18 października 2013

Opracowanie cykliczne

BRE DOM INWESTYCYJNY

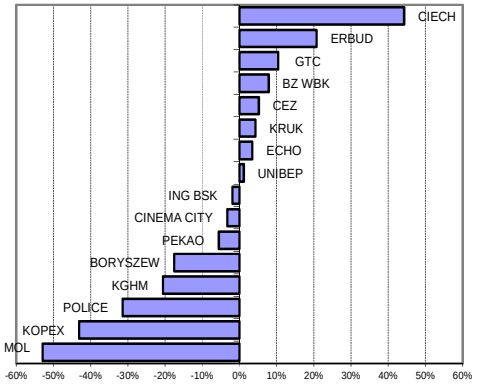
Prognozy wyników kwartalnych

3Q 2013

Rynek akcji

WIG	**52 573**
Średnie P/E 2013	17,7
Średnie P/E 2014	14,4
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	852 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



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

Zespół Analiz:

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

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

Michał Konarski
(+48 22) 697 47 37
michal.konarski@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. Oczekujemy średnio 9% spadku wyniku netto Q/Q i 10% R/R za sprawą gorszego wyniku handlowego (-38% Q/Q) oraz wzrastającego salda rezerw (+8% Q/Q). Pomimo spadku rynkowych stóp procentowych w 3Q'13 oczekujemy lekkiego wzrostu wyniku odsetkowego (+1% Q/Q) i stabilnego wyniku prowizyjnego. Koszty pozostaną mocną stroną sektora zmniejszając się o 2% Q/Q. Najlepsze wyniki zaraportuje BZ WBK, a najgorsze Bank Handlowy. Ponadto, spodziewamy się solidnych wyników w PZU i Kruku.

Paliwa. Wyniki rafinerii będą słabe i wesprze je tylko przeszacowanie zapasów ropy. W PGNiG 3Q może nieco studzić oczekiwania rynku po poprzednim kwartale, który był wzmocniony zdarzeniami jednorazowymi.

Energetyka. Wyniki sektora powinny być zbliżone w ujęciu R/R. Oczekujemy, że raporty za 3Q wpłyną na podwyższenie rocznego konsensusu w przypadku PGE i Tauronu.

Telekomunikacja. Trend erozji przychodów obserwowany w poprzednich kwartałach będzie utrzymany, spółki bronią jednak poziomu EBITDA. Pozytywniejszego odbioru wyników spodziewamy się w przypadku TPSA (wzrost bazy abonenckiej w telefonii mobilnej).

Media. Restrukturyzacja długu TVN przełoży się na stratę netto w Grupie na poziomie 157 mln PLN. Słabszy repertuar i większe koszty finansowe R/R wpłyną na spadek zysku netto w Cinema City.

Górnictwo i metale. Spadek cen metali i węgla koksowego powoduje, że dla KGHM i JSW będzie to najsłabszy kwartał w całym roku.

Przemysł. W 3Q'13 spółkom przemysłowym sprzyjał napływ nowych zamówień oraz słaby PLN do EUR. Podobnie jak w dwóch poprzednich kwartałach, małe spółki będą radzić sobie lepiej niż duże. W 3Q'13 na 45 analizowanych spółek 26 poprawi zeszłoroczne rezultaty (8 poda wyniki gorsze). W 2Q'13 20 na 44 poprawiło rezultaty, a w 1Q'13 – 15 na 44.

Budownictwo. Q3 jest sezonowo dobrym kwartałem i tegoroczne wyniki powinny to potwierdzić. Widocznej poprawy R/R spodziewamy się w Erbudzie i Herkulesie.

Deweloperzy. Kwartał słabych wyników wśród deweloperów. Spółkom specjalizującym się w segmencie komercyjnym zaszkodzi umocnienie PLN do EUR. Kumulacja przekazań mieszkań przypada u wielu deweloperów mieszkaniowych dopiero na czwarty kwartał.

Inne. W 3Q'13 Work Service utrzyma wzrost przychodów, ale zanotuje spadek marży EBITDA R/R ze względu na koszty z akwizycjami.

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
4.2. Lotos ... 9
4.3. MOL ... 10
4.4. PGNiG ... 10
4.5. Police ... 11
4.6. 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. Cinema City ... 15
7.2. TVN ... 15
8. IT ... 16
8.1. Asseco Poland ... 16
9. Górnictwo i metale ... 17
9.1. JSW ... 17
9.2. KGHM ... 17
9.3. LW Bogdanka ... 18
10. Przemysł ... 19
10.1. Alchemia ... 19
10.2. Astarta ... 19
10.3. Boryszew ... 20
10.4. Famur ... 20
10.5. Impexmetal ... 21
10.6. Kernel ... 21
10.7. Kęty ... 22
10.8. Kopex ... 22
10.9. Rovese ... 23
10.10. Tarczyński ... 23
11. Budownictwo ... 24
11.1. Budimex ... 24
11.2. Elektrobudowa ... 24
11.3. Erbud ... 25
11.4. Unibep ... 25
12. Deweloperzy ... 26
12.1. Dom Development ... 26
12.2. Echo Investment ... 26
12.3. GTC ... 27
12.4. Robyg ... 27
13. Inne ... 28
13.1. Work Service ... 28
14. Terminy publikacji raportów ... 29
15. Aktualne rekomendacje DI BRE ... 30
16. Statystyki rekomendacji ... 31

Banki

BZ WBK — Trzymaj

Banki

Analityk: Michał Konarski

P/E 2013	26,5	P/BV 2013	2,5
P/E 2014	20,2	P/BV 2014	2,3

Cena bieżąca 369 PLN
Cena docelowa 306 PLN

(mln PLN)	3Q'13P	2Q'13	3Q'12	zmiana R/R	zmiana Q/Q	9M'13P	9M'12	zmiana
Wynik odsetkowy	827,2	797,6	580,5	*42,5%*	*3,7%*	2 377,6	1 709,3	*39,1%*
Wynik prowizyjny	450,1	445,6	348,9	*29,0%*	*1,0%*	1 325,0	1 020,3	*29,9%*
WNDB	1 455,9	1 444,4	992,3	*46,7%*	*0,8%*	4 250,9	3 000,1	*41,7%*
Koszty operacyjne	-691,3	-727,7	-442,1	*56,4%*	*-5,0%*	-2 082,9	-1 336,1	*55,9%*
Wynik operacyjny	762,2	714,2	545,9	*39,6%*	*6,7%*	2 151,5	1 649,2	*30,5%*
Saldo rezerw	200,0	200,0	120,5	*66,0%*	*0,0%*	599,1	341,4	*75,5%*
Zysk brutto	562,2	514,1	425,3	*32,2%*	*9,3%*	1 552,4	1 307,8	*18,7%*
Zysk netto	454,8	419,5	334,7	*35,9%*	*8,4%*	1 247,9	1 029,3	*21,2%*

Dalsza poprawa marży odsetkowej oraz zysku prowizyjnego

Prognozujemy zysk netto za 3Q'13 na poziomie 455 mln PLN, +8,4% Q/Q. Wyniki za kwartał nie będą zawierać jednorazowego zysku ze sprzedaży BZ WBK Asset Management, jako że transakcja nadal czeka na zgodę od KNFu. Wzrost zysku netto w kwartale będzie wspierany przez dalszą poprawę przychodów podstawowych (+2,7% Q/Q), w tym wyniku odsetkowego (+3,7% Q/Q) oraz wyniku prowizyjnego (+1,0% Q/Q). Zgodnie z zapowiedziami Zarządu oczekujemy, iż marża odsetkowa (na średnich aktywach) wzrośnie w 3Q'13 o 10 p.b. do poziomu 3,21% (+10 p.b. Q/Q), wspierana przez korzystny efekt związany z odnawianiem depozytów w dawnym Kredyt Banku oraz przez sprzedaż wysoko marżowych kredytów gotówkowych. Oczekujemy również kolejnego kwartału silnego wyniku z działalności handlowej, pomimo spadku Q/Q, jako że bank zrealizuje ponownie zyski z obligacji. Dzięki konserwatywnej polityce kosztowej oraz niższym kosztom integracyjnym Q/Q, koszty administracyjne, według naszych prognoz, spadną o 5% Q/Q, zaś wskaźnik kosztów do dochodów poprawi się z 51% w 2Q'13 do 48% w 3Q'13. Pomimo nieznacznego pogorszenia się jakości aktywów w kwartale oczekujemy, iż odpisy pozostaną na niezmienionym poziomie, zaś koszt ryzyka wzrośnie z 91 p.b. w 2Q'13 do 108 p.b. w 3Q'13.

Getin Noble Bank — Sprzedaj

Banki

Analityk: Michał Konarski

P/E 2013	24,6	P/BV 2013	1,4
P/E 2014	20,6	P/BV 2014	1,3

Cena bieżąca 2,7 PLN
Cena docelowa 1,7 PLN

(mln PLN)	3Q'13P	2Q'13	3Q'12	zmiana R/R	zmiana Q/Q	9M'13P	9M'12	zmiana
Wynik odsetkowy	291,2	290,8	339,0	*-14%*	*0%*	870,6	971,8	*-10%*
Wynik prowizyjny	146,7	128,6	189,4	*-23%*	*14%*	412,6	621,3	*-34%*
WNDB	471,1	477,4	525,3	*-10%*	*-1%*	1 437,4	1 734,5	*-17%*
Koszty operacyjne	218,1	217,0	200,5	*9%*	*0%*	643,3	622,5	*3%*
Wynik operacyjny	253,0	260,5	324,8	*-22%*	*-3%*	794,0	1 112,0	*-29%*
Saldo rezerw	142,3	143,1	267,7	*-47%*	*-1%*	483,0	761,6	*-37%*
Zysk brutto	110,7	117,3	57,0	*94%*	*-6%*	311,0	350,4	*-11%*
Zysk netto	92,2	102,9	61,4	*50%*	*-10%*	254,5	296,2	*-14%*

Presja na marże nadal obecna w 3Q'13

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 92 mln PLN (+50% R/R i -10% Q/Q). Zakładamy relatywnie wysoki wzrost przychodów z działalności podstawowej (+4,4% Q/Q), głównie za sprawą poprawy wyniku prowizyjnego. Według naszych prognoz, marża odsetkowa nadal spadnie o kolejne 6 p.b. (wobec średnich aktywów) do poziomu 1,83% za sprawą niższego środowiska stóp procentowych w Polsce. Wzrost kredytów będzie mniej wyraźny w tym kwartale (+2,0% Q/Q) niż w poprzednim, między innymi ze względu na umacniającą się złotówkę (33% kredytów denominowanych w FX), aczkolwiek oczekujemy dalszego wzrostu kredytów gotówkowych. Wynik prowizyjny wyraźnie odbije się w 3Q'13 o 14,0% Q/Q do poziomu 147 mln PLN za sprawą produktów ubezpieczeniowych, wzrostu kredytów gotówkowych oraz coraz wyższych prowizji z rachunków. Nie zakładamy przychodów ze sprzedaży obligacji w tym kwartale, a przez co prognozujemy spadek wyniku handlowego o 40% Q/Q. Koszty wzrastając jedynie o 0,5% Q/Q pozostaną mocną stroną banku. Jednocześnie prognozujemy, że saldo rezerw spadnie o 1% Q/Q do 142 mln PLN (koszt ryzyka na poziomie 111 p.b.), co zostanie poparte nieznaczną poprawą jakości aktywów.

Banki

Handlowy

Sprzedaj

Analityk: Michał Konarski

P/E 2013	16,7	P/BV 2013	2,2
P/E 2014	20,0	P/BV 2014	2,2

Cena bieżąca **124,6 PLN**
Cena docelowa **89,2 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	2Q'13	3Q'12	zmiana R/R	zmiana Q/Q	9M'13P	9M'12	zmiana
Wynik odsetkowy	306,4	310,5	370,2	*-17,2%*	*-1,3%*	944,1	1 136,9	*-17,0%*
Wynik prowizyjny	163,5	165,1	151,8	*7,7%*	*-1,0%*	492,2	455,1	*8,2%*
WNDB	563,8	678,7	674,4	*-16,4%*	*-16,9%*	2 037,4	2 082,0	*-2,1%*
Koszty operacyjne	321,1	331,0	336,8	*-4,7%*	*-3,0%*	996,7	1 115,0	*-10,6%*
Wynik operacyjny	242,8	347,7	337,6	*-28,1%*	*-30,2%*	1 040,6	967,0	*7,6%*
Saldo rezerw	10,2	-29,2	22,3	*-54,1%*	-	-8,5	57,1	-
Zysk brutto	232,6	376,9	315,3	*-26,2%*	*-38,3%*	1 049,2	909,9	*15,3%*
Zysk netto	187,8	300,3	251,2	*-25,3%*	*-37,5%*	843,5	725,6	*16,3%*

Zysk netto pod presją

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 188 mln PLN (-37,5% Q/Q i -25,3% R/R). Tak wyraźny spadek R/R i Q/Q to przede wszystkim efekt niższego oczekiwanego wyniku na pozycji handlowej (-55% Q/Q i –44% R/R), a w szczególności przychodów ze sprzedaży obligacji. Dodatkowo oczekujemy kolejnego kwartału spadku dochodów odsetkowych (-1,3% Q/Q), odzwierciedlającego niższe środowisko stóp procentowych, a także brak wzrostu wolumenów kredytowych. Oczekujemy, iż marża odsetkowa (na średnich aktywach) spadnie o 10 p.b. do poziomu 2,69% w 3Q'13. Naszym zdaniem koszty operacyjne pozostaną mocną stroną banku. Zakładamy, że wyniosą 321 mln PLN (-3% Q/Q oraz -5% R/R) i ukształtują się poniżej oczekiwanego przez Zarząd powtarzalnego średnio-kwartalnego poziomu 335 mln PLN. W końcu, naszym zdaniem rezerwy wyniosą tylko 10 mln PLN, co przekłada się na koszt ryzyka w wysokości 22 p.b.

Banki

ING BSK

Trzymaj

Analityk: Michał Konarski

P/E 2013	18,9	P/BV 2013	1,8
P/E 2014	18,1	P/BV 2014	1,7

Cena bieżąca **120,5 PLN**
Cena docelowa **91,5 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	2Q'13	3Q'12	zmiana R/R	zmiana Q/Q	9M'13P	9M'12	zmiana
Wynik odsetkowy	511,6	495,3	515,5	*-0,8%*	*3,3%*	1 482,7	1 543,1	*-3,9%*
Wynik prowizyjny	239,1	259,9	251,2	*-4,8%*	*-8,0%*	738,8	748,6	*-1,3%*
WNDB	772,8	794,9	782,9	*-1,3%*	*-2,8%*	2 411,6	2 403,2	*0,4%*
Koszty operacyjne	474,2	464,9	454,2	*4,4%*	*2,0%*	1 409,2	1 375,4	*2,5%*
Wynik operacyjny	297,9	329,3	327,7	*-9,1%*	*-9,5%*	1 000,2	1 030,1	*-2,9%*
Saldo rezerw	73,9	69,1	82,6	*-10,5%*	*7,0%*	201,0	278,1	*-27,7%*
Zysk brutto	224,0	260,2	245,1	*-8,6%*	*-13,9%*	799,2	752,0	*6,3%*
Zysk netto	186,7	216,9	203,2	*-8,1%*	*-13,9%*	663,3	642,3	*3,3%*

Zysk netto pod presją

Prognozujemy, że zysk netto za 3Q 2013 wyniesie 187 mln PLN, czyli spadnie o 14% Q/Q oraz 8% R/R. Oczekujemy lekkiego spadku przychodów z działalności podstawowej (-0,6% Q/Q), głównie za sprawą spadającego wyniku prowizyjnego (-8% Q/Q) spowodowanego niższymi przychodami związanymi z operacjami na walucie oraz z rynkami kapitałowymi. Wynik odsetkowy, wspierany przez wolumeny kredytowe, jest prognozowany przez nas na poziomie 512 mln PLN, +3,3% Q/Q ale -0,8% R/R. Pomimo dalszego spadku stóp procentowych w kwartale, oczekujemy zgodnie z zapowiedziami Zarządu płaskiej marży odsetkowej w kwartale na poziomie 2,48% (do średnich aktywów). Negatywnie na wynik wpłynie według nas wzrost kosztów (+2,0% Q/Q) przekładający się na wzrost wskaźnika kosztów do dochodów z 58,6% w poprzednim kwartale do 61,4% w obecnym. Jednocześnie oczekujemy iż koszt ryzyka nieznacznie wrośnie w prognozowanym kwartale do 55 p.b. (wobec średnich kredytów brutto) z 53 p.b., jako że pozytywny efekt ze sprzedaży złych kredytów zostanie zniwelowany poprzez dalszą zmianę w modelu ryzyka.

