

piątek, 7 lutego 2014 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 4Q 2013

Rynek akcji

Finanse

Oczekujemy średnio 16% Q/Q i 13% R/R poprawy wyniku netto sektora bankowego w Polsce głównie za sprawą lepszego wyniku na działalności podstawowej (+3% Q/Q). Jednocześnie, oczekujemy wzrostu salda rezerw (+5% Q/Q) oraz kosztów operacyjnych (+9% Q/Q) po części ze względu na wyższe opłaty na rzecz BFG. Wyniki za 4Q'13 będą w dużej mierze kreowane przez zdarzenia jednorazowe jak restrukturyzacyjna rezerwa w Banku Handlowym czy przychody ze sprzedaży eService w PKO BP. Ponadto, spodziewamy się sezonowości wyników w PZU, a za granicą kwartalnego spadku zysku Komercyjnego Banku.

Paliwa

Wyniki rafinerii będą słabe z uwagi na marże, a dodatkowo obciążą je ujemne przeszacowania zapasów. W przypadku PGNiG odłożone z poprzedniego kwartału wolumeny sprzedaży ropy zapewnią dobre rezultaty mimo odpisów na aktywa w Libii.

Energetyka

Wyniki sektora powinny odzwierciedlać trendy widoczne w poprzednich kwartałach 2013 roku, a na tle branży pozytywnie powinna wyróżnić się Enea. Niewiadomą pozostają rezerwy na „darmowe” uprawnienia CO₂, gdyż nadal nie wszyscy audytorzy wydali w tej sprawie rekomendacje.

Media i IT

Solidne wyniki przedstawi Cyfrowy Polsat i Cinema City. 4Q'13 w TVN będzie pod presją rosnących nakładów na programing własny. Oczyszczona EBITDA w Agorze spadnie o ponad 20% R/R. Spadku zysku netto (bez one-offów) o 7% oczekujemy w Asseco Poland.

Górnictwo i metale

4Q był udany dla KGHM, którego wynik netto w ujęciu rocznym nie powinien istotnie odchylić się wcześniejszej prognozy Zarządu. JSW zamknęło rok w wynikiem zbliżonym do 0, spółkę czekają jednak wysokie straty w 1H'14. Mimo problemów geologicznych wolumeny w Bogdanie rosną o 20% R/R, ceny stabilne Q/Q.

Przemysł

W 4Q'13 spółkom przemysłowym sprzyjał napływ nowych zamówień oraz korzystny kurs EUR do PLN. Dodatkowym atutem w wynikach może naszym zdaniem okazać się niska baza rezultatów z 4Q'12. Oczekujemy dodatniej dynamiki rezultatów w 33 na 45 analizowanych spółek. W 3Q'13 na 45 analizowanych spółek jedynie 24 poprawiły zeszłoroczne rezultaty, w 2Q'13 20 na 44, a w 1Q'13 15 na 44.

Budownictwo

Wyniki spółek budowlanych będą w 4Q dobre i wciąż mają duży potencjał poprawy w kolejnych kwartałach. Rekordowe zyski w Budimexie w następstwie sprzedaży spółki Danwood.

Deweloperzy

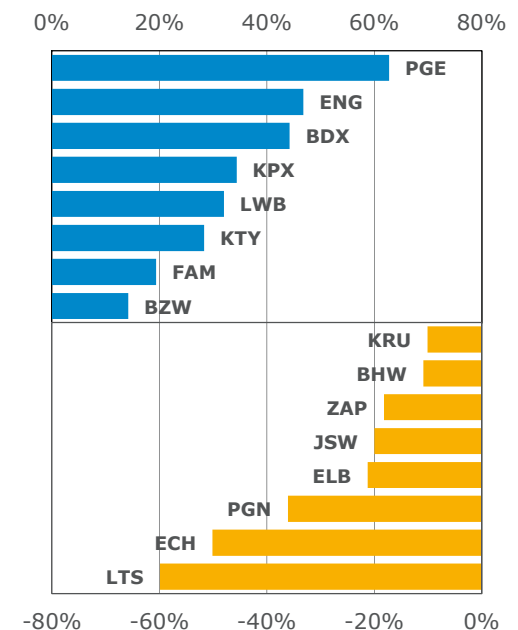
Kolejne „czyszczenie portfela” może oznaczać duże straty na wycenie nieruchomości w GTC. Ten problem nie dotyczy innych spółek z sektora. Nieźle wyniki wśród deweloperów mieszkaniowych, którzy w 4Q przekazywali inwestycje o wyższych marżach.

