników w ujęciu R/R, głównie dzięki obniżonej amortyzacji w segmencie wytwarzania (w 2012 roku Enea amortyzowała uprawnienia do emisji w EC Białystok), która częściowo zneutralizuje spadek zysków związany z niższymi cenami energii, nierentownym współpalaniem biomasy oraz kosztami CO₂ (EBIT segmentu szacujemy na 62 mln PLN vs. 134 mln PLN rok wcześniej). Wsparciem dla wyników EC Białystok powinien być również wydłużony sezon grzewczy. Lepszych rezultatów oczekujemy w przypadku segmentu dystrybucji (174 mln PLN vs. 145 mln PLN), gdzie głównym motorem obok rosnącego zwrotu z WRA powinna być redukcja kosztów. Podobnie jak w innych spółkach z sektora oczekujemy bardzo dobrego wyniku w obszarze obrotu, gdzie marża powinna wzrosnąć z uwagi na niższe koszty energii i świadectw pochodzenia nie w pełni przeniesione na klientów końcowych (EBIT 82 mln PLN vs. 42 mln PLN rok wcześniej). Na działalności finansowej nie oczekujemy istotnych pozycji poza przychodami z odsetek, tak więc zysk netto powinien być zbliżony do 1Q'12.

**Energetyka**

Analitik:
Kamil Kliszcz

PGE**Trzymaj**

P/E 2013 10,8
P/E 2014 10,4

EV/EBITDA 2013 4,3
EV/EBITDA 2014 4,2

Cena bieżąca 16,25 PLN
Cena docelowa 18,10 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	6 846,8	7 908,2	-13%	27 506,6	30 556,8	-10,0%	27 868,2	27 506,6	1,3%
EBITDA	2 124,1	2 536,8	-16%	6 197,2	6 790,6	-8,7%	6 374,5	6 197,2	2,9%
marża	31,0%	32,1%	-	22,5%	22,2%	-	22,9%	22,5%	-
EBIT	1 379,2	1 823,8	-24%	3 360,2	4 358,7	-22,9%	3 586,2	3 360,2	6,7%
Zysk brutto	1 384,3	1 939,3	-29%	3 491,2	4 102,5	-14,9%	3 655,2	3 491,2	4,7%
Zysk netto	1 106,3	1 529,9	-28%	2 803,7	3 210,5	-12,7%	2 934,3	2 803,7	4,7%

Spadek wolumenów i cen w generacji zaważy na wynikach

PGE jako największy wytwórca energii w kraju najbardziej odczuje spadki cen energii, które w ujęciu R/R mogły w 1Q sięgać około 18 PLN/MWh. W segmencie wytwarzania EBIT spadnie naszym zdaniem do około 600 mln PLN z 1,36 mld PLN przed rokiem, choć częściowo ma to związek z zawyżoną przez zdarzenia jednorazowe bazą odniesienia (około 160 mln PLN). Pozostałe elementy obniżające rentowność to oczekiwany spadek wolumenów (wyłączenie bloku w Turowie oraz mniejsza utylizacja mocy w Bełchatowie z uwagi na remonty i spadek popytu) oraz koszty zakupu uprawnień do emisji CO₂. Ubytku zysków na produkcji nie uda się zrekompensować znacznie lepszymi wynikami na handlu (EBIT hurtu szacujemy na 176 mln PLN vs. 73 mln PLN przed rokiem, a EBIT detalu na 198 mln PLN vs. 56 mln PLN przed rokiem) związanymi ze spadającymi kosztami świadectw pochodzenia oraz energii nieodzwierciedlonych w cenach dla klientów końcowych. Wsparciem dla skonsolidowanego zysku operacyjnego będzie też dystrybucja, gdzie spadek kosztów i modelowy wzrost zwrotu z WRA pozwoli na zwiększenie EBIT z 277 mln PLN na 339 mln PLN. Na działalności finansowej spodziewamy się neutralnego salda, gdyż przychody odsetkowe powinny być zrównoważone przez ujemne różnice kursowe oraz standardowe koszty odwrócenia dyskonta.

**Energetyka**

Analitik:
Kamil Kliszcz

Tauron**Kupuj**

P/E 2013 7,1
P/E 2014 8,9

EV/EBITDA 2013 3,7
EV/EBITDA 2014 3,7

Cena bieżąca 3,91 PLN
Cena docelowa 6,16 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	6 405,2	6 454,9	-0,8%	24 326,9	24 741,3	-1,7%	25 060,9	24 326,9	3,0%
EBITDA	1 030,9	975,2	5,7%	3 324,9	3 839,6	-13,4%	3 322,4	3 324,9	-0,1%
marża	16,1%	15,1%	-	13,7%	14,2%	-	13,3%	13,7%	-
EBIT	591,1	565,3	4,6%	1 560,9	2 153,4	-27,5%	1 438,9	1 560,9	-7,8%
Zysk brutto	531,1	505,6	5,0%	1 252,1	1 935,8	-35,3%	1 013,1	1 252,1	-19,1%
Zysk netto	416,2	386,9	7,6%	966,6	1 466,8	-34,1%	773,0	966,6	-20,0%

Wzrost wyniku R/R mimo braku KDT-ów

W 1Q'13 mimo braku rekompensat KDT (rok temu wsparcie z tego tytułu sięgnęło 121 mln PLN) Tauron powinien poprawić wyniki w ujęciu R/R. Będzie to możliwe przede wszystkim dzięki wysokim zyskom w segmencie obrotu, gdzie przy spadku cen hurtowych energii i znacznie niższym kosztom świadectw pochodzenia oczekujemy rozszerzenia marży handlowej (brak zmian taryfy G i ograniczone obniżki w pozostałych segmentach), a EBIT szacujemy na 200 mln PLN wobec 96 mln PLN rok wcześniej. Lepiej w ujęciu R/R wypadnie naszym zdaniem również segment dystrybucji z uwagi na mechanizm dochodzenia do pełnego zwrotu z WRA i oszczędności kosztowe (EBIT 268 mln PLN vs. 231 mln PLN w 1Q'12). Gorzej zaprezentuje się zapewne segment wytwarzania (szacujemy stratę operacyjną -7 mln PLN vs. 121 mln PLN zysku rok wcześniej), ale głównie z uwagi na brak KDT-ów. Spadek cen energii i obniżenie rentowności współspalania powinny być skompensowane oszczędnościami kosztowymi (rok temu rezerwy na PDO przekroczyły 40 mln PLN) oraz wyższymi wolumenami. Dodatkowe koszty CO₂ nie będą istotne z uwagi na zaoszczędzone uprawnienia z ubiegłego roku. W przypadku segmentu ciepła oczekujemy poprawy R/R (89 mln PLN vs. 60 mln PLN rok wcześniej) w związku z wydłużonym okresem grzewczym (niskie temperatury w marcu). Niewielki wzrost EBIT zakładamy również w przypadku obszaru wydobywania z uwagi na wyższe wolumeny przy spadku cen (29 mln PLN vs. 22 mln PLN). Przy standardowych kosztach finansowych zysk netto powinien zwiększyć się R/R o ponad 7%.

Telekomunikacja



Telekomunikacja

Analitik:
Michał Marczak

Netia

P/E 2013 40,1 EV/EBITDA 2013 3,2
P/E 2014 74,7 EV/EBITDA 2014 3,3

Zawieszona

Cena bieżąca 4,19 PLN
Cena docelowa -

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	512,2	544,3	-5,9%	2 034,3	2 121,4	-4,1%	1 988,2	2 034,3	-2,3%
EBITDA	136,0	124,1	9,6%	561,7	461,5	21,7%	525,8	561,7	-6,4%
marża	26,6%	22,8%	-	27,6%	21,8%	-	26,4%	27,6%	-
EBIT	15,3	4,1	271,1%	86,9	-21,0	-514,6%	57,4	86,9	-34,0%
Zysk brutto	7,5	-9,2	-181,4%	49,2	-60,9	-180,8%	26,4	49,2	-46,3%
Zysk netto	6,1	-9,8	-161,7%	39,9	-87,7	-145,4%	21,4	39,9	-46,3%

Ujemne dynamiki przychodów jak w sektorze

Podobnie jak cały sektor Netia będzie odczuwać efekty spowolnienia gospodarczego. W ujęciu R/R spodziewamy się, że przychody obniżą się o 5,9%, przy czym w usługach głosowych o 9,3%. Będzie to pierwszy pełny kwartał, kiedy nie wystąpi już efekt zaniżonej bazy w ujęciu R/R, wynikający z przejęcia Dialogu i Crowley. Tym samym, podobnie jak w TP, Netia zacznie raportować ujemne dynamiki przychodów. Będzie to efekt zarówno kurczącej się bazy abonenckiej usług głosowych (-25 tys. Q/Q, w tym usług świadczonych na infrastrukturze TP) jak również spadku średniego przychodu na abonenta (dla usług głosowych 45,5 PLN tj. -7,1% R/R, w hurcie ARPU stabilne na poziomie 45 PLN). Erozji bazy abonenckiej oczekujemy również w przypadku dostępu do internetu (-5 tys. Q/Q), przy stabilnym poziomie ARPU (56,5 PLN). Po stronie kosztów spodziewamy się mniejszych wydatków na reklamę i marketing oraz dalszego ograniczania kosztów sprzedaży i administracji. W związku ze spadkiem stawek MTR i zmniejszeniem ruchu spadać powinny również opłaty międzyoperatorskie.