Banki

Millennium

Sprzedaj

Analityk: Michał Konarski

P/E 2013	24,2	P/BV 2013	1,9	**Cena bieżąca** **8,0 PLN**
P/E 2014	21,1	P/BV 2014	1,8	**Cena docelowa** **4,8 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	2Q'13	3Q'12	zmiana R/R	zmiana Q/Q	9M'13P	9M'12	zmiana
Wynik odsetkowy	308,7	296,8	289,9	*6,5%*	*4,0%*	872,3	879,0	*-0,8%*
Wynik prowizyjny	140,3	157,6	134,6	*4,2%*	*-11,0%*	439,7	413,3	*6,4%*
WNDB	508,7	521,8	503,6	*1,0%*	*-2,5%*	1 522,8	1 482,7	*2,7%*
Koszty operacyjne	281,7	280,3	275,8	*2,1%*	*0,5%*	834,8	835,4	*-0,1%*
Wynik operacyjny	217,3	229,8	213,5	*1,8%*	*-5,4%*	652,2	601,1	*8,5%*
Saldo rezerw	57,2	61,5	59,3	*-3,5%*	*-7,0%*	171,5	170,9	*0,3%*
Zysk brutto	160,1	168,3	154,2	*3,8%*	*-4,8%*	480,7	430,2	*11,7%*
Zysk netto	129,5	134,2	125,1	*3,5%*	*-3,5%*	383,7	346,3	*10,8%*

Poprawa zysku netto R/R utrzymana

Oczekujemy, że zysk netto Millennium w 3Q'13 wyniesie 129,5 mln PLN, -3,5% Q/Q ale +3,5% R/R. Oczekujemy lekkiego spadku wyniku z działalności podstawowej spowodowanego mniejszymi przychodami prowizyjnymi. Spadek wyniku prowizyjnego (-11% Q/Q) spowodowany będzie efektem sezonowym, ale także gorszym wynikiem na działalności ubezpieczeniowej, dystrybucji funduszy inwestycyjnych, a także z powodu zaksięgowania w 2Q'13 jednorazowego zysku w wysokości 10 mln PLN wynikającego z rocznego bonusu za sprzedaż ubezpieczeń powiązanych z kredytami gotówkowymi. Wynik odsetkowy, pomimo dalszego spadku stóp procentowych w kwartale, poprawi się o 4,0% Q/Q oraz 6,5% R/R, zaś marża odsetkowa (razem ze SWAPami) o 4 p.b. wspomagana przez dobrą sprzedaż kredytów gotówkowych w kwartale. Wzrost wolumenów w gotówkach oraz w korporacjach uważamy za wystarczający, aby zniwelować negatywny efekt umacniającej się złotówki na portfel hipotek. Jednocześnie oczekujemy dalszego wzrostu w depozytach, głównie za sprawą wzrostów w segmencie detalicznym. Koszty, według nas, pozostaną na nie zmienionym poziomie (-0,2% Q/Q oraz +0,4% R/R) zaś saldo rezerw nieznacznie spadnie (-7,0% R/R) przekładając się na koszt ryzyka na poziomie 52 p.b. (-6 p.b. Q/Q).

Banki

Pekao

Trzymaj

Analityk: Michał Konarski

P/E 2013	20,2	P/BV 2013	2,1	**Cena bieżąca** **192 PLN**
P/E 2014	18,9	P/BV 2014	2,1	**Cena docelowa** **148 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	2Q'13	3Q'12	zmiana R/R	zmiana Q/Q	9M'13P	9M'12	zmiana
Wynik odsetkowy	1 058,8	1 056,2	1 171,6	*-0,1%*	*0,2%*	3 217,3	3 489,1	*-7,8%*
Wynik prowizyjny	561,8	567,4	544,9	*3,1%*	*-1,0%*	1 676,2	1 661,8	*0,9%*
WNDB	1 799,2	1 929,7	2 024,8	*-11,1%*	*-6,8%*	5 559,8	5 826,6	*-4,6%*
Koszty operacyjne	-868,6	-883,1	-886,5	*-2,0%*	*-1,6%*	-2 607,1	-2 689,3	*-3,1%*
Wynik operacyjny	930,6	1 046,6	1 138,3	*-18,2%*	*-11,1%*	2 952,7	3 137,3	*-5,9%*
Saldo rezerw	-164,0	-156,1	-169,3	*-3,1%*	*5,0%*	-483,4	-457,2	*5,7%*
Zysk brutto	766,6	890,5	969,0	*-20,9%*	*-13,9%*	2 469,3	2 680,1	*-7,9%*
Działalność zaniechana	2,7	8,8	10,4	*-74,2%*	*-69,6%*	18,8	28,7	*-34,4%*
Zysk netto	634,0	741,8	798,3	*-20,6%*	*-14,5%*	2 041,4	2 213,1	*-7,8%*

Spadek zysku netto głównie za sprawą niższego wyniku ze sprzedaży obligacji

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 634 mln PLN, czyli spadnie o 15% Q/Q i o 21% R/R. Spadek zysku Q/Q jak i również R/R jest spowodowany głównie przez zaksięgowanie w 3Q'12 oraz 2Q'13 zysków ze sprzedaży obligacji w wielkości odpowiednio 156,5 mln PLN oraz 152,8 mln PLN. Jednocześnie nie spodziewamy się, aby Bank Pekao w 3Q'13 odniósł znaczące korzyści ze sprzedaży papierów wartościowych. Przychody z działalności podstawowej w 3Q'13 prognozowane są przez nas na niezmienionym poziomie. Pomimo spadku marży odsetkowej w 3 kwartale (-3 p.b., do średnich aktywów) jako reakcja na niższe środowisko stóp procentowych, wynik odsetkowy wspierany będzie przez dalszy wzrost wolumenów. Oczekujemy, iż wolumen kredytów wzrośnie o 1,5% Q/Q, głównie dzięki kredytom hipotecznym oraz gotówkowym, zaś portfel kredytów korporacyjnych odnotuje nieznaczny spadek Q/Q. Jednocześnie spodziewamy się spadku wyniku prowizyjnego (-1.0% Q/Q) głównie spowodowanego gorszym wynikiem związanym z rynkami kapitałowymi. Koszty pozostaną pod kontrolą (-3,1% R/R w 9M13). Spadek o 1,6% Q/Q bank będzie zawdzięczał głównie sezonowo wyższym kosztom w 2Q związanym z bonusami w banku. Jednocześnie spodziewamy się dalszego wzrostu odpisów w banku (+5,0% Q/Q) przekładającym się na wzrost kosztu ryzyka z 60 p.b. w 2Q'13 do 63 p.b. w 3Q'13. Negatywny efekt na zysk banku jest również spodziewany ze sprzedaży operacji na Ukrainie. Sprzedaż miała miejsce w połowie lipca, przez co w naszych prognozach kwartalnych uwzględniamy zysk w wysokości 2,7 mln PLN wobec 8,8 mln PLN osiągniętych w 2Q'13 oraz 7,4 mln PLN w 1Q'13.

Banki

PKO BP

Akumuluj

Analityk:
Michał Konarski

P/E 2013	15,1	P/BV 2013	1,9	**Cena bieżąca**	**38,1 PLN**
P/E 2014	13,5	P/BV 2014	1,7	**Cena docelowa**	**40,2 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	2Q'13	3Q'12	zmiana R/R	zmiana Q/Q	9M'13P	9M'12	zmiana
Wynik odsetkowy	1 575,3	1 572,4	1 977,4	*-20,3%*	*0,2%*	4 841,5	6 019,7	*-19,6%*
Wynik prowizyjny	787,8	772,4	761,7	*3,4%*	*2,0%*	2 330,4	2 264,4	*2,9%*
WNDB	2 599,1	2 612,2	3 029,1	*-14,2%*	*-0,5%*	7 803,4	8 982,4	*-13,1%*
Koszty operacyjne	-1 122,4	-1 105,8	-1 131,4	*-0,8%*	*1,5%*	-3 347,8	-3 377,8	*-0,9%*
Wynik operacyjny	1 370,8	1 372,2	1 793,3	*-23,6%*	*-0,1%*	4 145,1	5 337,8	*-22,3%*
Saldo rezerw	452,5	418,9	657,6	*-31,2%*	*8,0%*	1 319,4	1 758,9	*-25,0%*
Zysk brutto	918,3	953,3	1 135,7	*-19,1%*	*-3,7%*	2 825,7	3 578,9	*-21,0%*
Zysk netto	730,4	752,8	921,0	*-20,7%*	*-3,0%*	2 264,6	2 874,4	*-21,2%*

Stabilizacja wyniku odsetkowego

Prognozujemy, że zysk netto PKO BP za 3Q 2013 wyniesie 730,4 mln PLN, -3,0% Q/Q oraz 20,7% R/R. Głównym powodem spadku R/R jest niższy wynik odsetkowy, zaś Q/Q lekki wzrost odpisów. Prognozujemy, że wynik odsetkowy nieznacznie wzrośnie w 3Q'13 (+0,2% Q/Q) do 1 575 mln PLN. Oczekujemy, że po 39 p.b. spadku marży odsetkowej Q/Q w 1Q'13 i 29 p.b. spadku w 2Q'13, obniży się ona o zaledwie 2 p.b. odzwierciedlając zapowiedź Zarządu o stabilizacji w 3Q'13 dzięki obniżeniu kosztu finansowania, a także dobrej sprzedaży w segmencie wysoko marżowych kredytów. Jednocześnie oczekujemy wzrostu wyniku prowizyjnego (+2,0% Q/Q) za sprawą lepszych opłat i prowizji związanych z kredytami i ubezpieczeniami. Zakładamy, iż wynik handlowy spadnie o 24% Q/Q głównie za sprawą niższego wyniku na walutach. Oczekujemy, że saldo innych przychodów operacyjnych wróci do średnich poziomów (ok. 40 mln PLN) w 3Q'13 z bardzo niskiego poziomu w 2Q'13 (4,2 mln PLN). Koszty pozostaną pod kontrolą (-0,9% R/R w 9M13) pomimo kwartalnego wzrostu (+1,5% Q/Q), który wiąże się z pozytywnym jednorazowym zdarzeniem w 2Q'13. Oczekujemy, iż saldo rezerw wzrośnie o 8,0% Q/Q w 3Q'13 do poziomu 452,5 mln PLN. Jednocześnie uważamy, iż koszt ryzyka wrośnie do 116 p.b. w 3Q'13 z 108 p.b. w 2Q'13 głównie ze względu na segment korporacyjny.

Ubezpieczyciele

Ubezpieczyciele

PZU

Akumuluj

Analityk:
Michał Konarski

P/E 2013	13,5	P/BV 2013	3,1
P/E 2014	13,8	P/BV 2014	3,0

Cena bieżąca **438 PLN**
Cena docelowa **445 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	2Q'13	3Q'12	zmiana R/R	zmiana Q/Q	9M'13P	9M'12	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym	4 044,7	4 069,3	3 912,7	*3,4%*	*-0,6%*	12 539,9	12 159,0	*3,1%*
Ubezpieczenia majątkowe	2 031,8	2 115,6	2 016,4	*0,8%*	*-4,0%*	6 547,5	6 616,2	*-1,0%*
Ubezpieczenia na życie	2 012,9	1953,7	1 896,4	*6,1%*	*3,0%*	5 992,4	5 542,8	*8,1%*
Odszkodowania i świadczenia netto	-2 727,4	-2 728,7	-2 913,4	*-6,4%*	*0,0%*	-8 186,8	-8 428,0	*-2,9%*
Koszty	-828,8	-807,1	-810,4	*2,3%*	*2,7%*	-2 442,7	-2 496,0	*-2,1%*
Wynik techniczny	549,4	533,7	358,8	*53,1%*	*2,9%*	1 653,2	1 025,3	*61,2%*
Wynik na działalności lokacyjnej	577,9	540,3	1 045,5	*-44,7%*	*7,0%*	1 379,6	2 569,4	*-46,3%*
Zysk brutto	1 146,1	1053,3	1 390,1	*-17,6%*	*8,8%*	3 254,0	3 512,9	*-7,4%*
Zysk netto	918,9	837,7	1 122,7	*-18,2%*	*9,7%*	2 594,6	2 839,7	*-8,6%*

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

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 919 mln PLN, czyli wzrośnie o 9,7% Q/Q ale spadnie o 18,2% R/R. Uważamy, iż poprawa wobec poprzedniego kwartału będzie głównie pochodną dobrego wyniku na działalności lokacyjnej oraz nadal niskiej szkodowości. Prognozujemy, iż wynik na działalności lokacyjnej wyniesie 578 mln PLN, +7,0% Q/Q ale -44,7% R/R. Składka przypisana brutto jest prognozowana przez nas na poziomie 4 045 mln PLN, oznacza to drobny spadek Q/Q ale 3,4% wzrost R/R. Utrzymujemy dalszą presję na segment majątkowy (składka przypisana brutto -4% Q/Q) oraz stabilny wzrost w segmencie życiowym (składka przypisana brutto +3% Q/Q). Naszym zdaniem, wskaźnik szkodowości w segmencie majątkowym wykaże poprawę R/R o 3,0p.p. do 63% (stabilnie względem 2Q'13) dzięki nadal niskiej częstości szkód w ubezpieczeniach komunikacyjnych. W segmencie życiowym zakładamy poprawę wskaźnika wypłat Q/Q (-1,7p.p. do 70%). W końcu prognozujemy, że skonsolidowane koszty ogółem wzrosną o 2% R/R oraz o 3% Q/Q do 829 mln PLN.

Usługi finansowe

Finanse

Kruk

Trzymaj

Analityk:
Michał Konarski

P/E 2013	14,0	P/BV 2013	3,1	**Cena bieżąca**	**75,8 PLN**
P/E 2014	12,9	P/BV 2014	2,6	**Cena docelowa**	**73,2 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	2Q'13	3Q'12	zmiana R/R	zmiana Q/Q	9M'13P	9M'12	zmiana
Przychody ogółem	99,9	103,0	85,8	*16,4%*	*-3,1%*	298,8	245,1	*21,9%*
- zakupy wierzytelności	88,7	92,2	76,5	*16,0%*	*-3,9%*	260,5	216,8	*20,1%*
- inkaso	8,0	8,4	7,6	*4,9%*	*-4,9%*	30,7	23,6	*30,4%*
Marża pośrednia	55,9	60,2	50,3	*11,0%*	*-7,2%*	165,6	138,9	*19,2%*
Marża pośrednia	56,0%	58,5%	58,7%	-	-	56,7%	55,4%	-
Zysk operacyjny	39,0	42,1	36,3	*7,6%*	*-7,3%*	115,1	96,7	*19,0%*
Zysk brutto	26,8	30,3	23,1	*16,0%*	*-11,5%*	77,5	58,4	*32,8%*
Zysk netto	26,0	30,9	21,8	*19,6%*	*-15,7%*	76,6	53,9	*42,1%*

Solidny wynik bez rewaluacji

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 26,0 mln PLN, czyli poprawi się aż o 20% R/R ale spadnie 16% Q/Q. Spółka poinformowała, że wydała 100 mln PLN na zakup portfeli, co w przeciągu 9M'13 naszym zdaniem jest dobrym wynikiem (+50% R/R). Prognozujemy przychody z zakupów wierzytelności na poziomie 88,7 mln PLN (-4% Q/Q ale +16% R/R), bez znaczących przychodów z tytułu aktualizacji netto. Oczekujemy, iż dobry wynik będzie pochodną lepszych spłat na nowo nabytych portfelach, a także wzrostem rentowności w Rumunii. W segmencie inkaso zakładamy 8,0 mln PLN przychodów, czyli spadek o 5% Q/Q ale wzrost o 5% R/R. W kosztach zmiennych (bezpośrednich i pośrednich) zakładamy 3% wzrost Q/Q do 44,0 mln PLN (+24% R/R). Prognozujemy, że marża pośrednia spadnie o 7% Q/Q, ale wzrośnie o 11% R/R do 55,9 mln PLN.

Paliwa, chemia

Ciech — Kupuj

Chemia

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013	13,2	EV/EBITDA 2013	5,6	**Cena bieżąca**	**27,7 PLN**
P/E 2014	11,3	EV/EBITDA 2014	5,1	**Cena docelowa**	**28,3 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	817,0	1 065,0	*-23,3%*	2 699,5	3 357,6	*-19,6%*	3 720,8	4 378,0	*-15,0%*
EBITDA	102,6	78,5	*30,6%*	328,2	-29,2	-	465,1	52,4	*787,0%*
marża	*12,6%*	*7,4%*	-	*12,2%*	*-0,9%*	-	*12,5%*	*1,2%*	-
EBIT	49,9	22,8	*119,3%*	170,7	-208,6	-	236,5	-184,2	-
Zysk brutto	-1,1	-22,7	-	51,4	-358,8	-	136,5	-442,7	-
Zysk netto	-1,1	-23,3	-	60,8	-360,7	-	110,5	-449,5	-

Bardzo dobre wyniki operacyjne przyćmione ujemnymi różnicami kursowymi

W 3Q'13 oczekujemy bardzo dobrych wyników Ciechu na poziomie operacyjnym, które powinny być przede wszystkim wypracowane w kluczowym biznesie sodowym. Utrzymanie wysokich wolumenów, przy poprawiającej się sytuacji na spotowym rynku (fabryka rumuńska) oraz niższych cenach węgla, powinno pozwolić na wypracowanie w tym segmencie 57 mln PLN na poziomie EBIT (oczyszczony wynik 2Q'13 wyniósł 46 mln PLN). Poprawie rezultatów Q/Q sprzyjać będzie również proces restrukturyzacji i obniżenie kosztów płac po zwolnieniach przeprowadzonych w 1H. W obszarze organicznym z uwagi na sezonowy brak wysoko rentownych przychodów ze środków ochrony roślin spodziewamy się spadku zysków w okolice 3 mln PLN (oczyszczony EBIT w 2Q'13 wyniósł 23 mln PLN). Wynik bliski zera powinien pojawić się również w segmencie agro, gdzie po sprzedaży Alwerni przychody będą już śladowe. W obszarze krzemianowym zakładamy stabilne zyski operacyjne na poziomie 6 mln PLN. Dobry rezultat na poziomie EBIT będzie jednak skonsumowany przez koszty odsetkowe i ujemne różnice kursowe, które szacujemy na około -13 mln PLN. W rezultacie zakładamy niewielką stratę netto, której Spółka może ostatecznie uniknąć poprzez ponowne rozpoznanie aktywa podatkowego (nie zakładamy tego w bazowym scenariuszu).

