22 lipca 2013

Opracowanie cykliczne BRE DOM INWESTYCYJNY

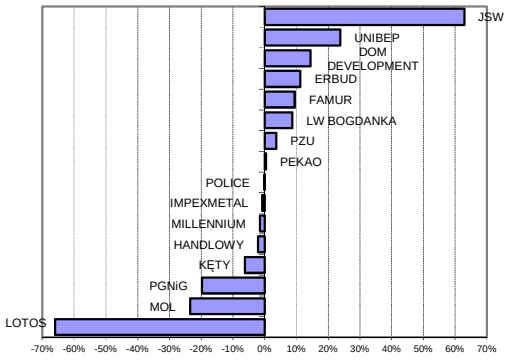
Prognozy wyników kwartalnych

2Q 2013

Rynek akcji

WIG	**43 400**
Średnie P/E 2013	14,1
Średnie P/E 2014	11,9
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	872 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



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

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

Paweł Szpigiel
(48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl

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

Banki. Uważamy, że spadki rynkowych stóp rynkowych nadal będą przekładać się negatywnie na wynik odsetkowy banków, chociaż presja Q/Q powinna być mniejsza niż w 1Q'13. Chociaż zakładamy sezonowe odbicie wyniku prowizyjnego, naszym zdaniem gorzej niż kwartał wcześniej wypadnie wynik handlowy, koszty operacyjne oraz saldo rezerw. Spodziewamy się średnio 8% spadku wyniku netto Q/Q oraz o 9% R/R. Najlepsze wyniki zaraportują BZ WBK i Millennium, a najgorsze Getin Noble Bank i PKO BP. Ponadto, spodziewamy się przyzwoitych wyników w PZU i Kruku.

Paliwa. Wyniki rafinerii będą pod presją spadającego dyferencjału, przeszacowania zapasów, a w Lotosie dodatkowo kosztów remontu. W PGNiG oczekujemy znacznego spadku Q/Q z uwagi na czynniki sezonowe.

Energetyka. Oczekujemy ciągle mocnych wyników w dystrybucji i obrocie, a dodatkowo widoczne będą spadki cen węgla. Solidnych rezultatów spodziewamy się po PGE i Tauronie (po oczyszczeniu o odpis). Słabiej może wypaść Enea.

Telekomunikacja. Kwartał powinien być bardzo podobny do 1Q. Dynamiczny spadek przychodów związany z cięciami stawek MTR i szybka erozja bazy abonenckiej telefonii stacjonarnej.

Media. TVN przedstawi relatywnie dobre wyniki, co wynikać będzie z niskiej bazy przychodowej (EURO 2012 w 2Q'12) oraz dalszych pozytywnych efektów oszczędności kosztowych.

Górnictwo i metale. W przypadku JSW i LWB ostatni kwartał przed wpływem spadku cen surowców, co będzie wyraźnie widoczne już w 3Q. KGHM broni wyniku dzięki hedgingowi.

Przemysł. W sektorze przemysłowym oczekujemy słabych wyników za 2Q'13 w Alchemii, Boryszewie, Famurze, Grupie Kęty, Kopex i Rovese. Spoza coverage pozytywnie zaskoczą Amica, BSC Drukarnia, Feerum, IMC, KSG Agro, PKM Duda, Tarczyński i ZM Kania.

Budownictwo. Wpływ długiej zimy będzie jeszcze widoczny w wynikach sektora. Mimo to, Budimex i Elektrobudowa zaprezentują wysokie dynamiki z powodu niskiej bazy ubiegłego roku. Przeciętne wyniki w Unibepie i Erbudzie ulegną wyraźnej poprawie w drugiej połowie roku.

Deweloperzy. W Robygu i Dom Development prawdopodobnie najsłabszy kwartał w tym roku. Strata w GTC, która jednak nie powinna zaskakiwać. W Echo Investment kolejny kwartał świetnych wyników.

Inne. W 2Q'13 Work Service utrzyma organiczny wzrost przychodów i nieznacznie poprawi marżę EBITDA R/R.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

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. Media 15
7.1. TVN 15
8. Górnictwo i metale 16
8.1. JSW 16
8.2. KGHM 16
8.3. LW Bogdanka 17
9. Przemysł 18
9.1. Alchemia 18
9.2. Astarta 18
9.3. Boryszew 19
9.4. Famur 19
9.5. Impexmetal 20
9.6. Kernel 20
9.7. Kęty 21
9.8. Kopex 21
9.9. Rovese 22
10. Budownictwo 23
10.1. Budimex 23
10.2. Elektrobudowa 23
10.3. Erbud 24
10.4. Unibep 24
11. Deweloperzy 25
11.1. Dom Development 25
11.2. Echo Investment 25
11.3. GTC 26
11.4. Robyg 26
12. Inne 27
12.1. Work Service 27
13. Terminy publikacji raportów 28
14. Aktualne rekomendacje DI BRE 29
15. Statystyki rekomendacji 30

Banki

BZ WBK — Akumuluj

Banki

Analityk: Iza Rokicka

P/E 2013	21,8	P/BV 2013	2,0	**Cena bieżąca**	**303 PLN**
P/E 2014	16,6	P/BV 2014	1,9	**Cena docelowa**	**306,0 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12**	zmiana	1H'13P	1H'12**	zmiana	2013P	2012**	zmiana
Wynik odsetkowy	765	750	*2%*	1 518	1 525	*0%*	2 934	3 061	*-4%*
NIM	2,95%	2,93%	-	3,71%	2,98%	-	3,53%	3,02%	-
Wynik prowizyjny	440	430	*2%*	869	842	*3%*	1 790	1 726	*4%*
WNDB	1 405	1 377	*2%*	2 731	2 664	*3%*	5 204	5 551	*-6%*
Koszty operacyjne	-723	-699	*3%*	-1 387	-1 392	*0%*	-2 774	-2 750	*1%*
Wynik operacyjny*	691	727	*-5%*	1 363	1 349	*1%*	2 466	2 896	*-15%*
Saldo rezerw	-197	-146	*35%*	-393	-285	*38%*	-819	-1 238	*-34%*
Zysk brutto	498	584	*-15%*	975	1 071	*-9%*	1 667	1 679	*-1%*
Zysk netto	398	443	*-10%*	772	813	*-5%*	1 301	1 277	*2%*

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

Wysoki zysk netto, nawet pomimo znacznych kosztów integracji

Prognozujemy, że zysk netto za 2Q'13 wyniesie 398 mln PLN, czyli o 7% więcej Q/Q, ale spadnie o 10% R/R na bazie naszej pro formy. Zakładamy zwyczajową dywidendę (58 mln PLN głównie ze spółek Avivy), przychody ze sprzedaży obligacji (70 mln PLN) oraz koszty integracji (105 mln PLN). Wynik netto skorygowany oraz porównywalny do 1Q'13 wyniósłby 424 mln PLN i byłby wyższy o 8% Q/Q. Poprawa ta to efekt silnych przychodów podstawowych (+2% Q/Q) oraz mocna kontrola kosztów skorygowanych o koszty integracji (-3% Q/Q). Oczekujemy, że wynik odsetkowy, nawet pomimo spadających rynkowych stóp procentowych ,wzrośnie o 2% Q/Q do 765 mln PLN. W konsekwencji marża odsetkowa poprawi się o 4 p.b. Q/Q do 3,09%. Uważamy, że BZ WBK będzie nadal korzystał z efektu związanego z odnawianiem depozytów dawnego Kredyt Banku po wyraźnie lepszej marży. W wyniku prowizyjnym spodziewamy się 3% wzrostu Q/Q do 440 mln PLN. Uważamy, że poprawa będzie wynikać z wyższych przychodów związanych z funduszami inwestycyjnymi, kredytami oraz obszarem e-płatności. Oczekujemy, że koszt ryzyka wyniesie 115 p.b. (płasko Q/Q), co przekłada się na odpisy w wysokości 197 mln PLN.

Getin Noble Bank — Redukuj

Banki

Analityk: Iza Rokicka

P/E 2013	17,3	P/BV 2013	1,0	**Cena bieżąca**	**1,89 PLN**
P/E 2014	14,5	P/BV 2014	0,9	**Cena docelowa**	**1,70 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Wynik odsetkowy	287	315	*-9%*	576	633	*-9%*	1 207	1 248	*-3%*
NIM	1,89%	2,22%	-	1,91%	2,27%	-	2,01%	2,20%	-
Wynik prowizyjny	139	211	*-34%*	278	437	*-36%*	597	769	*-22%*
WNDB	463	554	*-16%*	917	1 120	*-18%*	1 911	2 136	*-11%*
Koszty operacyjne	-212	-215	*-2%*	-420	-422	*0%*	-848	-834	*2%*
Wynik operacyjny*	275	339	*-19%*	557	792	*-30%*	1 127	1 404	*-20%*
Saldo rezerw	-190	-246	*-23%*	-388	-494	*-21%*	-763	-975	*-22%*
Zysk brutto	86	99	*-13%*	167	308	*-46%*	364	456	*-20%*
Zysk netto	70	82	*-16%*	130	239	*-46%*	289	371	*-22%*

** przed kosztami rezerw*

Zysk netto nadal niski, nawet pomimo pozytywnej transakcji jednorazowej

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 70 mln PLN (+16% R/R, ale -15% Q/Q). Podobnie jak w 1Q'13, bank zanotuje pozytywny wpływ z tytułu transakcji M&A. Przejęcie części DnB Nord poprawi wynik brutto o ok. 20 mln PLN. Szacujemy, że wynik netto skorygowany o transakcje jednorazowe wyniesie 53 mln PLN (-35% R/R, ale +37% Q/Q).

Zakładamy relatywnie wysokie wzrosty wolumenów (+2% Q/Q dla kredytów i +4% Q/Q dla depozytów), co wynika z przejęcia części DnB Nord (ok. 0,8 mld PLN kredytów i ok. 2,2 mld PLN depozytów). Ponieważ konsolidacja rozpoczęła się pod koniec kwartału, w minimalnym stopniu wpłynęła na rachunek wyników. Zakładamy płaski wynik odsetkowy Q/Q na poziomie 287 mln PLN. Naszym zdaniem bank pozwolił na odpływ najdroższych depozytów, co zneutralizowało negatywny wpływ spadających stóp procentowych. Uważamy, że wynik prowizyjny pozostanie słaby, na niezmienionym Q/Q poziomie 139 mln PLN. Sądzimy, że bank nie był w stanie odbudować spadków przychodów ze sprzedaży produktów inwestycyjnych. Zakładamy relatywnie mocny wynik handlowy (36 mln PLN), ponieważ spodziewamy się ok. 10 mln PLN zysków ze sprzedaży obligacji. W kosztach zakładamy 2% wzrost Q/Q, co jest związane z przejęciem 40 placówek DnB Nord. Prognozujemy, że saldo rezerw spadnie o 4% Q/Q do 190 mln PLN (165 p.b. kosztu ryzyka, - 11 p.b. Q/Q)



Banki

Handlowy

Trzymaj

Analityk: Iza Rokicka

P/E 2013	12,8	P/BV 2013	1,7
P/E 2014	15,4	P/BV 2014	1,7

Cena bieżąca 95,69 PLN
Cena docelowa 89,20 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Wynik odsetkowy	310	369	*-16%*	637	767	*-17%*	1 272	1 488	*-15%*
NIM	2,92%	3,57%	-	2,97%	3,65%	-	2,95%	3,47%	-
Wynik prowizyjny	167	151	*10%*	330	303	*9%*	652	599	*9%*
WNDB	662	673	*-2%*	1 447	1 413	*2%*	2 668	2 745	*-3%*
Koszty operacyjne	-332	-363	*-9%*	-676	-778	*-13%*	-1 359	-1 430	*-5%*
Wynik operacyjny*	327	306	*7%*	777	629	*23%*	1 308	1 297	*1%*
Saldo rezerw	-10	-20	*-50%*	-20	-35	*-41%*	-86	-58	*47%*
Zysk brutto	317	286	*11%*	756	595	*27%*	1 222	1 240	*-1%*
Zysk netto	253	231	*10%*	609	474	*28%*	978	970	*1%*

** przed kosztami rezerw*

Zysk netto ponownie wsparty przychodami ze sprzedaży obligacji

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 253 mln PLN (+10% R/R, ale -29% Q/Q). Poprawa R/R to efekt niższych kosztów operacyjnych w konsekwencji przeprowadzonej w zeszłym roku restrukturyzacji, natomiast spadek Q/Q to efekt niższych oczekiwanych przychodów ze sprzedaży obligacji (zakładamy 80 mln PLN względem 172 mln PLN w 1Q'13). Naszym zdaniem, spadki rynkowych stóp procentowych oraz duży „obrót" w portfelu obligacji wpłyną negatywnie na wynik odsetkowy. Spodziewamy się, że spadnie on mocno, bo aż o 5% Q/Q oraz 16% R/R do poziomu jedynie 310 mln PLN, czyli najniższego poziomu od 2008. Z drugiej strony, wynik prowizyjny powinien być relatywnie mocny i wynieść 167 mln PLN (+2% Q/Q oraz +10% R/R). Naszym zdaniem wzrosty Q/Q przychodów ze sprzedaży produktów inwestycyjnych oraz przychody z kart więcej niż zrekompensują niższy wynik Q/Q na działalności brokerskiej. W końcu prognozujemy, że wynik handlowy wyniesie 186 mln PLN (-37% Q/Q, ale +22% R/R) i zostanie wsparty 80 mln PLN przychodów z tytułu sprzedaży obligacji. Naszym zdaniem koszty operacyjne pozostaną mocną stroną banku. Zakładamy, że wyniosą 332 mln PLN (-4% Q/Q oraz -9% R/R) i ukształtują się poniżej oczekiwanego przez Zarząd powtarzalnego średnio-kwartalnego poziomu 325 mln PLN. W końcu, naszym zdaniem rezerwy wyniosą tylko 10 mln PLN, co przekłada się na koszt ryzyka w wysokości 27 p.b.



Banki

ING BSK

Trzymaj

Analityk: Iza Rokicka

P/E 2013	15,3	P/BV 2013	1,4
P/E 2014	14,6	P/BV 2014	1,4

Cena bieżąca 97,5 PLN
Cena docelowa 91,5 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Wynik odsetkowy	468	514	*-9%*	1 028	1 028	*0%*	1 919	2 049	*-6%*
NIM	2,40%	2,89%	-	2,94%	2,94%	-	2,40%	2,77%	-
Wynik prowizyjny	248	250	*-1%*	497	497	*0%*	996	1 004	*-1%*
WNDB	741	778	*-5%*	1 613	1 613	*0%*	3 083	3 150	*-2%*
Koszty operacyjne	-469	-456	*3%*	-921	-921	*0%*	-1 822	-1 818	*0%*
Wynik operacyjny*	276	327	*-16%*	702	702	*0%*	1 282	1 343	*-5%*
Saldo rezerw	-55	-131	*-58%*	-196	-196	*0%*	-277	-363	*-24%*
Zysk brutto	229	207	*11%*	525	525	*0%*	1 037	1 016	*2%*
Zysk netto	183	168	*9%*	439	439	*0%*	829	832	*0%*

** przed kosztami rezerw*

Zysk netto nie zostanie niestety wsparty zyskami z obligacji

Prognozujemy, że zysk netto za 2Q 2013 wyniesie 183 mln PLN, czyli wzrośnie o 9% R/R. Oznacza to jednocześnie spadek aż o 29% Q/Q z powodu braku zysków ze sprzedaży portfela obligacji. Wzrost R/R to zasługa niższego salda rezerw w segmencie korporacyjnym. Przypominamy, że w 2Q 2012 bank spisywał część swojej ekspozycji względem sektora budowlanego, w tym PBG.

Zakładamy, że wolumeny będą relatywnie mocne, czyli zarówno kredyty, jak i depozyty, wzrosną o 2% Q/Q. W kredytach głównym czynnikiem wzrostu będzie segment detaliczny, podczas gdy w depozytach segment korporacyjny. Pomimo tego spodziewamy się presji na marżę odsetkową do 2,4% (-4 p.b. Q/Q) z powodu spadających rynkowych stóp procentowych. W konsekwencji prognozujemy 2% spadek Q/Q wyniku odsetkowego do 468 mln PLN. Uważamy, że mocniejszym akcentem wyników będzie wynik prowizyjny, gdzie spodziewamy się 4% wzrostu Q/Q do 248 mln PLN. Naszym zdaniem, sezonowo lepiej wypadną przychody z kart oraz po słabym 1Q'13 odbuduje się wynik z tytułu wymiany walut. W wyniku handlowym nie spodziewamy się zysków ze sprzedaży obligacji, co oznacza spadek aż o 79% Q/Q do 25 mln PLN. Przy założeniu płaskich kosztów Q/Q na poziomie 469 mln PLN oraz lekkim nieco niższym rezerwom (-5% Q/Q do 55 mln PLN dzięki niższym odpisom na detal), dochodzimy do wyniku netto na poziomie 183 mln PLN.