Telekomunikacja

Analitik:
Michał Marczak

TPSA

P/E 2013 17,5 EV/EBITDA 2013 3,1
P/E 2014 17,5 EV/EBITDA 2014 3,0

Zawieszona

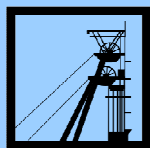
Cena bieżąca 6,65 PLN
Cena docelowa -

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	3 311,3	3 521,0	-6,0%	13 187,5	14 147,0	-6,8%	12 918,1	13 187,5	-2,0%
EBITDA	1 050,0	1 224,0	-14,2%	4 562,1	4 834,0	-5,6%	4 542,9	4 562,1	-0,4%
marża	31,7%	34,8%	-	34,6%	34,2%	-	35,2%	34,6%	-
EBIT	239,0	404,0	-40,8%	1 084,3	1 573,0	-31,1%	1 055,5	1 084,3	-2,7%
Zysk brutto	94,0	296,0	-68,2%	656,8	1 016,0	-35,4%	620,8	656,8	-5,5%
Zysk netto	76,2	242,0	-68,5%	503,5	855,0	-41,1%	502,8	503,5	-0,1%

W telekomunikacji bez zmian

Spowolnienie gospodarcze i silna konkurencja w telefonii komórkowej nadal będą negatywnie oddziaływać na wyniki spółek z sektora. Oczekujemy, że skonsolidowane przychody TP obniżą się o 6% R/R, z czego w telefonii stacjonarnej spadną o 11%, w telefonii mobilnej o 8%. Za sprawą rosnących przychodów z szerokopasmowego dostępu do internetu oczekujemy wzrostu przychodów z transmisji danych o 3% R/R. Obok słabych wyników na poziomie finansowym Spółka nadal będzie raportowała erozję bazy abonenckiej. W przypadku tradycyjnych usług głosowych oczekujemy, że liczba łączów głównych obsługiwanych przez TP na poziomie detalicznym spadnie o 100 tys. do 5 mln, na poziomie hurtowym: 1,44 mln będą stanowić łączwa WLR (spadek o 30 tys. Q/Q). W telefonii komórkowej oczekujemy wzrostu liczby aktywnych kart sim o 30 tys. Q/Q (do 14,92 mln). Zakładamy, że w stosunku do 4Q2012 Spółka zmniejszy koszty operacyjne o 40 mln PLN, głównie za sprawą niższych rezerw, wzrosną koszty wynagrodzeń i odpraw. W związku ze spadkiem stóp procentowych oczekujemy nieco niższych kosztów finansowych w ujęciu Q/Q.

Górnictwo i metale



Górnictwo węgla

JSW

Akumuluj

Analityk:
Michał Marczak

P/E 2013 17,8
P/E 2014 11,7

EV/EBITDA 2013 4,5
EV/EBITDA 2014 3,5

Cena bieżąca 82,75 PLN
Cena docelowa 104,0 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	1 853,8	2 356,5	-21,3%	7 790,9	8 888,0	-12,3%	8 524,1	7 790,9	9,4%
EBITDA	366,4	889,6	-58,8%	1 836,1	2 353,2	-22,0%	2 270,6	1 836,1	23,7%
marża	19,8%	37,8%	-	23,6%	26,5%	-	26,6%	23,6%	-
EBIT	86,4	630,6	-86,3%	751,8	1 311,0	-42,7%	1 130,6	751,8	50,4%
Zysk brutto	74,4	623,2	-88,1%	717,0	1 294,8	-44,6%	1 089,7	717,0	52,0%
Zysk netto	60,6	499,6	-87,9%	554,2	1 000,9	-44,6%	842,3	554,2	52,0%

Pomoże sprzedaż zapasów i niższe koszty (brak zdarzeń jednorazowych)

W stosunku do 4Q2012 w otoczeniu, jakie towarzyszyło Spółce w 1Q nie zaszły istotne zmiany. Średnia cena benchmarkowa węgla koksowego w Australii oscylowała na poziomie 170 USD/t (analogicznie jak w 4Q). Spadku cen oczekujemy w przypadku węgla energetycznego (-4,2% Q/Q) oraz koksu (-4,5% Q/Q po uwzględnieniu wyższych cen surowców pochodnych). Pozytywnie na wyniki Spółki wpływa również osłabienie PLN w stosunku do USD (+3,4%). Niższe ceny w dwóch ostatnich kategoriach będą zamortyzowane wyższymi wolumenami sprzedaży, o czym wcześniej informował już Zarząd JSW. Będzie to szczególnie widoczne w przypadku koksu, gdzie zapasy powinny obniżyć się o co najmniej 100 tys. ton. Oczekujemy, że wolumen sprzedaży zewnętrznej węgla koksowego wyniesie 1,3 mln ton (-2,3% Q/Q), koksu 1mln ton (+14,7% Q/Q), a węgla energetycznego 0,9 mln ton (+10% Q/Q). Przy zbliżonym otoczeniu makro, istotny wpływ na poprawę wyników Q/Q będzie miał fakt, że w 4Q Spółka raportowała blisko 160 mln PLN zdarzeń jednorazowych (ujemny wpływ, sporny podatek od nieruchomości, rezerwy pracownicze, porozumienie ze związkami zawodowymi).



Metale

KGHM

Akumuluj

Analityk:
Michał Marczak

P/E 2013 8,3
P/E 2014 8,0

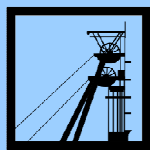
EV/EBITDA 2013 4,6
EV/EBITDA 2014 4,6

Cena bieżąca 142,7 PLN
Cena docelowa 204,0 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	4 916,0	5 216,6	-5,8%	25 631,6	26 837,4	-4,5%	23 117,9	25 631,6	-9,8%
EBITDA	1 754,8	1 955,3	-10,3%	6 345,9	8 059,0	-21,3%	6 115,9	6 345,9	-3,6%
marża	35,7%	37,5%	-	24,8%	30,0%	-	26,5%	24,8%	-
EBIT	1 566,5	1 757,3	-10,9%	4 759,2	6 604,0	-27,9%	4 437,7	4 759,2	-6,8%
Zysk brutto	1 557,5	1 749,0	-10,9%	4 716,9	6 459,0	-27,0%	4 402,6	4 716,9	-6,7%
Zysk netto	1 151,2	1 405,4	-18,1%	3 444,5	4 811,8	-28,4%	3 548,5	3 444,5	3,0%

1Q jeszcze bardzo dobry

Pierwszy kwartał powinien być dla KGHM bardzo udany. Średnia cena miedzi na LME (3M) wyniosła 7 958 USD/t, tj. o blisko 1% więcej niż w poprzednim kwartale. W przypadku srebra jest to wzrost o 2% (do 977 USD/t). Dodatkowo Spółce sprzyjało osłabienie PLN w relacji do USD (średnia w kwartale +3,4%), w efekcie czego złotówkowe ceny sprzedawanych surowców są o ok. 5% wyższe Q/Q. Drugim czynnikiem, który pozytywnie wpłynie na przychody są transakcje zabezpieczające. Pomimo, że średnie ceny surowców są Q/Q wyższe, to ceny zamknięcia na koniec marca są niższe niż na koniec grudnia 2012 dla miedzi o 4,9% a dla srebra o 6,2%. W naszej prognozie zakładamy, że zwiększy to wynik przed opodatkowaniem o 200 mln PLN. Spółka zabezpieczyła ok. 34% wolumenu z własnego wydobycia (135 tys. ton) na rok 2013, 40,5 tys. na 2014 i 42 tys. na 2015 (łącznie 217,5 tys. ton). Wreszcie trzecim czynnikiem przemawiającym za lepszymi wynikami niż w 4Q2012 jest sezonowo niższy poziom kosztów operacyjnych, wynikający m.in. z mniejszego natężenia prac przygotowawczych, jak również niższych kosztów pracowniczych. W przypadku KGHM International oczekujemy przychodów na poziomie 300 mln USD i EBITDA w wysokości 75 mln USD. Obserwowany obecnie spadek cen surowców będzie negatywnie oddziaływał na wyniki Spółki dopiero w 2Q br. przy czym częściowo będzie amortyzowany przez transakcje zabezpieczające.



Górnictwo węgla

LW Bogdanka Akumuluj

Analityk:

Michał Marczak

P/E 2013

11,2

P/E 2014

9,1

EV/EBITDA 2013

5,3

EV/EBITDA 2014

4,5

Cena bieżąca

118,3 PLN

Cena docelowa

143,8 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	449,6	477,3	-5,8%	2 033,9	1 823,0	11,6%	2 472,6	2 033,9	21,6%
EBITDA	167,7	199,0	-15,8%	824,7	689,6	19,6%	948,5	824,7	15,0%
marża	37,3%	41,7%	-	40,5%	37,8%	-	38,4%	40,5%	-
EBIT	94,7	119,3	-20,6%	480,6	371,4	29,4%	583,7	480,6	21,5%
Zysk brutto	92,7	123,7	-25,1%	466,2	364,3	28,0%	571,8	466,2	22,6%
Zysk netto	75,1	99,1	-24,2%	359,9	281,2	28,0%	441,4	359,9	22,6%

Powrót do wyższej rentowności

Spółka podała, że wydobycie w 1Q wyniosło 2 mln ton i było o blisko 17% wyższe niż w fatalnym 4Q2012 (tym niemniej o 8,3% niższe niż w 1Q2012). To wraz z niższymi kosztami operacyjnymi (i brak negatywnych zdarzeń jednorazowych) będzie miało zasadniczy wpływ na poprawę wyników w ujęciu Q/Q. W prognozie zakładamy, że sprzedaż węgla będzie nieco niższa niż produkcja (wzrost zapasów o 80 tys. ton). Średni przychód na tonę sprzedanego węgla wyniesie 228 PLN/t w stosunku do 229,5 PLN w 4Q2012. Większych spadków cen surowca w przypadku Bogdanki oczekujemy dopiero w drugim półroczu br. Jednostkowy koszt produkcji węgla szacujemy na 185 PLN/t, tj. o 16% mniej niż w poprzednim kwartale. Za tak istotny spadek odpowiada wyższy wolumen wydobycia jak również brak jednorazowych kosztów, które obciążały wyniki Spółki w 4Q.