Lotos — Trzymaj

Rafineryjny

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013	7,8	EV/EBITDA 2013	8,6	**Cena bieżąca**	**36,90 PLN**
P/E 2014	8,6	EV/EBITDA 2014	7,9	**Cena docelowa**	**37,40 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	6 327,7	8 568,8	*-26,2%*	19 623,9	24 785,2	*-20,8%*	30 422,1	33 111,0	*-8,1%*
EBITDA	522,1	768,3	*-32,0%*	725,3	655,7	*10,6%*	1 376,9	967,7	*42,3%*
marża	*8,3%*	*9,0%*	-	*3,7%*	*2,6%*	-	*4,5%*	*2,9%*	-
EBIT	362,8	603,8	*-39,9%*	236,4	161,4	*46,5%*	746,7	301,1	*148,0%*
Zysk brutto	488,6	748,9	*-34,8%*	96,0	198,3	-	755,2	361,2	*109,1%*
Zysk netto	395,8	626,0	*-36,8%*	122,3	694,2	-	616,1	922,9	*-33,2%*

Sezonowość kontra pogorszenie makro

Po słabym 2Q, obciążonym kosztami przestoju remontowego, w kwartale trzecim Lotos powinien zaprezentować znacznie lepsze wyniki na poziomie operacyjnym. W segmencie rafineryjnym dzięki sezonowej poprawie struktury i wyższym wolumenom EBIT LIFO oraz dodatnim operacyjnym różnicom kursowym (54 mln PLN) powinien wzrosnąć Q/Q (186 mln PLN vs. -137 mln PLN), ale będzie znacznie gorszy R/R (542 mln PLN) z uwagi na mocny spadek marż produktowych (w tym asfaltu) i obniżenia spreadu Brent/Ural. Raportowany wynik sięgnie 273 mln PLN z uwagi na 87 mln PLN z tytułu efektu przeszacowania zapasów. W segmencie detalicznym Lotos powinien odczuć wzrost wolumenu i marż na stacjach, stąd oczekujemy wzrostu EBIT R/R (9 mln PLN vs. 4 mln PLN). W obszarze wydobycia oczekujemy wolumenów zbliżonych do 2Q'13, ale obok marży na bieżącej produkcji zakładamy dodatnie wyłączenia konsolidacyjne z tytułu przerobu ropy Rozewie wyprodukowanej wcześniej (+37 mln PLN), co łącznie implikuje EBIT segmentu na poziomie 79 mln PLN. Na działalności finansowej spodziewamy się dodatnich różnic kursowych z przeliczenia długu dolarowego (+105 mln PLN) oraz zysku na instrumentach pochodnych (+75 mln PLN), co wzmocni raportowany zysk netto Grupy.

Rafineryjny

MOL

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013 8,7 | P/E 2014 6,7 | EV/EBITDA 2013 4,8 | EV/EBITDA 2014 4,1

Cena bieżąca 207,5 PLN
Cena docelowa 254,6 PLN

(mld HUF)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	1 342,7	1 445,3	*-7,1%*	3 970,2	4 122,3	*-3,7%*	5 521,3	5 557,6	*-0,7%*
EBITDA	3,2	173,7	*-98,1%*	235,0	406,6	*-42,2%*	575,7	538,9	*6,8%*
marża	*0,2%*	*12,0%*	-	*5,9%*	*9,9%*	-	*10,4%*	*9,7%*	-
EBIT	-69,4	103,0	-	18,6	187,4	-	264,0	220,5	*19,8%*
Zysk brutto	-75,7	106,5	-	-2,4	185,9	-	262,2	206,7	*26,9%*
Zysk netto	-58,3	67,5	-	-6,0	141,9	-	158,1	149,7	*5,6%*

Odpis dodatkowo obciąży słaby kwartał

W 3Q wyniki MOL-a będą zainfekowane sygnalizowanym odpisem na aktywach rafinerii we Włoszech (zakładamy z tego tytułu -400 mln EUR czyli około -119 mld HUF), co dodatkowo pogorszy i tak słabe rezultaty operacyjne. Otoczenie makro było w 3Q korzystne tylko dla segmentu wydobywczego, gdzie wzrost cen ropy powinien zapewnić poprawę EBIT Q/Q (50 mld HUF vs. 46 mld HUF), aczkolwiek będzie ona stonowana ze względu na brak wolumenów ze sprzedanej w lipcu spółki rosyjskiej (jednocześnie jednak mniejsze powinny być odpisy na należności w INA). W segmencie rafineryjnym Spółka odczuje mocny spadek dyferencjału Ural/Brent i gorsze marże rafineryjne, stąd mimo oczekiwanej poprawy na wolumenach spodziewamy się, że EBIT LIFO ukształtuje się na lekkim minusie (-2 mld HUF), a oczyszczony o wspomniany odpis EBIT raportowany sięgnie +15 mld HUF z uwagi na dodatni efekt przeszacowania zapasów. W obszarze gazowym zakładamy nieznaczne pogorszenie rezultatów R/R (11,1 mld HUF vs. 12,6 mld HUF), co powinno wynikać z obniżonych taryf przesyłowych. Na działalności finansowej poza standardowymi kosztami odsetkowymi nie oczekujemy jakichś istotnych pozycji, szczególnie że otoczenie walutowe było w miarę stabilne w 3Q.

Rafineryjny

PGNiG

Redukuj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013 10,1 | P/E 2014 10,3 | EV/EBITDA 2013 6,3 | EV/EBITDA 2014 5,8

Cena bieżąca 5,78 PLN
Cena docelowa 5,30 PLN

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	6 319,4	5 299,8	*19,2%*	23 109,4	20 064,2	*15,2%*	30 518,2	28 729,8	*6,2%*
EBITDA	1 314,8	478,5	*174,8%*	4 650,8	1 429,8	*225,3%*	6 453,3	4 600,8	*40,3%*
marża	*20,8%*	*9,0%*	-	*20,1%*	*7,1%*	-	*21,1%*	*16,0%*	-
EBIT	702,8	-24,5	-	2 876,8	-77,1	-	4 250,6	2 531,8	*67,9%*
Zysk brutto	626,3	5,1	-	2 525,3	-88,5	-	4 051,4	2 541,5	*59,4%*
Zysk netto	452,3	66,1	-	1 877,3	52,8	-	3 362,2	2 236,8	*50,3%*

Spadek EBIT Q/Q z uwagi na one-offy z 2Q

Przy porównaniu wyników 3Q w ujęciu Q/Q odczuwalne będą jednorazowe zdarzenia z 2Q, które kwartał temu nie zostały przez rynek zauważone (odszkodowanie za Wierzchowice 50 mln PLN i odwrócenie odpisów na aktywa kopalniane 79 mln PLN). Właśnie w tym kontekście, mimo powrotu wyższych wolumenów wydobycia ropy w Polsce (brak przestoju kopalni Dębno), rosnącej produkcji Skarv i wyższych cen surowca, zysk operacyjny segmentu wydobywczego wzrośnie Q/Q tylko do 660 mln PLN z 652 mln PLN (przypominamy, że przychody w 2Q były dodatkowo wsparte sprzedażą norweskiej ropy z zapasów, a w tym kwartale znaczna część wydobycia została zmagazynowana i sprzedaż wzrosła tylko o 12 tys. ton mimo wzrostu wydobycia o 94 tys. ton). Koszty nieudanych odwiertów przyjmujemy na standardowym poziomie 50 mln PLN, aczkolwiek po ostatnich informacjach z Egiptu dostrzegamy ryzyko większych odpisów. W segmencie obrotu EBIT szacujemy na 66 mln PLN, a spadek Q/Q to efekt wspomnianego odszkodowania w 2Q oraz sezonowego spadku wolumenów i braku zysków z hedgingu. W dystrybucji zysk operacyjny szacujemy na 4,5 mln PLN (sezonowo nieistotny), a w obszarze wytwarzania energii strata powinna zmniejszyć się z -86 mln PLN do -28 mln PLN (brak amortyzacji kosztów CO_2 oraz podwyżka taryfy na ciepło i spadek kosztów węgla amortyzujące z nawiązką niższe ceny energii). Na działalności finansowej obok kosztów odsetek powinien pojawić się zysk z różnic kursowych w spółce norweskiej (+13 mln PLN). W prognozie zysku netto zakładamy podwyższoną stopę podatkową (efekt Norwegii), ale niższą niż raportowana w 2Q (28% vs. 42%).

Chemia

Police

Sprzedaj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013 23,5 | P/E 2014 25,2 | EV/EBITDA 2013 11,7 | EV/EBITDA 2014 12,3 | **Cena bieżąca 27,00 PLN** | **Cena docelowa 10,90 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	641,7	759,6	*-15,5%*	2 095,5	2 409,3	*-13,0%*	2 928,8	2 981,2	*-1,8%*
EBITDA	22,1	50,1	*-56,0%*	136,2	190,6	*-28,6%*	181,2	210,9	*-14,1%*
marża	*3,4%*	*6,6%*	-	*6,5%*	*7,9%*	-	*6,2%*	*7,1%*	*-12,6%*
EBIT	0,5	29,9	*-98,3%*	72,0	129,6	*-44,5%*	101,5	127,8	*-20,6%*
Zysk brutto	2,5	34,9	*-92,8%*	74,0	122,4	*-39,6%*	106,2	121,7	*-12,8%*
Zysk netto	2,0	28,6	*-92,9%*	57,6	103,6	*-44,4%*	86,0	104,2	*-17,4%*

Spadek cen i wolumenów w segmencie nawozowym

Wyniki Polic w 2Q nie odzwierciedlały jeszcze znacznej przeceny mocznika i amoniaku na rynkach światowych, ale w 3Q sytuacja ulegnie już znacznemu pogorszeniu. Według doniesień rynkowych ceny na polskim rynku hurtowym w lipcu zostały mocno obniżone, co na pewno pogorszy rentowność na moczniku. W obszarze NPK również odnotowujemy spadek marż, nawet uwzględniając obniżki cen soli potasowej, fosforytów i siarki, a dodatkowym problemem jest presja na wolumeny (pogarszająca się siła zakupowa rolników wpływa na ograniczenia zakupów, szczególnie że oczekiwane są dalsze obniżki na rynku soli potasowej). W przypadku DAP bieżące marże praktycznie nie uzasadniają produkcji. Podobnie jest naszym zdaniem na amoniaku, gdzie poza sprzedażą do ZAT nie oczekujemy istotnych wolumenów. W tym kontekście Police w 3Q mogą mieć problem z wyjściem na plus na poziomie EBIT. Poprawić raportowane wyniki mogą jedynie potencjalne księgowe zyski wynikające rozliczenia akwizycji w Senegalu, ale nie uwzględniamy ich w prognozie.

Chemia

ZA Puławy

Redukuj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013 19,5 | P/E 2014 16,2 | EV/EBITDA 2013 9,6 | EV/EBITDA 2014 8,1 | **Cena bieżąca 180,0 PLN** | **Cena docelowa 123,4 PLN**

(mln PLN)	1Q'13/14P	1Q'12/13	zmiana	2013/14P	2012/13	zmiana	2014/15P	2013/14P	zmiana
Przychody	806,1	877,6	*-8,2%*	3 592,1	3 886,0	*-7,6%*	3 722,0	3 592,1	*3,6%*
EBITDA	64,8	67,0	*-3,2%*	336,4	554,2	*-39,3%*	390,8	336,4	*16,2%*
marża	*8,0%*	*7,6%*	-	*9,4%*	*14,3%*	-	*10,5%*	*9,4%*	-
EBIT	33,4	37,2	*-10,4%*	187,0	429,1	*-56,4%*	235,9	187,0	*26,2%*
Zysk brutto	40,4	41,1	*-1,8%*	195,2	453,8	*-57,0%*	244,5	195,2	*25,3%*
Zysk netto	33,9	34,3	*-1,3%*	176,1	390,3	*-54,9%*	213,0	176,1	*21,0%*

Spadki cen nawozów azotowych dotarły do Polski

Oczekujemy, że wyniki operacyjne ZAP w 1Q roku obrotowego 2013/14 powinny być znacznie słabsze w ujęciu Q/Q, co będzie pochodną nie tylko tradycyjnej sezonowości (okres remontowy i niższe wolumeny sprzedaży agro), ale przede wszystkim pogorszenia marżowości w obszarze nawozowym. Ceny hurtowe podstawowych produktów w tej kategorii zostały w lipcu obniżone, co wynikało z wcześniejszych spadków cen europejskich. Najbardziej naszym zdaniem mogły ucierpieć mocznik i RSM oraz siarczan amonu. W ujęciu R/R szacowany zysk operacyjny może być jednak tylko nieco gorszy z uwagi na fakt znacznie lepszych marż na melaminie oraz zakładanych wyższych wolumenów na moczniku (rok wcześniej sprzedaż była bardzo niska) przy niewielkim tylko ujemnym wpływie rentowności na kaprolaktamie. Na poziomie działalności finansowej nie oczekujemy większych odchyleń Q/Q, co przy obniżonej stopie podatkowej implikuje zysk netto na zbliżonym poziomie do ubiegłorocznego. Dostrzegamy jednak ryzyko dla naszych założeń, które mogą okazać się zbyt optymistyczne w kontekście doniesień, że ceny nawozów na rynku polskim były obniżane nawet o 20-30%.

Energetyka

CEZ — Akumuluj

Energetyka

Analityk: Kamil Kliszcz

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

Cena bieżąca 78,90 PLN
Cena docelowa 89,67 PLN

(mln CZK)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	50 267,6	49 450,0	*1,7%*	163 372,6	162 474,0	*0,6%*	207 921,9	215 095,0	*-3,3%*
EBITDA	17 826,2	16 267,0	*9,6%*	67 121,2	64 715,0	*3,7%*	82 548,5	85 509,0	*-3,5%*
marża	*35,5%*	*32,9%*	-	*41,1%*	*39,8%*	-	*39,7%*	*39,8%*	-
EBIT	10 728,2	9 278,0	*15,6%*	45 909,2	44 718,0	*2,7%*	54 391,2	57 931,0	*-6,1%*
Zysk brutto	11 027,2	7 815,0	*41,1%*	45 576,2	41 191,0	*10,6%*	48 378,5	50 957,0	*-5,1%*
Zysk netto	8 821,8	6 614,0	*33,4%*	37 413,8	34 299,0	*9,1%*	39 108,2	41 429,0	*-5,6%*

Poprawa EBIT R/R dzięki zmianom regulacji w dystrybucji i braku Albanii

W 3Q'13 CEZ będzie prawdopodobnie w stanie poprawić wyniki z ubiegłego roku mimo niższych cen energii w generacji, co będzie konsekwencją zmian w obszarze dystrybucji w zakresie rozliczania energii solarnej (w 2012 roku to CEZ musiał ją odkupować od producentów i choć koszty miał zwracane w taryfie to powodowało to znaczne sezonowe wahania EBIT segmentu – efekt niedopasowania przychodów z kosztami w lecie z uwagi na wysoką produkcję solarów i niski wolumen w dystrybucji). W tym kontekście baza zysków segmentu jest zaniżona, co w połączeniu z brakiem konsolidacji strat z Albanii pozwoli na znaczny wzrost EBIT w tej kategorii (4,1 mld CZK vs. 0,03 mld CZK przed rokiem). Oczekiwany spadek EBIT w generacji (5,5 mld CZK vs. 7,8 mld CZK w 3Q'12) związany z niższymi cenami energii i utratą części wsparcia OZE w Rumunii oraz nieco słabszy wynik kopalni (0,4 mld CZK vs. 0,5 mld CZK rok wcześniej) nie będą w stanie popsuć dynamiki skonsolidowanych zysków R/R. Na poziomie działalności finansowej Spółka powinna dodatkowo rozpoznać 2 mld CZK zysku na sprzedaży elektrowni Chvaletice (nie zakładamy potencjalnych odpisów aktywów, które mogłyby częściowo to zdarzenie jednorazowe zneutralizować), ale jednocześnie zaksięguje standardowe koszty odsetkowe i stratę na wycenie akcji MOL (-0,5 mld CZK), więc dodatnie saldo prognozujemy tylko na +0,3 mld CZK.