Banki

Millennium

Redukuj

Analityk: Iza Rokicka

P/E 2013	17,2	P/BV 2013	1,3
P/E 2014	15,0	P/BV 2014	1,3

Cena bieżąca 5,68 PLN
Cena docelowa 4,80 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Wynik odsetkowy	283	314	*-10%*	572	609	*-6%*	1 079	1 227	*-12%*
NIM	2,03%	2,45%	-	2,12%	2,38%	-	2,00%	2,37%	-
Wynik prowizyjny	142	146	*-3%*	284	279	*2%*	548	546	*0%*
WNDB	469	490	*-4%*	946	950	*0%*	1 810	1 951	*-7%*
Koszty operacyjne	-273	-277	*-2%*	-546	-560	*-2%*	-1 101	-1 121	*-2%*
Wynik operacyjny*	199	213	*-6%*	403	388	*4%*	713	832	*-14%*
Saldo rezerw	-50	-74	*-32%*	-102	-102	*0%*	-211	-238	*-11%*
Zysk brutto	148	139	*6%*	299	279	*7%*	502	596	*-16%*
Zysk netto	118	111	*6%*	238	221	*8%*	402	472	*-15%*

** przed kosztami rezerw*

Poprawa R/R wynika z braku rezerw na spółki budowlane

Oczekujemy, że zysk netto Millennium w 2Q 2013 wyniesie 118 mln PLN, czyli wzrośnie o 6% R/R i spadnie jedynie o 1% Q/Q. Poprawa R/R to wyłącznie efekt niższych odpisów na ryzyko kredytowe. Przypominamy, że w 2Q 2012 Millennium rezerwowało ekspozycję na sektor budowlany (PBG).

Zakładamy, że saldo kredytów wzrośnie o 2% Q/Q i R/R. Najsilniejszych wzrostów spodziewamy się w detalicznych kredytach niemieszkaniowych. W odniesieniu do depozytów oczekujemy marginalnie wyższej dynamiki Q/Q niż w kredytach dzięki silnym oszczędnościom detalicznym. Pomimo pozytywnych dynamik w wolumenach, prognozujemy 2% spadku Q/Q w wyniku odsetkowym (razem ze swapami) do 283 mln PLN. Naszym zdaniem spadające rynkowe stopy procentowe będą negatywnie przekładać się na marżę depozytową, co doprowadzi do zawężania się marży odsetkowej do 2,03%. Zakładamy płaski wynik prowizyjny Q/Q na poziomie 142 mln PLN. Uważamy, że gorszy Q/Q wynik na ubezpieczeniach i kartach zostanie zrekompensowany przez lepszy rezultat na funduszach inwestycyjnych oraz przez przychody z dystrybucji zewnętrznych produktów inwestycyjnych i oszczędnościowych. W końcu prognozujemy, że wynik handlowy wyniesie 44 mln PLN. Naszym zdaniem koszty operacyjne pozostaną silną stroną wyników. Prognozujemy że utrzymają się na płaskim poziomie Q/Q, czyli wyniosą 273 mln PLN. Spodziewamy się, że saldo rezerw ukształtuje się na poziomie 50 mln PLN, co przełoży się na 48 p.b. kosztu ryzyka.

Banki

Pekao

Trzymaj

Analityk: Iza Rokicka

P/E 2013	16,7	P/BV 2013	1,8
P/E 2014	15,7	P/BV 2014	1,7

Cena bieżąca 159,0 PLN
Cena docelowa 148,0 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Wynik odsetkowy	1 095	1 185	*-8%*	2 230	2 379	*-6%*	4 476	4 805	*-7%*
NIM	2,94%	3,21%	-	2,97%	3,23%	-	2,92%	3,23%	-
Wynik prowizyjny	576	579	*-1%*	1 128	1 130	*0%*	2 248	2 257	*0%*
WNDB	1 901	1 930	*-1%*	3 741	3 832	*-2%*	7 408	7 926	*-7%*
Koszty operacyjne	-902	-932	*-3%*	-1 779	-1 844	*-4%*	-3 571	-3 629	*-2%*
Wynik operacyjny*	1 022	1 029	*-1%*	2 008	2 037	*-1%*	3 837	4 297	*-11%*
Saldo rezerw	-185	-168	*10%*	-350	-303	*15%*	-786	-669	*17%*
Zysk brutto	850	874	*-3%*	1 686	1 759	*-4%*	3 105	3 680	*-16%*
Zysk netto	690	704	*-2%*	1 356	1 415	*-4%*	2 505	2 956	*-15%*

** przed kosztami rezerw*

Zysk netto wsparty zyskami ze sprzedaży obligacji

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 690 mln PLN, czyli wzrośnie o 4% Q/Q, ale spadnie o 2% R/R. W naszych prognozach uwzględniamy 100 mln PLN przychodów z tytułu sprzedaży portfela obligacji względem 54 mln PLN kwartał wcześniej i 37 mln PLN rok wcześniej.

Naszym zdaniem spadające rynkowe stopy procentowe przełożą się na 10 p.b. spadku marży odsetkowej Q/Q do 2,94%. Oznacza to, dalszy spadek wyniku odsetkowego o 3% Q/Q do 1 095 mln PLN. Lepszego rezultatu oczekujemy w wyniku prowizyjnym. W naszej opinii wzrośnie on o 4% Q/Q do 576 mln PLN dzięki wyższym przychodom z kredytów oraz pozycji pozostałe (gdzie księgowane są m.in. opłaty związane z prowadzeniem rachunków i transakcyjnością klientów). Mocnych przychodów oczekujemy też w wyniku handlowym (+50% Q/Q do 230 mln PLN) wspartego zyskami ze sprzedaży obligacji (zakładamy 100 mln PLN). W kosztach operacyjnych zakładamy sezonowy wzrost o 3% Q/Q do 902 mln PLN (głównie w obszarze wydatków rzeczowych), co jednocześnie oznacza kontynuację kontroli w porównaniu R/R (-3%). Naszym zdaniem koszt ryzyka ukształtuje się w połowie przedziału, jakiego Spółka oczekuje w całym roku (70-80 p.b.) i wyniesie 75 p.b. Oznacza to 185 mln PLN rezerw, +12% Q/Q.

Banki

PKO BP

Kupuj

Analityk:
Iza Rokicka

P/E 2013	14,6	P/BV 2013	1,8	**Cena bieżąca**	**36,79 PLN**
P/E 2014	13,1	P/BV 2014	1,6	**Cena docelowa**	**42,00 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Wynik odsetkowy	1 626	1 983	*-18%*	3 320	4 042	*-18%*	6 658	7 883	*-16%*
NIM	3,31%	4,17%		3,41%	4,24%		3,36%	4,10%	
Wynik prowizyjny	789	779	*1%*	1 559	1 503	*4%*	3 168	3 071	*3%*
WNDB	2 431	2 827	*-14%*	4 911	5 716	*-14%*	9 961	11 392	*-13%*
Koszty operacyjne	-1 123	-1 094	*3%*	-2 243	-2 246	*0%*	-4 593	-4 618	*-1%*
Wynik operacyjny*	1 353	1 774	*-24%*	2 755	3 545	*-22%*	5 795	6 951	*-17%*
Saldo rezerw	-500	-574	*-13%*	-948	-1 101	*-14%*	-1 907	-2 325	*-18%*
Zysk brutto	854	1 198	*-29%*	1 806	2 449	*-26%*	3 888	4 645	*-16%*
Zysk netto	688	949	*-27%*	1 470	1 953	*-25%*	3 151	3 749	*-16%*

** przed kosztami rezerw*

Wynik netto nadal pod presją spadającego wyniku odsetkowego

Prognozujemy, że zysk netto PKO BP za 2Q 2013 wyniesie 688 mln PLN. Oznacza to spadek aż o 12% Q/Q i 27% R/R, czyli większy niż średnio w sektorze. Głównym powodem spadków zarówno Q/Q jak i R/R jest dalsza presja na wynik odsetkowy spowodowana niższymi rynkowymi stopami procentowymi.

Prognozujemy, że wynik odsetkowy spadnie o 4% Q/Q do 1 626 mln PLN i będzie to drugi największy (po Handlowym) spadek Q/Q tej linii wśród banków przez nas analizowanych. Oczekujemy, że po 39p.b. spadku marży odsetkowej Q/Q w 1Q'13, obniży się ona o kolejne 16p.b. Q/Q do 3,3%. Lepiej (chociaż niewystarczająco dobrze żeby zneutralizować negatywne dynamiki wyniku odsetkowego) będzie się prezentował wynik prowizyjny, prognozujemy wzrost o 1% R/R i 2% Q/Q do 789 mln PLN. Naszym zdaniem nadal bardzo mocne pozostaną przychody z tytułu ubezpieczeń, a wzrost Q/Q wygenerują wyższe sezonowo przychody z tytułu kart. Wynik handlowy pozostanie słaby. Uważamy, że wyniesie on jedynie 16 mln PLN, płasko Q/Q i 75% gorzej R/R. W kosztach zakładamy płaski poziom Q/Q - 1 123 mln PLN. Oznacza to też wzrost o 3% R/R. W konsekwencji niższych o 2% Q/Q przychodów ogółem oraz płaskich Q/Q kosztów, wskaźnik koszty/przychodów pogorszy się o 1,0 p.p. do 45,4%. W rezerwach oczekujemy wzrostu o 12% Q/Q (ale spadku o 13% R/R) do 500 mln PLN. Spodziewamy się wyższych Q/Q rezerw na kredyty hipoteczne, po tym jak w 1Q'13 bank dokonał korekty stóp odzysku (z pozytywnym wpływem na rachunek wyników). W konsekwencji koszt ryzyka wyniesie 135p.b., +12 p.b. Q/Q.

Ubezpieczyciele



Ubezpieczyciele

PZU

Akumuluj

Analityk:
Iza Rokicka

P/E 2013	13,4	P/BV 2013	3,1
P/E 2014	13,6	P/BV 2014	2,9

Cena bieżąca **433,0 PLN**
Cena docelowa **475,0 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym	4 092	3 924	*4%*	8 518	8 246	*3%*	16 878	16 243	*4%*
Ubezpieczenia majątkowe	2 082	2 084	*0%*	4 482	4 600	*-3%*	8 778	8 789	*0%*
Ubezpieczenia na życie	2 011	1 839	*9%*	4 037	3 646	*11%*	8 100	7 454	*9%*
Odszkodowania i świadczenia netto	-2 831	-2 738	*3%*	-5 561	-5 515	*1%*	-11 712	-12 219	*-4%*
Koszty	-835	-820	*2%*	-1 642	-1 686	*-3%*	-3 510	-3 441	*2%*
Wynik techniczny	479	440	*9%*	1 049	667	*57%*	1 366	346	*295%*
Wynik na działalności lokacyjnej	480	651	*-26%*	742	1 524	*-51%*	1 902	3 705	*-49%*
Zysk brutto	996	1 094	*-9%*	2 050	2 123	*-3%*	3 507	4 039	*-13%*
Zysk netto	798	895	*-11%*	1 636	1 717	*-5%*	2 797	3 255	*-14%*

Przyzwoity poziom zysku netto, wsparty wynikiem z lokat oraz niską szkodowością

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 798 mln PLN, czyli spadnie o 11% R/R i o 5% Q/Q. Mając na uwadze, że w przeciwieństwie do 1Q 2013 nie spodziewamy się żadnych transakcji jednorazowych. Oznacza to, że skorygowany zysk netto wzrośnie o 20% Q/Q. Poprawa ta to efekt lepszego wyniku na działalności lokacyjnej. Prognozujemy, że wyniesie on 480 mln PLN, +84% Q/Q, ale –26% R/R. Naszym zdaniem, wynik na działalności ubezpieczeniowej wyniesie 479 mln PLN (+9% R/R). Spadek o 16% Q/Q to efekt niższego przypisu składki oraz wyższej szkodowości w segmencie majątkowym.

Naszym zdaniem przypis składki brutto nieznacznie przyspieszy względem dynamiki R/R odnotowanej w 1Q 2013. Spodziewamy się 4% wzrostu względem tylko 2% kwartał wcześniej. Uważamy, że będzie to możliwe dzięki lepszej dynamice przypisu składki w segmencie majątkowym (szczególnie w ubezpieczeniach poza-komunikacyjnych) niż to miało miejsce w 1Q 2013 (płasko R/R względem 5% spadku w 1Q'13). W segmencie życiowym spodziewamy się wzrostu o 9% R/R dzięki nadal dynamicznie przyrastającym ubezpieczeniom indywidualnym ze składką jednorazową. Uważamy, że ubezpieczenia grupowe będą na płaskim poziomie R/R. Naszym zdaniem, wskaźnik szkodowości w segmencie majątkowym wykaże poprawę R/R o 1,9 p.p. do 62% (co oznacza również pogorszenie względem bardzo dobrego wyniku za 1Q'13, +6,7%) dzięki nadal niskiej częstości szkód w ubezpieczeniach komunikacyjnych. W segmencie życiowym zakładamy zwyczajową poprawę wskaźnika wypłat Q/Q (-3,2 p.p. do 73%). W końcu prognozujemy, że skonsolidowane koszty ogółem wzrosną o 2% R/R oraz o 4% Q/Q do 835 mln PLN.

Usługi finansowe



Finanse

Kruk

Kupuj

Analityk:
Iza Rokicka

P/E 2013	12,1	P/BV 2013	2,7
P/E 2014	11,1	P/BV 2014	2,2

Cena bieżąca **65,45 PLN**
Cena docelowa **73,20 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody ogółem	99,7	79,4	*26%*	195,6	159,3	*23%*	397,5	343,0	*16%*
- zakupy wierzytelności	87,2	70,6	*23%*	166,7	140,4	*19%*	347,2	303,0	*15%*
- inkaso	9,5	7,3	*30%*	23,8	15,9	*49%*	38,5	32,9	*17%*
Marża pośrednia	55,6	46,1	*21%*	105,1	88,6	*19%*	212,0	194,1	*9%*
Marża pośrednia	*55,8%*	*58,1%*	-	*53,8%*	*55,6%*	-	*53,3%*	*56,6%*	-
Zysk operacyjny	39,2	31,9	*23%*	73,1	60,4	*21%*	145,6	136,7	*7%*
Zysk brutto	27,4	19,5	*41%*	47,8	35,2	*36%*	96,6	85,1	*14%*
Zysk netto	26,1	18,2	*43%*	45,8	32,2	*42%*	92,2	81,0	*14%*

Wysoki zysk netto, ale wsparty pozytywnymi rewaluacjami

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 26,1 mln PLN, czyli poprawi się aż o 32% Q/Q oraz 43% R/R. Tak wysoki wynik to efekt dokonanych rewaluacji, których efekt netto zakładamy, że będzie dodatni i wyniesie ok. 5 mln PLN. Nie wykluczamy, że Spółka drugi kwartał z rzędu dokona rewizji prognozowanych spłat: w dół na portfelach polskich i czeskich oraz w górę na portfelach rumuńskich. Zakładamy, że efekt netto będzie ujemny. Ponadto, oczekujemy, że Spółka dokona zapowiedzianej wcześniej aktualizacji stopy wolnej od ryzyka używanej przy wycenie portfeli polskich. Przejście na 3-letnie IRS'y naszym zdaniem wygeneruje przychód w wysokości ok. 10 mln PLN.

Spółka poinformowała, że wydała 135 mln PLN na zakup portfeli, co naszym zdaniem jest bardzo mocnym wynikiem (+61% R/R oraz +176% Q/Q). Prognozujemy, że spłaty wzrosną o 2% Q/Q do 121 mln PLN (+12% R/R), co przełoży się na przychody z zakupów wierzytelności w wysokości 87,2 mln PLN (+10% Q/Q oraz +23% R/R), razem z 5 mln PLN przychodów z tytułu aktualizacji netto. W segmencie inkaso zakładamy 9,5 mln PLN przychodów, czyli spadek o 34% Q/Q z powodu wysokiej bazy oraz wzrost o 30% R/R. W konsekwencji uważamy, że przychody ogółem wyniosą 99,7 mln PLN (+4% Q/Q oraz 26% R/R). W kosztach zmiennych (bezpośrednich i pośrednich) zakładamy 5% spadek Q/Q do 44,0 mln PLN (+32% R/R) z powodu wysokiej bazy 1Q'13 (inwestycje w windykację terenową oraz wyższe koszty e-sądu). Prognozujemy, że marża pośrednia wzrośnie o 12%% Q/Q i 21% R/R do 55,6 mln PLN. Ponadto zakładamy nieznaczny wzrost kosztów operacyjnych o 3% Q/Q (oraz 20% R/R) do 16,6 mln PLN oraz spadek kosztów finansowych netto o 14% Q/Q i 5% R/R do 11,7 mln PLN.