Przemysł



Przemysł

Analityk:
Jakub Szkopek

Alchemia

Trzymaj

P/E 2013 13,1 EV/EBITDA 2013 6,6
P/E 2014 9,2 EV/EBITDA 2014 5,0

Cena bieżąca 3,70 PLN
Cena docelowa 4,20 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	315,6	332,7	-5,1%	1 134,4	1 139,3	-0,4%	1228,8	1 134,4	8,3%
EBITDA	25,1	35,3	-28,8%	119,6	88,1	35,7%	145,4	119,6	21,6%
marża	8,0%	10,6%	-	10,5%	7,7%	-	11,8%	10,5%	-
EBIT	15,6	25,8	-39,4%	79,2	49,7	59,3%	108,0	79,2	36,5%
Zysk brutto	14,0	20,5	-32,0%	72,1	37,0	94,7%	103,0	72,1	42,9%
Zysk netto	11,4	16,4	-30,5%	58,4	26,2	122,9%	83,4	58,4	42,9%

Niższe ceny wyrobów i mniejsze wolumeny przy wysokiej bazie 1Q'12

W 1Q'13 spodziewamy się około 4% spadków wolumenów sprzedaży w segmencie rur walcowanych bez szwu przy niższych o 6% R/R średnich cenach (przychody segmentu -10,3% R/R). Spodziewamy się również niskiej sprzedaży w segmentach wyrobów walcowanych długich (-31,3% R/R) oraz półwyrobów ze stali (-19,8% R/R), na co wpływ miały niesprzyjające warunki pogodowe w okresie pierwszego kwartału (długa zima). Segmentem najbardziej odpornym na spadek obrotów pozostanie sprzedaż wyrobów kutech (-5,7% R/R – segment o niższej wrażliwości na spowolnienie gospodarcze). Oczekujemy, że niższe średnie ceny sprzedaży przełożą się na niższą marżę EBITDA segmentu (ceny w 2012 roku zaczęły spadać w drugiej połowie trzeciego kwartału), która spadnie z 10,6% do 8,0%. Baza 1Q'12 znajduje się na wysokim poziomie w związku z wysokimi średnimi cenami uzyskiwanymi w tym okresie oraz bardzo dobrymi wolumenami sprzedaży (1H'12 to okres najwyższej sprzedaży w 2012 roku). Oczekujemy, że wyniki za 1Q'13 będą wyraźnie niższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Po 1Q'13 nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 28% na poziomie przychodów, 21% EBITDA i 19% wyniku netto.

Przemysł
spożywczy

Analityk:
Jakub Szkopek

Astarta

Kupuj

P/E 2013 2,8 EV/EBITDA 2013 3,5
P/E 2014 1,8 EV/EBITDA 2014 2,5

Cena bieżąca 46,50 PLN
Cena docelowa 76,90 PLN

(mln UAH)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	897,2	694,1	29,3%	4 189,2	3 701,6	13,2%	4900,8	4 189,2	17,0%
EBITDA	256,7	194,9	31,7%	1 512,9	880,3	71,9%	2001,4	1 512,9	32,3%
marża	28,6%	28,1%	-	36,1%	23,8%	-	40,8%	36,1%	-
EBIT	191,2	131,2	45,7%	1288,8	616,9	108,9%	1773,5	1 288,8	37,6%
Zysk brutto	141,8	93,3	52,0%	1110,3	457,6	142,7%	1609,7	1 110,3	45,0%
Zysk netto	139,3	91,9	51,5%	1086,3	467,4	132,4%	1580,7	1 086,3	45,5%

Dynamicznie rosnące ceny mleka podbijają wyniki

W 1Q'13 spodziewamy się, że Astarte uda się sprzedać 60 tys. ton cukru (+5% R/R), 130 tys. ton plonów i 20 tys. ton mleka (+22% R/R). Zakładamy, że wyższe o 10-40% R/R ceny zbóż i wyższe o 16% R/R ceny mleka pozytywnie przełożą się na wielkość generowanych przychodów ze sprzedaży. Spodziewamy się natomiast ujemnej kontrybucji cen cukru, które w 1Q'13 spadły o około 21% R/R.

Na poziomie działalności operacyjnej spodziewamy się, że pozytywny wpływ na wynik będzie miał dynamiczny (+25%) wzrost cen mleka na przestrzeni kwartału, który wpłynie na przeszacowanie aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą (+197 mln UAH). Przeszacowanie ma jednak charakter niepieniężny i nie wpływa na wycenę Spółki. Według naszych szacunków wynik brutto ze sprzedaży Astarty wyniesie 257,4 mln UAH i będzie o 1,5% R/R niższy). Spodziewamy się natomiast dalej rosnących kosztów sprzedaży i zarządu (+12,9% R/R), co powodować będzie, że przy bieżących cenach cukru wynik EBIT Grupy znajdować się będzie na poziomie bliskim prognozie rentowności.

**Przemysł**

Analityk:
Jakub Szkopek

Boryszew**Trzymaj**

P/E 2013 13,9 EV/EBITDA 2013 8,3
P/E 2014 12,9 EV/EBITDA 2014 7,2

Cena bieżąca 0,46 PLN
Cena docelowa 0,56 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	1 127,6	1 258,0	-10,4%	4 613,7	4 878,0	-5,4%	4713,7	4 613,7	2,2%
EBITDA	58,7	85,3	-31,2%	259,0	260,6	-0,6%	274,8	259,0	6,1%
marża	5,2%	6,8%	-	5,6%	5,3%	-	5,8%	5,6%	-
EBIT	30,4	58,0	-47,6%	147,7	147,7	0,0%	165,3	147,7	11,9%
Zysk brutto	16,6	41,7	-60,1%	110,9	114,0	-2,7%	135,7	110,9	22,4%
Zysk netto	7,4	25,1	-70,4%	74,6	55,2	35,2%	81,0	74,6	8,6%

Ujemna dynamika efektem zdarzeń jednorazowych z 1Q'12

W 1Q'13 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży wyniosą 1127,6 mln PLN i będą o 10,4% R/R niższe. Spadku obrotów spodziewamy się w Grupie Impexmetal (-7,9% R/R), segmencie Automotive (-5% R/R; spadek wolumenu sprzedaży efektem słabej sprzedaży aut w Europie Zachodniej na przestrzeni 1Q'13) i segmencie polimerów i poliestrów (-5% R/R). Spodziewamy się spadku wyniku operacyjnego Grupy Impexmetal (o 4,4 mln PLN R/R) i spadku wyniku segmentu Automotive (o 10,8 mln PLN R/R – w 1Q'12 spółka rozwiązała rezerwy na łączną kwotę 8,4 mln PLN). Spodziewamy się, że wynik EBITDA Grupy w 1Q'13 spadnie o 31,2%, częściowo również za sprawą braku kontrybucji czynników jednorazowych, jak negative goodwill na przejęciu Ymos (+3,7 mln PLN), rozwiązanie rezerw w Maflow Brazylii (+5,5 mln PLN), sprzedaż certyfikatów CO₂ (+3,2 mln PLN) – ich łączne saldo to +21,8 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się negatywnego wpływu transakcji zabezpieczających zmiany cen metali (-1 mln PLN; ceny metali na przestrzeni 1Q'12 rosły, podczas gdy w 1Q'13 spadały). Na poziomie wyniku netto oczekujemy wyższego jak w ubiegłym roku podatku (w 1Q'12 stopa podatkowa wyniosła jedynie 9,7%). Oczekujemy ujemnej dynamiki wyników finansowych Grupy Boryszew w 1Q'13.

**Przemysł elektromaszynowy**

Analityk:
Jakub Szkopek

Famur**Redukuj**

P/E 2013 15,4 EV/EBITDA 2013 6,5
P/E 2014 18,1 EV/EBITDA 2014 7,0

Cena bieżąca 4,60 PLN
Cena docelowa 4,20 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	301,1	321,5	-6,3%	1 134,0	1 471,5	-22,9%	1021,1	1 134,0	-10,0%
EBITDA	95,7	94,4	1,3%	316,6	477,3	-33,7%	279,1	316,6	-11,8%
marża	31,8%	29,4%	-	27,9%	32,4%	-	27,3%	27,9%	-
EBIT	68,1	67,2	1,4%	192,2	349,3	-45,0%	158,9	192,2	-17,3%
Zysk brutto	66,1	69,8	-5,3%	188,1	336,9	-44,2%	160,1	188,1	-14,9%
Zysk netto	50,6	52,7	-4,1%	144,0	271,4	-47,0%	122,5	144,0	-14,9%

Spółka wchodzi w wysoką bazę wyników

W 1Q'13 spodziewamy się, że Famur, podobnie jak w 4Q'12, pokaże spadające przychody ze sprzedaży w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa (-9,4% R/R), częściowo rekompensowanymi wielkością sprzedaży w systemach transportu (+37,2% R/R). Oczekujemy niższej o 59,1% R/R sprzedaży w segmencie pozostałej działalności operacyjnej w związku z niższą ilością posiadanych obligacji węglowych od KHW (na koniec 4Q'12 spadek o ponad 50% R/R), w rezultacie czego spada ilość sprzedawanego przez Spółkę węgla.