Enea — Kupuj

Energetyka

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013 7,4 | P/E 2014 12,6 | EV/EBITDA 2013 2,8 | EV/EBITDA 2014 3,4

Cena bieżąca 14,50 PLN
Cena docelowa 17,22 PLN

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	2 143,6	2 407,5	*-11,0%*	6 739,2	7 429,3	*-9,3%*	8 905,1	10 096,0	*-11,8%*
EBITDA	414,8	418,9	*-1,0%*	1 349,0	1 282,6	*5,2%*	1 844,2	1 596,3	*15,5%*
marża	*19,3%*	*17,4%*	-	*20,0%*	*17,3%*	-	*20,7%*	*15,8%*	-
EBIT	218,6	222,5	*-1,8%*	766,9	710,2	*8,0%*	1 047,7	846,5	*23,8%*
Zysk brutto	234,1	250,6	*-6,6%*	804,1	775,6	*3,7%*	1 071,3	908,2	*18,0%*
Zysk netto	189,6	189,8	*-0,1%*	641,3	612,6	*4,7%*	867,8	717,2	*21,0%*

Poprawa Q/Q z uwagi na zdarzenia jednorazowe w 2Q

Po rozczarowującym 2Q oczekujemy wyraźnej poprawy Q/Q, co będzie w dużym stopniu efektem zaniżonej bazy odniesienia. W segmencie wytwarzania energii wzrost EBIT Q/Q (23 mln PLN vs. -11 mln PLN) wynikać powinien z niższych kosztów CO_2 (większość wydatków na uprawnienia do emisji zostało alokowane do 2Q z uwagi na specyfikę przyjętej kolejki FIFO do rozliczania darmowych i płatnych certyfikatów) oraz dalszego spadku ceny węgla (obniżki z kontraktu w 2Q były jeszcze rozwodnione zapasami). W segmencie dystrybucji zakładamy zyski zbliżone do ubiegłorocznych (162 mln PLN vs. 169 mln PLN w 3Q'12), a brak poprawy w tym obszarze to efekt jednorazowych zdarzeń sprzed roku, które wówczas wsparły wynik kwotą 13 mln PLN. W segmencie obrotu, mimo obniżki w taryfie G i wzrostu cen świadectw pochodzenia energii z OZE, zakładamy tylko niewielki spadek EBIT Q/Q (68 mln PLN vs. 76 mln PLN) ze względu na fakt, że w 2Q wynik był dodatkowo zaniżony o 20 mln PLN przez tzw. efekt niezbilansowania energii. Na działalności finansowej saldo powinno sięgnąć około 15 mln PLN, gdyż nie oczekujemy istotnego wpływu z tytułu różnic kursowych, co pozwoli na osiągnięcie zbliżonego zysku netto w ujęciu R/R.

Energetyka

PGE

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013 8,6 | P/E 2014 12,6 | EV/EBITDA 2013 4,1 | EV/EBITDA 2014 5,1

Cena bieżąca 17,55 PLN
Cena docelowa 16,66 PLN

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	7 058,9	6 946,1	*2%*	22 159,8	21 897,1	*1,2%*	29 850,3	30 556,8	*-2,3%*
EBITDA	2 192,4	1 986,5	*10%*	6 836,2	6 521,0	*4,8%*	7 736,0	6 790,6	*13,9%*
marża	*31,1%*	*28,6%*	-	*30,8%*	*29,8%*	-	*25,9%*	*22,2%*	-
EBIT	1 434,5	1 255,0	*14%*	4 601,9	4 358,7	*5,6%*	4 755,2	3 870,5	*22,9%*
Zysk brutto	1 481,1	1 373,9	*8%*	4 597,4	4 603,6	*-0,1%*	4 752,1	4 102,5	*15,8%*
Zysk netto	1 192,3	1 136,8	*5%*	3 703,5	3 631,2	*2,0%*	3 823,4	3 211,1	*19,1%*

Wygrany spór o KDT-y zapewni wzrost EBIT R/R

Wyniki 3Q powinny okazać się lepsze niż przed rokiem, ale w dużym stopniu będzie to wynikać z rozpoznaniu około 100 mln PLN z tytułu odszkodowania za wygrane spory ws. KDT. W segmencie wytwarzania raportowany EBIT, uwzględniający zarówno to zdarzenie jednorazowe, jak i około 180 mln PLN przychodów z bieżących rekompensat, sięgnie naszym zdaniem około 680 mln PLN. W segmencie hurtowym oczekujemy zysku operacyjnego zbliżonego Q/Q (229 mln PLN), ale w detalu należy liczyć się z pogorszeniem rentowności (EBIT 90 mln PLN vs. 150 mln PLN w 2Q'13) z uwagi na obniżoną taryfę G oraz wzrosty cen zielonych certyfikatów na TGE. W obszarze dystrybucji nie powinno być problemu z powtórzeniem EBIT w ujęciu Q/Q (346 mln PLN), natomiast w OZE mimo uwzględnienia nowych mocy wiatrowych zysk operacyjny będzie gorszy w porównaniu do 2Q'13 (44 mln PLN vs. 92 mln PLN), gdyż w poprzednim kwartale pojawił się jednorazowy efekt przeszacowania świadectw pochodzenia (50 mln PLN). Na działalności finansowej oprócz kosztów odsetek i standardowego efektu „zwijania dyskonta" oczekujemy dodatnich różnic kursowych w kwocie 30 mln PLN. Ostatecznie wyniki 3Q wymuszą podniesienie niskiego konsensusu na 2013 (w tym również naszych prognoz) i to nie tylko z uwagi na ponad 300 mln PLN dodatnich zdarzeń jednorazowych jakie pojawiły się w tym roku.

Energetyka

Tauron

Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2013 5,9 | P/E 2014 9,6 | EV/EBITDA 2013 3,6 | EV/EBITDA 2014 4,2

Cena bieżąca 4,91 PLN
Cena docelowa 5,94 PLN

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	4 350,4	5 900,3	*-26,3%*	14 055,3	18 214,2	*-22,8%*	18 744,7	24 741,3	*-24,2%*
EBITDA	889,4	1 004,8	*-11,5%*	2 941,2	3 074,8	*-4,3%*	3 776,8	3 839,9	*-1,6%*
marża	*20,4%*	*17,0%*	-	*20,9%*	*16,9%*	-	*20,1%*	*15,5%*	-
EBIT	462,4	589,5	*-21,6%*	1 650,5	1 845,6	*-10,6%*	2 086,0	2 153,4	*-3,1%*
Zysk brutto	412,4	547,2	*-24,6%*	1 496,9	1 687,9	*-11,3%*	1 865,3	1 935,8	*-3,6%*
Zysk netto	330,8	420,1	*-21,3%*	1 178,7	1 274,9	*-7,5%*	1 458,5	1 466,8	*-0,6%*

Spadek EBITDA R/R, ale nasza prognoza roczna niezagrożona

Wyniki 3Q będą słabsze w ujęciu R/R, ale jest to uwzględnione w naszej rocznej prognozie, która na poziomie zysku netto powinna po trzech kwartałach być wykonana w 81%, a przypominamy że jest wyższa od konsensusu o 17%. W rozbiciu segmentowym słabiej niż w 2Q'13 wypadną kopalnie (EBIT 9 mln PLN vs. 35 mln PLN kwartał wcześniej) z uwagi na spadek cen węgla zarówno w kontraktach zewnętrznych, jak i w ramach Grupy. W obszarze wytwarzania stratę operacyjną szacujemy na -76 mln PLN, co oczywiście jest pochodną niskiej rentowności na produkcji, która tylko częściowo jest kompensowana niższymi cenami paliwa. Ponownie głównymi budulcami zysków będą obszary dystrybucji (EBIT 360 mln PLN vs. 322 mln PLN przed rokiem) i obrotu, choć w tym ostatnim wypadku zyski będą już mniejsze niż w 1H'13 z uwagi na wzrost cen zielonych certyfikatów oraz obniżkę taryfy G (EBIT 135 mln PLN). Pozytywnie kontrybuować będą również segment ciepło (10 mln PLN), obsługa klienta (20 mln PLN) i OZE (19 mln PLN). Na działalności finansowej saldo nie powinno odbiegać od tego z 2Q'13 (-50 mln PLN).

Telekomunikacja

Telekomunikacja Netia Zawieszona

Analityk: Michał Marczak

P/E 2013	48,2	EV/EBITDA 2013	3,8	**Cena bieżąca**	**5,03 PLN**
P/E 2014	89,7	EV/EBITDA 2014	3,9	**Cena docelowa**	**-**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	471,5	521,1	*-9,5%*	1 439,7	1 601,8	*-10,1%*	2 034,3	2 121,4	*-4,1%*
EBITDA	131,7	148,4	*-11,3%*	406,7	407,4	*-0,2%*	561,7	461,5	*21,7%*
marża	*27,9%*	*28,5%*	-	*28,3%*	*25,4%*	-	*27,6%*	*21,8%*	-
EBIT	22,5	27,3	*-17,7%*	76,2	44,2	*72,2%*	86,9	-21,0	*-514,6%*
Zysk brutto	14,6	17,0	*-14,1%*	53,0	10,8	*388,4%*	49,2	-60,9	*-180,8%*
Zysk netto	8,8	10,0	*-12,7%*	30,5	21,2	*43,8%*	39,9	-87,7	*-145,4%*

Nadal w trendzie spadkowym

3Q nie powinien przynieść zmiany dotychczasowego trendu w wynikach Spółki. Spadające przychody (-9,5% R/R) to efekt kurczącej się bazy abonentów telefonii stacjonarnej oraz niższych stawek FTM. W przypadku usług bezpośrednich oczekujemy spadku przychodów do 200 mln PLN, tj. o 14,2% R/R. W związku ze spadkiem stawek interkonektowych szacujemy, że przychody w tym obszarze obniżą się o 19% R/R. Kurcząca się baza abonentów szerokopasmowego dostępu do internetu to również obniżenie przychodów z transmisji danych (-5% R/R). Jedynym segmentem, w którym spodziewamy się wzrostu sprzedaży będą pozostałe usługi telekomunikacyjne (+9% R/R). Dotychczas silną stroną wyników Spółki była kontrola kosztów (m.in. dzięki spadkowi kosztów rozliczeń międzyoperatorskich), co powinno udać się również w 3Q. Marża EBITDA na poziomie 27,9% będzie nieco niższa niż przed rokiem, ale nadal jest to poziom wysoki.

Telekomunikacja TPSA Zawieszona

Analityk: Michał Marczak

P/E 2013	46,4	EV/EBITDA 2013	2,6	**Cena bieżąca**	**8,51 PLN**
P/E 2014	-	EV/EBITDA 2014	-	**Cena docelowa**	**-**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	3 242,0	3 472,0	*-6,6%*	9 812,0	10 659,0	*-7,9%*	13 054,0	14 141,0	*-7,7%*
EBITDA	1 007,0	1 325,0	*-24,0%*	3 044,0	3 850,0	*-20,9%*	4 051,0	4 857,0	*-16,6%*
marża	*31,1%*	*38,2%*	-	*31,0%*	*36,1%*	-	*31,0%*	*34,3%*	-
EBIT	223,0	523,0	*-57,4%*	682,0	1 385,0	*-50,8%*	905,0	1 574,0	*-42,5%*
Zysk brutto	118,0	377,0	*-68,7%*	421,0	1 004,0	*-58,1%*	539,0	1 018,0	*-47,1%*
Zysk netto	86,0	307,0	*-72,0%*	243,0	804,0	*-69,8%*	329,0	855,0	*-61,5%*

Spadek przychodów, stabilna EBITDA

3Q powinien przynieść dalszy spadek przychodów, w głównej mierze będący efektem obniżenia stawek interkonektowych w telefonii mobilnej. Nowe stawki znajdują odzwierciedlenie również w niższych kosztach z tego tytułu, dlatego ich wpływ na EBITDA jest ograniczony, a Spółka w dalszym ciągu posiada potencjał do obniżania kosztów operacyjnych (m.in. kosztów osobowych). W telefonii stacjonarnej spodziewamy się spadku przychodów z tradycyjnych usług głosowych o 15,5% R/R (erozja bazy abonenckiej, spadek ARPU), przy wzroście przychodów z transmisji danych o 6% R/R (wzrost ARPU). Pozytywnym elementem wyników będzie wzrost bazy abonenckiej telefonii komórkowej, co wynika z wprowadzenia nowej oferty pod marką nju mobile (tanie usługi dla klientów detalicznych, z niskimi kosztami obsługi klienta).

Media

Cinema City — Akulumuj

Media

Analityk: Paweł Szpigiel

P/E 2013 17,7 | P/E 2014 15,2 | EV/EBITDA 2013 8,7 | EV/EBITDA 2014 8,2 | **Cena bieżąca 33,50 PLN** | **Cena docelowa 33,50 PLN**

(mln EUR)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	73,8	74,9	*-1,5%*	210,2	196,0	*7,2%*	303,9	280,7	*8,3%*
EBITDA	17,7	17,6	*0,6%*	46,9	41,8	*12,2%*	66,7	60,2	*10,8%*
marża	*24,0%*	*23,5%*	-	*22,3%*	*21,3%*	-	*21,9%*	*21,4%*	-
EBIT	10,1	10,1	*0,1%*	24,0	19,4	*23,7%*	33,4	36,9	*-9,5%*
Zysk brutto	8,2	9,1	*-10,3%*	17,2	17,1	*1,0%*	26,3	26,8	*-1,9%*
Zysk netto	7,4	8,2	*-10,3%*	15,7	15,4	*1,6%*	23,3	23,8	*-2,1%*

Stabilny wynik EBITDA R/R pomimo gorszego repertuaru w 3Q'13

Repertuar w 3Q'12 był bogaty filmy generujące dużą sprzedaż biletów (*Magadaskar 3*, *Epoka lodowcowa 4*, *Jesteś Bogiem*, *Mroczny Rycerz Powstaje*, *Prometeusz*). W 3Q'13 słabszy repertuar naszym zdaniem przełoży się na 3% mniejszą ilościowo sprzedaż biletów w Cinema City. Najgorzej pod względem ilości biletów wypadła Polska, gdzie zakładamy 17% spadek R/R. Te słabe wyniki zrekompensowały rynki, na których liczba kin R/R wzrosła, czyli Rumunia i Bułgaria. Ze względu na mniejszą ilość filmów 3D zakładamy spadek cen biletów w walutach lokalnych na większości rynków. Estymujemy 73,8 mln EUR przychodów ze sprzedaży (-1,5% R/R). Relatywnie mniejsze koszty sprzedaży (3,4 mln EUR w 3Q'13 vs. 4,3 mln EUR rok wcześniej) przełożą się na wynik EBITDA na poziomie 17,7 mln EUR (+0,6% R/R). Ze względu na zwiększone koszty finansowe R/R (210 mln EUR długu zaciągniętego na zakup udziałów w Israel Theatres w XII'12), zysk netto estymujemy na poziomie 7,4 mln EUR (-10,3% R/R). Na zysk netto w 3Q'13 pozytywnie wpłynie konsolidacja zysku netto spółki Ronson Europe NV w kwocie 0,7 mln EUR.

TVN — Trzymaj

Media

Analityk: Paweł Szpigiel

P/E 2013 66,4 | P/E 2014 21,1 | EV/EBITDA 2013 14,2 | EV/EBITDA 2014 12,6 | **Cena bieżąca 15,40 PLN** | **Cena docelowa 12,00 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	306,3	310,9	*-1,5%*	1 089,9	1 127,6	*-3,3%*	1 540,4	1 584,3	*-2,8%*
EBITDA	65,0	84,7	*-23,2%*	321,5	317,5	*1,3%*	515,0	456,0	*12,9%*
marża	*21,2%*	*27,2%*	-	*29,5%*	*28,2%*	-	*31,7%*	*28,8%*	-
EBIT	45,2	66,7	*-32,3%*	260,1	264,5	*-1,7%*	423,1	374,3	*13,0%*
Zysk brutto	-166,4	53,7	-	-272,4	235,9	-	87,4	267,7	*-67,3%*
Zysk netto	-156,8	57,4	-	-231,0	11,8	-	79,7	485,9	*-83,6%*

Koszty finansowe związane z refinansowaniem przełożą się na stratę netto w wysokości 157 mln PLN

W 3Q'13 spodziewamy się wyhamowania spadków na rynku reklamy ogółem, która powinna zanotować wynik -3,0% R/R. Dobre wyniki oglądalności i udany start ramówki jesiennej przekładamy na wynik z reklamy na poziomie 210 mln PLN (-1,5% R/R). Zakładamy przychody abonamentowe w wysokości 54 mln PLN oraz niewielki nominalnie wzrost przychodów ze sponsoringu do 26 mln PLN. W sumie TVN powinien wykazać 306 mln PLN przychodów ze sprzedaży ogółem (-1,5% R/R). Bazę kosztową z wyłączeniem wyników jednostek stowarzyszonych estymujemy na 247 mln PLN. Wzrostów R/R oczekujemy głównie w wynagrodzeniach i kosztach amortyzacji, a spadków w kosztach wynajmu i kosztach nadawania programów. Koszty marketingu zakładamy na stabilnym poziomie ze względu na promocję jesiennej ramówki w okresie wakacyjnym. Zysk EBITDA bez wpływu jednostek stowarzyszonych prognozujemy na 80 mln PLN (-5,5% R/R). Wynik jednostek stowarzyszonych zakładany na poziomie -15 mln PLN (vs. 13,6 mln PLN w 2Q'13). Sądzimy że gros kosztów jednorazowych związanych z restrukturyzacją platformy nC+ zostanie poniesione w 3Q. Zauważyliśmy także dużą aktywność promocyjną nowej platformy. Koszty finansowe estymujemy na 212 mln PLN ze względu na koszty odsetek: od obligacji Senior Notes 10,75% zapadalnych w 2017 r. w wysokości 63 mln PLN, Senior Notes 7,875% zapadalnych w 2018 r. w wysokości 14 mln PLN oraz od ostatnio wyemitowanych Senior Notes 7,375% zapadalnych w 2020 r. w wysokości 5,2 mln PLN. Bierzemy także pod uwagę należne, ale niewypłacone odsetki od Senior Notes 10,75%, koszty realizacji opcji call (ok. 29,9 mln EUR), koszty emisji nowych obligacji (10,8 mln EUR). Aprecjacja PLN vs. EUR będzie mieć niepieniężny pozytywny wpływ na saldo finansowe w wysokości 86 mln PLN. Ostatecznie, grupa wygeneruje stratę netto na poziomie -156,8 mln PLN.