Paliwa, chemia



Chemia — Ciech — Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013 12,2 | P/E 2014 10,5 | EV/EBITDA 2013 5,3 | EV/EBITDA 2014 4,9

Cena bieżąca 25,65 PLN
Cena docelowa 28,30 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	931,0	1 119,9	*-16,9%*	1 924,4	2 292,6	*-16,1%*	3 720,8	4 378,0	*-15,0%*
EBITDA	103,0	-242,2	-	235,3	-107,8	*-318,3%*	465,1	52,4	*787,0%*
marża	*11,1%*	*-21,6%*	-	*12,2%*	*-4,7%*	-	*12,5%*	*1,2%*	-
EBIT	50,6	-303,3	-	130,5	-231,4	-	236,5	-184,2	*-228,4%*
Zysk brutto	23,1	-343,3	-	58,6	-336,1	-	136,5	-442,7	*-130,8%*
Zysk netto	18,7	-348,1	-	65,4	-337,4	-	110,5	-449,5	*-124,6%*

Wyniki porównywalne Q/Q po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe

W 2Q'2013 wyniki operacyjne Ciechu powinny być zbliżone do oczyszczonych rezultatów z 1Q'2013. W kluczowym segmencie sodowym spodziewamy się około 40 mln PLN EBIT, co będzie pochodną z jednej strony poprawiających się cen sprzedaży w spółce rumuńskiej i niższych kosztów koksu, a z drugiej pojawieniem się kosztów odpraw związanych z restrukturyzacją zatrudnienia. W segmencie organicznym po zamknięciu działalności Zachemu powinny obniżyć się koszty funkcjonowania, co przy wypłaszczonej sezonowości sprzedaży środków ochrony roślin (wolumen „odłożony" z uwagi na warunki pogodowe) pozwoli na wygenerowanie około 10 mln PLN zysku operacyjnego. Lepiej Q/Q powinien wypaść obszar krzemianowy zarówno dzięki prowadzonej restrukturyzacji, jak i niższym kosztom gazu. Na działalności finansowej spodziewamy się ujemnego salda na poziomie -27 mln PLN, na które złożą się koszty obsługi zadłużenia oraz dodatnie różnice kursowe na należnościach denominowanych w EUR. W naszej prognozie zysku netto zakładamy 19% stopę podatkową, ale nie wykluczamy, że z uwagi na wprowadzoną optymalizację podatkową w segmencie sodowym efektywne obciążenie może być niższe.



Rafineryjny — Lotos — Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013 7,9 | P/E 2014 8,7 | EV/EBITDA 2013 7,8 | EV/EBITDA 2014 6,5

Cena bieżąca 37,53 PLN
Cena docelowa 37,40 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	6 347,4	8 384,1	*-24,3%*	13 524,7	16 216,5	*-16,6%*	30 422,1	33 111,0	*-8,1%*
EBITDA	18,8	-696,8	-	162,1	-112,6	-	1 376,9	967,7	*42,3%*
marża	*0,3%*	*-8,3%*	-	*1,2%*	*-0,7%*	-	*4,5%*	*2,9%*	-
EBIT	-145,6	-861,4	-	-171,2	-442,4	-	746,7	301,1	*148,0%*
Zysk brutto	-225,6	-1 287,7	-	-445,9	-550,7	-	755,2	361,2	*109,1%*
Zysk netto	-182,8	-528,9	-	-330,1	68,2	-	616,1	922,9	*-33,2%*

Wyniki pod znakiem remontu

W 2Q wyniki Lotosu będą oczywiście obciążone przestojem remontowym rafinerii, którego koszty, nie licząc utraconej marży, miały według zapowiedzi Zarządu sięgnąć około 100 mln PLN. Po uwzględnieniu niższych wolumenów, ujemnych operacyjnych różnic kursowych, pogorszenia dyferencjału Ural/Brent oraz ujemnego efektu przeszacowania zapasów (-110 mln PLN) raportowany EBIT segmentu szacujemy na -186 mln PLN (EBIT LIFO -75 mln PLN). W segmencie detalicznym sezonowy wzrost wolumenów powinien ograniczyć stratę Q/Q do -3 mln PLN. W obszarze wydobywczym zakładamy zbliżone wolumeny produkcji do 1Q'2013, ale niższą sprzedaż do rafinerii, co w połączeniu ze spadkiem cen ropy będzie oznaczać pogorszenie EBIT Q/Q do poziomu 45 mln PLN. Nie zakładamy natomiast istotnego wpływu wyłączeń bilansowych na skonsolidowany zysk operacyjny (przypominamy, że w 1Q znaczna część zysków segmentu wydobycia została wyłączona na tym poziomie z uwagi na niższy przerób mieszanki Rozewie). Na działalności finansowej obok odsetek zakładamy niewielki wpływ ujemnych różnic kursowych (-29 mln PLN) i instrumentów pochodnych (-7 mln PLN).

Rafineryjny

MOL

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013	10,8	EV/EBITDA 2013	5,4
P/E 2014	8,2	EV/EBITDA 2014	4,5

Cena bieżąca 233,4 PLN
Cena docelowa 254,6 PLN

(mld HUF)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	1 191,2	1 316,7	*-9,5%*	2 488,9	2 677,0	*-7,0%*	5 521,3	5 557,6	*-0,7%*
EBITDA	95,7	75,5	*26,7%*	232,4	232,9	*-0,2%*	575,7	538,9	*6,8%*
marża	*8,0%*	*5,7%*	-	*10,4%*	*8,7%*	-	*10,4%*	*9,7%*	-
EBIT	24,5	1,1	-	89,9	84,4	*6,6%*	264,0	220,5	*19,8%*
Zysk brutto	25,6	-10,5	-	89,2	79,4	*12,3%*	262,2	206,7	*26,9%*
Zysk netto	33,7	0,7	-	66,0	74,4	*-11,2%*	158,1	149,7	*5,6%*

Niższe wolumeny w wydobyciu i pogorszenie marż na ciężkich produktach

W 2Q spodziewamy się istotnie słabszych wyników MOL-a w stosunku do tych wypracowanych w 1Q, co z jednej strony będzie pochodną zawyżonej przez zdarzenia jednorazowe bazy odniesienia, a z drugiej pogorszeniem otoczenia makro. W segmencie wydobywczym oczekujemy EBIT na poziomie 51 mld HUF vs. 74 mld HUF wypracowane kwartał wcześniej z uwagi na spadek notowań ropy, obniżkę cen gazu na Węgrzech oraz sezonowo słabsze wolumeny. Zwracamy też uwagę, że w 1Q wynik był zawyżony o około 8 mld HUF w związku ze zmianą księgowania ropy sprzedawanej do chorwackiej rafinerii Sisak. W segmencie rafineryjnym oczyszczony EBIT LIFO szacujemy na -11,5 mld HUF, a pogorszenie Q/Q (w 1Q zysk sięgnął +10,6 mld HUF) to konsekwencja słabszego dyferencjału, przestojów remontowych oraz specyfiki rozliczania efektu LIFO w Chorwacji (ropa z własnego wydobycia nie jest uwzględniana w kalkulacji LIFO i jej przeszacowanie obniży EBIT LIFO). Wynik raportowany będzie gorszy z uwagi na ujemny efekt przeszacowania zapasów (-13,5 mld HUF), którego nie zrekompensują dodatnie operacyjne różnice kursowe (+5,3 mld HUF). W segmencie gazowym lekka poprawa wyniku w Chorwacji będzie zneutralizowana słabszymi wolumenami przesyłu na Węgrzech. Na działalności finansowej nie oczekujemy żadnych dodatkowych pozycji poza kosztami odsetek, ale zysk netto będzie wsparty ujemnym podatkiem, który powinien wynikać z odwrócenia niegotówkowych obciążeń z 1Q (wówczas MOL zaksięgował podatek od dodatnich różnic kursowych w jednostce dominującej na prawie 15 mld HUF).

Rafineryjny

PGNiG

Sprzedaj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013	10,7	EV/EBITDA 2013	6,6
P/E 2014	10,8	EV/EBITDA 2014	6,0

Cena bieżąca 6,09 PLN
Cena docelowa 5,30 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	6 013,1	5 817,8	*3,4%*	16 268,1	14 764,4	*10,2%*	30 518,2	28 729,8	*6,2%*
EBITDA	1 115,1	196,5	*467,4%*	3 091,1	951,3	*224,9%*	6 453,3	4 600,8	*40,3%*
marża	*18,5%*	*3,4%*	-	*19,0%*	*6,4%*	-	*21,1%*	*16,0%*	-
EBIT	566,1	-352,6	-	1 993,1	-52,6	-	4 250,6	2 531,8	*67,9%*
Zysk brutto	461,3	-422,6	-	1 741,3	-93,6	-	4 051,4	2 541,5	*59,4%*
Zysk netto	427,4	-310,0	-	1 500,4	-13,3	-	3 362,2	2 236,8	*50,3%*

Spadek wyników Q/Q z uwagi na sezonowość

W segmencie wydobywczym mimo oczekiwanych nieco wyższych wolumenów z projektów LMG i Skarv (+34 tys. ton) zakładamy zmniejszenie EBIT z 712 mln PLN na 622 mln PLN z uwagi na niższe ceny ropy, sezonowy spadek pozataryfowej sprzedaży gazu oraz coroczny przestój kopalni Dębno. W obszarze obrotu stratę operacyjną szacujemy na -90 mln PLN, a lekkie pogorszenie Q/Q będzie konsekwencją sezonowego zmniejszenia przychodów za magazynowanie i osłabienia złotego. W dystrybucji EBIT prognozujemy na poziomie zbliżonym R/R (38 mln PLN), a w PGNiG Termika na poziomie 5 mln PLN (poprawa R/R to efekt braku amortyzacji uprawnień emisyjnych). Na działalności finansowej, obok kosztów odsetkowych, oczekujemy -50 mln PLN ujemnych różnic kursowych na pożyczce w spółce norweskiej z uwagi na osłabienie korony. Zysk netto powinien być natomiast wsparty niską efektywną stopą podatkową z uwagi na księgowaną jeszcze ulgę inwestycyjną na projekcie Skarv (według naszych wyliczeń księgowe rozliczanie ulgi dobiega do końca gdyż Spółka na poziomie rachunku wyników rozpoznała już 914 mln PLN z tego tytułu).



Chemia

Police

Sprzedaj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013	21,6	EV/EBITDA 2013	10,8	**Cena bieżąca**	**24,80 PLN**
P/E 2014	23,2	EV/EBITDA 2014	11,3	**Cena docelowa**	**10,90 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	702,5	923,4	*-23,9%*	1 428,0	1 649,7	*-13,4%*	2 928,8	2 981,2	*-1,8%*
EBITDA	52,1	57,9	*-10,1%*	112,7	140,5	*-19,8%*	181,2	210,9	*-14,1%*
marża	*7,4%*	*6,3%*	-	*7,9%*	*7,1%*	-	*6,2%*	*7,1%*	-
EBIT	30,9	37,9	*-18,2%*	70,5	99,7	*-29,3%*	101,5	127,8	*-20,6%*
Zysk brutto	31,5	26,6	*18,7%*	72,9	87,5	*-16,7%*	106,2	121,7	*-12,8%*
Zysk netto	25,5	25,4	*0,4%*	57,7	75,0	*-23,1%*	86,0	104,2	*-17,4%*

Pogorszenie Q/Q z uwagi na spadek cen

Police powinny w 2Q już odczuwać widoczne na benchmarkach spadki cen amoniaku i mocznika, aczkolwiek ze względu na wyższy kurs walutowy oraz wolniejsze odzwierciedlanie globalnych trendów na krajowym rynku efekt ten nie będzie jeszcze znaczący. Zwracamy uwagę, że choć ceny mocznika w USD znajdują się obecnie już ponad 23% poniżej średniej z 1Q, to średnia dla 2Q jest niższa Q/Q o około 12%. Dodatkowo spadek marży będzie amortyzowany przez oczekiwane wyższe wolumeny amoniaku (1Q był jeszcze trochę zainfekowany przez awarię z 4Q'12) oraz niewielkie spadki średniej ceny soli potasowej. Przy widocznej presji na notowania DAP spodziewamy się również zmian w strukturze sprzedaży na korzyść mieszanek NPK. W przypadku bieli tytanowej prognozujemy obniżenie rentowności z uwagi na widoczną kontynuację spadkowych tendencji na cenach, aczkolwiek w dużym stopniu powinno to być neutralizowane przez obniżki kosztów wykorzystywanego ilmenitu. Na poziomie działalności finansowej zakładamy neutralne saldo, gdyż koszty finansowe powinny być skompensowane księgowanymi na tym poziomie zyskami z Kemipolu. Bilans należności i zobowiązań handlowych na koniec 1Q sugeruje, że w 2Q nie powinny pojawić się znaczące różnice kursowe.



Chemia

ZA Puławy

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

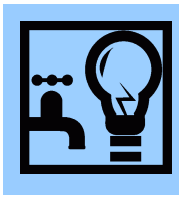
P/E 2013	7,2	EV/EBITDA 2013	4,5	**Cena bieżąca**	**138,9 PLN**
P/E 2014	15,1	EV/EBITDA 2014	7,2	**Cena docelowa**	**123,4 PLN**

(mln PLN)	4Q'12/13P	4Q'11/12	zmiana	2012/13P	2011/12	zmiana	2013/14P	2012/13P	zmiana
Przychody	999,4	1 016,1	*-1,6%*	3 955,2	3 948,3	*0,2%*	3 592,1	3 955,2	*-9,2%*
EBITDA	123,7	109,3	*13,2%*	536,0	778,5	*-31,2%*	336,4	536,0	*-37,2%*
marża	*12,4%*	*10,8%*	-	*13,6%*	*19,7%*	-	*9,4%*	*13,6%*	-
EBIT	89,7	84,0	*6,7%*	408,3	664,0	*-38,5%*	187,0	408,3	*-54,2%*
Zysk brutto	101,2	93,0	*8,8%*	437,7	686,9	*-36,3%*	195,2	437,7	*-55,4%*
Zysk netto	85,0	120,1	*-29,2%*	369,9	601,0	*-38,4%*	176,1	369,9	*-52,4%*

Ceny nawozów azotowych w kraju w 2Q jeszcze stabilne

Oczekujemy, że wyniki operacyjne ZAP w 4Q roku obrotowego 2012/13 powinny być zbliżone R/R mimo dużych różnic w otoczeniu makro w poszczególnych obszarach działalności. W segmencie chemicznym Spółka korzystała na istotnie wyższych cenach melaminy (przy stałym wolumenie marża mogła wzrosnąć o 27 mln PLN), ale było to neutralizowane przez dalsze pogorszenie rentowności na kaprolaktamie (-20 mln PLN). W obszarze nawozowym obserwowaliśmy spadki cen na praktycznie wszystkich benchmarkach, ale zapewne będzie to widoczne tylko na przychodach eksportowych, gdyż specyfika polskiego rynku pozwoliła jeszcze utrzymać ceny bez zmian (opóźnienie krajowych cenników to około 2-3 miesiące). Ubytek marży na sprzedaży zagranicznej powinien być jeszcze kompensowany niższymi R/R o 10 mln PLN kosztami zakupu gazu. Na poziomie działalności finansowej powinny pojawić się tylko odsetki od gotówki. Ujemna dynamika zysku netto w ujęciu R/R to efekt ujemnego podatku zaksięgowanego rok wcześniej.