Zakładamy, że wraz z pogarszającym się otoczeniem makroekonomicznym w sektorze wydobywania węgla rentowność wykonywanych kontraktów spadnie, w wyniku czego wynik brutto ze sprzedaży obniży się o 5,7% R/R. Nie zakładamy, by podobnie jak miało to miejsce rok temu Spółka miała zaksięgować ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej (w 1Q'12 -8,5 mln PLN). Spodziewamy się zbliżonych do zeszłorocznych wyników operacyjnych za 1Q'13.

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy, że Spółka zaksięguje 2,6 mln PLN ujemnych różnic kursowych związanych z wyceną transakcji zabezpieczających kursy walut (na przestrzeni kwartału PLN osłabił się do EUR o 2,2%). Spodziewamy się także ujemnych różnic kursowych związanych z przeszacowaniem wartości portfela kredytów kwotowanych w walutach obcych (-0,9 mln PLN; Famur posiada kredyt walutowy w kwocie 10,3 mln EUR).

**Metale**

Analityk:
Jakub Szkopek

Impexmetal**Kupuj**

P/E 2013 7,0 EV/EBITDA 2013 5,1
P/E 2014 6,0 EV/EBITDA 2014 4,1

Cena bieżąca 2,11 PLN
Cena docelowa 4,20 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	639,8	694,9	-7,9%	2 577,8	2 594,3	-0,6%	2564,0	2 577,8	-0,5%
EBITDA	34,7	39,1	-11,2%	153,2	136,8	12,0%	158,0	153,2	3,1%
marża	5,4%	5,6%	-	5,9%	5,3%	-	6,2%	5,9%	-
EBIT	20,2	24,6	-17,9%	93,3	79,1	18,0%	100,3	93,3	7,5%
Zysk brutto	13,7	25,5	-46,2%	71,8	79,4	-9,6%	82,6	71,8	15,0%
Zysk netto	11,0	21,2	-48,2%	60,4	56,4	7,1%	70,6	60,4	16,9%

Porównywalny wynik operacyjny bez uwzględnienia wpływu pozostałej działalności operacyjnej

W 1Q'13 spodziewamy się, że całkowity wolumen sprzedaży Grupy Impexmetal spadnie o 4,4% R/R, głównie za sprawą spadku ilościowej sprzedaży w segmencie miedzi (-9,3% R/R), ołowiu (-6,9% R/R) i cynku (-13,0% R/R). Jednym segmentem poprawiającym sprzedaż będzie aluminium (+3,8% R/R). Potencjał poprawy operacyjnych wyników spostrzegamy w segmencie aluminium, gdzie rosnąca premia przerobowa rekompensuje wcześniejszy wzrost premii produkcyjnej (EBIT segmentu +107% R/R, 6,8 mln PLN). Rosnących wyników operacyjnych spodziewamy się również w ZM Silesia (+1,6 mln PLN R/R) oraz FLT Polska (+0,2 mln PLN R/R). Spadku wyników operacyjnych spodziewamy się w segmencie miedzi (o 3,6 mln PLN; spadek udziału produktów wysokomarżowych w portfolio) oraz Baterpolu (-0,3 mln PLN R/R; wyższe o 4% Q/Q i 7,5% R/R ceny ołowiu na LME powinny zrekomensować spadek wzrost złomu akumulatorowego na rynku). Spodziewamy się, że skonsolidowana EBITDA Grupy sięgnie w 1Q'13 34,7 mln PLN. W naszej wycenie nie uwzględniamy wpływu pozostałej działalności operacyjnej (w 1Q'12 saldo wyniosło +4,4 mln PLN, a w konsekwencji oczyszczona z efektów jednorazowych EBITDA będzie porównywalna z zeszłoroczną). Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się negatywnego wpływu transakcji zabezpieczających zmiany cen metali (-1 mln PLN; ceny metali na przestrzeni 1Q'12 rosły, podczas gdy w 1Q'13 spadały). Na poziomie wyniku netto oczekujemy wyższego jak w ubiegłym roku podatku (w 1Q'12 stopa podatkowa wyniosła jedynie 7,7%). Spodziewamy się, że oczyszczone o zdarzenia jednorazowe wyniki operacyjne będzie porównywalne do zeszłorocznych, natomiast wyższe ujemne saldo działalności finansowej i wyższa stopa podatkowa przełoży się na niższy wynik netto Grupy.

**Przemysł spożywczy**

Analityk:
Jakub Szkopek

Kernel**Trzymaj**

P/E 2013 6,6 EV/EBITDA 2013 6,1
P/E 2014 5,2 EV/EBITDA 2014 4,5

Cena bieżąca 49,37 PLN
Cena docelowa 61,10 PLN

(mln USD)	3Q'13P	3Q'12	różnica	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	475,1	598,9	-20,7%	2 732,9	2 157,4	26,7%	2544,3	2 732,9	-6,9%
EBITDA	51,1	62,5	-18,3%	339,5	322,0	5,4%	417,3	339,5	22,9%
marża	10,8%	10,4%	-	12,4%	14,9%	-	16,4%	12,4%	-
EBIT	30,5	44,8	-31,9%	257,8	256,5	0,5%	336,2	257,8	30,4%
Zysk brutto	11,0	33,6	-67,2%	197,1	193,9	1,7%	262,7	197,1	33,3%
Zysk netto	11,6	37,2	-68,8%	190,8	206,7	-7,7%	243,9	190,8	27,9%

Ujemna dynamika wyników i niskie wykonanie prognozy po trzech kwartałach

Spółka przedstawiła wolumen sprzedaży za podatkowy 3Q'13 (kalendarzowy 1Q'13) i spodziewa się, że ilość sprzedawanego zboża w trzecim kwartale roku obrotowego wyniesie 653,7 tys. ton (-21,4% R/R), oleju luzem 162,9 tys. ton (-27,4% R/R) i oleju butelkowanego 25,2 tys. ton (-12,8% R/R). Wszystkie segmenty, za wyjątkiem usług transportowych, pokażą w 3Q'13 (1Q'13) ujemną wolumenową dynamikę sprzedaży. Zarząd w komunikacie przedstawia, że spadek sprzedaży zboża wynika z normalizacji wolumenów przed zbiorami jakie nastąpią na początku 4Q'13 (2Q'13), a spadek wolumenowej sprzedaży oleju wynika z przesunięcia dostawy części kontraktów na 4Q'13 (2Q'13). Zarząd spodziewa się, że całoroczna wartość EBITDA i zysku netto może być nieznacznie poniżej wcześniej zapowiedzianej prognozy wyników rocznych.

Spodziewamy się, że wraz ze spadającymi marżami na tłoczeniu oleju słonecznikowego rentowność EBITDA segmentu oleju luzem spadnie do 12,6% z 15,1% rok wcześniej, a oleju butelkowanego do 14,7% z 15,0% rok wcześniej. Oczekujemy również spadku rentowności EBITDA segmentu handlu zbożem z 3,1% rok wcześniej do 2,6% obecnie. Nie spodziewamy, aby podobnie jak rok wcześniej Spółka zaksięgowała ujemną rentowność w segmencie produkcji rolnej (-7,5%) i oczekujemy rentowności na poziomie 3,6%.

Po trzech kwartałach (1-3Q'13) całoroczna prognoza Zarządu wykonana będzie w 69,6% na poziomie przychodów, 57,0% EBITDA i 40,7% zysku netto. W ostatnim kwartale Spółka prawdopodobnie zdecyduje się na przejęcie gospodarstwa rolnego o wielkości arealu 108 tys. ha, co pozwoli na uwzględnienie w ostatnim kwartale dodatkowo około 20 mln USD EBITDA z tytułu przeszacowania aktywów biologicznych z tytułu rosnących zbóż. To z kolei pozwoli prawdopodobnie na zbliżenie całorocznych rezultatów do wcześniej zaprognozowanych wyników.

**Metale**

Analityk:
Jakub Szkopek

Kęty

P/E 2013 14,7 EV/EBITDA 2013 7,3
P/E 2014 14,1 EV/EBITDA 2014 6,8

Redukuj

Cena bieżąca 130,0 PLN
Cena docelowa 126,7 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	331,9	349,8	-5,1%	1 494,0	1 568,1	-4,7%	1537,0	1 494,0	2,9%
EBITDA	45,3	47,2	-4,1%	195,9	224,2	-12,6%	206,8	195,9	5,5%
marża	13,6%	13,5%	-	13,1%	14,3%	-	13,5%	13,1%	-
EBIT	25,5	27,6	-7,8%	110,9	142,1	-21,9%	114,8	110,9	3,5%
Zysk brutto	22,5	30,4	-26,1%	100,8	136,8	-26,4%	104,8	100,8	4,0%
Zysk netto	18,0	23,9	-24,8%	81,6	117,0	-30,3%	84,9	81,6	4,0%

Pierwszy kwartał nie sprzyja spółkom budowlanym i producentom materiałów

W 1Q'13 Zarząd Grupy Kęty spodziewa się wzrostu sprzedaży segmentu opakowań giętkich (+5% R/R) i spadku w segmentach systemów aluminiowych (-3% R/R), wyrobów wyciskanych (-8% R/R), usług budowlanych (-18% R/R) i akcesoriów budowlanych (-18% R/R). Zarząd zakłada również, że skonsolidowana EBITDA wyniesie 46 mln PLN, a EBIT 27 mln PLN. Wynik netto prognozowany jest na poziomie 19 mln PLN.