IT

IT

Asseco Poland Trzymaj

Analityk:
Paweł Szpigiel

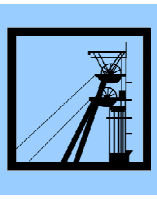
P/E 2013	11,3	EV/EBITDA 2013	6,6	**Cena bieżąca**	**50,30 PLN**
P/E 2014	10,8	EV/EBITDA 2014	6,2	**Cena docelowa**	**51,30 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	1 426,0	1 328,2	*7,4%*	4 210,4	3 994,9	*5,4%*	5 827,1	5 529,1	*5,4%*
EBITDA	217,7	220,3	*-1,2%*	676,7	669,8	*1,0%*	910,0	888,9	*2,4%*
marża	*15,3%*	*16,6%*	-	*16,1%*	*16,8%*	-	*15,6%*	*16,1%*	-
EBIT	152,7	161,0	*-5,2%*	481,1	495,4	*-2,9%*	658,2	649,9	*1,3%*
Zysk brutto	146,7	152,8	*-4,0%*	456,5	505,8	*-9,7%*	616,6	665,9	*-7,4%*
Zysk netto	79,4	82,9	*-4,2%*	259,4	278,1	*-6,7%*	368,8	370,1	*-0,4%*

Wzrost przychodów, presja na marże

W 3Q'13 spodziewamy się istotnego wzrostu przychodów Asseco Poland o 7% R/R, co wynika głównie z większych przychodów na rynku polskim, zwłaszcza w segmencie medycznym (świetna sprzedaż rozwiązania AMMS) i energetycznym. Dodatkowe przychody wygenerowało też przejęte w lutym br. Zeto Bydgoszcz. Szacujemy, że trend spadku marż będzie w dalszym ciągu widoczny zwłaszcza w przypadku rynku polskiego (zysk operacyjny -8% R/R). Słabszy kwartał zanotuje według nas Asseco South Eastern Europe, gdzie zysk operacyjny zmaleje do 9,3 mln PLN (vs. 11,8 mln PLN przed rokiem). Pogorszenie się przychodów i rentowności Asseco Central Europe przełoży się na wynik EBIT na poziomie 13,3 mln PLN (spadek z 18,8 mln PLN). Saldo na działalności finansowej szacujemy na poziomie -6,0 mln PLN. Wynik mniejszości prognozujemy na poziomie 34,2 mln PLN, a efektywna stawkę podatku dochodowego w wysokości 21%. Zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej powinien oscylować wokół 79,4 mln PLN.

Górnictwo i metale



Górnictwo węgla JSW

Trzymaj

Analityk: Michał Marczak

P/E 2013	354,6	EV/EBITDA 2013	5,4	**Cena bieżąca**	**68,0 PLN**
P/E 2014	26,6	EV/EBITDA 2014	4,1	**Cena docelowa**	**72,8 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	1 647,4	2 284,7	*-27,9%*	5 759,4	6 919,7	*-16,8%*	7 759,1	8 821,0	*-12,0%*
EBITDA	153,0	588,3	*-74,0%*	994,9	2 133,5	*-53,4%*	1 202,3	2 374,8	*-49,4%*
marża	-	-	-	*17,3%*	*30,8%*	-	*15,5%*	*26,9%*	-
EBIT	-127,0	317,5	-	131,6	1 344,7	*-90,2%*	100,6	1 308,2	*-92,3%*
Zysk brutto	-139,0	311,8	-	76,1	1 325,8	*-94,3%*	29,0	1 276,9	*-97,7%*
Zysk netto	-110,3	247,1	-	62,6	1 030,2	*-93,9%*	22,5	985,1	*-97,7%*

Najsłabszy kwartał w roku

W 3Q JSW zanotowała niższą sprzedaż węgla i koksu w ujęciu Q/Q, co jest efektem z jednej strony sezonowego spadku popytu na węgiel energetyczny, a z drugiej wyczerpania się potencjału dalszej sprzedaży zapasów (co miało miejsce w 1H). Zrealizowane ceny sprzedaży dla węgla koksowego były os ok. 10% niższe Q/Q. W przypadku węgla energetycznego spadek wynosi ok. 6%, a dla koksu 7%. Oczekujemy, że przy takich spadkach cen i wolumenów Spółka zanotuje w trzecim kwartale ok. 110 mln PLN straty netto. Nie oczekujemy, żeby w związku ze spadkiem cen Spółka dokonywała dalszego odpisu wartości zapasów. Jednostkowy koszt produkcji węgla powinien kształtować się na poziomie nieco wyższym niż w 2Q, co wynika z niższego wolumenu sprzedaży. Ze względu na oczekiwany wzrost wolumenu sprzedaży w 4Q spodziewamy się, że ostatni kwartał będzie lepszy niż 3Q, a Spółka powinna zakończyć cały rok wynikiem nieco ponad 0 PLN.

Metale KGHM

Trzymaj

Analityk: Michał Marczak

P/E 2013	8,9	EV/EBITDA 2013	4,7	**Cena bieżąca**	**121,9 PLN**
P/E 2014	10,2	EV/EBITDA 2014	5,1	**Cena docelowa**	**132 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	3 569,8	5 054,9	*-29,4%*	13 072,8	15 558,8	*-16,0%*	23 059,8	26 837,0	*-14,1%*
EBITDA	848,2	1 692,8	*-49,9%*	3 657,2	5 846,2	*-37,4%*	5 643,8	8 059,0	*-30,0%*
marża	-	-	-	*28,0%*	*37,6%*	-	*24,5%*	*30,0%*	-
EBIT	636,2	1 499,2	*-57,6%*	3 027,2	5 255,5	*-42,4%*	4 015,3	6 604,0	*-39,2%*
Zysk brutto	627,2	1 490,5	*-57,9%*	2 973,2	5 229,9	*-43,1%*	3 880,6	6 459,0	*-39,9%*
Zysk netto	438,0	1 120,3	*-60,9%*	2 163,0	4 070,5	*-46,9%*	2 748,1	4 812,0	*-42,9%*

Przestój w hucie i niskie ceny metali szlachetnych

W trzecim kwartale kumulują się dwie negatywne dla Spółki informacje. Przy spadku cen metali Spółka prowadzi remont w Hucie Głogów, który będzie wiązał się z dodatkowymi kosztami i spadkiem sprzedaży miedzi. W 3Q średnia cena miedzi obniżyła się Q/Q o 1,3% do 7 099 USD/t. Dużo istotniejszy spadek miał miejsce w przypadku cen metali szlachetnych. Srebro potaniało (średnio) o 7,6%, a złoto o 6,1%. Kurs USD/PLN pozostawał na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału (3,20). W związku z remontem huty zakładamy, że kwartalna sprzedaż miedzi zmniejszy się do 116 tys. ton (-20,5% R/R), a srebra do 260 ton (-13,9% R/R). Niższy wolumen oraz koszty remontu to również wzrost kosztu jednostkowego do 22 000 PLN/t. Jest to zdarzenie jednorazowe. W prognozie zakładamy, że Spółka zaksięguje w rachunek wyników dodatni wynik na transakcjach zabezpieczających na poziomie 200 mln PLN. W przypadku KGHM International spodziewamy się przychodów w wysokości 261 mln USD i EBITDA na poziomie 52 mln USD.

Górnictwo węgla

LW Bogdanka

Akumuluj

Analityk:
Michał Marczak

P/E 2013	12,0	EV/EBITDA 2013	5,8	**Cena bieżąca**	**113,0 PLN**
P/E 2014	10,9	EV/EBITDA 2014	5,2	**Cena docelowa**	**130,9 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	500,3	485,7	*3,0%*	1 379,2	1 392,2	*-0,9%*	2 001,5	1 835,8	*9,0%*
EBITDA	181,2	201,3	*-10,0%*	529,8	566,7	*-6,5%*	733,1	658,1	*11,4%*
marża	-	-	-	*38,4%*	*40,7%*	-	*36,6%*	*35,8%*	-
EBIT	101,2	125,7	*-19,5%*	289,3	338,5	*-14,5%*	405,6	357,3	*13,5%*
Zysk brutto	99,2	89,7	*10,6%*	281,1	303,0	*-7,2%*	394,1	358,3	*10,0%*
Zysk netto	80,0	103,7	*-22,8%*	222,0	276,8	*-19,8%*	319,2	289,7	*10,2%*

W oczekiwaniu na czwartą ścianę

Będzie to ostatni kwartał, kiedy Spółka pracuje trzema ścianami wydobywczymi. Począwszy od 4Q wydobycie po raz kolejny skokowo wzrośnie. W samym 3Q produkcja węgla wyniosła 2,16 mln ton (+14% R/R). W prognozie zakładamy, że Spółka zmniejszy poziom zapasów, co przełoży się na sprzedaż węgla handlowego na poziomie 2,28 mln ton (+11,4% R/R). Średni przychód na tonę sprzedanego węgla szacujemy na 214 PLN, tj. o 6,8% mniej w ujęciu R/R i o 3,4% mniej niż w 2Q. Koszt wytworzenia na tonę spadnie w ujęciu R/R o 8,6%, co jest efektem wzrostu wolumenu sprzedaży oraz większego uzysku węgla z wydobytego urobku.

Przemysł

Alchemia — Redukuj

Przemysł

Analityk: Jakub Szkopek

P/E 2013 18,0 | EV/EBITDA 2013 9,0 | **Cena bieżąca 5,07 PLN**
P/E 2014 12,6 | EV/EBITDA 2014 7,0 | **Cena docelowa 4,20 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	282,1	275,3	*2,5%*	793,2	915,1	*-13,3%*	1 134,4	1 139,1	*-0,4%*
EBITDA	20,3	17,4	*16,8%*	41,1	86,4	*-52,4%*	119,6	77,7	*54,0%*
marża	*7,2%*	*6,3%*	-	*5,2%*	*9,4%*	-	*10,5%*	*6,8%*	-
EBIT	10,8	7,7	*39,0%*	12,5	57,9	*-78,4%*	79,2	49,6	*59,7%*
Zysk brutto	9,7	3,9	*147,7%*	9,3	48,3	*-80,7%*	72,1	36,2	*99,0%*
Zysk netto	8,7	1,1	*729,2%*	6,3	36,1	*-82,5%*	58,4	25,5	*129,1%*

Brak wyraźnego wzrostu cen przyczyną utrzymującej się niskiej rentowności

W 3Q'13 spodziewamy nieznacznego wzrostu wolumenu sprzedaży rur stalowych bez szwu (+5% R/R), na co wpływ ma z jednej strony niska baza 3Q'12, a z drugiej wzrost sprzedaży rur wiertniczych w 3Q'13. Nadal spodziewamy się, że na niskim poziomie kształtować się będą ceny sprzedaży rur (na poziomie z 1H'13). Spodziewamy się również wzrostu sprzedaży segmentu wyrobów kutych (+37% R/R – wysoka sprzedaż Huty Bankowa) oraz stabilnej sprzedaży pierścieni kuto-walcowanych. Oczekujemy również wzrostu sprzedaży wyrobów walcowanych długich (+20% R/R).
Nadal oczekujemy, że rentowność sprzedaży produkowanych wyrobów będzie się utrzymywać na niskim poziomie, w związku niskimi cenami rur stalowych na rynku. Spodziewamy się, że rentowność EBITDA nadal będzie poniżej 10%.
Wzrost wyników finansowych w 3Q'13 to głównie efekt bardzo niskiej bazy rezultatów z drugiej połowy 2012 roku. Szacujemy, że po 1-3Q'13 nasza całoroczna prognoza przychodów wykonana będzie na poziomie 70%, EBITDA 34%, a wyniku netto 11%. Brak zdecydowanych sygnałów odbicia koniunktury na rynku rur stalowych bez szwu w Europie oznacza, że prawdopodobnie również nasza przyszłoroczna prognoza wyników jest zbyt optymistyczna.

Astarta — Trzymaj

Przemysł spożywczy

Analityk: Jakub Szkopek

P/E 2013 5,9 | EV/EBITDA 2013 5,8 | **Cena bieżąca 70,00 PLN**
P/E 2014 3,0 | EV/EBITDA 2014 3,6 | **Cena docelowa 73,40 PLN**

(mln UAH)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	1 033,1	935,9	*10,4%*	2 790,5	2 442,4	*14,3%*	4 055,1	3 701,6	*9,5%*
EBITDA	329,5	444,0	*-25,8%*	1 147,5	1 189,7	*-3,5%*	1 303,2	880,3	*48,0%*
marża	*31,9%*	*47,4%*	-	*41,1%*	*48,7%*	-	*32,1%*	*23,8%*	-
EBIT	260,6	376,2	*-30,7%*	940,8	996,2	*-5,6%*	1025,7	616,9	*66,3%*
Zysk brutto	205,2	320,0	*-35,9%*	765,5	857,9	*-10,8%*	817,9	457,6	*78,8%*
Zysk netto	198,0	316,4	*-37,4%*	756,5	868,1	*-12,9%*	799,4	467,4	*71,0%*

Wysokie wykonanie prognozy po 1-3Q'13

W 3Q'13 spodziewamy się, że Astarta sprzeda 95 tys. ton cukru (-8,9% R/R), 148 tys. ton zbóż (+53,0% R/R – efekt dobrych zbiorów na Ukrainie) oraz 23 tys. ton mleka (+14,0% R/R). W 3Q'13 ceny zbóż wyraźnie spadały względem 1H'13 i analogicznego okresu roku ubiegłego (pszenica -19% R/R, jęczmień -19% R/R, kukurydza -23% R/R). Ceny cukru znajdowały się na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego, a mleka były o 58% R/R wyższym. Mimo spadku cen zbóż uważamy, że większa efektywność (wynikająca z wyższych zbiorów) połączona z wyraźnym wzrostem wolumenów sprzedaży przełoży się na 29% R/R poprawę wyniku brutto ze sprzedaży.
Spodziewamy się, że spadające ceny zbóż negatywnie przełożą się na wielkość rewaluacji biologicznych związanych z produkcją zbóż (prognozujemy, że te spadną o ponad 110 mln UAH względem 3Q'12). Pozytywny wpływ na wynik będzie miała rewaluacja aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą (efekt rosnących cen mleka), ale wpływ będzie o ponad połowę niższy niż miało to miejsce w 3Q'12 (27,8 mln UAH w 3Q'13 vs. 68,7 mln UAH w 3Q'12).
Na poziomie działalności finansowej zakładamy negatywny wpływ osłabienia się UAH do EUR na przestrzeni kwartału (o 3,9%), którego wielkość szacujemy na 4,1 mln UAH. Po 1-3Q'13 nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie na poziomie 88% EBITDA i 95% wyniku netto.

Przemysł

Boryszew

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek

P/E 2013	9,7	EV/EBITDA 2013	7,1
P/E 2014	11,4	EV/EBITDA 2014	7,4

Cena bieżąca 0,53 PLN
Cena docelowa 0,56 PLN

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	1 108,7	1 102,2	*0,6%*	3 550,8	3 621,0	*-1,9%*	4 913,5	4 881,2	*0,7%*
EBITDA	53,3	53,8	*-0,9%*	155,0	234,4	*-33,9%*	361,8	243,9	*48,3%*
marża	*4,8%*	*6,2%*	-	*4,4%*	*6,5%*	-	*7,4%*	*5,0%*	-
EBIT	26,3	24,5	*7,3%*	73,9	151,2	*-51,1%*	251,8	134,3	*87,5%*
Zysk brutto	19,2	23,7	*-19,1%*	44,1	125,5	*-64,8%*	196,2	99,1	*98,1%*
Zysk netto	7,4	8,1	*-9,1%*	11,0	63,3	*-82,6%*	119,8	39,3	*204,9%*

Wynik zbliżony do ubiegłorocznego, całoroczna prognoza do obniżenia

W 3Q'13 spodziewamy się zbliżonego poziomu sprzedaży do ubiegłorocznego (+0,6% R/R). Prognozujemy, że przychody Grupy Impexmetal wzrosną o 2,9% R/R, natomiast przychody segmentów motoryzacyjnego i produktów chemicznych spadną o odpowiednio 10% R/R i 9,1% R/R.