Inne

Work Service zanotuje spadek zysku netto R/R pomimo wysokiej dynamiki przychodów (> +30% R/R).

WIG 52 139
Średnie P/E 2013 15,5
Średnie P/E 2014 15,2
Średni dzienny obrót (3 m-ce) .. 872 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



*liczone za okres: 1Q-4Q'13 / 4Q'12-3Q'13

Departament Analiz:

Michał Marczak
+48 22 697 47 38
michal.marczak@mdm.pl

Kamil Kliszcz
+48 22 697 47 06
kamil.klischcz@mdm.pl

Michał Konarski
+48 22 697 47 37
michal.konarski@mdm.pl

Jakub Szkopek
+48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mdm.pl

Paweł Szpigel
+48 22 697 49 64
pawel.szpigel@mdm.pl

Piotr Zybała
+48 22 697 47 01
piotr.zybała@mdm.pl

Spis treści

1. Banki	3
1.1. Getin Noble Bank	3
1.2. Handlowy	3
1.3. ING BSK	4
1.4. Pekao	4
1.5. PKO BP	5
1.6. Komerční Banka	5
2. Ubezpieczyciele	6
2.1. PZU	6
3. Usługi finansowe	7
3.1. Kruk	7
4. Paliwa, chemia	8
4.1. Ciech	8
4.2. Lotos	8
4.3. MOL	9
4.4. PGNiG	9
4.5. Police	10
4.6. ZA Puławy	10
5. Energetyka	11
5.1. CEZ	11
5.2. Enea	11
5.3. Energa	12
5.4. PGE	12
5.5. Tauron	13
6. Media	14
6.1. Agora	14
6.2. Cinema City	14
6.3. Cyfrowy Polsat	15
6.4. TVN	15
7. IT	16
7.1. ABC Data	16
7.1. Asseco Poland	16
8. Górnictwo i metale	17
8.1. JSW	17
8.2. KGHM	17
8.3. LW Bogdanka	18
9. Przemysł	19
9.1. Alchemia	19
9.2. Astarta	19
9.3. Boryszew	20
9.4. Famur	20
9.5. Impexmetal	21
9.6. Kernel	21
9.7. Kęty	22
9.8. Kopex	22
9.9. Rovese	23
9.10. Tarczyński	23
10. Budownictwo	24
10.1. Budimex	24
10.2. Elektrobudowa	24
10.3. Erbud	25
10.4. Unibep	25
11. Deweloperzy	26
11.1. Capital Park	26
11.2. Dom Development	26
11.3. Echo Investment	27
11.3. GTC	27
11.4. Robyng	28
12. Inne	29
12.1. Work Service	29
13. Terminy publikacji raportów	30
14. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	31
15. Statystyki rekomendacji	32

Banki

Banki		Redukuj						
Getin Noble Bank								
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca	3,37 PLN	P/E 2013	20,6	P/BV 2013	1,8	
		Cena docelowa	2,59 PLN	P/E 2014	14,5	P/BV 2014	1,6	
(mln PLN)	4Q'13P	3Q'13	4Q'12	zm. Q/Q	zm. R/R	2013P	2012	zmiana
Wynik odsetkowy	294,6	277,4	253,6	6,2%	16,2%	1 151,3	1 200,0	-4,1%
Wynik prowizyjny	166,8	159,9	142,3	4,3%	17,2%	592,6	762,0	-22,2%
WNDB	491,1	461,9	491,6	6,3%	-0,1%	1 919,3	2 224,4	-13,7%
Koszty operacyjne	219,1	220,9	204,7	-0,8%	7,0%	865,2	827,2	4,6%
Wynik operacyjny*	272,0	241,0	286,9	12,9%	-5,2%	1 054,0	1 397,2	-24,6%
Saldo rezerw	132,6	131,6	213,7	0,8%	-37,9%	604,9	975,3	-38,0%
Zysk brutto	139,4	109,4	73,2	27,5%	90,5%	449,1	421,9	6,4%
Zysk netto	115,4	100,2	70,9	15,2%	62,9%	378,0	365,7	3,4%