Energetyka



Energetyka

CEZ

Trzymaj

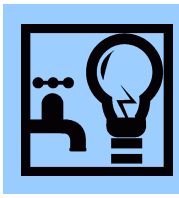
Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013	6,4	EV/EBITDA 2013	5,2	**Cena bieżąca**	**75,40 PLN**
P/E 2014	7,3	EV/EBITDA 2014	5,5	**Cena docelowa**	**89,67 PLN**

(mln CZK)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	51 042,5	52 231,0	*-2,3%*	111 021,5	113 024,0	*-1,8%*	207 921,9	215 095,0	*-3,3%*
EBITDA	23 032,5	22 127,0	*4,1%*	51 372,5	48 448,0	*6,0%*	82 548,5	85 509,0	*-3,5%*
marża	*45,1%*	*42,4%*	-	*46,3%*	*42,9%*	-	*39,7%*	*39,8%*	-
EBIT	15 998,5	15 608,0	*2,5%*	37 332,5	35 440,0	*5,3%*	54 391,2	57 931,0	*-6,1%*
Zysk brutto	14 755,5	15 367,0	*-4,0%*	36 325,5	33 376,0	*8,8%*	48 378,5	50 957,0	*-5,1%*
Zysk netto	11 804,4	12 862,0	*-8,2%*	29 611,4	27 685,0	*7,0%*	39 108,2	41 429,0	*-5,6%*

Poprawa EBIT R/R dzięki zmianom regulacji w dystrybucji

W 2Q'2013 CEZ będzie prawdopodobnie w stanie powtórzyć wyniki z ubiegłego roku mimo pogorszenia rezultatów w kluczowym segmencie wytwarzania, głównie dzięki znacznie wyższemu EBIT w segmencie dystrybucji (4,5 mld CZK vs. 2,1 mld CZK przed rokiem). Powodem tej poprawy w tym obszarze, obok braku konsolidacji strat z Albanii (około 0,4 mld CZK), będzie zmiana regulacji w Czechach , gdzie obowiązek zakupu energii słonecznej od producentów został przeniesiony na operatora. Dotychczas koszty te były standardowo przenoszone na klientów, ale ze względu na koncentrację produkcji z solarów w miesiącach letnich implikowały one widoczny efekt sezonowy (słabsze wyniki w drugim i trzecim kwartale były kompensowane wyższymi przychodami w pierwszym i czwartym). Wzrost wyników segmentu nie oznacza bezpośrednio poprawy rentowności segmentu, ale stanowi przesunięcie pomiędzy kwartałami. W obszarze produkcji EBIT szacujemy 9,7 mld CZK vs. 11,2 mld CZK rok wcześniej, a spadek to konsekwencja niższych cen energii (zwracamy uwagę, że wynik 1Q'13 był zawyżony rozliczeniem swapów CER/EUA). W segmencie wydobywczym nie oczekujemy istotnych zmian Q/Q. Saldo na działalności finansowej powinno sięgnąć -1,2 mld CZK, przy neutralnym wpływie różnic kursowych.



Energetyka

Enea

Kupuj

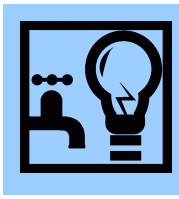
Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013	7,3	EV/EBITDA 2013	2,7	**Cena bieżąca**	**14,30 PLN**
P/E 2014	12,5	EV/EBITDA 2014	3,2	**Cena docelowa**	**17,22 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	2 096,7	2 376,0	*-11,8%*	4 477,0	5 021,8	*-10,8%*	8 905,1	10 096,0	*-11,8%*
EBITDA	380,4	510,5	*-25,5%*	944,8	930,8	*1,5%*	1 844,2	1 596,3	*15,5%*
marża	*18,1%*	*21,5%*	-	*21,1%*	*15,8%*	-	*20,7%*	*15,8%*	-
EBIT	181,8	302,0	*-39,8%*	551,6	530,2	*4,0%*	1 047,7	846,5	*23,8%*
Zysk brutto	195,2	304,5	*-35,9%*	580,7	567,5	*2,3%*	1 071,3	908,2	*18,0%*
Zysk netto	158,1	254,2	*-37,8%*	465,9	457,2	*1,9%*	867,8	717,2	*21,0%*

Wyniki obciążone nową zasadą księgowania CO_2

W 2Q wyniki Enei będą zainfekowane przyjętym w 1Q modelem księgowego rozliczania kosztów uprawnień do emisji CO_2. Spółka operuje teraz metodą FIFO, tak więc w pierwszej kolejności rozliczane są darmowe uprawnienia zaoszczędzone z poprzedniego okresu (tak było w 1Q), później certyfikaty dokupione na rynku w roku poprzednim (to będzie miało miejsce w 2Q), a następnie darmowe uprawnienia przyznane na bieżący rok. W efekcie oczekujemy straty w segmencie wytwarzania w wysokości -27 mln PLN, na co dodatkowo wpłynie sezonowe pogorszenie wyników w EC Białystok oraz jeszcze brak widocznego spadku kosztów węgla. W segmencie dystrybucji tendencje z 1Q będą zachowane (EBIT 143 mln PLN vs. 108 mln PLN rok wcześniej), szczególnie że 2Q był lepszy jeśli chodzi o dynamikę wolumenów. Lepszy R/R wynik wygenerować powinien także segment obrotu, choć skala poprawy będzie mniejsza niż w 1Q z uwagi na lekkie wzrosty cen zielonych certyfikatów oraz jednorazowy efekt „bilansowania" energii zaksięgowany w poprzednim okresie (65 mln PLN), który w tym kwartale zakładamy na poziomie około 20 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej wynik powinien być zbliżony do 1Q'2013.



Energetyka

PGE

Trzymaj

Analityk:
Kamil Kliszcz

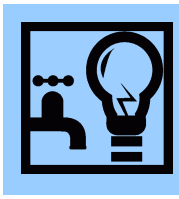
P/E 2013 8,8
P/E 2014 13,1
EV/EBITDA 2013 3,6
EV/EBITDA 2014 4,5

Cena bieżąca 15,07 PLN
Cena docelowa 17,52 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	6 628,7	7 042,7	*-6%*	14 446,4	14 950,9	*-3,4%*	29 850,3	30 556,8	*-2,3%*
EBITDA	2 079,1	1 997,7	*4%*	4 360,8	4 534,5	*-3,8%*	7 736,0	6 790,6	*13,9%*
marża	*31,4%*	*28,4%*	-	*30,2%*	*30,3%*	-	*25,9%*	*22,2%*	-
EBIT	1 345,3	1 279,9	*5%*	2 893,2	3 103,7	*-6,8%*	4 755,2	3 870,5	*22,9%*
Zysk brutto	1 334,7	1 290,4	*3%*	2 862,9	3 229,7	*-11,4%*	4 752,1	4 102,5	*15,8%*
Zysk netto	1 074,7	964,6	*11%*	2 302,1	2 494,5	*-7,7%*	3 823,4	3 211,1	*19,1%*

Niższe koszty węgla i nadal dobre wyniki na handlu

Porównanie wyników w ujęciu R/R powinno w tym kwartale wypaść znacznie lepiej niż w 1Q, co będzie miało w dużym stopniu związek z utrzymaniem zbliżonej produkcji R/R (przypominamy, że w 1Q spadek sięgnął 5% i dotyczył głównie bloków na węgiel brunatny). Dodatkowo, w segmencie wytwarzania zakładamy już widoczne efekty spadku cen węgla oraz redukcji kosztów, co przy zaksięgowaniu około 185 mln PLN rekompensat KDT pozwoli na wypracowanie EBIT rzędu 543 mln PLN vs. 868 mln PLN rok wcześniej. W segmencie dystrybucji pozytywne tendencje z 1Q będą utrzymane (EBIT 358 mln PLN), choć dynamika może być nieco niższa z uwagi na bazę odniesienia zawyżoną przez zdarzenia jednorazowe. W obszarze hurtu zakładamy około 207 mln PLN zysku operacyjnego (spadek Q/Q to efekt sezonowo niższych wolumenów), a w detalu około 161 mln PLN (tutaj spadek vs. 1Q to obok wolumenów także kwestia wyższych cen zielonych certyfikatów). W OZE Spółka powinna poprawić wynik R/R (58 mln PLN EBIT), mimo spadku cen świadectw pochodzenia, dzięki wyższym wolumenom energii z wody oraz nabytym farmom wiatrowym. Na działalności finansowej saldo powinno być ujemne (-10 mln PLN) z uwagi na różnice kursowe oraz koszty „zwijania dyskonta".



Energetyka

Tauron

Kupuj

Analityk:
Kamil Kliszcz

P/E 2013 5,1
P/E 2014 8,3
EV/EBITDA 2013 3,4
EV/EBITDA 2014 4,0

Cena bieżąca 4,26 PLN
Cena docelowa 5,94 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	4 461,0	5 859,1	*-23,9%*	9 624,0	12 314,0	*-21,8%*	18 744,7	24 741,3	*-24,2%*
EBITDA	788,3	1 094,8	*-28,0%*	2 009,1	2 070,0	*-2,9%*	3 776,8	3 839,9	*-1,6%*
marża	*17,7%*	*18,7%*	-	*20,9%*	*16,8%*	-	*20,1%*	*15,5%*	-
EBIT	367,3	690,8	*-46,8%*	1 155,6	1 256,1	*-8,0%*	2 086,0	2 153,4	*-3,1%*
Zysk brutto	317,3	635,1	*-50,0%*	1 053,3	1 140,7	*-7,7%*	1 865,3	1 935,8	*-3,6%*
Zysk netto	242,4	468,0	*-48,2%*	800,7	854,8	*-6,3%*	1 458,5	1 466,8	*-0,6%*

EBITDA oczyszczona o odpis tylko -6% R/R

Wyniki 2Q zgodnie z komunikatem Spółki będą zainfekowane odpisem aktywów wytwórczych w kwocie -240 mln PLN, co zadecyduje o wysokich ujemnych dynamikach R/R. Oczyszczony strumień EBITDA powinien być niższy R/R już tylko o 6%, co będzie wspierać nasze tegoroczne prognozy i tezę, że podana przez Zarząd „prognoza" 15% spadku wyników jest konserwatywna i będzie przekroczona nawet po uwzględnieniu odpisu. W ujęciu segmentowym nadal głównymi motorami wyników będą segment dystrybucji (EBIT 360 mln PLN vs. 345 mln PLN rok wcześniej) i obrotu (EBIT 212 mln PLN vs. 148 mln PLN w 2Q'12). W obszarze wytwarzania wynik operacyjny bez odpisu powinien wynieść około -38 mln PLN, co oznacza de facto poprawę R/R i ma związek z obniżoną bazą kosztów pracowniczych oraz aneksem do umowy na dostawy węgla. Lepszy wynik R/R (o 14 mln PLN) powinien zanotować segment ciepła, co wynika z przesunięcia EC Katowice do tego obszaru. Gorsze rezultaty zanotują natomiast wydobycie (efekt spadku cen węgla) oraz OZE (niższe ceny świadectw pochodzenia vs. nieco wyższe wolumeny z elektrowni wodnych). Na poziomie działalności finansowej nie oczekujemy zmian w ujęciu Q/Q.

Telekomunikacja



Telekomunikacja

Netia

Zawieszona

Analityk: Michał Marczak

P/E 2013	43,6	EV/EBITDA 2013	3,4	**Cena bieżąca**	**4,55 PLN**
P/E 2014	81,2	EV/EBITDA 2014	3,6	**Cena docelowa**	**-**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	485,2	536,5	*-9,6%*	975,9	1 080,8	*-9,7%*	2 034,3	2 121,4	*-4,1%*
EBITDA	135,9	134,9	*0,7%*	274,5	259,0	*6,0%*	561,7	461,5	*21,7%*
marża	*28,0%*	*25,1%*	-	*28,1%*	*24,0%*	-	*27,6%*	*21,8%*	-
EBIT	24,5	12,8	*91,8%*	51,8	16,9	*206,4%*	86,9	-21,0	*-514,6%*
Zysk brutto	16,5	3,1	*440,2%*	36,4	-6,2	*-690,8%*	49,2	-60,9	*-180,8%*
Zysk netto	13,1	21,0	*-37,6%*	26,3	11,2	*135,1%*	39,9	-87,7	*-145,4%*

Pod presją TP i usług mobilnych

W 1Q 2013 Spółka zaskoczyła słabym poziomem przychodów. Nic nie wskazuje, żeby 2Q miał przynieść odwrócenie tej tendencji. Podobnie jak w TPSA, Netia bez efektu przejęć będzie raportowała erozję bazy abonenckiej, co m.in. jest efektem bardzo znaczących obniżek cen telefonii mobilnej (migracja ruchu telekomunikacyjnego do sieci komórkowych). Dodatkowo presje na ceny wywiera TP. Wreszcie TP bardziej agresywnie niż w poprzednich okresach próbuje odzyskać klientów szerokopasmowego dostępu do internetu (m.in. poprzez inwestycje w „ostatnią milę"), którzy wybrali ofertę LLU/BSA operatorów alternatywnych, w tym w największym stopniu Netii. Nadal silna stroną Spółki powinna być strona kosztowa, tym niemniej oczekujemy, że Netii nie uda się powtórzyć bardzo dobrego wyniku EBITDA w 2Q.



Telekomunikacja

TPSA

Zawieszona

Analityk: Michał Marczak

P/E 2013	21,2	EV/EBITDA 2013	3,5	**Cena bieżąca**	**8,05 PLN**
P/E 2014	21,2	EV/EBITDA 2014	3,4	**Cena docelowa**	**-**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	3 227,0	3 667,0	*-12,0%*	6 494,0	7 187,0	*-9,6%*	13 187,5	14 147,0	*-6,8%*
EBITDA	997,0	1 298,0	*-23,2%*	2 030,0	2 525,0	*-19,6%*	4 562,1	4 834,0	*-5,6%*
marża	*30,9%*	*35,4%*	-	*31,3%*	*35,1%*	-	*34,6%*	*34,2%*	-
EBIT	207,0	458,0	*-54,8%*	448,0	862,0	*-48,0%*	1 084,3	1 573,0	*-31,1%*
Zysk brutto	92,0	331,0	*-72,2%*	199,0	627,0	*-68,3%*	656,8	1 016,0	*-35,4%*
Zysk netto	73,6	255,0	*-71,1%*	154,6	497,0	*-68,9%*	503,5	855,0	*-41,1%*

Z rynku trudno o pozytywy

Trendy z poprzedniego kwartału powinny się utrzymać. Zarówno w telefonii stacjonarnej, jak również komórkowej, za gros spadku przychodów odpowiadają obniżki stawek MTR z początku roku (kolejne w 3Q). Na poziomie Grupy oczekujemy, że przychody obniżą się o 8,3%, przy czym w tradycyjnych usługach głosowych spadną o 18% (to również efekt obniżek cen oraz erozji bazy abonenckiej, -400 tys. linii R/R). W przypadku telefonii komórkowej spodziewamy się 10% spadku przychodów R/R przy wzroście bazy abonenckiej o 200 tys. R/R. W usługach szerokopasmowych oczekujemy, że baza abonencka przestanie się kurczyć. Obok przychodów w transmisji danych w telefonii mobilnej jest to obszar w którym TP jest w stanie wykazywać wzrost (+10% R/R). Na poziomie wyniku na działalności finansowej Spółka powinna być beneficjentem spadających stóp procentowych, co obniży koszty obsługi zadłużenia.

Media



Media

TVN

Akumuluj

Analityk:
Paweł Szpigiel

P/E 2013 35,7
P/E 2014 17,0
EV/EBITDA 2013 11,4
EV/EBITDA 2014 10,2

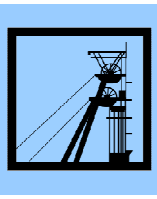
Cena bieżąca 11,3 PLN
Cena docelowa 12,0 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	440,7	451,8	*-2,5%*	816,7	783,8	*-4,0%*	1 540,4	1 584,3	*-2,8%*
EBITDA	145,4	143,0	*1,6%*	232,8	243,4	*4,5%*	517,1	456,0	*13,4%*
marża	*33,0%*	*31,7%*	-	*28,5%*	*31,0%*	-	*33,6%*	*28,8%*	-
EBIT	126,4	125,7	*0,5%*	197,8	203,0	*2,6%*	425,2	374,3	*13,6%*
Zysk brutto	-52,1	-21,0	-	182,1	-118,2	-	103,9	267,7	*-61,2%*
Zysk netto	-36,0	-230,6	-	-45,7	-79,9	-	81,4	485,9	*-83,2%*

Wzrost oczyszczonej marży EBITDA dzięki dalszym efektom oszczędności

Porównanie wyników 2Q'13 do analogicznego okresu roku poprzedniego będzie utrudnione ze względu na Mistrzostwa EURO 2012, które istotnie wpłynęły na przychody w 2Q'12, kreując niską bazę odniesienia. Stąd, mimo spodziewanego dalszego osłabienia się rynku reklamy w całym roku (na poziomie ok. 6%), prognozujemy obniżkę o 2% wartości rynku w 2Q'13 i estymujemy, że w tym okresie TVN osiągnie 441 mln PLN przychodów (-2,5% R/R), co oprócz relatywnie dobrej sprzedaży reklam (309 mln PLN) dodatkowo będzie wsparte dobrym wynikiem w obszarze sponsoringu (46 mln PLN). Wprowadzane przez TVN oszczędności, zwłaszcza w obszarze produkcji własnej (oczekujemy 19 mln PLN mniejszych kosztów R/R), pozytywnie wpłyną na oczyszczony wynik EBITDA. Wyniesie on 164 mln PLN, dzięki czemu marża oczyszczonej EBITDA wzrośnie do poziomu 37,3% (vs. 31,7% w 2Q'12). Poprawa marży zostanie jednak zniwelowana przez 19 mln PLN straty na linii udziałów w jednostkach stowarzyszonych, co będzie wywołane przez koszty restrukturyzacji platformy nC+ (zakładamy 44 mln PLN kosztów w 2Q'13). Raportowana EBITDA wyniesie 145 mln PLN, zysk EBIT 126 mln PLN. Prognozujemy, że TVN odnotuje -52 mln PLN zysku brutto, przez zaksięgowanie 178 mln PLN kosztów finansowych (w tym różnice kursowe na poziomie -86 mln PLN). Ostatecznie, strata netto wyniesie 36 mln PLN (zakładając 14 mln dodatniego efektu podatku dochodowego).