Zakładamy, że rosnące marże przerobowe w aluminium i korzystny kurs PLN do EUR powinny skutkować zwiększeniem wyników operacyjnych Grupy Impexmetal w 3Q'13 (+15,9% R/R), natomiast spodziewamy się, że segment motoryzacyjny wygeneruje stratę operacyjną na poziomie -1,1 mln PLN. Oczekujemy, że segment produktów chemicznych wygeneruje EBIT na poziomie 6,3 mln PLN, z czego 1 mln PLN pochodzić będzie ze sprzedaży praw CO_2 w Elana Energetyka.

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy dodatnich różnic kursowych na poziomie 0,8 mln PLN z tytułu rosnących na przestrzeni kwartału cen miedzi.

Oczekujemy zbliżonych do ubiegłorocznych wyników Grupy Boryszew w 3Q'13. Po 1-3Q'13 nasza całoroczna prognoza wyników, nawet po wyjęciu efektu przeszacowania gruntu na Łuckiej, będzie wykonana na niskim poziomie (przychody 72%, EBITDA 52% i zysk netto 20%).

Przemysł elektromaszynowy

Famur

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek

P/E 2013	17,8	EV/EBITDA 2013	8,4
P/E 2014	18,7	EV/EBITDA 2014	8,9

Cena bieżąca 5,35 PLN
Cena docelowa 5,20 PLN

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	305,4	421,7	*-27,6%*	953,6	1 144,8	*-16,7%*	1 144,0	1 471,5	*-22,3%*
EBITDA	94,4	139,1	*-32,2%*	306,1	379,1	*-19,2%*	306,2	455,6	*-32,8%*
marża	*30,9%*	*33,0%*	-	*32,1%*	*33,1%*	-	*26,8%*	*31,0%*	-
EBIT	53,4	106,1	*-49,7%*	181,5	290,2	*-37,5%*	194,3	348,9	*-44,3%*
Zysk brutto	57,1	112,9	*-49,4%*	183,3	287,8	*-36,3%*	189,5	336,5	*-43,7%*
Zysk netto	45,7	88,2	*-48,2%*	142,7	219,3	*-34,9%*	144,4	271,1	*-46,7%*

Kolejny kwartał spadkowych rezultatów

W 3Q'13 oczekujemy dalszego spadku poziomu backlogu w rezultacie utrzymującej się dekoniunktury na rynku maszyn i urządzeń dla górnictwa oraz spadku cen na dostawę sprzętu w kontraktach. Spodziewamy się 24% R/R spadku przychodów ze sprzedaży w segmencie maszyn górniczych oraz 17% R/R spadku w segmencie urządzeń transportowych. Zakładamy również, że w 3Q'13 Spółka sprzeda węgiel za 18,8 mln PLN, jaki otrzymała z obligacji węglowych emitowanych przez KHW. Spodziewamy się, że spadek sprzedaży na rynku krajowym i na rynkach eksportowych prowadzić będzie do spadku realizowanej rentowności operacyjnej.

Na poziomie działalności finansowej oczekujemy, że Spółka zaksięguje 2,16 mln PLN dodatnich różnic kursowych związanych z wyceną transakcji zabezpieczających kursy walut (na przestrzeni kwartału PLN umocnił się do EUR o 2,6%). Spodziewamy się również dodatnich różnic kursowych związanych z przeszacowaniem wartości portfela kredytów kwotowanych w walutach obcych (+1,1 mln PLN – Famur posiada kredyt walutowy w kwocie 10,3 mln EUR).

Spodziewamy się dwucyfrowych spadków wyników finansowych w 3Q'13.

Metale

Impexmetal

Kupuj

Analityk:
Jakub Szkopek

P/E 2013	10,2	EV/EBITDA 2013	6,3	**Cena bieżąca**	**3,08 PLN**
P/E 2014	8,7	EV/EBITDA 2014	5,4	**Cena docelowa**	**4,20 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	666,6	647,8	*2,9%*	2 046,6	1 977,3	*3,5%*	2 577,8	2 594,3	*-0,6%*
EBITDA	36,3	34,5	*5,2%*	105,2	115,4	*-8,8%*	153,2	136,8	*12,0%*
marża	*5,4%*	*5,3%*	-	*5,1%*	*5,8%*	-	*5,9%*	*5,3%*	-
EBIT	22,3	19,2	*15,9%*	63,1	72,1	*-12,4%*	93,3	79,1	*18,0%*
Zysk brutto	20,2	17,4	*16,0%*	67,5	72,2	*-6,5%*	71,8	79,4	*-9,6%*
Zysk netto	16,3	13,4	*21,6%*	59,7	47,6	*25,5%*	60,4	56,4	*7,1%*

Wysokie wykonanie całorocznej prognozy po 1-3Q'13

W 3Q'13 spodziewamy się 2,9% R/R wzrostu przychodów ze sprzedaży. Wynikać to będzie z jednej strony z wyższych wolumenów sprzedaży (+2,2% R/R), z drugiej zaś z poprawiających się marż na produktach, gdyż ceny metali w 3Q'13 były na poziomie około niższym niż ubiegłoroczny. Największych wzrostów obrotu spodziewamy się w segmentach cynku (+9,0% R/R), oraz miedzi (+2,8% R/R). Pozostałe segmenty powinny zanotować ujemną dynamikę w granicach 5-7% R/R.
Rosnące marże przerobowe w aluminium i korzystny kurs PLN do EUR powinny skutkować zwiększeniem marży operacyjnej w 3Q'13. Wyraźnie wyższe wyniki operacyjne (ponad +100% R/R) powinny mieć miejsce w segmencie miedzi, w którym Spółka posiadała wysoki wolumen zakontraktowanego towaru, a rentowności sprzyjał eksport i niska baza roku ubiegłego.
Na poziomie działalności finansowej oczekujemy dodatnich różnic kursowych na poziomie 0,5 mln PLN z tytułu rosnących na przestrzeni kwartału cen miedzi.
Po 1-3Q'13 całoroczna prognoza przychodów powinna być wykonana na poziomie 80%, EBITDA 69% i wyniku netto 99%.

Przemysł spożywczy

Kernel

Kupuj

Analityk:
Jakub Szkopek

P/E 2013	9,3	EV/EBITDA 2013	7,4	**Cena bieżąca**	**52,05 PLN**
P/E 2014	5,3	EV/EBITDA 2014	4,8	**Cena docelowa**	**56,50 PLN**

(mln USD)	1Q'13/14P	1Q'12/13	zmiana	2013/14P	2012/13P	zmiana	2014/15P	2013/14P	zmiana
Przychody	389,0	517,8	*-24,9%*	2 183,6	2 761,6	*-20,9%*	2446,0	2 183,6	*12,0%*
EBITDA	65,0	74,1	*-12,3%*	432,2	322,6	*34,0%*	488,6	432,2	*13,0%*
marża	*16,7%*	*14,3%*	-	*19,8%*	*11,7%*	-	*20,0%*	*19,8%*	
EBIT	45,0	54,9	*-18,0%*	347,1	244,5	*41,9%*	404,7	347,1	*16,6%*
Zysk brutto	28,1	40,0	*-29,8%*	274,8	153,0	*79,6%*	333,2	274,8	*21,2%*
Zysk netto	26,7	36,8	*-27,3%*	255,1	146,0	*74,8%*	309,9	255,1	*21,5%*

Nienaturalnie wysoka baza ubiegłego roku

W 1Q'14 (kalendarzowy 3Q'13) Kernel zwiększył sprzedaż zboża o 73,7% R/R do 884,8 tys. ton oraz przeładunek terminali zbożowych o 5,1% do 778,2 tys. ton. Zwiększenie wolumenowej sprzedaży zboża wynikało głównie z akwizycji portu w Tamanie (Rosja). W przypadku rynku ukraińskiego przedłużające się zbiory zbóż jarych oraz spadek cen zbóż na światowych rynkach przełożyły się na mniejsze wolumeny sprzedaży. W przypadku segmentów olejów luzem i oleju butelkowanego wolumen sprzedaży w 1Q'14 (3Q'13) spadł odpowiednio o 50,4% R/R (do 98,7 tys. ton) oraz o 15,0% R/R (do 22,4 tys. ton). Przyczyną tego była wysoka baza roku ubiegłego, w związku z dużą ilością zapasów słonecznika pozostałych po poprzedzającym sezonie. Zwykle w okresie 1Q (3Q) tłocznie oleju wschodzą w okres przestojów technicznych, a głównymi segmentami kontrybuującymi do wyników są te związane z handlem i uprawą zbóż. Zeszły rok pod względem przerobu słonecznika jak na 1Q (3Q) był rekordowy. Niniejsze wolumenowe dane na temat sprzedaży według nas implikują, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Kernel w 1Q'14 (3Q'13) wyniosą 389,0 mln USD (-24,9% R/R), zysk EBITDA sięgnie 65,0 mln USD (-12,3% R/R), wynik EBIT 45,0 mln USD (-18,0% R/R), a zysk netto 26,7 mln USD (-27,3% R/R). Na koniec miesiąca, przy okazji wyników za 2012/2013 rok, Kernel prawdopodobnie przedstawi prognozę rezultatów na kolejny sezon. Spodziewamy się wzrostu wyników w całym roku obrotowym 2013/2014.

Metale

Kęty

Redukuj

Analityk:
Jakub Szkopek

P/E 2013	20,9	EV/EBITDA 2013	9,9
P/E 2014	20,1	EV/EBITDA 2014	9,3

Cena bieżąca 185,0 PLN
Cena docelowa 120,7 PLN

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	449,5	447,3	*0,5%*	1 169,0	1 192,4	*-2,0%*	1 494,0	1 568,1	*-4,7%*
EBITDA	76,1	74,3	*2,4%*	174,2	184,3	*-5,5%*	195,9	224,2	*-12,6%*
marża	*16,9%*	*16,6%*	-	*14,9%*	*15,5%*	-	*13,1%*	*14,3%*	-
EBIT	55,5	53,9	*3,1%*	114,2	123,0	*-7,1%*	110,9	142,1	*-21,9%*
Zysk brutto	53,8	53,9	*-0,2%*	105,9	120,3	*-12,0%*	100,8	136,8	*-26,4%*
Zysk netto	43,9	44,0	*-0,3%*	103,8	99,8	*4,0%*	81,6	117,0	*-30,3%*

Wyniki 3Q'13 zbliżone do zeszłorocznych

Według szacunków Zarządu Grupy Kęty w 3Q'13 wartość wygenerowanych przychodów sięgnie między 445-450 mln PLN, co oznacza spadek o około 1-2,5% R/R (pomimo niższych o około 6% R/R cen aluminium). Dodatnią dynamikę przychodów ze sprzedaży zanotowały segmenty wyrobów wyciskanych (+7% R/R), systemów aluminiowych (+7% R/R), opakowań giętkich (+10% R/R) oraz akcesoriów budowlanych (13% R/R). Segment usług budowlanych zanotował 50% R/R spadek przychodów, co było zgodne z tendencją obserwowaną od początku roku. Według wstępnych szacunków Zarządu wynik operacyjny 3Q'13 wyniesie 54-56 mln PLN (analogiczny poziom co w 3Q'12), a wynik EBITDA 74-76 mln PLN (również analogiczny poziom, co w 3Q'12). Pozytywną tendencją zaobserwowaną w 3Q'13, był wzrost marży w segmencie wyrobów wyciskanych względem 1H'13. Saldo działalności finansowej w 3Q'13 wyniosło -0,7 mln PLN (-2,7 mln PLN w 3Q'12). Wynik netto 3Q'13, zdaniem Zarządu wyniesie 43-44 mln PLN, wobec 42,1 mln PLN w 3Q'12. Na koniec IX'13 dług netto Grupy Kęty wyniesie około 240 mln PLN vs. 189,8 mln PLN na koniec 1H'13 (efekt wypłaty dywidendy w 3Q'13 – 55,7 mln PLN).
Nasze założenia odnośnie kształtowania się wyników Grupy Kęty w 3Q'13 nie odbiegają znacząco od prognoz Zarządu.

Przemysł elektromaszynowy

Kopex

Trzymaj

Analityk:
Jakub Szkopek

P/E 2013	17,9	EV/EBITDA 2013	6,4
P/E 2014	19,6	EV/EBITDA 2014	6,0

Cena bieżąca 11,32 PLN
Cena docelowa 10,80 PLN

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	361,7	532,0	*-32,0%*	1 111,0	1 492,0	*-25,5%*	1 605,0	2 022,2	*-20,6%*
EBITDA	61,1	93,5	*-34,6%*	176,5	194,7	*-9,4%*	220,9	234,3	*-5,7%*
marża	*16,9%*	*17,6%*	-	*15,9%*	*13,1%*	-	*13,8%*	*11,6%*	-
EBIT	26,4	60,2	*-56,1%*	71,3	102,7	*-30,6%*	100,7	109,6	*-8,1%*
Zysk brutto	22,2	54,7	*-59,3%*	59,6	77,1	*-22,7%*	61,5	79,0	*-22,2%*
Zysk netto	17,7	42,6	*-58,5%*	27,8	51,6	*-46,2%*	47,1	54,7	*-13,9%*

Kolejny kwartał spadkowych rezultatów

W 3Q'13 spodziewamy się 32% R/R spadku przychodów ze sprzedaży, co wynikać będzie głównie z niższych przychodów segmentów maszyn i urządzeń dla górnictwa (-22% R/R), maszyn dla górnictwa odkrywkowego (-65% R/R), urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-40% R/R), handlu energią (-89% R/R) oraz węglem (-69% R/R). Jedynym segmentem poprawiającym sprzedaż będą usługi górnicze (+15% R/R). Oczekujemy utrzymujących się niskich marż segmentów maszyn i urządzeń dla górnictwa oraz urządzeń elektrycznych i elektronicznych. Na wyniki Spółki, z jednej strony negatywnie wpływać będzie zmniejszająca się wartość backlogu, z drugiej zaś dekoniunktura na rynku maszyn i urządzeń dla górnictwa, która przekłada się na spadek cen w kontraktach. Oczekujemy spadkowych wyników finansowych na każdym poziomie wyników w 3Q'13. Spodziewamy się, że dług netto na koniec 3Q'13 sięgnie około 560 mln PLN (2,9x EBITDA'12M).

Materiały budowlane

Rovese

Sprzedaj

Analityk: Jakub Szkopek

P/E 2013	39,1	EV/EBITDA 2013	8,7	**Cena bieżąca**	**1,89 PLN**
P/E 2014	17,6	EV/EBITDA 2014	6,9	**Cena docelowa**	**1,20 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	622,6	494,6	*25,9%*	1 555,5	1 293,3	*20,3%*	2 249,9	1 669,0	*34,8%*
EBITDA	76,8	49,0	*56,9%*	162,1	129,4	*25,3%*	245,2	162,3	*51,0%*
marża	*12,3%*	*9,9%*	-	*10,4%*	*10,0%*	-	*10,9%*	*9,7%*	-
EBIT	41,0	16,9	*142,1%*	45,3	34,8	*30,0%*	77,0	18,2	*322,4%*
Zysk brutto	11,6	-22,3	*-151,9%*	-12,0	67,0	*-117,9%*	48,4	-51,9	-
Zysk netto	9,1	-20,9	*-143,7%*	-13,3	48,9	*-127,2%*	39,2	-62,8	-

Poprawa wyników dzięki efektowi niskiej bazy i nabyciu aktywów

W 3Q'13 spodziewamy się, że dotychczasowa część Rovese (bez nabytych aktywów od głównego akcjonariusza) odnotuje wzrost wolumenów sprzedaży w zakresie płytek ceramicznych o 3% R/R i ceramiki około sanitarnej o 5% R/R. Na poziom generowanych przychodów pozytywny wpływ będą miały wyższe o około 2% R/R ceny płytek ceramicznych. Mimo wzrostu cen spodziewamy się, że nadal niskie obłożenie mocy produkcyjnych będzie powodować, że marże brutto ze sprzedaży będą utrzymywać się na niskim poziomie (31,0% w 3Q'13 vs. 30,6% w 3Q'12). Nadal w wynikach powinny widoczne być wysokie koszty sprzedaży, co związane jest z kosztami marketingowymi w kanale tradycyjnym.

W 3Q'13 ambitnie zakładamy, że aktywa przejmowane w ubiegłym roku od akcjonariusza wygenerują obroty na poziomie 121 mln PLN i wynik EBITDA na poziomie 15,9 mln PLN.

Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się ujemnego wpływu przeszacowania portfela kredytów, kwotowanego w walutach obcych. Szacujemy, że osłabienie się UAH do EUR na przestrzeni 3Q'13 przełoży się na ujemne różnice kursowe na poziomie 21,1 mln PLN.

Po 9 miesiącach nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie jedynie w 69% na poziomie przychodów i 66% EBITDA. Wynik netto po pierwszych 3 kwartałach wyniesie -13,3 mln PLN.