*przed kosztami rezerw

Poprawa marży odsetkowej

Prognostujemy, że zysk netto wyniesie 115 mln PLN (+63% R/R i +15% Q/Q). Zakładamy relatywnie wysoki wzrost przychodów z działalności podstawowej (+5,5% Q/Q), głównie za sprawą poprawy wyniku odsetkowego. Według naszych prognoz, marża odsetkowa zanotuje wzrost o 8 p.b. (wobec średnich aktywów) do poziomu 1,81%, dzięki niższemu kosztowi depozytów. Nie oczekujemy wzrostu kredytów w tym kwartale (+0,2% Q/Q), jako że pozytywny

efekt ze wzrostu portfela MŚP oraz kredytów konsumenckich zostanie zniwelowany przez gorsze wolumeny kredytów hipotecznych. Wynik prowizyjny wzrośnie w 4Q'13 o 4,3% Q/Q do poziomu 167 mln PLN za sprawą wzrostu kredytów gotówkowych oraz coraz wyższych prowizji z rachunków. Koszty spadając o 0,8% Q/Q pozostaną mocną stroną banku. Jednocześnie prognozujemy, że saldo rezerw nieznacznie wzrośnie o 0,8% Q/Q do 133 mln PLN (koszt ryzyka na poziomie 102 p.b.).

Banki		Akumuluj						
Handlowy								
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca	108,00 PLN	P/E 2013	14,9	P/BV 2013	1,8	
		Cena docelowa	111,70 PLN	P/E 2014	16,4	P/BV 2014	1,8	
(mln PLN)	4Q'13P	3Q'13	4Q'12	zm. Q/Q	zm. R/R	2013P	2012	zmiana
Wynik odsetkowy	309,3	306,2	351,3	1,0%	-12,0%	1 253,1	1 488,3	-15,8%
Wynik prowizyjny	168,3	153,0	143,7	10,0%	17,1%	650,0	598,9	8,5%
WNDB	577,8	519,3	644,7	11,3%	-10,4%	2 570,6	2 726,7	-5,7%
Koszty operacyjne	410,5	312,9	314,6	31,2%	30,5%	1 399,1	1 429,6	-2,1%
Wynik operacyjny*	167,3	206,4	330,1	-18,9%	-49,3%	1 171,6	1 297,1	-9,7%
Saldo rezerw	9,3	1,6	1,0	494,6%	816,2%	-7,9	58,1	-
Zysk brutto	158,0	204,8	329,1	-22,9%	-52,0%	1 179,4	1 239,0	-4,8%
Zysk netto	128,9	165,2	244,6	-21,9%	-47,3%	949,9	970,1	-2,1%

*przed kosztami rezerw

Rezerwa restrukturyzacyjna negatywnie wpłynie na zysk netto w 4Q'13

Prognostujemy, że zysk netto wyniesie 129 mln PLN (-21,9% Q/Q i -47,3% R/R). Tak wyraźny spadek R/R i Q/Q to przede wszystkim efekt rezerwy restrukturyzacyjnej (62 mln PLN), która zostanie zaksięgowana w 4Q'13. Jednocześnie oczekujemy poprawy wyniku na działalności podstawowej o 4,0% Q/Q, głównie za sprawą wyniku prowizyjnego (+10% Q/Q). Wynik odsetkowy, według naszych prognoz, odnotuje

nieznaczny wzrost (+1,0% Q/Q) w 4Q'13. Oczekujemy, iż marża odsetkowa (na średnich aktywach) wzrośnie o 9 p.b. do poziomu 2,70% w 4Q'13 po trzech kwartałach spadku. Oczekujemy, iż koszty operacyjne zostaną negatywnie dotknięte przez rezerwę restrukturyzacyjną, a w konsekwencji wzrosną o 31% Q/Q. Naszym zdaniem rezerwy wyniosą tylko 9 mln PLN, co przełoży się na koszt ryzyka w wysokości 23 p.b.