Górnictwo i metale



Górnictwo węgla JSW — Akumuluj

Analityk: Michał Marczak

P/E 2013	68,4	EV/EBITDA 2013	4,7	**Cena bieżąca**	**65,54 PLN**
P/E 2014	12,5	EV/EBITDA 2014	3,0	**Cena docelowa**	**86,00 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	1 841,8	2 278,5	*-19,2%*	4 020,9	4 635,0	*-13,2%*	7 642,8	8 821,0	*-13,4%*
EBITDA	338,8	655,6	*-48,3%*	829,6	1 545,2	*-46,3%*	1 316,7	2 374,8	*-44,6%*
marża	*18,4%*	*28,8%*	-	*20,6%*	*33,3%*	-	*17,2%*	*26,9%*	-
EBIT	58,8	396,6	*-85,2%*	263,0	1 027,2	*-74,4%*	215,0	1 308,2	*-83,6%*
Zysk brutto	46,8	390,8	*-88,0%*	231,1	1 014,0	*-77,2%*	144,7	1 276,9	*-88,7%*
Zysk netto	39,2	283,5	*-86,2%*	184,6	783,1	*-76,4%*	112,5	985,1	*-88,6%*

Jeszcze dobry kwartał, kolejne będą trudne

2Q powinien być dla Spółki jeszcze udany. Ceny referencyjne węgla koksowego z Australii utrzymywały się na wysokim (ponad 170 USD/t) poziomie. Spółce sprzyjał również słaby PLN. Negatywnie na wyniki w relacji do 1Q wpływał spadek cen węgla energetycznego, jak również niższy oczekiwany przez nas wolumen sprzedaży (w 1Q Spółka pozbywała się zapasów koksu i węgla koksowego). NWR raportował, że w 2Q średnia zrealizowana cena węgla koksowego utrzymała się na poziomie z 1Q. Podobne założenie przyjmujemy w JSW. W prognozie zakładamy, że Spółka sprzedała 2,4 mln ton węgla koksowego (poziom zbliżony do 1Q) oraz 0,95 mln ton węgla energetycznego (-22% Q/Q). Spadek wolumenu węgla energetycznego jest efektem sezonowości popytu. 2Q to jednak już historia, szczególnie biorąc pod uwagę, ze ceny benchmarkowe na 3Q obniżyły się do zaledwie 145 USD/t. Tym samym należy oczekiwać, że w kolejnych dwóch kwartałach Spółka wejdzie w straty na poziomie zysku netto. W naszym modelu zakładamy, że „dno cen" węgla koksowego zostało osiągnięte w czerwcu. Odwrócenie negatywnego trendu powinny zwiastować powoli rosnące ceny spotowe węgla na rynku azjatyckim.



Metale KGHM — Akumuluj

Analityk: Michał Marczak

P/E 2013	7,2	EV/EBITDA 2013	4,2	**Cena bieżąca**	**114,9 PLN**
P/E 2014	8,6	EV/EBITDA 2014	4,8	**Cena docelowa**	**194,2 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	4 413,6	5 287,3	*-16,5%*	9 519,6	10 503,9	*-9,4%*	23 087,2	26 837,4	*-14,0%*
EBITDA	1 537,9	2 198,1	*-30,0%*	3 219,9	4 153,4	*-22,5%*	5 957,5	8 059,0	*-26,1%*
marża	*34,8%*	*41,6%*	-	*33,8%*	*39,5%*	-	*25,8%*	*30,0%*	-
EBIT	1 328,9	1 998,9	*-33,5%*	2 801,9	3 756,3	*-25,4%*	4 329,1	6 604,0	*-34,4%*
Zysk brutto	1 319,9	1 990,3	*-33,7%*	2 757,9	3 739,3	*-26,2%*	4 406,9	6 459,0	*-31,8%*
Zysk netto	980,2	1 544,8	*-36,5%*	2 039,2	2 950,2	*-30,9%*	3 205,3	4 811,8	*-33,4%*

Średnie ceny metali jeszcze wyższe, pomoże hedging

W 2Q średnia cena miedzi była o 9,3% niższa niż w poprzednim kwartale i wyniosła 7 190 USD/t. Znacznie większe spadki miały miejsce w przypadku metali szlachetnych. Cena srebra obniżyła się o 21,3% Q/Q, a cena złota (istotne dla wyników KGHM International) o 12,2%. Spadki nieznacznie zamortyzowało osłabienie PLN w stosunku do USD (-2% Q/Q). W związku ze spadkiem cen metali Spółka powinna wykazać zyski na transakcjach zabezpieczających. W prognozie uwzględniamy wynik z tego tytułu na poziomie 280 mln PLN. Średni jednostkowy koszt produkcji miedzi w KGHM szacujemy na 19 tys. PLN/t. Jego wzrost Q/Q o blisko 1,5 tys. PLN/t wynika w głównej mierze z niższego wolumenu sprzedaży miedzi (140 tys. ton vs. 154 tys. ton). Prezentowane w tabeli wyniki dla 2Q i 1H są wynikami jednostkowymi (wynik roczny dotyczy całej grupy). W przypadku KGHM International oczekujemy przychodów na poziomie 930 mln PLN i wyniku operacyjnego w wysokości 109 mln PLN. W związku ze spadkiem cen metali i remontem huty, w 3Q należy spodziewać się istotnie słabszych wyników (poniżej 200 mln PLN zysku netto) niż w pierwszym półroczu.



Górnictwo węgla

LW Bogdanka

Akumuluj

Analityk:
Michał Marczak

P/E 2013	10,9	EV/EBITDA 2013	5,3
P/E 2014	9,9	EV/EBITDA 2014	4,7

Cena bieżąca 102,2 PLN
Cena docelowa 136,0 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	411,7	429,2	*-4,1%*	842,4	906,5	*-7,1%*	2 001,5	1 835,8	*9,0%*
EBITDA	149,3	166,3	*-10,2%*	319,6	365,4	*-12,5%*	733,1	658,1	*11,4%*
marża	*36,3%*	*38,7%*	-	*37,9%*	*40,3%*	-	*36,6%*	*35,8%*	-
EBIT	67,3	93,5	*-28,1%*	154,7	212,8	*-27,3%*	405,6	357,3	*13,5%*
Zysk brutto	65,3	89,7	*-27,2%*	152,7	213,4	*-28,4%*	394,1	358,3	*10,0%*
Zysk netto	52,9	74,0	*-28,6%*	122,8	173,1	*-29,1%*	319,2	289,7	*10,2%*

O ile spadną ceny w 2H?

Wydobycie węgla w 2Q wyniosło 4,08 mln ton, co było zgodne z wcześniejszymi oczekiwaniami (zapowiedzi Zarządu). Nadal czynnikiem niepewności pozostają ceny sprzedaży. W naszej prognozie zakładamy, że średni przychód na tonę sprzedanego węgla spadnie o 1,75% Q/Q do 217 PLN/t, co w ujęciu rocznym oznacza spadek o ponad 6%. Koszty jednostkowe powinny utrzymać się na poziomie poprzedniego kwartału. Naszym zdaniem, inwestorzy przyłożą większą wagę do tego czego dowiedzą się od Zarządu na temat przyszłych kwartałów (szczególnie jak wyglądają negocjacje dwóch największych kontraktów na dostawę węgla w kolejnym roku) niż do samych wyników. Istotną kwestią będzie również to, czy uruchomienie kolejnej ściany w Stefanowie pozwala na osiągnięcie zakładanych w budżecie parametrów wydobycia.

Przemysł



Przemysł

Alchemia

Trzymaj

Analityk:
Jakub Szkopek

P/E 2013	16,8	EV/EBITDA 2013	8,5
P/E 2014	11,8	EV/EBITDA 2014	6,5

Cena bieżąca 4,75 PLN
Cena docelowa 4,2 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	280,4	307,0	*-8,7%*	550,7	639,8	*-13,9%*	1 134,4	1 139,1	*-0,4%*
EBITDA	20,4	33,7	*-39,5%*	33,5	69,1	*-51,5%*	119,6	77,7	*54,0%*
marża	*7,3%*	*11,0%*	-	*6,1%*	*10,8%*	-	*10,5%*	*6,8%*	-
EBIT	10,9	24,3	*-55,2%*	14,5	50,1	*-71,2%*	79,2	49,6	*59,7%*
Zysk brutto	9,3	23,9	*-61,0%*	11,7	44,4	*-73,6%*	72,1	36,2	*99,0%*
Zysk netto	7,9	18,6	*-57,5%*	9,7	35,0	*-72,4%*	58,4	25,5	*129,1%*

Niższe ceny wyrobów gotowych powodują spadek rentowności

W 2Q'13 spodziewamy się około 5% spadku wolumenu sprzedaży rur stalowych bez szwu oraz około 5% R/R niższych średnich cen sprzedaży. Naszym zdaniem w 2Q'13 należy oczekiwać 8,2% R/R spadku obrotów segmentu wyrobów walcowanych długich (efekt spadku koniunktury na wyroby stalowe) oraz około 2,3% R/R spadku sprzedaży pierścieni kutowalcowanych (produkty w mniejszym stopniu narażone na spadek koniunktury). Oczekujemy spadku rentowności wyniku brutto ze sprzedaży z 13,5% w 2Q'12 do 9,2% w 3Q'13, co wynika z niższych o około 5-10% cen produktów wyrobów stalowych i rur bez szwu. Spodziewamy się natomiast wzrostu rentowności w porównaniu z 1Q'13 (6,2%), co wynika z lepszej optymalizacji produkcji i nieznacznej poprawy wolumenów sprzedaży. Po pierwszej połowie roku nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 49% na poziomie przychodów, 28% EBITDA i 17% wyniku netto. Obecnie na rynku trudno spostrzec zdecydowane sygnały odbicia koniunktury, co oznacza, że prawdopodobnie nasza całoroczna prognoza wyników jest zbyt optymistyczna. Po wynikach kwartalnych prawdopodobnie zdecydujemy się na obniżenie naszych oczekiwań odnośnie kształtowania się wyników Alchemii w 2013 roku.



Przemysł spożywczy

Astarta

Akumuluj

Analityk:
Jakub Szkopek

P/E 2013	5,2	EV/EBITDA 2013	5,4
P/E 2014	2,7	EV/EBITDA 2014	3,3

Cena bieżąca 66,01 PLN
Cena docelowa 73,4 PLN

(mln UAH)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	905,2	812,4	*11,4%*	1800,3	1506,5	*19,5%*	4 055,1	3 701,6	*9,5%*
EBITDA	523,5	551,4	*-5,1%*	773,1	746,3	*3,6%*	1 303,2	880,3	*48,0%*
marża	*57,8%*	*67,9%*	-	*42,9%*	*49,5%*	-	*32,1%*	*23,8%*	-
EBIT	454,2	488,8	*-7,1%*	634,7	620,0	*2,4%*	1025,7	616,9	*66,3%*
Zysk brutto	405,8	444,6	*-8,7%*	526,9	537,8	*-2,0%*	817,9	457,6	*78,8%*
Zysk netto	414,5	459,6	*-9,8%*	537,9	551,5	*-2,5%*	799,4	467,4	*71,0%*

Wysokie wykonanie prognozy po 2Q'13

W 2Q'13 spodziewamy się, że Astarta sprzeda 100 tys. ton cukru (+29,3% R/R – efekt poprawy sytuacji na rynku cukru w 2Q'13), 50 tys. ton zbóż (-49,8% R/R – efekt dużej sprzedaży zbóż w 4Q'12 i 1Q'13) oraz 22 tys. ton mleka (poziom porównywalny R/R). W 2Q'13 ceny zbóż utrzymywały się na poziomie średnio o 11% R/R wyższym, ceny cukru 10% R/R niższym, a mleka 57% R/R wyższym. Zakładamy, że niższe ceny cukru spowodują spadek wyniku brutto ze sprzedaży o 21% R/R. Spodziewamy się niższych o 5% R/R przeszacowań aktywów biologicznych, co związane jest z około 20% spadkiem cen mleka na przestrzeni kwartału. Z drugiej strony, oczekujemy niższego o 100 mln UAH przeszacowania aktywów biologicznych do wartości godziwej (efekt niższego o 50% wolumenu sprzedaży zbóż i mniejszych korekt wartości aktywów biologicznych ujętych w poprzednich kwartałach). Ponadto, oczekujemy nieznacznie niższych wyników operacyjnych i netto Spółki w drugim kwartale 2013 roku. Warto jednak nadmienić, że w naszej prognozie zakładamy średnią cenę sprzedaży cukru na poziomie 4 770 UAH/t (czyli średniej dla rynku ukraińskiego z 2Q'13). Astarta w 1Q'13 sprzedawała cukier średnio po 5 338 UAH/t, czyli o 25% więcej niż wynosiła średnia rynkowa. Gdyby średnia cena sprzedaży przez Astartę w 2Q'13 okazała się ponownie wyższa niż cena rynkowa, wówczas należałoby się spodziewać porównywalnych lub lekko lepszych wyników Spółki w 2Q'13. Po pierwszej połowie roku nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie na poziomie 59% EBITDA i 67% wyniku netto.

Przemysł

Boryszew

Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek

P/E 2013 8,6 | P/E 2014 10,1 | EV/EBITDA 2013 6,7 | EV/EBITDA 2014 7,0

Cena bieżąca 0,47 PLN

Cena docelowa 0,56 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	1 141,9	1 260,8	*-9,4%*	2 353,8	2 518,8	*-6,6%*	4 913,5	4 881,2	*0,7%*
EBITDA	59,9	88,2	*-32,1%*	114,4	173,4	*-34,0%*	361,8	243,9	*48,3%*
marża	*5,2%*	*7,0%*	-	*4,9%*	*6,9%*	-	*7,4%*	*5,0%*	-
EBIT	33,6	61,5	*-45,4%*	61,9	119,5	*-48,2%*	251,8	134,3	*87,5%*
Zysk brutto	19,7	52,9	*-62,7%*	39,9	94,6	*-57,8%*	196,2	99,1	*98,1%*
Zysk netto	9,7	22,9	*-57,7%*	18,6	48,0	*-61,3%*	119,8	39,3	*204,9%*

W wynikach powinny być widoczne pierwsze efekty restrukturyzacji w Automotive

W 2Q'13 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży sięgną 1,14 mld PLN i będą o 9,4% R/R niższe, głównie w rezultacie niższych obrotów Grupy Impexmetal (-2,3% R/R – efekt spadku obrotów segmentu miedzi) oraz segmentu Automotive (-9,4% R/R – efekt restrukturyzacji i spadku sprzedaży w 2Q'13). Oczekujemy, że niższe obroty segmentu Automotive w 2Q'13 i przeprowadzana restrukturyzacja w części odpowiadającej za produkcję plastików obniży wynik operacyjny Grupy o 12,9 mln PLN (-53% R/R). Z kolei niższy wynik operacyjny Baterpolu (segment ołowiu) i segmentu miedzy obniży wielkość wyniku operacyjnego w 2Q'13 o 8,6 mln PLN. Ostatecznie spodziewamy się, że wynik operacyjny Grupy sięgnie 33,6 mln PLN i będzie o 45,4% R/R niższy. W wynikach powinno być widać pierwsze efekt ubiegłorocznej restrukturyzacji części aktywów Automotive, związanych z produkcją przewodów klimatyzacyjnych (Maflow). Wynik netto akcjonariuszy jednostki dominującej szacujemy na 9,7 mln PLN (-57,7% R/R).