W naszej opinii długa zima połączona z wczesnymi Świątami Wielkiej Nocy przyczynić się mogą do większej niż Zarząd zakłada erozji wyników. Spodziewamy się, że przedstawione wyniki za 1Q'13 będą o około 1,5-5,6% niższe od raportowanych wcześniej przez Zarząd prognoz. Warto zauważyć, że w 4Q'12 raportowane przez Grupę Kęty wyniki były na poziomie niższym niż zakładano.

W 1Q'13 spodziewamy się ujemnej dynamiki wyników finansowych.

**Przemysł elektromaszynowy**

Analityk:
Jakub Szkopek

Kopex

P/E 2013 10,5 EV/EBITDA 2013 5,6
P/E 2014 12,9 EV/EBITDA 2014 5,9

Trzymaj

Cena bieżąca 12,5 PLN
Cena docelowa 16,2 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	472,1	459,0	2,9%	1 809,9	2 022,2	-10,5%	1738,2	1 809,9	-4,0%
EBITDA	69,9	30,2	131,6%	251,3	234,3	7,2%	230,0	251,3	-8,5%
marża	14,8%	6,6%	-	13,9%	11,6%	-	13,2%	13,9%	-
EBIT	40,4	0,3	11462,7%	142,5	109,6	30,1%	122,4	142,5	-14,1%
Zysk brutto	25,3	-32,5	-177,7%	98,3	79,0	24,5%	80,7	98,3	-17,9%
Zysk netto	20,7	-36,5	-156,8%	88,8	54,7	62,4%	73,7	88,8	-17,0%

Niska baza 1Q'13 ze względu na zawiązywane rezerwy na spór z Famur

W 1Q'13 spodziewamy się dodatniej dynamiki przychodów w segmentach usług górniczych (+16,5% R/R; niska baza roku ubiegłego) oraz maszyn i urządzeń dla górnictwa (+21,5% R/R; niska baza roku ubiegłego). Pozostałe segmenty według nas zanotują ujemną dynamikę rzędu 3-75% R/R: maszyny i urządzenia dla przemysłu -38,7% R/R, urządzenia elektryczne i elektroniczne -3,6% R/R, sprzedaż energii -10,5% R/R.

Oczekujemy spadającej rentowności w segmentach maszyn i urządzeń dla górnictwa (w efekcie malejących na rynku marż) oraz urządzeń elektrycznych i energetycznych (w efekcie spadającego portfela zamówień segmentu). Spodziewamy się natomiast wzrostu rentowności segmentu usług górniczych, w którym zamówienia cały czas pozostają na wysokim poziomie.

Niska baza wyniku operacyjnego z 1Q'12 wynika z zawiązywanych rezerw na poczet przegranej w sporze sądowych w Famur (-43,2 mln PLN).

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy negatywnych różnic kursowych w wysokości 6,5 mln PLN z tytułu transakcji zabezpieczających kursy walutowe (na przestrzeni kwartału PLN osłabił się do USD o 5,1%, a do EUR o 2,2%).

Wynik netto szacujemy na poziomie 20,7 mln PLN, a dług netto na koniec 1Q'13 na 710 mln PLN (2,6x EBITDA'12m).



Materiały budowlane

Analityk:
Jakub Szkopek

Rovese

Redukuj

P/E 2013 29,6 EV/EBITDA 2013 7,2
P/E 2014 13,4 EV/EBITDA 2014 5,6

Cena bieżąca 1,43 PLN
Cena docelowa 1,20 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	471,2	365,9	28,8%	2 249,9	1 669,0	34,8%	2439,8	2 249,9	8,4%
EBITDA	48,0	35,3	36,1%	245,2	162,3	51,0%	300,5	245,2	22,6%
marża	10,2%	9,6%	-	10,9%	9,7%	-	12,3%	10,9%	-
EBIT	9,6	5,1	86,6%	77,0	18,2	322,4%	140,4	77,0	82,3%
Zysk brutto	5,7	-31,4	-	48,4	-51,9	-	107,3	48,4	121,6%
Zysk netto	4,8	-28,0	-	39,2	-62,8	-	86,9	39,2	121,6%

Prognoza 1Q'13 – rozczarowanie?

W pierwszym kwartale 2013 roku spodziewamy się, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy wyniosą 471,2 mln PLN i będą o 28,8% R/R wyższe. Wzrost obrotów Grupy wynikać będzie z konsolidacji aktywów przejmowanych od głównego akcjonariusza, które szacujemy, że w trakcie 1Q'13 wygenerują obrót na poziomie 121,2 mln PLN. Bez przejęcia Grupa Rovese osiągnęłaby sprzedaż na poziomie 394,9 mln PLN (-4,3% R/R) – zakładamy 10% R/R wolumenowy spadek sprzedaży płytek ceramicznych i 7% R/R spadek sprzedaży ceramiki sanitarnej przy odpowiednio 6,1% R/R i 2,7% R/R niższych cenach grup asortymentowych.

Spodziewamy się, że w części krajowej nadal widoczne będą wysokie koszty sprzedaży (+22,9% R/R) ze względu na prowadzoną politykę zwiększania sprzedaży w kanale tradycyjnym.

Szacujemy, że skonsolidowany wynik EBITDA Grupy Rovese za 1Q'13 wyniesie 48,0 mln PLN (+36,1% R/R). Gdyby jednak nie przejęcie aktywów od głównego akcjonariusza, to wynik EBITDA wyniósłby w 1Q'13 27,9 mln PLN i byłby o 20,8% R/R niższy.

Na poziomie działalności finansowej zakładamy, że saldo różnic kursowych wyniesie -3,3 mln PLN, co związane będzie z przeszacowaniem wartości portfela kredytów notowanych w walutach obcych.

Wynik netto Grupy szacujemy na poziomie 4,8 mln PLN wobec zeszłorocznej straty w kwocie 28,0 mln PLN.

Po pierwszym kwartale nasza całoroczna prognoza wyników wykonana będzie w 20,9% na poziomie przychodów, 19,6% EBITDA i 12,2% wyniku netto.

Budownictwo



Budownictwo

Analitik:
Piotr Zybala

Budimex

Trzymaj

P/E 2013 13,4
P/E 2014 17,8

EV/EBITDA 2013 6,7
EV/EBITDA 2014 7,9

Cena bieżąca 73,00 PLN
Cena docelowa 66,80 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	825,2	1 083,3	-23,8%	4 345,3	6 077,7	-28,5%	3 941,0	4 345,3	-9,3%
EBITDA	38,5	50,4	-23,7%	204,7	233,1	-12,2%	160,9	204,7	-21,4%
marża	4,7%	4,7%	-	4,7%	3,8%	-	4,1%	4,7%	-
EBIT	28,0	37,2	-24,7%	166,0	182,4	-9,0%	121,2	166,0	-26,9%
Zysk brutto	32,1	48,4	-33,7%	172,0	202,6	-15,1%	129,1	172,0	-24,9%
Zysk netto	26,0	37,1	-29,9%	139,3	186,0	-25,1%	104,5	139,3	-24,9%

Widoczny wpływ ostrej zimy i niskiego backlogu

Znaczny spadek wartości portfela zamówień na koniec 2012 r. (-43% R/R) oraz niesprzyjające warunki pogodowe będą przyczyną wyraźnego spadku przychodów Budimexu w Q1'13. Szacujemy, że przychody segmentu budowlanego mogły spaść o około 35% R/R. Liczymy natomiast na wzrost przychodów w pozostałych segmentach. W Q1'13 szczególnie wspierający dla wyników będzie segment deweloperski. Budimex Nieruchomości przekazał w Q1'13 204 mieszkania vs. 75 w Q1'12. Rekordowy backlog segmentu produkcji domów daje również szansę na poprawę wyników tego segmentu. W konsekwencji, mimo znacznego spadku przychodów, oczekujemy zaledwie 8% spadku zysku brutto ze sprzedaży w ujęciu rocznym (prognoza: 71,8 mln PLN). Parametry, które niekorzystnie wpływały na wyniki Budimexu w porównaniu do ubiegłego roku to osłabienie złotego (negatywny wpływ na wycenę instrumentów pochodnych) oraz spadek oprocentowania depozytów. Ostatecznie oczekujemy 25% spadku wyniku Spółki na poziomie operacyjnym (28,0 mln PLN) oraz 30% spadku zysku netto (26,0 mln PLN) w stosunku do Q1'12. Szacujemy, że poziom gotówki netto wyniesie na koniec marca 2013 około 700-750 mln PLN vs. 784 mln PLN na koniec marca 2012.