Banki		Kupuj							
ING BSK									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	129,0 PLN		P/E 2013	17,8	P/BV 2013	1,9	
		Cena docelowa	127,0 PLN		P/E 2014	16,9	P/BV 2014	1,7	
(mIn PLN)		4Q'13P	3Q'13	4Q'12	zm. Q/Q	zm. R/R	2013P	2012	zmiana
Wynik odsetkowy		529,4	526,1	505,8	0,6%	4,7%	2 026,6	2 048,9	-1,1%
Wynik prowizyjny		247,7	233,7	255,7	6,0%	-3,1%	981,1	1 004,3	-2,3%
WNDB		809,7	790,5	762,2	2,4%	6,2%	3 239,0	3 165,4	2,3%
Koszty operacyjne		466,8	447,1	442,3	4,4%	5,5%	1 848,9	1 817,7	1,7%
Wynik operacyjny*		341,9	343,0	313,1	-0,3%	9,2%	1 387,2	1 343,2	3,3%
Saldo rezerw		76,0	63,7	84,7	19,3%	-10,3%	266,8	362,8	-26,5%
Zysk brutto		265,9	279,3	228,4	-4,8%	16,4%	1 120,4	980,4	14,3%
Zysk netto		230,2	234,4	190,0	-1,8%	21,2%	941,2	832,3	13,1%

*przed kosztami rezerw

Lekki spadek zysku netto ze względu na wyższe saldo rezerw i koszty operacyjne

Prognostujemy, że zysk netto za 4Q'13 wyniesie 230 mln PLN, czyli spadnie o 1,8% Q/Q, ale wzrośnie o 21% R/R. Oczekujemy wzrostu przychodów z działalności podstawowej (+2,3% Q/Q), głównie za sprawą lepszego wyniku prowizyjnego (6% Q/Q). Wynik odsetkowy wspierany przez wolumeny kredytowe prognozowany przez nas na

poziomie 529 mln PLN (+0,6% Q/Q) przełoży się na 6 p.b. presji na marżę w kwartale. Negatywnie na wynik wpłynie według nas wzrost kosztów (+4,4% Q/Q) przekładający się na wzrost wskaźnika kosztów do dochodów z 56,6% w poprzednim kwartale do 57,8% w 4Q'13. Jednocześnie oczekujemy, iż koszt ryzyka nieznacznie wzrośnie w prognozowanym kwartale do 55 p.b. (wobec średnich kredytów brutto) z 48 p.b. w 3Q'13.

Banki		Trzymaj							
Pekao									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	187,5 PLN		P/E 2013	18,1	P/BV 2013	2,1	
		Cena docelowa	184,9 PLN		P/E 2014	16,9	P/BV 2014	2,1	
(mIn PLN)		4Q'13P	3Q'13	4Q'12	zm. Q/Q	zm. R/R	2013P	2012	zmiana
Wynik odsetkowy		1 081,2	1 060,6	1 189,2	1,9%	-0,1%	4 300,2	4 678,3	-8,1%
Wynik prowizyjny		587,9	575,5	569,1	2,2%	3,3%	2 277,8	2 230,8	2,1%
WNDB		1 833,2	1 833,3	1 936,5	0,0%	-5,3%	7 427,1	7 763,0	-4,3%
Koszty operacyjne		-859,8	-864,9	-855,8	-0,6%	0,5%	-3 463,2	-3 545,1	-2,3%
Wynik operacyjny*		973,4	968,4	1 080,7	0,5%	-9,9%	3 963,9	4 218,0	-6,0%
Saldo rezerw		179,0	169,8	178,3	5,4%	0,4%	668,2	635,5	5,1%
Zysk brutto		794,5	798,6	902,4	-0,5%	-12,0%	3 295,7	3 582,5	-8,0%
Działalność zaniechana		0,0	1,3	7,9	-	-	17,5	36,6	-52,2%
Zysk netto		661,3	655,4	742,6	0,9%	-11,0%	2 724,0	2 955,7	-7,8%