Niewykluczone, że w 2Q'13 spółka zależna (Impexmetal) zdecyduje się na przeszacowanie w górę wartości działki przy ulicy Łuckiej w Warszawie. Szacujemy, że wartość przeszacowania mogłaby sięgnąć 65 mln PLN, ale nie uwzględniamy tego efektu w naszych prognozach.

Przemysł elektromaszynowy

Famur

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek

P/E 2013 17,3 | P/E 2014 18,1 | EV/EBITDA 2013 8,1 | EV/EBITDA 2014 8,7

Cena bieżąca 5,18 PLN

Cena docelowa 5,2 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	321,9	401,6	*-19,8%*	651,9	723,1	*-9,9%*	1 144,0	1 471,5	*-22,3%*
EBITDA	115,3	145,5	*-20,8%*	219,6	239,9	*-8,5%*	306,2	455,6	*-32,8%*
marża	*35,8%*	*36,2%*	-	*33,7%*	*33,2%*	-	*26,8%*	*31,0%*	-
EBIT	77,2	116,9	*-34,0%*	138,4	184,1	*-24,8%*	194,3	348,9	*-44,3%*
Zysk brutto	72,2	105,1	*-31,3%*	132,2	174,9	*-24,4%*	189,5	336,5	*-43,7%*
Zysk netto	55,5	78,4	*-29,3%*	100,5	131,2	*-23,4%*	144,4	271,1	*-46,7%*

Baza wyniku 2Q'12 nie do powtórzenia

W 2Q'13 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży wyniosą 321,9 mln PLN i będą o 19,8% R/R niższe i o 2,4% Q/Q niższe. Oczekujemy 19,6% R/R spadku przychodów ze sprzedaży w segmencie maszyn górniczych i 4,2% R/R w segmencie usług górniczych. Spodziewamy się również niższych przychodów związanych z handlem węglem (-53,2% R/R), co związane jest ze spadkiem ilości zakupywanych obligacji węglowych od KHW.

Oczekujemy, że marża brutto ze sprzedaży w 2Q'13 wyniesie 30,9% vs. 27,8% w 1Q'13 i 36,7% w 2Q'12. Nie spodziewamy się wyższej amortyzacji, jaka miała miejsce w 1Q'12 oraz nadzwyczaj wysokiej rentowności z 2Q'12. Naszym zdaniem wysoka rentowność zanotowana w 2Q'12 wynikała z dużej ilości wykonywanych umów eksportowych, które zawiązywane były przy sprzyjającym kursie walutowym z końca 2011 roku. Obecnie, od dłużej niż pół roku spółka nie informowała o podpisywanych znaczących umowach eksportowych, a wielkość zabezpieczanej pozycji na kursach walutowych spadała.

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy, że Spółka zaksięguje 4,09 mln PLN ujemnych różnic kursowych związanych z wyceną transakcji zabezpieczających kursy walut (na przestrzeni kwartału PLN osłabiła się do EUR o 3,6%). Spodziewamy się również ujemnych różnic kursowych związanych z przeszacowaniem wartości portfela kredytów kwotowanych w walutach obcych (-1,6 mln PLN – Famur posiada kredyt walutowy w kwocie 10,3 mln EUR).

Spodziewamy się dwucyfrowych spadków wyników finansowych 2Q'13.



Metale

Impexmetal

Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek

P/E 2013 8,6 | P/E 2014 7,4 | EV/EBITDA 2013 5,7 | EV/EBITDA 2014 4,8

Cena bieżąca 2,6 PLN

Cena docelowa 4,20 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	619,9	634,6	*-2,3%*	1 305,7	1 329,5	*-1,8%*	2 577,8	2 594,3	*-0,6%*
EBITDA	33,8	42,6	*-20,7%*	69,3	81,7	*-15,3%*	153,2	136,8	*12,0%*
marża	*5,5%*	*6,7%*	-	*5,3%*	*6,1%*	-	*5,9%*	*5,3%*	-
EBIT	19,6	28,2	*-30,5%*	41,0	52,8	*-22,3%*	93,3	79,1	*18,0%*
Zysk brutto	15,6	29,3	*-46,7%*	38,5	54,8	*-29,8%*	71,8	79,4	*-9,6%*
Zysk netto	13,3	12,9	*2,9%*	31,0	34,1	*-9,1%*	60,4	56,4	*7,1%*

Prawdopodobnie zadowalające wykonanie prognozy po 1H'13

W 1Q'13 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży wyniosą 619,9 mln PLN i będą o 2,3% R/R niższe, głównie w rezultacie niższych obrotów segmentu miedzi (-5,2% R/R), wynikających z niższych cen metalu i spadku wolumenu sprzedaży. Segmentem, który według nas wyraźnie poprawi wielkość generowanych obrotów będzie handel łożyskami, który korzysta ze słabego PLN do EUR i niskiej bazy zanotowanej w 2Q'12 (wówczas święta Wielkanocne przyczyniły się do mniejszej sprzedaży nowych samochodów). Oczekujemy, że skonsolidowanych wynik operacyjny Grupy wyniesie 19,6 mln PLN (-30,5% R/R). Niższy w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego EBIT wynika ze spadku marży i wolumenu sprzedaży w segmencie miedzi (EBIT -31,8% R/R) oraz w segmencie produkcji ołowiu (zakładamy 0 mln PLN vs. 5,8 mln PLN w 2Q'12 – efekt wzrostu cen złomu akumulatorowego). Lepsze od ubiegłorocznych wyniki powinny mieć miejsce w segmentach aluminium (+53,6% R/R – efekt poprawy marż handlowych), ZM Silesia (+1,7% R/R – efekt kursu walutowego) i FŁT Polska (+6,1% R/R – efekt niskiej bazy w 2Q'12). Spodziewamy się, że wynik netto w 2Q'13 wyniesie 13,3 mln PLN (+2,9% R/R). Po 1H'13 nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 51% na poziomie przychodów, 45% EBITDA i 51% zysku netto.

Niewykluczone, że w 2Q'13 Impexmetal zdecyduje się na przeszacowanie w górę wartości działki przy ulicy Łuckiej w Warszawie. Szacujemy, że wartość przeszacowania mogłaby sięgnąć 65 mln PLN, ale nie uwzględniamy tego efektu w naszych prognozach.



Przemysł spożywczy

Kernel

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek

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

Cena bieżąca 55,0 PLN

Cena docelowa 61,1 PLN

(mln USD)	4Q13P	4Q12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2013P	2014P	zmiana
Przychody	689,5	572,6	*20,4%*	2 761,6	2157,4	*28,0%*	2761,6	2 544,3	*-7,9%*
EBITDA	121,1	110,8	*9,3%*	322,6	322,0	*0,2%*	322,6	417,3	*29,3%*
marża	*17,6%*	*19,4%*	-	*11,7%*	*14,9%*	-	*11,7%*	*16,4%*	-
EBIT	101,0	95,3	*6,0%*	244,5	256,5	*-4,7%*	244,5	336,2	*37,5%*
Zysk brutto	80,0	68,1	*17,5%*	153,2	193,9	*-21,0%*	153,2	262,7	*71,5%*
Zysk netto	79,8	67,6	*18,1%*	146,1	206,7	*-29,3%*	146,1	243,9	*66,9%*

Rosnące przychody w środowisku spadających marż

Spółka poinformowała w komunikacie bieżącym, że w 4Q'13 (2Q'13) wolumen sprzedaży zbóż wzrósł o 186,1% R/R (efekt maksymalizacji wolumenu sprzedaży w środowisku niskich marż handlowych na rynku ukraińskim), sprzedaż oleju luzem wzrosła o 8,0% R/R (efekt sprzedaży zapasów z 3Q'13 (1Q'13), gdyż w samym 4Q'13 wolumen przerobu słonecznika spadł o 42,6% R/R, co było rezultatem wcześniej rozpoczętego sezonu w ubiegłym roku), sprzedaż oleju butelkowanego spadła o 0,8% R/R, a wolumen przeładowanego w terminalach zboża wzrósł o 74,5% R/R (efekt wyższych wolumenów sprzedaży zboża). Na podstawie przedstawionych wolumenów sprzedaży spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży Grupy Kernel w 4Q'13 wyniosą 689,5 mln USD (+20,4% R/R), a wynik EBITDA sięgnie 121,1 mln USD (+9,3% R/R). Oczekujemy pozytywnej dynamiki wyniku EBITDA w segmentach usług transportowych (+75,5% R/R – efekt wyższych wolumenów sprzedaży przy stabilnych marżach transportowych) oraz segmencie rolnym (+22,4% R/R – efekt zwiększenia areału uprawnego i spodziewanego dzięki temu wzrostu przeszacowań biologicznych związanych z produkcją roślinną). Ujemnych dynamik wyników EBITDA oczekujemy w segmentach oleju butelkowanego (-11,9% R/R – efekt spadku wolumenu sprzedaży i marży w segmencie), w segmencie sprzedaży oleju luzem (-12,8% R/R - efekt spadku marży przerobowych, co implikuje spadek wypracowanego EBITDA na każdą tonę przerobionego słonecznika) oraz w segmencie handlu zbożem (co wynika ze spodziewanego spadku marży, w związku z dużą konkurencją o zboże wśród eksporterów). Na poziomie EBIT oczekujemy wyniku na poziomie 101,0 mln USD (+6,0% R/R), a wyniku netto 79,8 mln USD (+18,1% R/R). Nie spodziewamy się, aby podobnie jak w 4Q'12 (2Q'12) Spółka zaksięgowała ujemne różnice kursowe (-4,1 mln USD). Po 4Q'13 (2Q'13) oczekujemy, że całoroczna EBITDA Grupy Kernel sięgnie 322,6 mln USD, wobec prognozy Zarządu na poziomie 310 mln USD.



Metale

Kęty

Redukuj

Analityk: Jakub Szkopek

P/E 2013	17,0	EV/EBITDA 2013	8,3
P/E 2014	16,3	EV/EBITDA 2014	7,7

Cena bieżąca 150,1 PLN
Cena docelowa 120,7 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	376,3	387,5	*-2,9%*	710,7	737,3	*-3,6%*	1 494,0	1 568,1	*-4,7%*
EBITDA	52,2	62,7	*-16,7%*	97,3	109,9	*-11,5%*	195,9	224,2	*-12,6%*
marża	*13,9%*	*16,2%*	-	*13,7%*	*14,9%*	-	*13,1%*	*14,3%*	-
EBIT	32,7	41,5	*-21,2%*	58,3	69,1	*-15,7%*	110,9	142,1	*-21,9%*
Zysk brutto	30,9	35,9	*-14,0%*	52,7	66,4	*-20,6%*	100,8	136,8	*-26,4%*
Zysk netto	39,2	31,8	*23,1%*	56,2	55,8	*0,8%*	81,6	117,0	*-30,3%*

Spadek rentowność w segmentach okołobudowlanych

W 2Q'13 spodziewamy się, że poza opakowaniami giętkimi wszystkie pozostałe segmenty zanotują spadek wielkości obrotów w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Wraz ze spadkiem obrotów w segmentach okołobudowlanych spodziewamy się spadku ich rentowności. Prognozujemy marże EBITDA a poziomie 13,9% vs. 16,2% w 2Q'12. Warto zauważyć również, że rentowność 2Q'13 będzie na niewiele wyższym poziomie niż miało to miejsce w 1Q'13 (13,5%), gdy na wielkość realizowanych obrotów negatywny wpływ miały niesprzyjające warunki pogodowe. W wyniku spadku rentowności spodziewamy się, że wynik EBITDA w 2Q'13 spadnie o 16,7% R/R, a EBIT o 21,2% R/R. Spadki wyników na poziomie operacyjnym będą jednocześnie bardziej dynamiczne niż miało to miejsce w 1Q'13. Po połowie roku całoroczna prognoza Zarządu wykonana będzie w 42,2% na poziomie przychodów, 43,7% EBITDA, 41,4% EBIT i 53,8% wyniku netto (gdyby nie one off z 2Q'13 to prognoza na poziomie netto wykonana byłaby w 40%). Nie wykluczamy, że Zarząd może być w kolejnych kwartałach zmuszony do obniżenia swoich całorocznych założeń odnośnie wyniku EBITDA i zysku operacyjnego. Szczególnie mogłoby mieć to miejsce, gdyby ożywienie w budownictwie nie nastąpiło w drugim półroczu.



Przemysł elektromaszynowy

Kopex

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek

P/E 2013	15,5	EV/EBITDA 2013	5,9
P/E 2014	17,0	EV/EBITDA 2014	5,4

Cena bieżąca 9,8 PLN
Cena docelowa 10,8 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	343,4	501,1	*-31,5%*	731,0	960,1	*-23,9%*	1 605,0	2 022,2	*-20,6%*
EBITDA	52,3	71,1	*-26,4%*	106,5	101,3	*5,2%*	220,9	234,3	*-5,7%*
marża	*15,2%*	*14,2%*	-	*14,6%*	*10,5%*	-	*13,8%*	*11,6%*	-
EBIT	21,6	42,1	*-48,7%*	40,0	42,5	*-5,8%*	100,7	109,6	*-8,1%*
Zysk brutto	11,6	55,0	*-78,9%*	26,7	22,4	*19,0%*	61,5	79,0	*-22,2%*
Zysk netto	9,0	45,4	*-80,2%*	18,7	8,9	*110,0%*	47,1	54,7	*-13,9%*

Kolejny kwartał słabych rezultatów

W 2Q'13 spodziewamy się, że skonsolidowane przychody Kopex sięgną 343,4 mln PLN i będą o 31,5% R/R niższe i o 11,4% Q/Q niższe. Oczekujemy, że spadający w poprzednich kilku kwartałach backlog doprowadzi do drastycznych spadków przychodów najbardziej marżowych segmentów maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (-34,0% R/R) oraz maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-57,6% R/R). Oczekujemy również 69,0% spadku obrotów w segmencie handlu energią w związku z wygaszaniem prowadzonej działalności. Jedynym segmentem poprawiającym wyniki sprzedażowe będą naszym zdaniem usługi górnicze (+4,0% R/R – segment mniej wrażliwy na koniunkturę). Zakładamy, że spadające obroty segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa i maszyn i urządzeń elektrycznych negatywnie przełożą się na wielkość generowanych wyników operacyjnych. Oczekujemy spadku wartości EBITDA w 2Q'13 o 26,4% R/R. Szacujemy, że wynik netto w 2Q'13 sięgnie jedynie 9,0 mln PLN (-80,2% R/R). Oczekujemy, że dług netto na koniec 2Q'13 sięgnie około 620 mln PLN (vs. 657,8 mln PLN na koniec 1Q'13) – 2,6x EBITDA za ostatnie cztery kwartały. Po pierwszej połowie roku nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 45,5% na poziomie przychodów, 48,2% EBITDA i 39,8% wyniku netto. Okres 2Q'12 i 3Q'12, to rekordowa jak na ostatnie kilka lat baza rezultatów, co przy pogarszającym się otoczeniu na górniczym zapleczu prowadzić będzie do dynamicznych spadku wyników operacyjnych w kolejnych dwóch kwartałach.



Materiały budowlane

Rovese

Redukuj

Analityk:
Jakub Szkopek

P/E 2013	41,2	EV/EBITDA 2013	9,0
P/E 2014	18,6	EV/EBITDA 2014	7,1

Cena bieżąca 1,99 PLN
Cena docelowa 1,20 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	560,8	432,8	*29,6%*	982,1	798,6	*23,0%*	2 249,9	1 669,0	*34,8%*
EBITDA	66,2	43,3	*52,8%*	101,3	80,4	*26,0%*	245,2	162,3	*51,0%*
marża	*11,8%*	*10,0%*	-	*10,3%*	*10,1%*	-	*10,9%*	*9,7%*	-
EBIT	27,3	12,8	*113,6%*	19,1	17,9	*6,5%*	77,0	18,2	*322,4%*
Zysk brutto	-55,6	34,9	-	-51,7	3,5	-	48,4	-51,9	-
Zysk netto	-45,4	22,7	-	-38,3	-5,3	-	39,2	-62,8	-

Po połowie roku obniżone prognozy mogą być zbyt ambitne

W 2Q'13 spodziewamy się, że dotychczasowa część Rovese, bez nabytych aktywów od głównego akcjonariusza odnotuje spadek wolumenów sprzedaży w zakresie płytek ceramicznych o 8% R/R i ceramiki okołosanitarnej o 7% R/R. Na poziom generowanych przychodów pozytywny wpływ będą miały wyższe o około 4% R/R ceny płytek ceramicznych. Mimo wzrostu cen, spodziewamy się, że niższe obroty przełożą się na spadek obłożenia mocy produkcyjnych i wygenerują niższą marże brutto ze sprzedaży (32,0% w 2Q'13 vs. 32,9% w 2Q'12). Nadal w wynikach powinny widoczne być wysokie koszty sprzedaży, co związane jest z kosztami marketingowymi w kanale tradycyjnym. W 2Q'13 ambitnie zakładamy, że aktywa przejmowane w ubiegłym roku od akcjonariusza wygenerują obroty na poziomie 144,3 mln PLN i wynik EBITDA na poziomie 27,5 mln PLN. Szacunki te mogą się jednak okazać zbyt ambitne, jeśli rozpoczętych procesów inwestycyjnych Spółka nie ukończy na czas. Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się ujemnego wpływu przeszacowania portfela kredytów kwotowanych w walutach obcych. Szacujemy, że osłabienie się PLN do EUR i USD oraz UAH do EUR na przestrzeni 2Q'13 przełoży się do ujemnych różnic kursowych na poziomie 74,7 mln PLN. Po połowie roku nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie jedynie w 43,7% na poziomie przychodów, 41,3% EBITDA i 24,7% zysku operacyjnego. Wynik netto po półroczu wyniesie -38,3 mln PLN.