Przemysł spożywczy

Tarczyński

Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek

P/E 2013	10,7	EV/EBITDA 2013	5,9	**Cena bieżąca**	**13,84 PLN**
P/E 2014	10,1	EV/EBITDA 2014	5,4	**Cena docelowa**	**17,40 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	112,4	99,2	*13,3%*	321,6	287,5	*11,9%*	452,1	386,7	*116,9%*
EBITDA	5,9	7,6	*-22,4%*	22,1	23,3	*-5,3%*	35,1	33,3	*105,4%*
marża	*5,2%*	*7,7%*	-	*6,9%*	*8,1%*	-	*7,8%*	*8,6%*	-
EBIT	2,9	4,6	*-37,0%*	12,5	14,4	*-13,3%*	22,9	21,2	*107,6%*
Zysk brutto	1,7	9,1	*-81,4%*	8,3	15,4	*-46,0%*	17,8	14,1	*126,3%*
Zysk netto	1,4	2,1	*-31,2%*	6,8	6,9	*-1,2%*	14,7	10,8	*136,0%*

Słaby wynik 3Q'13 efektem wzrostu cen mięsa

W 3Q'13 spodziewamy się, że wolumen sprzedaży produktów przetworzonych wzrośnie o około 1% Q/Q, a średnie ceny sprzedaży o 2% Q/Q. To z kolei przełoży się na wyższe przychody ze sprzedaży, które w zestawieniu z 3Q'13 wzrosną o 2,5% Q/Q i 13,3% R/R.

Dynamicznie rosnące na przestrzeni 3Q'13 ceny mięsa wieprzowego (+15% w skali 3Q'13), mimo przeprowadzonych w sierpniu podwyżek, naszym zdaniem przełożyły się na spadek rentowności brutto ze sprzedaży z 18,9% w 2Q'13 do 18,0% w 3Q'13. Efektem tego jest również spadek wyniku EBIT z 3,9 mln PLN w 2Q'13 do 2,9 mln PLN w 3Q'13. Szacujemy, że wynik netto wyniesie 1,4 mln PLN, wobec zeszłorocznego rezultatu na poziomie 2,1 mln PLN.

Wyniki 3Q'13 będą prawdopodobnie rozczarowaniem dla rynku. Warto jednak zwrócić uwagę, że od połowy września indeks cen mięsa wieprzowego ZMP spadł o ponad 9%. To z kolei powodować będzie, że przy stałych cennikach produktowych Tarczyński w 4Q'13 realizować będzie nadzwyczajnie wysoką marżę operacyjną. Naszym zdaniem słabe wyniki 3Q'13 mogą być okazją do okazyjnego kupna akcji producenta wyrobów wędliniarskich.

Niskie wykonanie prognozy po 1-3Q'13 zmusi nas do obniżenia prognozy na bieżący rok do 31-32 mln PLN EBITDA i 10,5-11,5 mln PLN zysku netto. Jak na razie nie spostrzegamy ryzyka obniżenia prognoz na kolejny rok.

Budownictwo

Budownictwo — Budimex — Akumuluj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	18,9	EV/EBITDA 2013	9,6
P/E 2014	19,1	EV/EBITDA 2014	10,2

Cena bieżąca 120,9 PLN
Cena docelowa 105,4 PLN

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	1 445,4	1 696,7	*-14,8%*	3 533,0	4 580,4	*-22,9%*	5 027,0	6 077,7	*-17,3%*
EBITDA	65,8	64,9	*1,4%*	169,3	149,6	*13,2%*	224,4	233,1	*-3,7%*
marża	*4,6%*	*3,8%*	-	*4,8%*	*3,3%*	-	*4,5%*	*3,8%*	-
EBIT	58,5	53,0	*10,5%*	147,2	109,4	*34,5%*	195,9	182,4	*7,4%*
Zysk brutto	58,3	75,7	*-23,0%*	145,5	134,3	*8,4%*	201,2	202,6	*-0,7%*
Zysk netto	47,2	54,6	*-13,4%*	115,0	76,6	*50,1%*	163,0	186,0	*-12,3%*

Spadek przychodów przy wzroście marży

Na początku października Prezes Blocher w wywiadzie dla PAP informował o swoich oczekiwaniach na 2013 r., wskazując na kilkunastoprocentowy spadek przychodów i wzrost marży operacyjnej w stosunku do 2012 r. W całym roku wynik operacyjny powinien być "porównywalny" do wyniku roku ubiegłego. Po wywiadzie Prezesa podtrzymujemy naszą całoroczną prognozę wyników. W samym 3Q'13 zakładamy spadek przychodów o około 15% R/R do 1,45 mld PLN. Rentowność operacyjna może być nieco niższa niż w 1H'13 (4,2%) ze względu na spadek udziału segmentu mieszkaniowego w wynikach. Osiągnięta w 3Q marża EBIT powinna być jednak wyraźnie lepsza od ubiegłorocznej. W działalności finansowej nie przewidujemy żadnych zdarzeń jednorazowych, które poprawiły wyniki 3Q'13. Wynik netto szacujemy na 47,2 mln PLN. Zgodnie z komentarzem Prezesa Blochera, pozycja gotówkowa na koniec września może być nieco lepsza niż na półrocze (sytuacja według nas komfortowa z punktu widzenia wypłaty wysokiej dywidendy z zysków za 2013 r.).

Budownictwo — Elektrobudowa — Akumuluj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	18,1	EV/EBITDA 2013	11,0
P/E 2014	12,7	EV/EBITDA 2014	8,1

Cena bieżąca 151,0 PLN
Cena docelowa 150,5 PLN

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	228,8	245,7	*-6,9%*	611,6	695,9	*-12,1%*	1 033,5	1 029,4	*0,4%*
EBITDA	14,2	16,4	*-13,7%*	23,2	32,9	*-29,4%*	60,3	55,2	*9,3%*
marża	*6,2%*	*6,7%*	-	*3,8%*	*4,7%*	-	*5,8%*	*5,4%*	-
EBIT	10,6	13,5	*-21,2%*	12,5	23,8	*-47,5%*	46,2	43,0	*7,4%*
Zysk brutto	11,2	14,3	*-21,7%*	12,8	27,3	*-52,9%*	47,4	48,4	*-2,1%*
Zysk netto	9,1	11,6	*-22,0%*	9,9	22,7	*-56,3%*	39,6	39,5	*0,2%*

Odrabianie strat z H1

Po bardzo słabym początku roku, w H2 2013 spodziewamy się powrotu Elektrobudowy do przyzwoitego poziomu rentowności. W zaktualizowanych prognozach finansowych Zarząd zadeklarował osiągnięcie w H2 2013 499 mln PLN przychodów oraz 18,1 mln PLN zysku netto. Szacujemy, że w Q3 2013 Elektrobudowa zrealizuje około 45% półrocznej prognozy przychodów i 50% prognozy zysków. Segment przemysłu, obciążający wyniki Elektrobudowy w poprzednim kwartale nie powinien przynieść dalszych strat w Q3. Sądzimy jednak, że marża EBIT tego segmentu będzie kształtować się w okolicy zera. Zakładamy jednocześnie 35% spadek przychodów segmentu przemysłu. W prognozach na Q3 2013 nie zakładamy jeszcze przychodów z pozyskanych w tym roku kontraktów dla PSE i kontraktu Tauronu w Tychach. W związku z tym nie przewidujemy dużych zmian w przychodach segmentów wytwarzania energii i dystrybucji energii. Przyjęty przez nas poziom marży EBIT w tych segmentach to 5,4-5,5%. W czwartym kwartale możliwa jest według nas dalsza poprawa wyników finansowych Elektrobudowy. Będzie to jednak zależało od tego, czy spółka rozpocznie realizację dużych kontraktów od Tauronu i PSE.

Budownictwo

Erbud

Akumuluj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	19,7	EV/EBITDA 2013	8,0	**Cena bieżąca**	**28,37 PLN**
P/E 2014	16,4	EV/EBITDA 2014	6,7	**Cena docelowa**	**24,70 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	362,7	362,4	*0,1%*	888,6	965,8	*-8,0%*	1 334,5	1 384,5	*-3,6%*
EBITDA	13,6	10,9	*24,2%*	25,4	28,8	*-11,7%*	37,3	36,9	*1,0%*
marża	*3,7%*	*3,0%*	-	*2,9%*	*3,0%*	-	*2,8%*	*2,7%*	-
EBIT	11,5	9,4	*22,4%*	19,6	23,5	*-16,7%*	29,6	29,4	*0,6%*
Zysk brutto	10,0	5,7	*75,5%*	15,2	16,5	*-8,1%*	25,1	23,5	*6,8%*
Zysk netto	6,3	4,1	*53,5%*	8,7	12,1	*-28,1%*	18,3	17,2	*6,3%*

Spodziewana poprawa wyników finansowych

Oczekujemy, że w 3Q i 4Q wynik Erbudu będą prezentować się dużo lepiej niż w pierwszej połowie roku. Będzie to wynikiem tradycyjnie występującej w sektorze budowlanym sezonowości oraz lepszej jakości kontraktów, w portfelu zamówień Spółki. W samym 3Q'13 oczekujemy przychodów zbliżonych R/R oraz widocznej poprawy marż. Wszystkie segmenty działalności Erbudu powinny być rentowne. Widocznej poprawy spodziewamy się przede wszystkim w segmencie inżynieryjno-drogowym, w którym Spółka realizowała dochodowe kontrakty dla energetyki wiatrowej (ubiegły rok przyniósł stratę w segmencie inżynieryjno-drogowym już na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży). Liczymy również na pozytywną dynamikę wyników w segmencie budownictwa energetycznego (skutek przejęcia spółki Engorem pod koniec 2012 r.). Nie zakładamy nietypowych zdarzeń w pozostałej działalności operacyjnej i działalności finansowej. 3Q'13 może być kolejnym kwartałem z podwyższoną stopą podatkową (prognoza: 30% vs. 20% w 3Q'12). Pomimo wyższego podatku dochodowego, w 3Q liczymy na wyraźną poprawę zysku netto R/R.

Budownictwo

Unibep

Akumuluj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	17,0	EV/EBITDA 2013	10,9	**Cena bieżąca**	**8,63 PLN**
P/E 2014	14,9	EV/EBITDA 2014	9,5	**Cena docelowa**	**8,60 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	271,3	250,5	*8,3%*	707,0	617,6	*14,5%*	1 057,0	837,8	*26,2%*
EBITDA	7,6	10,6	*-27,9%*	22,4	22,8	*-1,7%*	31,6	25,8	*22,7%*
marża	*2,8%*	*4,2%*	-	*3,2%*	*3,7%*	-	*3,0%*	*3,1%*	-
EBIT	6,2	9,0	*-30,8%*	18,1	17,5	*3,3%*	26,0	20,2	*28,6%*
Zysk brutto	5,8	6,7	*-13,2%*	15,4	12,7	*21,3%*	22,2	15,4	*44,2%*
Zysk netto	4,3	4,1	*3,9%*	11,4	13,0	*-12,7%*	17,4	16,7	*4,4%*

Wyniki stabilne R/R i Q/Q

W niedawnym wywiadzie dyrektor finansowy Unibepu rzucił nieco światła na wyniki finansowe w 3Q'13 oraz podzielił się swoimi oczekiwaniami na cały rok. Zgodnie z jego oczekiwaniami, wynik finansowy w 3Q powinien być zbliżony do wyniku osiągniętego w 3Q'12. Nasze szacunki zakładają 271,3 mln PLN przychodów (+8% R/R), 6,2 mln PLN zysku operacyjnego (-31% R/R) oraz 4,3 mln PLN zysku netto (+4% R/R). W związku ze znaczną poprawą portfela zamówień, można było oczekiwać widocznej poprawy wyników w stosunku do ubiegłego roku. Uważamy, że poprawa wyników przyjdzie w ostatnim kwartale bieżącego roku, a nasza prognoza zakładająca 17,4 mln PLN zysku netto zostanie zrealizowana. Unibep doświadczył pewnych opóźnień na kontraktach zagranicznych niewynikających z winy Spółki. Opóźnienia nie będą wiązały się z dodatkowymi kosztami, ale spowodują przesunięcie części przychodów na kolejne okresy. W 3Q'13 zakładamy ponadto podwyższone koszty pozostałej działalności operacyjnej (prognoza 1,5 mln PLN). Zjawisko to było już widoczne w ostatnim kwartale i dotyczy norweskich kontraktów Unibepu. Sądzimy, że niższa rentowność działalności w Norwegii jest zjawiskiem przejściowym, a w przyszłym roku segment ten znacznie poprawi wyniki.

Deweloperzy

Deweloperzy

Dom Development Trzymaj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	15,1	EV/EBITDA 2013	12,7	**Cena bieżąca**	**40,5 PLN**
P/E 2014	16,0	EV/EBITDA 2014	12,8	**Cena docelowa**	**33,4 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	102,1	305,1	*-66,5%*	442,3	613,1	*-27,9%*	719,2	851,4	*-15,5%*
EBITDA	1,0	44,6	*-97,8%*	37,4	83,7	*-55,3%*	86,3	116,5	*-25,9%*
marża	*1,0%*	*14,6%*	-	*8,5%*	*13,7%*	-	*12,0%*	*13,7%*	-
EBIT	0,2	43,9	*-99,5%*	35,1	81,5	*-56,9%*	83,4	113,5	*-26,5%*
Zysk brutto	0,7	44,0	*-98,3%*	34,7	81,7	*-57,5%*	82,1	113,5	*-27,7%*
Zysk netto	0,6	35,5	*-98,3%*	28,0	65,8	*-57,5%*	66,5	91,2	*-27,1%*

Wyniki zbliżone Q/Q oraz znacznie niższe R/R

W 3Q'13 Dom Development przekazał 252 mieszkania, co powinno przynieść przychody nieznacznie przekraczające 100 mln PLN. W minionym kwartale Spółka rozpoczęła przekazania jednego etapu (Derby 14 E2). Rozliczenie mieszkań z wysokomarżowej inwestycji Derby prawdopodobnie pozwoli uniknąć Spółce straty finansowej w 3Q. Marża brutto ze sprzedaży powinna być bardzo zbliżona do ubiegłorocznej (21,6%), a zarazem nieco lepsza od obserwowanej w 2Q'13 (19,0%). Nie zakładamy niespodzianek na poziomie kosztów administracyjnych i kosztów finansowych. Dla obrazu całego roku, decydujące znaczenie będzie miał 4Q, w którym spodziewamy się przekazania rekordowej liczby mieszkań (600+). Zakładając dokonanie tak dużej liczby przekazań w ostatnim kwartale br., Spółka może wykonać naszą całoroczną prognozę finansową. Pod względem technicznym przekazanie ponad 600 lokali w jednym kwartale jest możliwe, co Dom Development udowodnił w 3Q'12, niemniej z ostatnich wypowiedzi Zarządu wynika, że liczba mieszkań rozliczonych w wynikach może być niższa.

Deweloperzy

Echo Investment Akumuluj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	12,5	EV/EBITDA 2013	13,9	**Cena bieżąca**	**7,4 PLN**
P/E 2014	12,5	EV/EBITDA 2014	14,3	**Cena docelowa**	**7,1 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	121,4	158,7	*-23,5%*	387,2	435,5	*-11,1%*	511,6	583,6	*-12,3%*
EBITDA	-9,7	-39,2	-	481,9	36,7	*1214,2%*	366,1	194,9	*87,8%*
marża	*-8,0%*	*-24,7%*	-	*124,4%*	*8,4%*	-	*71,6%*	*33,4%*	-
EBIT	-11,0	-40,5	-	478,1	32,4	*1375,7%*	361,1	189,2	*90,8%*
Zysk brutto	1,8	-22,1	-	308,6	47,7	*546,6%*	247,7	184,0	*34,6%*
Zysk netto	1,7	-19,5	-	303,8	41,0	*640,6%*	244,5	373,3	*-34,5%*

Negatywny wpływ kursu walutowego na wynik

W 3Q'13 szacujemy w Echo Investment przychody na poziomie 121 mln PLN (-23% R/R) przy zysku brutto ze sprzedaży 69 mln PLN (-16% R/R). Niższe przychody i zyski nie powinny niepokoić, gdyż będą następstwem mniejszej liczby rozliczonych w wyniku mieszkań. Spodziewamy się również umiarkowanej marży na przekazywanych lokalach (17%). Rewaluacja za 3Q'13 będzie ujemna w następstwie umocnienia się PLN do EUR. Ujemny wpływ zmiany kursu walutowego będzie częściowo zniesiony oczekiwanymi pozytywnymi przeszacowaniami nieruchomości w budowie, niemniej stratę na wycenie nieruchomości szacujemy na ok. 75 mln PLN. Spodziewamy się nieznacznego zysku na sprzedaży pierwszego etapu biurowca Aquarius we Wrocławiu (prognoza +7 mln PLN). Wzrost kosztów administracyjnych przyjmujemy na poziomie 8%. Pozycje pozostałej działalności operacyjnej oraz działalności finansowej nie powinny przynieść zaskoczeń, przy czym zwracamy uwagę na wysoki zysk z tytułu różnic kursowych (prognoza +49 mln PLN). Zysk netto w minionym kwartale szacujemy na 1,7 mln PLN. Widzimy dużą szansę na przekroczenie przez Echo naszej całorocznej prognozy finansowej. By całoroczna prognoza była zagrożona, kurs EUR/PLN musiałby osłabić się na koniec roku do poziomu około 3,85.