Budownictwo

Analitik:
Piotr Zybala

Elektrobudowa Trzymaj

P/E 2013 14,1
P/E 2014 10,2

EV/EBITDA 2013 9,1
EV/EBITDA 2014 7,0

Cena bieżąca 118,0 PLN
Cena docelowa 121,2 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	176,0	184,8	-4,8%	1 124,0	1 029,4	9,2%	1 345,1	1 124,0	19,7%
EBITDA	11,2	12,7	-11,8%	59,5	55,2	7,9%	78,9	59,5	32,7%
marża	6,4%	6,9%	-	5,3%	5,4%	-	5,9%	5,3%	-
EBIT	8,0	9,5	-15,7%	47,3	43,0	10,0%	66,1	47,3	39,7%
Zysk brutto	9,1	10,2	-10,7%	49,1	48,4	1,5%	67,9	49,1	38,1%
Zysk netto	7,4	8,1	-8,5%	39,8	39,5	0,6%	55,0	39,8	38,1%

Wyniki nieco słabsze R/R

Oczekujemy nieznacznego spadku wyników Elektrobudowy w Q1'13. Na koniec grudnia 2012 r. portfel zamówień Spółki wyniósł 803 mln PLN (-6% R/R). W 2013 r. Elektrobudowa zdołała podpisać już dwie duże umowy z PSE na łączną kwotę 439 mln PLN, zwiększając backlog do rekordowego poziomu w historii Spółki. Większe przychody z nowych kontraktów pojawiają się w 2014 r. uwiarygadniając nasz scenariusz wzrostu zysków dopiero od przyszłego roku. Szacujemy, że wyniki 2013 r. będą zbliżone do osiągniętych w roku ubiegłym, a pierwszy kwartał powinien wspierać te szacunki. Przy nieco niższych przychodach niż w Q1'12 spodziewamy się nieznacznego spadku marży EBITDA w pierwszych trzech miesiącach 2013 r. Nasze prognozy zakładają osiągnięcie w Q1'13 11,2 mln PLN EBITDA (-12% R/R) oraz 7,4 mln PLN zysku netto (-8,5% R/R). Presja na marże powinna być widoczna również w kolejnych kwartałach 2013 r. Liczymy jednak, że w bieżącym roku Spółka uniknie znaczących nierentownych kontraktów, jak np. kontrakt na Stadionie Narodowym, który przyniósł stratę w 2012 r.

**Budownictwo**

Analityk:
Piotr Zybala

Erbud**Trzymaj**

P/E 2013 10,4 EV/EBITDA 2013 5,5
P/E 2014 9,1 EV/EBITDA 2014 4,7

Cena bieżąca 15,99 PLN
Cena docelowa 19,20 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	192,8	234,4	-17,8%	1 126,2	1 384,4	-18,6%	1 134,6	1 126,2	0,7%
EBITDA	5,4	8,7	-37,5%	36,8	38,2	-3,7%	40,0	36,8	8,7%
marża	2,8%	3,7%	-	3,3%	2,8%	-	3,5%	3,3%	-
EBIT	3,5	7,5	-53,8%	28,9	30,7	-5,8%	32,0	28,9	10,7%
Zysk brutto	1,2	4,4	-73,6%	24,5	22,6	8,6%	28,0	24,5	13,9%
Zysk netto	0,9	3,2	-73,2%	19,4	16,1	20,5%	22,2	19,4	14,2%

Słaba pogoda odbije się na wynikach

Portfel zamówień Erbudu był na koniec grudnia 2012 r. wyższy o 20% R/R, lecz raczej nie przełoży się na poprawę wyników finansowych Spółki. W Q1'13 wiele kontraktów realizowanych przez Erbud było na wczesnym etapie zaawansowania, a niskie temperatury uniemożliwiły lub opóźniły ich realizację. Spodziewamy się, że spadek przychodów w segmencie budownictwa kubaturowego oraz w segmencie inżynierijno-drogowym mógł wynieść około 20% R/R. Przy niższych przychodach Spółce trudno będzie utrzymać marże na zeszłorocznym poziomie, tym bardziej że marże w Q1'12 były we wszystkich segmentach na atrakcyjnym poziomie. Zysk brutto ze sprzedaży w Q1'13 prognozujemy na 12,4 mln PLN vs. 20,0 mln PLN w Q1'12 (-38% R/R). Spodziewamy się jednocześnie około 30% spadku kosztów zarządu. Zakładając brak nietypowych zdarzeń jednorazowych, wynik Erbudu na poziomie operacyjnym szacujemy na 3,5 mln PLN (marża: 1,8%), a zysk netto w wysokości 0,9 mln PLN (marża: 0,4%). Naszym zdaniem, Erbud jest w stanie nadrobić słabszy początek roku w kolejnych kwartałach. Scenariusz poprawy wyników finansowych w 2013 r. pozostaje aktualny.

**Budownictwo**

Analityk:
Piotr Zybala

Unibep**Akumuluj**

P/E 2013 10,4 EV/EBITDA 2013 7,5
P/E 2014 8,5 EV/EBITDA 2014 5,7

Cena bieżąca 5,75 PLN
Cena docelowa 6,80 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	163,6	141,6	15,6%	936,5	837,8	11,8%	979,3	936,5	4,6%
EBITDA	2,4	6,6	-63,2%	29,3	25,8	13,7%	35,1	29,3	19,8%
marża	1,5%	4,6%	-	3,1%	3,1%	-	3,6%	3,1%	-
EBIT	1,1	5,2	-79,1%	24,0	20,2	18,7%	29,8	24,0	24,0%
Zysk brutto	0,2	3,1	-93,4%	23,7	15,4	54,0%	29,7	23,7	25,3%
Zysk netto	0,2	2,4	-93,1%	18,8	16,7	12,9%	23,0	18,8	22,2%

Spadek przychodów z mieszkaniówki nie pozwoli powtórzyć wyników Q1 2012

W ubiegłym roku wyniki Unibepu mocno wspierał segment mieszkaniowy. W Q1'12 segment mieszkaniowy wygenerował 7,3 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (ponad 60% zysku Grupy). W Q1'13 Unidevelopment przekaże znacznie mniej mieszkań przy niższej marży deweloperskiej. Pomimo niekorzystnej pogody, segment budowlany powinien natomiast poprawić wyniki w stosunku do Q1'12, sprawiając że spadek przychodów ze sprzedaży mieszkań nie będzie tak dotkliwy. Szacujemy, że na poziomie operacyjnym Spółka osiągnie 1,1 mln PLN zysku (marża: 0,7%), a wynik netto będzie bliski zera. Mimo, że sezonowo spółki budowlane doświadczają spadku poziomu gotówki w pierwszym kwartale roku, Unibep zmniejszy dług netto dzięki ostatecznemu rozliczeniu inwestycji biurowej przy ul. Grzybowskiej w Warszawie (+30 mln PLN wolnych środków pieniężnych).

Deweloperzy



Deweloperzy

Analitik:
Piotr Zybala

Dom Development Akumuluj

P/E 2013 11,9 EV/EBITDA 2013 10,2 **Cena bieżąca 31,98 PLN**
P/E 2014 12,6 EV/EBITDA 2014 10,2 **Cena docelowa 33,40 PLN**

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	222,8	144,0	54,7%	719,2	851,4	-15,5%	736,8	719,2	2,4%
EBITDA	34,1	19,3	76,8%	86,3	116,5	-25,9%	80,8	86,3	-6,4%
marża	15,3%	13,4%	-	12,0%	13,7%	-	11,0%	12,0%	-
EBIT	33,3	18,5	79,5%	83,4	113,5	-26,6%	77,8	83,4	-6,6%
Zysk brutto	32,5	18,2	78,2%	82,1	113,5	-27,7%	77,4	82,1	-5,7%
Zysk netto	26,3	14,6	80,3%	66,5	91,2	-27,1%	62,7	66,5	-5,7%

Mocny kwartał na rozpoczęcie roku

W opublikowanej na początku kwietnia wstępnej informacji o wynikach Dom Development poinformował o przekazaniu 519 mieszkań w Q1'13, z czego 222 dotyczyło inwestycji Akropol, a 128 inwestycji Saska. Liczba przekazania była zaledwie 5% niższa niż w Q4'12, co sugeruje, że wyniki finansowe w Q4'12 i Q1'13 powinny być bardzo podobne. Spodziewamy się, że pomimo nieco niższej liczby przekazania w Q1'13, Dom Development zdoła osiągnąć nieco lepszy wynik niż w Q4'12. Przyczyną powinna być wyższa marża deweloperska (prognoza: 24,9% vs. 23,2% w Q4'12) oraz lekki spadek kosztów zarządu. Zysk operacyjny w Q1'13 szacujemy na 33,3 mln PLN (+4% Q/Q, +78% R/R), a zysk netto na 26,3 mln PLN (+3% Q/Q, +80% R/R). W pierwszym kwartale 2013 spodziewamy się realizacji naszej całorocznej prognozy zysku netto w 40%. Wyniki w Q2 i Q3'13 będą dużo słabsze i mogą oscylować wokół zera. Najlepsze wyniki Spółka powinna osiągnąć w ostatnim kwartale 2013 r., w którym pozwolenie na użytkowanie uzyska 6 etapów na 1140 mieszkań.