*przed kosztami rezerw

Lekki wzrost zysku netto w kwartale

Prognostujemy, że zysk netto wyniesie 661,3 mln PLN, czyli spadnie o 11% R/R, ale wzrośnie o 0,9% Q/Q. Oczekujemy, iż na kwartalną poprawę wyników wpływ będzie mieć wzrost wyniku z działalności podstawowej (+2,0% Q/Q) oraz konserwatywna polityka kosztowa. Po trzech kwartałach spadku marży odsetkowej oczekujemy jej lekkiego odbicia (+2 p.b., do średnich aktywów) do poziomu 2,83%. Oczekujemy iż wynik prowizyjny pozostanie silną stroną

banku (+2,2% Q/Q) i będzie nadal wspierany przez prowizje związane z kredytami oraz rynkami kapitałowymi. Koszty pozostaną pod kontrolą (-2,3% R/R w 2013). W ujęciu kwartalnym, oczekujemy iż koszty całkowite pozostaną na niezmienionym poziomie, zaś wskaźnik kosztów do dochodów ulegnie nieznacznej poprawie do poziomu 46,9%. Jednocześnie spodziewamy się dalszego wzrostu salda rezerw w banku (+5,4% Q/Q) przekładającego się na wzrost kosztu ryzyka z 64 p.b. w 3Q'13 do 67 p.b. w 4Q'13.

Banki		Kupuj							
PKO BP									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	41,97 PLN		P/E 2013	15,7	P/BV 2013	2,0	
		Cena docelowa	46,60 PLN		P/E 2014	14,7	P/BV 2014	1,8	
(mIn PLN)		4Q'13P	3Q'13	4Q'12	zm. Q/Q	zm. R/R	2013P	2012	zmiana
Wynik odsetkowy		1 638,7	1 577,7	1 863,1	3,9%	-12,0%	6 482,7	7 882,8	-17,8%
Wynik prowizyjny		833,4	808,5	806,8	3,1%	3,3%	3 184,4	3 071,2	3,7%
WNDB		3 088,9	2 655,7	2 973,1	16,3%	3,9%	10 948,9	11 955,6	-8,4%
Koszty operacyjne		1 212,1	1 115,6	1 240,6	8,7%	-2,3%	4 553,2	4 618,4	-1,4%
Wynik operacyjny*		1 777,4	1 411,9	1 613,7	25,9%	10,1%	5 963,6	6 951,5	-14,2%
Saldo rezerw		487,8	487,8	566,3	0,0%	-13,9%	1 842,5	2 325,2	-20,8%
Zysk brutto		1 289,6	924,1	1 047,4	39,5%	23,1%	4 121,2	4 626,2	-10,9%
Zysk netto		1 059,4	754,5	874,2	40,4%	21,2%	3 348,2	3 748,6	-10,7%

*przed kosztami rezerw

Wynik pod wpływem jednorazowego zysku ze sprzedaży eService

Prognozujemy, że zysk netto PKO BP za 4Q 2013 wyniesie 1 059 mln PLN, +40% Q/Q oraz 21% R/R. Chociaż oczekiwania rynku co wyniku kwartalnego są jeszcze niedostępne, nasza prognoza jest 6% powyżej średnich oczekiwań na cały rok. Uważamy, iż wzrost wyniku netto banku będzie głównie determinowany przez zaksięgowanie jednorazowego zysku na sprzedaży eService (377 mln PLN). Zgodnie z zapowiedziami Zarządu, prognozujemy iż wynik odsetkowy wzrośnie w 4Q'13 do 1 639 mln PLN (+3,9% Q/Q) ze względu na spadający koszt finansowania. Oczekujemy, że