Budownictwo



Budownictwo

Budimex — Akumuluj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	14,7	EV/EBITDA 2013	6,5	**Cena bieżąca**	**94,1 PLN**
P/E 2014	14,9	EV/EBITDA 2014	7,0	**Cena docelowa**	**105,4 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	1 307,2	1 800,4	*-27,4%*	2 160,2	2 883,8	*-25,1%*	5 027,0	6 077,7	*-17,3%*
EBITDA	48,2	34,3	*40,5%*	98,0	84,7	*15,6%*	224,4	233,1	*-3,7%*
marża	*3,7%*	*1,9%*	-	*4,5%*	*2,9%*	-	*4,5%*	*3,8%*	-
EBIT	41,1	19,2	*114,1%*	83,7	56,4	*48,3%*	195,9	182,4	*7,4%*
Zysk brutto	42,5	10,2	*316,4%*	85,6	58,6	*46,1%*	201,2	202,6	*-0,7%*
Zysk netto	34,4	-15,0	-	69,4	22,1	*214,0%*	163,0	186,0	*-12,3%*

Wyniki jeszcze pod wpływem ostrej zimy

Drugi kwartał 2013 r. przyniesie w Budimexie wyraźny spadek przychodów R/R (prognoza: 1 307 mln PLN, -27% R/R), czego przyczyną jest spadek wartości portfela zamówień w segmencie budowlanym, niekorzystne warunki pogodowe na początku kwartału oraz mniejsza liczba rozliczonych w wynikach mieszkań (95 lokali w Q2 2013 vs. 168 lokali w Q2 2012). Znacznej poprawie ulegnie natomiast rentowność sprzedaży, co jest związane z odpisami na PNI, których Budimex dokonał w ubiegłym roku. Prognozowany przez nas zysk operacyjny za Q2 2013 wynosi 41 mln PLN (marża: 3,1%), a zysk netto 34 mln PLN. Po pierwszych sześciu miesiącach 2013 r. zakładamy realizację naszych całorocznych prognoz w 43%. Liczymy na lepszą drugą połowę roku w wykonaniu Budimexu. Będzie temu sprzyjać duża wartość podpisanych kontraktów oraz dobra kontraktacja mieszkań w Q2 2013. Uważamy, że Spółka będzie w stanie utrzymać silną pozycję gotówkową w kolejnych kwartałach, a stan gotówki netto na koniec czerwca może przekroczyć ubiegłoroczny poziom.



Budownictwo

Elektrobudowa — Akumuluj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	16,5	EV/EBITDA 2013	10,0	**Cena bieżąca**	**137,7 PLN**
P/E 2014	11,6	EV/EBITDA 2014	7,4	**Cena docelowa**	**150,5 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	265,5	265,3	*0,1%*	432,0	450,2	*-4,0%*	1 033,5	1 029,4	*0,4%*
EBITDA	16,0	3,8	*319,7%*	23,4	16,5	*41,7%*	60,3	55,2	*9,3%*
marża	*6,0%*	*1,4%*	-	*5,4%*	*3,7%*	-	*5,8%*	*5,4%*	-
EBIT	12,5	0,9	*1328,2%*	16,3	10,4	*56,8%*	46,2	43,0	*7,4%*
Zysk brutto	13,1	2,8	*375,7%*	16,3	13,0	*26,0%*	47,4	48,4	*-2,1%*
Zysk netto	10,6	3,0	*257,0%*	14,4	11,0	*30,8%*	39,6	39,5	*0,2%*

Wyraźna poprawa R/R skutkiem niskiej bazy

W drugim kwartale ubiegłego roku Elektrobudowa poniosła wysoką stratę na kontrakcie realizowanym na Stadionie Narodowym w Warszawie. W zakończonym kwartale takie zdarzenia nie powinny się powtórzyć, w związku z czym w Q2 2013 spodziewamy się znacznej poprawy wyników w stosunku do ubiegłego roku. Na koniec marca portfel zamówień Elektrobudowy wzrósł do 1,28 mld PLN (+41% R/R). W Q1 Spółka pozyskała długoterminowe kontrakty od PSE, które były przyczyną tak dynamicznego wzrostu backlogu Spółki. Pierwszych przychodów z tych kontraktów spodziewamy się dopiero w Q4 2013, a zatem większy portfel zamówień z opóźnieniem przełoży się na wzrost obrotów. W Q2 2013 oczekujemy płaskich przychodów R/R (265,5 mln PLN). Zysk operacyjny szacujemy na 12,5 mln PLN (marża: 4,7%). Liczymy na utrzymanie marż przez Elektrobudowę również w kolejnych kwartałach. Może to być niewystarczające, by zrealizować tegoroczne prognozy Zarządu dotyczące zysku netto (41,6 mln PLN). Zdecydowana poprawa wyników nastąpi w przyszłym roku.



Budownictwo

Erbud

Kupuj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013 14,1 | P/E 2014 11,8 | EV/EBITDA 2013 5,3 | EV/EBITDA 2014 4,3

Cena bieżąca 20,50 PLN

Cena docelowa 24,70 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	379,8	369,0	*2,9%*	586,2	603,4	*-2,9%*	1 334,5	1 384,5	*-3,6%*
EBITDA	7,8	9,2	*-15,0%*	11,6	17,9	*-34,8%*	37,3	36,9	*1,0%*
marża	*2,1%*	*2,5%*	-	*2,0%*	*3,0%*	-	*2,8%*	*2,7%*	-
EBIT	5,9	6,7	*-12,4%*	8,2	14,2	*-42,4%*	29,6	29,4	*0,6%*
Zysk brutto	4,6	6,4	*-27,5%*	5,5	10,8	*-49,3%*	25,1	23,5	*6,8%*
Zysk netto	3,4	4,7	*-27,3%*	3,8	7,9	*-52,2%*	18,3	17,2	*6,3%*

Budownictwo inżynieryjno-drogowe oraz energetyczne będą ciążyć na wynikach

Segmenty, które odpowiadały za słabe wyniki Erbudu w Q1 (segment inżynieryjno-drogowy oraz budownictwo energetyczne) zapewne nie pozwolą Spółce na poprawę ubiegłorocznych wyników również w Q2 2013. W Q1 oba segmenty przyniosły łącznie ponad 5 mln PLN straty na poziomie operacyjnym. W Q2 spodziewamy się lekko ujemnej kontrybucji do EBIT. Zakładając w drugiej połowie roku brak ekstremalnych zjawisk pogodowych, oba segmenty powinny poradzić sobie z odrobieniem strat w drugiej połowie roku. Spółka deweloperska Erbudu nie kończyła w Q2 realizacji nowych inwestycji, więc nie spodziewamy się istotnych zysków ze sprzedaży mieszkań. Ciężar budowania wyniku spadnie w Q2 na segment budownictwa kubaturowego. Łącznie spodziewamy się w Grupie Erbud zbliżonych przychodów R/R oraz spadku wyniku operacyjnego (prognoza: 5,9 mln PLN, -12% R/R) oraz zysku netto (prognoza: 3,4 mln PLN, -27% R/R).



Budownictwo

Unibep

Kupuj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013 14,0 | P/E 2014 12,2 | EV/EBITDA 2013 9,2 | EV/EBITDA 2014 8,1

Cena bieżąca 7,09 PLN

Cena docelowa 8,60 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	262,4	225,5	*16,4%*	457,8	367,1	*24,7%*	1 057,0	837,8	*26,2%*
EBITDA	6,6	5,7	*16,8%*	12,4	12,2	*1,3%*	31,6	25,8	*22,7%*
marża	*2,5%*	*2,5%*	-	*2,7%*	*3,3%*	-	*3,0%*	*3,1%*	-
EBIT	5,2	3,3	*57,5%*	9,6	8,6	*11,7%*	26,0	20,2	*28,6%*
Zysk brutto	4,0	2,9	*38,6%*	7,4	6,1	*21,7%*	22,2	15,4	*44,2%*
Zysk netto	3,2	6,4	*-50,5%*	5,9	8,9	*-33,1%*	17,4	16,7	*4,4%*

Przychody i EBIT wyższe R/R

W drugim kwartale Unibep znacznie poprawił swój portfel zamówień, który obecnie znajduje się na rekordowym poziomie. Wzrost przychodów dzięki nowym kontraktom będzie miał miejsce już w Q3, dlatego nie widzimy obecnie ryzyka dla naszych prognoz zakładających 26% dynamikę przychodów w całym 2013 r. W Q2 2013 r. liczymy na wzrost przychodów o 16% R/R (następstwo poprawy portfela zamówień w kubaturze), poprawę zysku operacyjnego oraz zysku brutto. Wynik netto powinien być słabszy R/R ze względu na jednorazowe zdarzenia na podatku, które miały miejsce w 2012 r. (w Q2 2012 nastąpiła zmiana w wykazywaniu podatku dochodowego w Unidevelopment). Warto również zwrócić uwagę na poziom długu netto, który na koniec czerwca ubiegłego roku wyniósł 70 mln PLN. Szacujemy, że Q2 2013 Spółka zakończy z zadłużeniem o około 50 mln PLN niższym. Dużo korzystniejsza jest dziś również struktura zapadalności długu.

Deweloperzy



Deweloperzy

Dom Development Trzymaj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	15,8	EV/EBITDA 2013	13,3	**Cena bieżąca**	**41,93 PLN**
P/E 2014	16,8	EV/EBITDA 2014	13,5	**Cena docelowa**	**33,40 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	122,5	164,0	*-25,3%*	342,8	308,0	*11,3%*	719,2	851,4	*-15,5%*
EBITDA	3,4	19,8	*-83,0%*	37,1	39,1	*-5,0%*	86,3	116,5	*-25,9%*
marża	*2,8%*	*12,1%*	-	*10,8%*	*12,7%*	-	*12,0%*	*13,7%*	-
EBIT	2,6	19,1	*-86,3%*	35,6	37,6	*-5,3%*	83,4	113,5	*-26,5%*
Zysk brutto	3,3	19,5	*-83,3%*	35,8	37,7	*-5,0%*	82,1	113,5	*-27,7%*
Zysk netto	2,6	15,7	*-83,1%*	29,0	30,2	*-4,2%*	66,5	91,2	*-27,1%*

Zgodnie z zapowiedziami Zarządu wynik Q2 będzie niski

W Q2 Dom Development przekazał 295 mieszkań, które weszły w wyniki kwartału. Szacujemy, że pozwoli to Spółce osiągnąć około 122 mln PLN przychodów. Zysk brutto na sprzedaży prognozujemy na 26,5 mln PLN (marża: 21,7% vs. 25,4% w Q1 2013, vs. 26,2% w Q2 2012). W Q2 Spółka rozpoczęła przekazania mieszkań z dwóch kolejnych etapów: Oaza E1 oraz Wilno E3. Projekty Oaza i Wilno generują najniższe marże wśród realizowanych obecnie przez Dom Development, co jest przyczyną wyraźnego spadku rentowności sprzedaży w naszych prognozach Q2. Wynik operacyjny oraz zysk netto drugiego kwartału szacujemy na identycznym poziomie 2,6 mln PLN. Chociaż po pierwszych sześciu miesiącach 2013 r. Dom Development zaprezentuje wyniki porównywalne R/R, cały rok zakończy się wyraźnie niższym zyskiem niż w roku ubiegłym. W H2 2013 zakładamy dalsze przyśpieszenie kontraktacji mieszkań. Jeśli ten warunek zostanie spełniony, a ponadto w Q4 2013 przekazywanie mieszkań w zakończonych projektach będzie przebiegać bez opóźnień, nasze całoroczne prognozy zysku netto (66,5 mln PLN) powinny być zrealizowane.



Deweloperzy

Echo Investment Akumuluj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	11,1	EV/EBITDA 2013	13,0	**Cena bieżąca**	**6,67 PLN**
P/E 2014	11,2	EV/EBITDA 2014	13,5	**Cena docelowa**	**7,10 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	125,9	122,9	*2,4%*	266,4	276,7	*-3,7%*	511,6	583,6	*-12,3%*
EBITDA	234,5	103,2	*127,3%*	470,7	75,9	*520,2%*	366,1	194,9	*87,8%*
marża	*186,3%*	*84,0%*	-	*176,7%*	*27,4%*	-	*71,6%*	*33,4%*	-
EBIT	233,2	104,9	*122,3%*	468,3	72,9	*542,1%*	361,1	189,2	*90,8%*
Zysk brutto	126,5	37,1	*241,2%*	281,1	69,9	*302,3%*	247,7	184,0	*34,6%*
Zysk netto	120,2	29,8	*303,1%*	276,2	60,5	*356,8%*	244,5	373,3	*-34,5%*

Kolejny bardzo udany kwartał

Spodziewamy się bardzo dobrych wyników finansowych w Q2 2013. Będą je kształtować zyski z wyceny nieruchomości inwestycyjnych oraz ze sprzedaży nieruchomości dokonanych w Q2. Dodatnie przeszacowanie nieruchomości szacujemy na 163 mln PLN (120 mln PLN: wpływ umocnienia kursu EUR/PLN, 33 mln PLN: wycena do wartości godziwej budynku Aquarius Business House E1, 10 mln: przeszacowania nieruchomości w budowie). Około 12 mln PLN zysku powinna przynieść sprzedaż centrów handlowych w Piotrkowie Trybunalskim, Tarnowie i Radomiu. Przychody pochodzące z wynajmu powierzchni komercyjnej powinny być niższe q/q z uwagi na sprzedaż centrów handlowych. Wynik segmentu mieszkaniowego będzie zapewne zbliżony q/q. Porównując wyniki Spółki w ujęciu R/R spodziewamy się nieznacznie wyższych przychodów (126 mln PLN, +2% R/R) oraz wyraźnie wyższego zysku brutto ze sprzedaży (74 mln PLN, +26% R/R). Wzrost wyniku R/R to skutek ubiegłorocznych odpisów wartości niektórych gruntów przeznaczonych na cele mieszkaniowe. Poprawa wyników R/R na poziomie EBIT (233,2 mln PLN, +122% R/R) jest w naszych prognozach dużo bardziej imponująca i wynika ze wspomnianych przeszacowań nieruchomości i zysku ze sprzedaży centrów handlowych. Różnice kursowe wynikające z umocnienia Euro wyniosą około -64 mln PLN. Zysk netto w Q2 2013 szacujemy na 120 mln PLN, a zysk netto całego pierwszego półrocza na 276 mln PLN (113% naszej całorocznej prognozy). Nasze prognozy zakładają osłabienie kursu EUR/PLN do poziomu 4,00 na koniec roku. Jeśli tak silne umocnienie polskiej waluty nie nastąpi w tym roku, Echo najprawdopodobniej przekroczy nasze całoroczne prognozy wyników.