Deweloperzy

Analitik:
Piotr Zybala

Echo Investment Akumuluj

P/E 2013 15,6 EV/EBITDA 2013 17,5 **Cena bieżąca 5,70 PLN**
P/E 2014 12,5 EV/EBITDA 2014 13,1 **Cena docelowa 5,80 PLN**

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	130,9	153,8	-14,9%	533,5	583,6	-8,6%	593,2	533,5	11,2%
EBITDA	168,2	-27,3	-	263,2	194,9	35,0%	391,8	263,2	48,9%
marża	128,5%	-17,7%	-	49,3%	33,4%	-	66,0%	49,3%	-
EBIT	166,8	-32,0	-	257,6	189,2	36,1%	386,2	257,6	49,9%
Zysk brutto	90,1	32,8	174,8%	177,5	184,0	-3,5%	231,5	177,5	30,4%
Zysk netto	81,1	30,7	164,5%	150,9	373,3	-59,6%	187,5	150,9	24,3%

Wyższe zyski z najmu, spadek wyniku w mieszkaniówce

W wynikach Q1'13 Echo Investment nie oczekujemy nietypowych zdarzeń, które miały silny wpływ na wyniki Q4'12 (wyjątkowo wysoka rewaluacja oraz rozwiązanie rezerw na podatek odroczone). Spodziewamy się natomiast spadku przychodów zarówno w ujęciu kwartalnym, jak i rocznym, czego przyczyną są niższe przychody segmentu mieszkaniowego (mniej rozliczonych mieszkań przy utrzymaniu około 24% marży). Spadek wyniku w segmencie mieszkaniowym powinien być skompensowany wyższymi przychodami z wynajmu powierzchni, gdyż w Q4'12 Echo oddało do użytkowania galerie handlowe w Szczecinie i Bełchatowie oraz biurowiec we Wrocławiu. Zysk brutto ze sprzedaży w Q1'13 szacujemy na 76 mln PLN, co oznaczałoby brak zmiany w stosunku do Q4'12 oraz około 15% spadek R/R (Q1'12 przyniósł wyjątkowo wysoki zysk w segmencie mieszkaniowym). W Q1'13 oczekujemy wysokiego zysku z wyceny nieruchomości inwestycyjnych (+106 mln PLN). 65-70 mln zysku z wyceny przypisujemy umocnieniu kursu EUR/PLN na koniec marca, a pozostałe 35-40 mln PLN indeksacji czynszów na początku roku i wycenie nieruchomości w budowie. Zakładamy niewielki wzrost kosztów administracyjnych R/R, brak zaskoczeń w pozostałej działalności operacyjnej i działalności finansowej. Stratę z tytułu różnic kursowych szacujemy na 35 mln PLN. Zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 10%. Dzięki strukturze organizacyjnej opartej o spółki cypryjskie i fundusze inwestycyjne zamknięte, niższa stopa podatkowa powinna się utrzymać w Echo również w kolejnych kwartałach. Nasza prognoza zysku netto w Echo wynosi 81 mln PLN, co stanowi 54% całorocznej prognozy. Zakładając brak istotnego umocnienia PLN do EUR, Spółka ma dużą szansę na przekroczenie naszej całorocznej prognozy zysku netto (151 mln PLN).

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

GTC**Trzymaj**

P/E 2013 35,1
P/E 2014 12,7

EV/EBITDA 2013 19,5
EV/EBITDA 2014 13,5

Cena bieżąca 7,55 PLN
Cena docelowa 8,30 PLN

(mln EUR)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	33,0	36,5	-9,6%	155,6	153,7	1,2%	160,7	155,6	3,3%
EBITDA	0,3	18,8	-98,2%	74,1	-230,7	-	112,9	74,1	52,4%
marża	1,0%	51,4%	-	47,6%	-150,1%	-	70,2%	47,6%	-
EBIT	0,2	18,6	-99,0%	73,5	-231,2	-	112,3	73,5	52,8%
Zysk brutto	-15,7	1,8	-	10,4	-319,6	-	53,7	10,4	414,3%
Zysk netto	-12,2	6,3	-	16,7	-270,4	-	46,2	16,7	176,0%

Czwarty z rzędu kwartał ze stratą finansową

W Q1 2013 spodziewamy się w GTC 30,0 mln EUR przychodów segmentu najmu i 21,0 mln EUR zysku z wynajmu (-8% R/R, +8% Q/Q). Na zyski segmentu wpłynie negatywnie sprzedaż Platinum BP, która była już widoczna w słabych wynikach Q4'12. W ostatnim kwartale 2012 r. GTC poniósł również znaczne koszty fit-out w rekomercjalizowanych galeriach zlokalizowanych w Rumunii, Bułgarii i Chorwacji. Koszty te nie powinny powtórzyć się w Q1'13, pozwalając Spółce na poprawę wyników w ujęciu kwartalnym. W ujęciu rocznym spadek zysku z wynajmu powinien być jednak zauważalny. Nie liczymy na zatrzymanie słabej koniunktury w segmencie mieszkaniowym, który przy niskich przychodach (prognoza: 3,0 mln EUR) może przynieść Spółce niewielką stratę. Oczekujemy negatywnego wyniku z rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych związanego z odpisem wartości gruntu w Bukareszcie (prognoza: -15,0 mln EUR). Koszty zarządu i sprzedaży szacujemy na 5,1 mln EUR, a koszty finansowe netto na 15,3 mln EUR. Nasza prognoza zakłada 12,2 mln EUR straty netto w Q1'13. Gdyby nie strata związana z odpisem w Bukareszcie wynik GTC byłby zbliżony do zera.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

Robyg**Trzymaj**

P/E 2013 11,7
P/E 2014 11,8

EV/EBITDA 2013 11,6
EV/EBITDA 2014 10,7

Cena bieżąca 1,35 PLN
Cena docelowa 1,45 PLN

(mln PLN)	1Q'13P	1Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	137,3	85,6	60,3%	441,7	402,9	9,6%	446,0	441,7	1,0%
EBITDA	18,6	14,6	27,1%	64,5	56,3	14,6%	65,7	64,5	1,8%
marża	13,5%	17,1%	-	14,6%	14,0%	-	14,7%	14,6%	-
EBIT	18,1	14,4	26,2%	63,7	55,1	15,7%	64,9	63,7	1,8%
Zysk brutto	15,2	11,6	30,6%	54,7	43,7	25,2%	55,5	54,7	1,4%
Zysk netto	6,5	7,3	-10,8%	29,9	20,0	49,1%	29,6	29,9	-0,8%

Dalszy spadek marży przy rekordowej liczbie przekazania

Pod względem liczby rozliczonych w wyniku mieszkań, Q1'13 powinien być rekordowym w historii Spółki. W pierwszych miesiącach 2013 r. Robyg zakończył 5 etapów swoich inwestycji (2 w Warszawie, 3 w Gdańsku). Szacujemy, że pozwoliło to przekazać nabywcom około 360 lokali i osiągnąć 137 mln PLN przychodów w Q1'13. Marża deweloperska nie będzie już tak imponująca jak w poprzednich kwartałach. Szacujemy, że w projektach Zdrowa E3 oraz Albatros Towers E1 nie przekracza ona 15%, a średni poziom marży brutto ze sprzedaży wyniesie w Q1'13 17% vs. 24% w Q1'12 i vs. 19% w Q4'12. Koszty zarządu i sprzedaży szacujemy na 7,9 mln PLN (+20% R/R, niska baza ubiegłego roku). Liczymy na utrzymanie poziomu kosztów administracyjnych na poziomie około 8 mln PLN również w kolejnych kwartałach. W Q1'13 Spółka po raz pierwszy powinna dokonać przeszacowania pierwszego etapu parku biurowego na Wilanowie, którego budowa zakończyła się w Q1'13. Zakładamy, że przeszacowanie wyniesie 3 mln PLN (niewielka kwota z uwagi na niski poziom wynajęcia budynku na poziomie około 25%). Nie spodziewamy się nietypowych zdarzeń w pozostałej działalności operacyjnej oraz działalności finansowej. Zysk brutto szacujemy na 15,2 mln PLN. Efektywna stopa procentowa będzie w Robygu wysoka, podobnie jak to miało miejsce w poprzednich kwartałach (prognoza: 39%). Zyski mniejszości szacujemy na 2,8 mln PLN, a zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej na 6,5 mln PLN. Oznacza to realizację naszej prognozy całorocznych wyników w zaledwie 22%, pomimo znacznej liczby przekazania mieszkań oraz korzystnego wpływu rewaluacji biurowca. Przyczyną jest niska marża deweloperska na niektórych projektach. W kolejnych kwartałach do wyników wejdą projekty o wyższych marżach, niemniej osiągnięcie 29,9 mln PLN zysku netto w 2013 r. może okazać się trudnym zadaniem.

Terminy publikacji raportów

Spółka	1 kw. 2013 jednostkowy	1 kw. 2013 skonsolidowany	2012
ALCHEMIA	2013-05-15	2013-05-15	2013-04-29
ASTARTA	2013-05-14	2013-05-14	2013-04-15
BORYSZEW	2013-05-15	2013-05-15	2013-04-26
BUDIMEX	2013-04-24	2013-04-24	2013-03-20
BZ WBK	2013-04-25	2013-04-25	2013-03-07
CEZ	2013-05-14	2013-05-14	2013-02-28
CIECH	2013-05-15	2013-05-15	2013-04-26
DOM DEVELOPMENT	2013-04-24	2013-04-24	2013-02-28
ECHO	2013-05-15	2013-05-15	2013-04-26
ELEKTROBUDOWA	2013-05-15	2013-05-15	2013-03-20
ENEA	2013-05-15	2013-05-15	2013-03-21
ERBUD	2013-05-15	2013-05-15	2013-04-30
FAMUR	2013-05-15	2013-05-15	2013-04-30
GETIN NOBLE BANK	2013-05-15	2013-05-15	2013-03-21
GTC	2013-05-14	2013-05-14	2013-03-11
HANDLOWY	2013-05-09	2013-05-09	2013-03-20
IMPEXMETAL	2013-05-14	2013-05-14	2013-04-18
ING BSK	2013-05-08	2013-05-08	2013-03-29
JSW	2013-05-09	2013-05-09	2013-03-14
KERNEL	2013-05-30*	2013-05-30*	2013-02-28**
KĘTY	2013-04-23	2013-04-23	2013-03-21
KGHM	2013-05-15	2013-05-15	2013-03-29
KOPEX	2013-05-15	2013-05-15	2013-04-30
KRUK	2013-05-15	2013-05-15	2013-03-21
LOTOS	2013-05-07	2013-05-07	2013-03-21
LW BOGDANKA	2013-05-09	2013-05-09	2013-03-21
MILLENNIUM	2013-04-25	2013-04-25	2013-02-28
MOL	2013-05-07	2013-05-07	2013-02-26
NETIA	2013-05-15	2013-05-15	2013-02-21
PEKAO	2013-05-10	2013-05-10	2013-03-15
PGE	2013-05-15	2013-05-15	2013-03-14
PGNiG	2013-05-14	2013-05-14	2013-03-19
PKN ORLEN	2013-04-25	2013-04-25	2013-03-28
PKO BP	2013-05-13	2013-05-13	2013-03-04
POLICE	2013-05-15	2013-05-15	2013-03-21
PZU	2013-05-15	2013-05-15	2013-03-13
ROBYG	2013-05-15	2013-05-15	2013-03-14
ROVESE	2013-05-15	2013-05-15	2013-03-21
TAURON	2013-05-09	2013-05-09	2013-03-15
TPSA	2013-04-23	2013-04-23	2013-02-12
UNIBEP	2013-05-15	2013-05-15	2013-03-21
ZA PUŁAWY	2013-05-15*	2013-05-15*	2013-02-28**