po Q/Q spadkach marży odsetkowej 39 p.b. w 1Q'13, 29 p.b. w 2Q'13 oraz 3 p.b. w 3Q'13, marża odsetkowa w 4Q'13 wzrośnie o 9 p.b. (do średnich aktywów). Wraz ze wzrostem wyniku prowizyjnego (+3,1% Q/Q) oczekujemy, iż wynik na działalności podstawowej wzrośnie o 3,6% w 4Q'13. Jednocześnie oczekujemy, iż koszty operacyjne sezonowo wzrosną o 8,7% Q/Q do poziomu 1 212 mln PLN. Po wzroście salda rezerw o 16% Q/Q w 3Q'13 oczekujemy płaskiego wyniku na rezerwach w 4Q'13, a co za tym idzie kosztu ryzyka na niezmiennym poziomie (124 p.b. do średnich kredytów brutto).

Banki		Redukuj							
Komerční Banka									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	4 460 CZK		P/E 2013	13,6	P/BV 2013	1,7	
		Cena docelowa	4 115 CZK		P/E 2014	13,6	P/BV 2014	1,7	
(mIn CZK)		4Q'13P	3Q'13	4Q'12	zm. Q/Q	zm. R/R	2013P	2012	zmiana
Wynik odsetkowy		5 272,3	5 293,0	5 452,0	-0,4%	-3,3%	21 151,3	21 969,0	-3,7%
Wynik prowizyjny		1 782,3	1 790,0	1 742,0	-0,4%	2,3%	7 097,3	6 971,0	1,8%
WNDB		7 580,5	7 774,0	7 951,0	-2,5%	-4,7%	30 863,5	32 664,0	-5,5%
Koszty operacyjne		-3 449,2	-3 266,0	-3 643,0	5,6%	-5,3%	-13 124,2	-13 484,0	-2,7%
Wynik operacyjny*		4 131,3	4 508,0	4 308,0	-8,4%	-4,1%	17 739,3	19 179,0	-7,5%
Saldo rezerw		-530,7	-380,0	-526,0	39,7%	0,9%	-1 874,7	-1 871,0	0,2%
Zysk brutto		3 555,6	4 038,0	3 751,0	-11,9%	-5,2%	15 544,6	16 940,0	-8,2%
Zysk netto		2 835,6	3 248,0	3 035,0	-12,7%	-6,6%	12 393,6	13 955,0	-11,2%

*przed kosztami rezerw

Normalizacja kosztów ryzyka będzie ważyć na wynikach

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 2 836 mln CZK (-6,6% R/R i -12,7% Q/Q). Oczekujemy, iż wyniki na działalności podstawowej znajdą się pod presją zarówno po stronie wyniku odsetkowego (-0,4% Q/Q), jak i prowizyjnego (-0,4% Q/Q). Marża odsetkowa, według naszych prognoz, spadnie o 3 p.b. do poziomu 2,61% (do średnich aktywów) ze względu na niskie środowisko stóp procentowych. Po stronie kosztowej oczekujemy sezonowego wzrostu o

5,6% Q/Q, co sprowadzi wskaźnik kosztów do dochodów do poziomu 45,5% z 42,0% w 3Q'13. Jednocześnie oczekujemy, iż saldo rezerw wzrośnie o 39,7% Q/Q w 4Q'13 po spadku o 23,1% Q/Q w 3Q'13. Przełoży się to na wzrost kosztu ryzyka (do średnich kredytów brutto) do 44 p.b. wobec 32 p.b. w 3Q'13 i 42 p.b. w 2Q'13. Nasza prognoza roczna jest w dużej mierze spójna z oczekiwaniami Zarządu co do WNDB (-5,8% wobec naszej prognozy na poziomie -5,5%) oraz kosztów operacyjnych (-2,5% wobec naszej prognozy na poziomie -2,7%).