Deweloperzy

GTC

Kupuj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	132,9	EV/EBITDA 2013	24,6	**Cena bieżąca**	**8,35 PLN**
P/E 2014	15,3	EV/EBITDA 2014	14,1	**Cena docelowa**	**9,60 PLN**

(mln EUR)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	32,9	39,7	*-17,0%*	98,6	113,6	*-13,3%*	145,5	147,6	*-1,4%*
EBITDA	17,2	-10,2	-	-18,3	13,0	-	51,3	-50,8	-
marża	*52,2%*	*-25,8%*	-	*-18,6%*	*11,4%*	-	*35,3%*	*-34,4%*	-
EBIT	17,1	-10,4	-	-18,7	12,5	-	50,8	-51,3	-
Zysk brutto	2,6	-23,9	-	-61,7	-37,9	-	-2,2	-125,2	-
Zysk netto	2,6	-16,0	-	-62,5	-24,1	-	4,8	-96,0	-

Zysk z wyceny galerii Kazimierz pozwoli osiągnąć dodatni wynik w 3Q

W 3Q'13 przychody GTC oraz wynik na wynajmie spadną w stosunku do 3Q'12, a odpowiada za to sprzedaż Platinium BP, która miała miejsce w 4Q'12. Biorąc pod uwagę niższe wpływy z wynajmu powierzchni oraz spadek przychodów ze sprzedaży mieszkań, szacujemy w 3Q'13 spadek przychodów GTC o około 17% R/R (prognoza 32,9 mln EUR) oraz około 12% spadek zysku brutto ze sprzedaży (prognoza 21,1 mln EUR). Szacowane wyniki powinny być jednocześnie bardzo zbliżone do osiągniętych przez spółkę w ubiegłym kwartale. Ujemny w ostatnich kwartałach wynik z wyceny nieruchomości inwestycyjnych powinien być tym razem dodatni dzięki zawartej w październiku przedwstępnej umowie sprzedaży Galerii Kazimierz w Krakowie. Kwota z umowy jest o ok. 8 mln EUR wyższa niż wartość bilansowa nieruchomości na koniec czerwca. Trzeba się jednak liczyć z utratą wartości innych aktywów (szczególnie zlokalizowanych na Bałkanach). Ostatecznie wynik na rewaluacji szacujemy na +1 mln EUR. Koszty finansowe netto zapewne spadną R/R w związku ze spłatą kredytów refinansujących Platinium BP oraz spłatą obligacji w kwietniu 2013 r. (prognoza -14 mln EUR). Spodziewamy się, że GTC zamknie miniony kwartał z dodatnim wynikiem finansowym na poziomie ok. 2,6 mln EUR. Ze względu na bardzo słabą pierwszą połowę roku, w całym 2013 r. osiągnięcie dodatniego wyniku jest bardzo mało prawdopodobne, stąd nasza prognoza wymaga rewizji w dół.

Deweloperzy

Robyg

Trzymaj

Analityk: Piotr Zybała

P/E 2013	20,2	EV/EBITDA 2013	15,6	**Cena bieżąca**	**2,34 PLN**
P/E 2014	20,4	EV/EBITDA 2014	14,6	**Cena docelowa**	**1,45 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	75,5	111,3	*-32,1%*	353,9	319,0	*11,0%*	441,7	402,9	*9,6%*
EBITDA	7,3	24,9	*-70,6%*	43,0	63,1	*-31,9%*	64,5	56,3	*14,6%*
marża	*9,7%*	*22,4%*	-	*12,1%*	*19,8%*	-	*14,6%*	*14,0%*	-
EBIT	7,1	24,6	*-71,1%*	42,3	62,3	*-32,2%*	63,7	55,1	*15,7%*
Zysk brutto	4,3	21,4	*-79,7%*	32,7	53,4	*-38,7%*	54,7	43,7	*25,2%*
Zysk netto	2,5	16,1	*-84,4%*	15,2	33,9	*-55,2%*	29,9	20,0	*49,3%*

Mniej rozliczonych mieszkań przy lepszych marżach

Wyniki Robyga za 3Q'13 powinny być niskie, co jest wypadkową niewielkiej liczby przekazanych lokali w minionym kwartale. W naszych prognozach zakładamy przekazanie 166 mieszkań i przychodów ze sprzedaży w wysokości 76 mln PLN. Mieszkania przekazywane w 3Q'13 powinny przynieść deweloperowi wyższą marżę niż te rozliczane w 1H'13. Liczymy na osiągnięcie przez Spółkę 20,9% marży brutto na sprzedaży vs. 17,1% w 2Q'13 i vs. 26,4% w 3Q'12. W 3Q'13 spodziewamy się około 10% wzrostu kosztów zarządu i sprzedaży w stosunku do 3Q'12, co jest następstwem wzrostu skali działalności. Nie przewidujemy nietypowych zdarzeń w pozostałej działalności operacyjnej oraz działalności finansowej. Ze względu na korekty konsolidacyjne, stopa podatku dochodowego tradycyjnie będzie wyższa niż 19% (prognoza to 36%). Pod względem osiągniętego wyniku finansowego, 3Q'13 może być w Robygu najsłabszym tegorocznym kwartałem. W 4Q'13 Robyg najprawdopodobniej osiągnie najlepszy tegoroczny wynik. Nie zakładalibyśmy jednak, że Spółka poprawi naszą całoroczną prognozę finansową zakładającą 29,9 mln PLN zysku netto. Bardzo dobra kontraktacja mieszkań w 3Q'13 to szansa na lepsze wyniki w przyszłości, a przede wszystkim w 2015 r. Rok 2014 może pod względem wyniku netto prezentować się podobnie jak bieżący.

Inne

Inne

Work Service Kupuj

Analityk:
Paweł Szpigiel

P/E 2013	26,4	EV/EBITDA 2013	17,0	**Cena bieżąca**	**11,90 PLN**
P/E 2014	14,0	EV/EBITDA 2014	8,9	**Cena docelowa**	**14,60 PLN**

(mln PLN)	3Q'13P	3Q'12	zmiana	9M'13P	9M'12	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	233,4	186,7	*25,0%*	643,5	540,1	*19,1%*	920,7	727,4	*26,6%*
EBITDA	10,7	10,0	*7,1%*	30,6	28,1	*8,9%*	50,3	43,3	*16,1%*
marża	*4,6%*	*5,4%*	-	*4,7%*	*5,2%*	-	*5,5%*	*6,0%*	-
EBIT	9,6	8,9	*7,6%*	27,2	25,0	*8,8%*	44,9	39,1	*14,9%*
Zysk brutto	6,0	3,1	*96,3%*	16,9	12,5	*35,1%*	35,2	24,8	*41,9%*
Zysk netto	3,8	2,0	*87,3%*	12,0	9,3	*28,7%*	27,7	20,4	*35,8%*

Kontynuacja organicznego wzrostu wyników, zwiększone koszty finansowe

W 3Q'13 prognozujemy 25% wzrost przychodów vs. 3Q'12 do poziomu 233 mln PLN, co stanowi 25,3% przychodów prognozowanych na cały 2013 r. Poziom marży brutto ze sprzedaży estymujemy na poziomie 10,9% (0,2 p.p. wyżej niż w 3Q'12). Koszty sprzedaży zakładamy na poziomie 4,3% przychodów, koszty ogólnego zarządu na poziomie 10,0 mln PLN (+31% R/R, +2,4 mln PLN R/R) ze względu na koszty działań akwizycyjnych o charakterze jednorazowym (w tym głównie koszty firm doradczych). Zysk EBIT uwzględniając podwyższone koszty ogólnego zarządu prognozujemy na 9,6 mln PLN (+7,6% R/R). Koszty finansowe w wysokości 3,5 mln PLN (zawierające koszty umorzenia obligacji zamiennych na akcje w 2Q'13), podatek w wysokości 0,7 mln PLN oraz udział mniejszości na poziomie 1,6 mln PLN przełożą się na zysk netto równy 3,8 mln PLN (+ 87% R/R).

Terminy publikacji raportów

Spółka	3Q 2013	4Q 2013	2013
ALCHEMIA	2013-11-14		
ASSECO POLAND	2013-11-13		
ASTARTA	2013-11-14		
BORYSZEW	2013-11-14		
BUDIMEX	2013-10-23		
BZ WBK	2013-10-24		
CEZ	2013-11-12		
CIECH	2013-11-14		
CINEMA CITY	2013-11-19		
DOM DEVELOPMENT	2013-10-25		
ECHO INVESTMENT	2013-11-14		
ELEKTROBUDOWA	2013-11-14		
ENEA	2013-11-14		
ERBUD	2013-11-14		
FAMUR	2013-11-14		
GETIN NOBLE BANK	2013-11-14		
GTC	2013-11-13		
HANDLOWY	2013-11-07		
IMPEXMETAL	2013-11-13		
ING BSK	2013-11-06	2014-02-12	2014-03-31
JSW	2013-11-07		
KĘTY	2013-10-23		
KGHM	2013-11-14		
KOPEX	2013-11-14		
KRUK	2013-11-14		
LOTOS	2013-10-29		
LW BOGDANKA	2013-11-07		
MILLENNIUM	2013-10-28		2014-02-28
MOL	2013-11-15		
NETIA	2013-11-07		2014-02-20
PEKAO	2013-11-08		
PGE	2013-11-14		
PGNIG	2013-11-08		
PKO BP	2013-11-13	brak	2014-03-03
POLICE	2013-11-14		
PZU	2013-11-14		
ROBYG	2013-11-14		
ROVESE	2013-11-14		
TARCZYŃSKI	2013-11-08		
TAURON	2013-11-14		
TPSA	2013-10-22		2014-02-12
TVN	2013-11-08		
UNIBEP	2013-11-14		
WORK SERVICE	2013-11-14		
ZA PUŁAWY	2013-11-14		

Źródło: Spółki

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	Trzymaj	2013-08-06	326,50	306,00	368,50	-17,0%	26,5	20,2		
GETIN NOBLE BANK	Sprzedaj	2013-10-04	2,43	1,70	2,68	-36,6%	24,6	20,6		
HANDLOWY	Sprzedaj	2013-10-04	111,05	89,20	124,60	-28,4%	16,7	20,0		
ING BSK	Trzymaj	2013-07-01	94,66	91,50	120,50	-24,1%	18,9	18,1		
MILLENNIUM	Sprzedaj	2013-10-04	7,36	4,80	8,00	-40,0%	24,2	21,1		
PEKAO	Trzymaj	2013-07-01	150,00	148,00	192,40	-23,1%	20,2	18,9		
PKO BP	Akumuluj	2013-10-04	35,60	40,20	38,10	5,5%	15,1	13,5		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2013-07-22	433,00	445,00	438,00	1,6%	13,5	13,8		
Usługi finansowe										
KRUK	Trzymaj	2013-10-04	73,50	73,20	75,79	-3,4%	14,0	12,9		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2013-09-09	24,34	28,30	27,69	2,2%	13,2	11,3	5,6	5,1
LOTOS	Trzymaj	2013-07-03	37,90	37,40	36,90	1,4%	7,8	8,6	7,8	6,5
MOL	Trzymaj	2012-12-06	260,00	254,57	207,50	22,7%	9,7	7,4	5,1	4,3
PGNiG	Redukuj	2013-09-09	5,72	5,30	5,78	-8,3%	10,1	10,3	6,3	5,8
PKN ORLEN	Kupuj	2013-07-03	48,21	57,80	45,01	28,4%	9,1	11,1	5,4	5,9
POLICE	Sprzedaj	2013-04-08	16,20	10,90	27,00	-59,6%	23,5	25,2	11,2	11,7
ZA PUŁAWY	Redukuj	2013-10-04	176,70	123,40	180,00	-31,4%	19,5	16,2	9,6	8,1
Energetyka										
CEZ	Akumuluj	2013-10-04	78,85	89,67	78,90	13,7%	6,7	7,7	5,4	5,9
ENEA	Kupuj	2013-06-12	14,38	17,22	14,50	18,8%	7,4	12,6	3,2	4,8
PGE	Trzymaj	2013-06-12	17,80	16,66	17,55	-5,1%	8,6	12,6	4,0	5,3
TAURON	Kupuj	2013-06-12	4,33	5,94	4,91	21,0%	5,9	9,6	3,9	5,3
Telekomunikacja										
NETIA	Zawieszona	2013-02-21	4,01	-	5,03	-	-	-	-	-
TPSA	Zawieszona	2013-02-12	11,64	-	8,51	-	-	-	-	-
Media										
AGORA	Trzymaj	2012-12-10	9,99	10,30	10,60	-2,8%	-	251,6	3,1	2,7
CINEMA CITY	Akumuluj	2013-08-12	31,00	33,50	33,50	0,0%	17,7	15,2	8,7	8,2
CYFROWY POLSAT	Zawieszona	2013-06-17	19,45	-	24,50	-	-	-	-	-
TVN	Trzymaj	2013-09-09	13,15	12,00	15,40	-22,1%	66,4	21,1	14,2	12,6
IT										
AB	Zawieszona	2013-02-05	23,50	-	26,00	-	-	-	-	-
ACTION	Zawieszona	2013-02-05	29,70	-	53,20	-	-	-	-	-
ASBIS	Zawieszona	2013-02-05	3,21	-	7,17	-	-	-	-	-
ASSECO POLAND	Trzymaj	2013-10-15	49,00	51,30	50,30	2,0%	11,3	10,8	6,6	6,2
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	92,50	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	21,15	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Trzymaj	2013-10-16	69,50	72,80	68,00	7,1%	317,4	26,6	5,4	4,1
KGHM	Trzymaj	2013-09-18	123,80	132,00	121,95	8,2%	8,9	10,2	4,7	5,1
LW BOGDANKA	Akumuluj	2013-05-21	120,60	130,94	113,00	15,9%	12,0	10,9	5,8	5,2
Przemysł										
ALCHEMIA	Redukuj	2013-08-06	4,02	4,20	5,07	-17,2%	18,0	12,6	9,0	7,0
ASTARTA	Trzymaj	2013-10-04	70,38	73,40	70,00	4,9%	5,9	3,0	5,8	3,6
BORYSZEW	Trzymaj	2013-10-04	0,55	0,56	0,53	5,7%	9,7	11,4	7,1	7,4
FAMUR	Trzymaj	2013-06-10	5,45	5,20	5,35	-2,8%	17,8	18,7	8,4	8,9
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-12-10	3,14	4,20	3,08	36,4%	10,2	8,7	6,3	5,4
KERNEL	Kupuj	2013-08-27	48,50	56,50	52,05	8,5%	9,3	5,3	7,4	4,8
KĘTY	Redukuj	2012-12-10	147,60	120,70	185,00	-34,8%	20,9	20,1	9,9	9,3
KOPEX	Trzymaj	2013-06-05	10,70	10,80	11,32	-4,6%	17,9	19,6	6,4	6,0
ROVESE	Sprzedaj	2013-08-06	2,06	1,20	1,89	-36,5%	39,1	17,6	8,7	6,9
TARCZYŃSKI	Kupuj	2013-07-22	11,74	17,40	13,84	25,7%	10,7	10,1	5,9	5,5
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2013-07-19	94,00	105,40	120,90	-12,8%	18,9	19,1	9,6	10,2
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2013-07-19	137,70	150,50	151,00	-0,3%	18,1	12,7	11,0	8,1
ERBUD	Akumuluj	2013-10-04	24,55	24,70	28,37	-12,9%	19,7	16,4	8,0	6,7
UNIBEP	Akumuluj	2013-10-04	8,33	8,60	8,63	-0,3%	17,0	14,9	10,9	9,5
Deweloperzy										
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	2013-05-06	32,90	33,40	40,50	-17,5%	15,1	16,0	12,7	12,8
ECHO	Akumuluj	2013-06-12	6,72	7,10	7,40	-4,1%	12,5	12,5	13,9	14,3
GTC	Kupuj	2013-09-09	6,75	9,60	8,35	15,0%	132,9	15,3	24,6	14,1
ROBYG	Trzymaj	2012-12-10	1,48	1,45	2,34	-38,0%	20,2	20,4	15,6	14,6
Inne										
WORK SERVICE	Kupuj	2013-10-09	11,02	14,60	11,90	22,7%	26,4	14,0	17,0	8,9

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ASSECO POLAND	Trzymaj	Trzymaj	51,30	2013-10-15
ASTARTA	Trzymaj	Akumuluj	73,40	2013-10-04
BORYSZEW	Trzymaj	Kupuj	0,56	2013-10-04
CEZ	Akumuluj	Kupuj	89,67	2013-10-04
ERBUD	Akumuluj	Kupuj	24,70	2013-10-04
GETIN NOBLE BANK	Sprzedaj	Redukuj	1,70	2013-10-04
HANDLOWY	Sprzedaj	Trzymaj	89,20	2013-10-04
JSW	Trzymaj	Akumuluj	72,80	2013-10-16
KRUK	Trzymaj	Akumuluj	73,20	2013-10-04
MILLENNIUM	Sprzedaj	Redukuj	4,80	2013-10-04
PKO BP	Akumuluj	Kupuj	40,20	2013-10-04
UNIBEP	Akumuluj	Kupuj	8,60	2013-10-04
WORK SERVICE	Kupuj	Akumuluj	14,60	2013-10-09
ZA PUŁAWY	Redukuj	Trzymaj	123,40	2013-10-04

Statystyka rekomendacji

	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	5	5	17	8	7	2	3	10	4	4
procent	11,9%	11,9%	40,5%	19,0%	16,7%	8,7%	13,0%	43,5%	17,4%	17,4%

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

Michał Konarski tel. (+48 22) 697 47 37
michal.konarski@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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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