Źródło: Stooq.pl, spółki

* Publikacja raportu za III kwartał roku obrotowego 2012/2013

** Publikacja raportu za I półrocze roku obrotowego 2012/2013



Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2012	P/E 2013	EV/EBITDA 2012	EV/EBITDA 2013
Banki										
BZ WBK	Kupuj	2013-04-08	269,00	300,00	265,00	13,2%	19,4	17,7		
GETIN NOBLE BANK	Akumuluj	2012-12-10	1,73	1,90	1,56	21,8%	11,1	11,9		
HANDLOWY	Trzy maj	2012-12-10	97,50	96,00	91,55	4,9%	12,3	15,2		
ING BSK	Akumuluj	2013-02-06	88,60	93,00	90,60	2,6%	14,2	15,1		
MILLENNIUM	Trzy maj	2013-03-06	4,84	4,80	4,56	5,3%	11,7	15,6		
PEKAO	Akumuluj	2013-02-06	159,00	170,00	154,90	9,7%	13,8	15,8		
PKO BP	Kupuj	2013-02-06	34,59	40,00	33,94	17,9%	11,3	13,6		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2013-02-06	402,50	435,00	406,35	7,1%	10,8	12,3		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2013-03-28	58,85	68,30	62,01	10,1%	12,9	12,1		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2012-12-10	22,42	28,30	21,57	31,2%	-	10,3	44,8	4,9
LOTOS	Trzy maj	2013-02-06	39,50	37,40	39,62	-5,6%	5,6	8,4	11,8	8,0
MOL	Trzy maj	2012-12-06	260,00	254,57	220,00	15,7%	11,2	10,6	5,7	5,3
PGNiG	Redukuj	2013-03-11	5,93	5,00	5,37	-6,9%	14,2	9,5	8,7	5,8
PKN ORLEN	Kupuj	2013-04-08	50,00	59,30	47,50	24,8%	8,7	9,6	6,7	5,6
POLICE	Sprzedaj	2013-04-08	16,20	10,90	20,50	-46,8%	14,8	17,9	8,1	8,5
ZA PULAWY	Trzy maj	2012-12-10	135,60	123,40	131,00	-5,8%	9,5	14,2	5,2	6,8
Energetyka										
CEZ	Trzy maj	2012-11-30	109,00	109,20	89,90	21,5%	7,4	7,6	5,7	5,8
ENEA	Akumuluj	2012-11-30	15,80	17,55	12,31	42,6%	7,6	9,6	2,5	3,3
PGE	Trzy maj	2012-11-30	17,85	18,10	16,25	11,4%	9,5	10,8	4,1	4,6
TAURON	Kupuj	2012-11-30	4,40	6,16	3,91	57,5%	4,7	7,1	3,1	4,4
Telekomunikacja										
NETIA	Zawieszona	2013-02-21	4,01	-	4,19	-	-	-	-	-
TPSA	Zawieszona	2013-02-12	11,64	-	6,65	-	-	-	-	-
Media										
AGORA	Trzy maj	2012-12-10	9,99	10,30	6,64	55,1%	-	-	2,0	1,9
CINEMA CITY	Akumuluj	2012-12-10	34,02	36,50	26,93	35,5%	14,6	12,3	7,0	5,9
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2012-12-10	15,40	15,60	16,50	-5,5%	11,3	13,6	7,6	8,1
TVN	Akumuluj	2012-12-10	8,80	10,30	8,82	16,8%	-	16,4	10,1	10,4
IT										
AB	Zawieszona	2013-02-05	23,50	-	18,36	-	-	-	-	-
ACTION	Zawieszona	2013-02-05	29,70	-	29,25	-	-	-	-	-
ASBIS	Zawieszona	2013-02-05	3,21	-	3,98	-	-	-	-	-
ASSECO POLAND	Trzy maj	2012-12-10	43,20	43,70	43,00	1,6%	9,1	9,3	6,3	6,2
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	81,00	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	14,06	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Akumuluj	2012-12-04	87,80	104,00	82,75	25,7%	9,9	17,8	3,4	4,5
KGHM	Akumuluj	2013-01-07	193,50	204,00	142,70	43,0%	5,9	5,9	3,6	3,4
LW BOGDANKA	Akumuluj	2012-12-04	134,00	143,80	118,30	21,6%	14,3	11,2	6,3	5,3
Przemysł										
ALCHEMIA	Trzy maj	2013-04-08	3,84	4,20	3,70	13,5%	29,2	13,1	9,9	6,6
ASTARTA	Kupuj	2012-12-10	57,45	76,90	46,50	65,4%	4,2	2,8	4,9	3,5
BORYSZEW	Trzy maj	2012-12-10	0,53	0,56	0,46	21,7%	18,8	13,9	8,8	8,3
FAMUR	Redukuj	2012-12-10	4,80	4,20	4,60	-8,7%	8,2	15,4	4,6	6,5
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-12-10	3,14	4,20	2,11	99,1%	7,5	7,0	6,2	5,1
KERNEL	Trzy maj	2013-03-04	62,60	61,10	49,37	23,8%	6,1	6,6	5,9	6,1
KĘTY	Redukuj	2012-12-10	147,60	126,70	130,00	-2,5%	10,2	14,7	6,3	7,3
KOPEX	Trzy maj	2013-03-06	15,20	16,20	12,50	29,6%	28,1	10,5	8,7	5,6
ROVESE	Redukuj	2013-04-08	1,39	1,20	1,43	-16,1%	-	29,6	8,4	7,2
Budownictwo										
BUDIMEX	Trzy maj	2012-12-10	69,80	66,80	73,00	-8,5%	10,0	13,4	2,7	6,7
ELEKTROBUDOWA	Trzy maj	2013-04-08	117,00	121,20	118,00	2,7%	14,2	14,1	9,5	9,1
ERBUD	Trzy maj	2013-03-06	18,00	19,20	15,99	20,1%	12,5	10,4	3,0	5,5
MOSTOSTAL WAR.	Zawieszona	2013-04-08	7,43	-	5,00	-	-	-	-	-
RAFAKO	Zawieszona	2013-04-08	4,70	-	3,45	-	-	-	-	-
ULMA CP	Trzy maj	2013-03-06	54,70	56,20	40,05	40,3%	10,3	326,2	2,3	3,1
UNIBEP	Akumuluj	2013-03-06	6,69	6,80	5,75	18,3%	11,7	10,4	7,8	7,5
ZUE	Trzy maj	2013-01-07	6,47	6,60	6,49	1,7%	54,9	12,6	12,7	6,0
Deweloperzy										
BBi DEVELOPMENT	Akumuluj	2012-12-10	0,39	0,42	0,38	10,5%	90,3	43,9	39,2	53,9
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	2013-04-04	30,50	33,40	31,98	4,4%	8,7	11,9	6,9	10,2
ECHO	Akumuluj	2012-12-10	5,19	5,80	5,70	1,8%	6,3	15,6	24,5	17,5
GTC	Trzy maj	2012-11-06	8,27	8,30	7,55	9,9%	-	35,1	-	19,5
J.W.C.	Redukuj	2012-08-01	4,22	4,00	3,65	9,6%	20,6	10,6	13,5	16,2
PA NOVA	Kupuj	2012-09-11	15,49	22,90	15,60	46,8%	8,8	6,9	14,5	9,0
POLNORD	Trzy maj	2012-12-10	10,69	11,10	4,70	136,2%	4,7	10,1	4,8	13,3
ROBYG	Trzy maj	2012-12-10	1,48	1,45	1,35	7,4%	17,4	11,7	12,9	11,6

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ALCHEMIA	Trzymaj	Redukuj	4,20	2013-04-08
BZ WBK	Kupuj	Akumuluj	300,00	2013-04-08
ROVESE	Redukuj	Trzymaj	1,20	2013-04-08
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	Sprzedaj	33,40	2013-04-04
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	Redukuj	121,20	2013-04-08

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	8	25	15	5	0	2	13	10	4
procent	1,9%	14,8%	46,3%	27,8%	9,3%	0,0%	6,9%	44,8%	34,5%	13,8%



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliscz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybała@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość 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 Inwestycyjnego BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku 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.

DI BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, 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 DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Solar.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, 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.