Deweloperzy

GTC

Akumuluj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	128,8	EV/EBITDA 2013	24,3
P/E 2014	14,9	EV/EBITDA 2014	13,9

Cena bieżąca 8,22 PLN
Cena docelowa 9,60 PLN

(mln EUR)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	33,2	37,5	*-11,5%*	66,4	74,0	*-10,2%*	145,5	147,6	*-1,4%*
EBITDA	6,6	4,4	*49,1%*	0,3	23,2	*-98,6%*	51,3	-50,8	-
marża	*19,9%*	*11,8%*	-	*0,5%*	*31,3%*	-	*35,3%*	*-34,4%*	-
EBIT	6,4	4,2	*51,4%*	0,0	22,8	-	50,8	-51,3	-
Zysk brutto	-7,8	-15,8	-	-28,2	-14,0	-	-2,2	-125,2	-
Zysk netto	-4,8	-14,5	-	-27,6	-8,2	-	4,8	-96,0	-

Niewielkie zmiany w stosunku do Q1

W wynikach Q2 2013 nie spodziewamy się większych zmian w stosunku do wyników ubiegłego kwartału. Przychody z najmu będą generowały te same nieruchomości komercyjne, a na wynik segmentu mieszkaniowego wpłyną te same projekty, które Spółka rozliczała w Q1. Spodziewamy się, że renegocjacje umów nie będą miały istotnego wpływu na wyniki Spółki, a poziom powierzchni niewynajętej będzie stabilny. Prognozujemy przychody ze sprzedaży w wysokości 33,2 mln EUR oraz zysk brutto ze sprzedaży w wysokości 20,9 mln EUR. Liczymy na widoczny spadek kosztów administracyjnych, który był już obecny w poprzednich kwartałach (4,0 mln EUR, -36% R/R). Sądzimy, że aktualizacja wartości nieruchomości będzie ujemna kolejny kwartał z rzędu (-10 mln EUR w Q2), a odpisy będą dotyczyć ponownie nieruchomości zlokalizowanych w Europie Południowo-Wschodniej. Koszty finansowe netto nie powinny przekroczyć 14 mln EUR. Stratę netto przypisaną akcjonariuszom jednostki dominującej szacujemy na 4,8 mln EUR. Obraz wyników najprawdopodobniej nie ulegnie zmianie w Q3 2013. Widoczna poprawa wyników GTC nastąpi zapewne w momencie otrzymania pozwolenia na budowę warszawskich galerii, co ma nastąpić na przełomie 2013 i 2014 r.



Deweloperzy

Robyg

Trzymaj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	14,6	EV/EBITDA 2013	13,0
P/E 2014	14,7	EV/EBITDA 2014	12,1

Cena bieżąca 1,71 PLN
Cena docelowa 1,45 PLN

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	99,6	122,0	*-18,4%*	258,8	207,6	*24,6%*	441,7	402,9	*9,6%*
EBITDA	8,4	23,6	*-64,5%*	32,0	38,2	*-16,2%*	64,5	56,3	*14,6%*
marża	*8,4%*	*19,3%*	-	*12,4%*	*18,4%*	-	*14,6%*	*14,0%*	-
EBIT	8,2	23,3	*-64,9%*	31,6	37,7	*-16,1%*	63,7	55,1	*15,7%*
Zysk brutto	4,5	20,4	*-77,7%*	24,0	32,0	*-25,2%*	54,7	43,7	*25,2%*
Zysk netto	0,1	10,6	*-99,4%*	9,4	17,8	*-47,1%*	29,9	20,0	*49,3%*

Najsłabszy kwartał w 2013 r.

Wyniki Robyga w Q2 będą słabe. Szacujemy, że Spółka rozliczy w wynikach około 230 mieszkań oraz wykaże pierwsze przychody z wynajmu powierzchni biurowej. Całkowite przychody ze sprzedaży szacujemy na 99,6 mln PLN, a marżę brutto ze sprzedaży na 16,9%. Marża powinna być zatem podobna Q/Q oraz wyraźnie niższa w stosunku do Q2 2012, kiedy wyniosła 25,9%. W kolejnych kwartałach marża będzie się poprawiać wraz z rozliczaniem projektów o lepszej rentowności. Bardzo wysoka kontraktacja w Q2 odbije się zapewne na wzroście kosztów sprzedaży, które jednak wciąż pozostają na atrakcyjnym poziomie. Zakładając brak istotnych przychodów i kosztów pozostałej działalności operacyjnej, prognozujemy EBIT w wysokości 8,2 mln PLN. Koszty finansowe oraz podatek dochodowy skonsumują większość tego zysku (wysoka stopa podatkowa z uwagi na korekty konsolidacyjne). Po odjęciu zysków akcjonariuszy mniejszościowych zysk netto w Robygu powinien być zbliżony do zera.

Inne



Inne

Work Service

Akumuluj

Analityk:
Paweł Szpigiel

P/E 2013	16,7	EV/EBITDA 2013	10,1	**Cena bieżąca**	**9,24 PLN**
P/E 2014	13,7	EV/EBITDA 2014	8,3	**Cena docelowa**	**9,83 PLN**

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana	1H'13P	1H'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	203,1	182,8	*11,1%*	391,8	353,5	*10,8%*	831,1	727,4	*14,3%*
EBITDA	11,0	9,5	*16,0%*	21,2	18,0	*17,5%*	50,7	43,3	*17,0%*
marża	*5,4%*	*5,2%*	-	*5,4%*	*5,1%*	-	*6,1%*	*6,0%*	-
EBIT	9,7	8,4	*15,3%*	18,8	16,1	*16,9%*	46,5	39,1	*18,9%*
Zysk brutto	6,7	4,8	*38,4%*	13,3	9,4	*41,2%*	41,6	24,8	*67,5%*
Zysk netto	5,8	4,8	*21,6%*	11,8	9,1	*29,9%*	33,1	20,4	*62,6%*

Kontynuacja organicznego wzrostu wyników

W 2Q'13 prognozujemy 11% wzrost przychodów vs. 2Q'12 do poziomu 203 mln PLN, co stanowi 24,5% przychodów prognozowanych na cały 2013 r. W trakcie okresu Spółka podpisała nowe kontakty na rynkach zagranicznych (głównie w Czechach i w Niemczech), co wraz ze wzrostem obrotu z doradztwa personalnego w całości obrotu, wpłynie na nieznaczną poprawę marży EBITDA R/R (5,4% w 2Q'13 vs. 5,2% w 2Q'12). Wynik EBIT na poziomie 9,7 mln PLN zostanie obniżony przez 3,0 mln PLN kosztów finansowych netto (w tym ok.1,2 mln za umorzenie obligacji w 1Q'13). Przy założeniu efektywnej stopy podatkowej na poziomie 9% prognozujemy, że Work Service wypracuje zysk netto równy 5,8 mln PLN (+22% R/R).

Terminy publikacji raportów

Spółka	2Q 2013	1H 2013
ALCHEMIA		2013-08-30
ASTARTA		2013-08-22
BORYSZEW		2013-08-30
BUDIMEX		2013-08-30
BZ WBK	2013-07-30	2013-07-30
CEZ		2013-08-08
CIECH		2013-08-30
DOM DEVELOPMENT		2013-08-21
ECHO		2013-08-30
ELEKTROBUDOWA		2013-08-31
ENEA		2013-08-27
ERBUD		2013-08-27
FAMUR		2013-08-30
GETIN NOBLE BANK	2013-08-30	2013-08-30
GTC		2013-08-20
HANDLOWY	2013-08-08	2013-08-30
IMPEXMETAL		2013-08-22
ING BSK	2013-08-07	2013-08-07
JSW		2013-08-09
KERNEL		2013-10-31*
KĘTY		2013-08-08
KGHM		2013-08-30
KOPEX		2013-08-30
KRUK	2013-09-02	2013-09-02
LOTOS		2013-08-13
LW BOGDANKA		2013-08-29
MILLENNIUM	2013-07-25	2013-07-25
MOL		2013-08-13
NETIA		2013-08-08
PEKAO	2013-08-06	2013-08-06
PGE		2013-08-28
PGNiG		2013-08-14
PKO BP	2013-08-29	2013-08-29
POLICE		2013-08-30
PZU	2013-08-28	2013-08-28
ROBYG		2013-08-28
ROVESE		2013-08-31
TAURON		2013-08-22
TPSA		2013-07-24
TVN		2013-08-22
UNIBEP		2013-08-30
WORK SERVICE		2013-08-30
ZA PUŁAWY		2013-08-30**

Źródło: Spółki
** 4Q roku obrotowego; ** raport roczny 2012/13*

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2013	P/E 2014	EV/EBITDA 2013	EV/EBITDA 2014
Banki										
BZ WBK	Akumuluj	2013-07-01	280,00	306,00	303,00	1,0%	21,8	16,6		
GETIN NOBLE BANK	Redukuj	2013-07-01	1,86	1,70	1,89	-10,1%	17,3	14,5		
HANDLOWY	Trzymaj	2013-07-01	93,00	89,20	95,69	-6,8%	12,8	15,4		
ING BSK	Trzymaj	2013-07-01	94,66	91,50	97,50	-6,2%	15,3	14,6		
MILLENNIUM	Redukuj	2013-07-01	5,21	4,80	5,68	-15,5%	17,2	15,0		
PEKAO	Trzymaj	2013-07-01	150,00	148,00	159,00	-6,9%	16,7	15,7		
PKO BP	Kupuj	2013-06-18	36,10	42,00	36,79	14,2%	14,6	13,1		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2013-07-22	433,00	475,00	433,00	9,7%	13,4	13,6		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2013-06-03	62,70	73,20	65,45	11,8%	12,1	11,1		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Akumuluj	2013-06-05	27,00	28,30	25,65	10,3%	12,2	10,5	5,3	4,9
LOTOS	Trzymaj	2013-07-03	37,90	37,40	37,53	-0,3%	7,9	8,7	7,8	6,5
MOL	Trzymaj	2012-12-06	260,00	254,57	233,35	9,1%	10,8	8,2	5,4	4,5
PGNiG	Sprzedaj	2013-05-31	6,19	5,30	6,09	-13,0%	10,7	10,8	6,6	6,0
PKN ORLEN	Kupuj	2013-07-03	48,21	59,30	49,07	20,8%	10,0	12,1	5,8	6,3
POLICE	Sprzedaj	2013-04-08	16,20	10,90	24,80	-56,0%	21,6	23,2	10,3	10,7
ZA PUŁAWY	Trzymaj	2012-12-10	135,60	123,40	138,85	-11,1%	15,1	12,5	7,3	6,1
Energetyka										
CEZ	Trzymaj	2013-06-12	91,98	89,67	75,40	18,9%	6,4	7,3	5,3	5,7
ENEA	Kupuj	2013-06-12	14,38	17,22	14,30	20,4%	7,3	12,5	3,2	4,7
PGE	Trzymaj	2013-06-12	17,80	17,52	15,07	16,3%	7,4	10,8	3,4	4,5
TAURON	Kupuj	2013-06-12	4,33	5,94	4,26	39,4%	5,1	8,3	3,6	4,9
Telekomunikacja										
NETIA	Zawieszona	2013-02-21	4,01	-	4,55	-	-	-	-	-
TPSA	Zawieszona	2013-02-12	11,64	-	8,05	-	-	-	-	-
Media										
AGORA	Trzymaj	2012-12-10	9,99	10,30	7,59	35,7%	-	180,2	2,2	1,9
CINEMA CITY	Akumuluj	2012-12-10	34,02	36,50	29,75	22,7%	13,2	10,9	6,2	5,5
CYFROWY POLSAT	Zawieszona	2013-06-17	19,45	-	21,90	-	-	-	-	-
TVN	Akumuluj	2013-06-14	10,89	12,00	11,30	6,2%	48,8	15,5	11,4	10,2
IT										
AB	Zawieszona	2013-02-05	23,50	-	20,84	-	-	-	-	-
ACTION	Zawieszona	2013-02-05	29,70	-	36,91	-	-	-	-	-
ASBIS	Zawieszona	2013-02-05	3,21	-	5,69	-	-	-	-	-
ASSECO POLAND	Trzymaj	2012-12-10	43,20	43,70	45,50	-4,0%	9,8	10,4	6,4	6,6
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	85,20	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	18,58	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Akumuluj	2013-05-21	80,75	86,00	65,54	31,2%	68,4	12,5	4,7	3,0
KGHM	Akumuluj	2013-01-07	193,50	194,20	114,90	69,0%	7,2	8,6	4,2	4,8
LW BOGDANKA	Akumuluj	2013-05-21	120,60	136,00	102,15	33,1%	10,9	9,9	5,3	4,7
Przemysł										
ALCHEMIA	Trzymaj	2013-04-08	3,84	4,20	4,80	-12,5%	17,0	11,9	8,5	6,6
ASTARTA	Akumuluj	2013-07-18	64,65	73,40	67,30	9,1%	5,3	2,7	5,5	3,4
BORYSZEW	Kupuj	2013-07-01	0,40	0,56	0,48	16,7%	8,8	10,3	6,8	7,1
FAMUR	Trzymaj	2013-06-10	5,45	5,20	5,19	0,2%	17,3	18,1	8,1	8,7
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-12-10	3,14	4,20	2,50	68,0%	8,3	7,1	5,6	4,7
KERNEL	Trzymaj	2013-03-04	62,60	61,10	53,43	14,4%	6,9	5,4	6,4	4,7
KĘTY	Redukuj	2012-12-10	147,60	120,70	147,00	-17,9%	16,6	16,0	8,1	7,6
KOPEX	Trzymaj	2013-06-05	10,70	10,80	9,80	10,2%	15,5	17,0	5,9	5,4
ROVESE	Redukuj	2013-04-08	1,39	1,20	1,89	-36,5%	39,1	17,6	8,7	6,9
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2013-07-19	94,00	105,40	94,11	12,0%	14,7	14,9	6,5	7,0
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2013-07-19	137,70	150,50	137,70	9,3%	16,5	11,6	10,0	7,4
ERBUD	Kupuj	2013-07-19	20,40	24,70	20,50	20,5%	14,2	11,8	5,3	4,3
MOSTOSTAL WAR.	Zawieszona	2013-04-08	7,43	-	4,89	-	-	-	-	-
RAFAKO	Zawieszona	2013-04-08	4,70	-	4,70	-	-	-	-	-
ULMA CP	Kupuj	2013-05-06	38,10	56,20	53,80	4,5%	438,2	14,0	4,1	2,9
UNIBEP	Kupuj	2013-07-19	7,10	8,60	7,09	21,3%	13,9	12,2	9,2	8,1
ZUE	Trzymaj	2013-01-07	6,47	6,60	6,10	8,2%	11,9	10,7	5,6	5,2
Deweloperzy										
BBI DEVELOPMENT	Akumuluj	2012-12-10	0,39	0,42	0,41	2,4%	47,3	9,4	55,5	11,0
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	2013-05-06	32,90	33,40	41,93	-20,3%	15,6	16,5	13,1	13,3
ECHO	Akumuluj	2013-06-12	6,72	7,10	6,67	6,4%	11,3	11,3	13,0	13,5
GTC	Akumuluj	2013-06-12	9,14	9,60	8,22	16,8%	128,8	14,9	24,3	13,9
J.W.C.	Redukuj	2012-08-01	4,22	4,00	4,90	-18,4%	14,2	11,6	17,2	15,2
PA NOVA	Kupuj	2012-09-11	15,49	22,90	18,80	21,8%	8,4	7,6	9,7	11,1
POLNORD	Trzymaj	2012-12-10	10,69	11,10	7,14	55,5%	15,4	-	14,5	33,3
ROBYG	Trzymaj	2012-12-10	1,48	1,45	1,71	-15,2%	14,8	14,9	13,0	12,2
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2013-06-05	9,29	9,83	9,24	6,4%	16,7	13,7	10,1	8,3

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ASTARTA	Akumuluj	Trzymaj	73,40	2013-07-18
BORYSZEW	Kupuj	Trzymaj	0,56	2013-07-01
BUDIMEX	Akumuluj	Trzymaj	105,40	2013-07-19
BZ WBK	Akumuluj	Trzymaj	306,00	2013-07-01
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	Trzymaj	150,50	2013-07-19
ERBUD	Kupuj	Kupuj	24,70	2013-07-19
GETIN NOBLE BANK	Redukuj	Trzymaj	1,70	2013-07-01
HANDLOWY	Trzymaj	Trzymaj	89,20	2013-07-01
ING BSK	Trzymaj	Trzymaj	91,50	2013-07-01
LOTOS	Trzymaj	Redukuj	37,40	2013-07-03
MILLENNIUM	Redukuj	Trzymaj	4,80	2013-07-01
PEKAO	Trzymaj	Trzymaj	148,00	2013-07-01
PKN ORLEN	Kupuj	Akumuluj	59,30	2013-07-03
PZU	Akumuluj	Trzymaj	475,00	2013-07-22
UNIBEP	Kupuj	Akumuluj	8,60	2013-07-19

Statystyka rekomendacji

	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	2	6	18	13	10	1	2	12	3	9
procent	4,1%	12,2%	36,7%	26,5%	20,4%	3,7%	7,4%	44,4%	11,1%	33,3%

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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszcz@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

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl
Media, IT

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@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 Mizera tel. (+48 22) 697 48 76
adam.mizera@dibre.com.pl

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

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

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkowicz@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 stanowić 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, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Solar, Tarczyński, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Busines Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, 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, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Tarczyński.
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.