Ubezpieczyciele

Ubezpieczyciele PZU		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca Cena docelowa	435,0 PLN 425,0 PLN	P/E 2013 P/E 2014	13,4 13,7	P/BV 2013 P/BV 2014	3,1 3,0		
(mln PLN)		4Q'13P	3Q'13	4Q'12	zm. Q/Q	zm. R/R	2013P	2012	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym		3 886,8	3 907,3	4 084,1	-0,5%	-4,8%	16 289,3	16 243,1	0,3%
ubezpieczenia majątkowe		1 908,1	1 999,4	2 172,9	-4,6%	-12,2%	8 423,3	8 789,2	-4,2%
ubezpieczenia na życie		1 978,7	1 907,9	1 911,2	3,7%	3,5%	7 866,0	7 454,0	5,5%
Odszkodowania i świadczenia netto		-2 875,2	-2 750,9	-3 790,7	4,5%	-24,2%	-11 085,5	-12 218,7	-9,3%
Koszty		-926,2	-818,3	-944,6	13,2%	-2,0%	-3 358,5	-3 440,7	-2,4%
Wynik techniczny		39,4	493,8	-679,5	-92,0%	-105,8%	1 637,0	345,9	373,3%
Wynik na działalności lokacyjnej		605,6	889,3	1 135,3	-31,9%	-46,7%	2 296,7	3 704,7	-38,0%
Zysk brutto		705,6	1 346,5	525,8	-47,6%	34,2%	4 159,9	4 038,7	3,0%
Zysk netto		563,6	1 090,1	415,5	-48,3%	35,6%	3 329,4	3 255,2	2,3%

Sezonowy niższy wynik

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 564 mln PLN, czyli spadnie o 48,3% Q/Q, ale wzrośnie o 35,6% R/R. Uważamy, iż spadek wyniku netto wobec poprzedniego kwartału będzie głównie pochodną gorszego oraz jednocześnie sezonowego wzrostu szkodowości. Prognozujemy, iż wynik na działalności lokacyjnej wyniesie 606 mln PLN, -31,9% Q/Q oraz -46,7% R/R. Składka przypisana brutto jest prognozowana przez nas na poziomie 3 887 mln PLN, oznacza to drobny spadek Q/Q

oraz spadek o 4,8% R/R. Gorszy wynik będzie pochodną dalszej presji cenowej w sektorze majątkowym, gdzie oczekujemy spadku składki brutto o 4,6% Q/Q. Naszym zdaniem, wskaźnik szkodowości w segmencie majątkowym zanotuje sezonowy wzrost do poziomu 71% (+1,8 p.p. względem 4Q'13). W segmencie życiowym zakładamy poprawę wskaźnika wypłat Q/Q (-1,1 p.p. do 78%). Prognozujemy, że skonsolidowane koszty ogółem wzrosną o 5,1% Q/Q.

Usługi finansowe

Usługi finansowe Kruk		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca Cena docelowa	82,68 PLN 73,20 PLN		P/E 2013 P/E 2014	15,2 14,0		P/BV 2013 P/BV 2014	3,4 2,8	
(mIn PLN)		4Q'13P	3Q'13	4Q'12	zm. Q/Q	zm. R/R	2013P	2012	zmiana
Przychody ogółem		95,5	103,3	97,9	-7,6%	-2,5%	397,7	343,0	16,0%
- zakup wierzytelności		83,8	91,6	86,2	-8,5%	-2,7%	347,3	303,0	14,6%
- inkaso		9,1	9,3	9,3	-2,5%	-2,4%	41,1	32,9	25,1%
Marża pośrednia		48,4	59,8	55,2	-19,2%	-12,4%	217,9	194,1	12,3%
Marża pośrednia		50,1%	57,9%	56,4%	-	-	54,8%	56,6%	-
Zysk operacyjny		29,2	42,1	40,0	-30,6%	-26,9%	147,4	136,7	7,8%
Zysk brutto		15,6	28,8	26,7	-46,0%	-41,8%	95,0	85,1	11,7%
Zysk netto		15,3	29,5	27,1	-48,0%	-43,6%	95,4	81,2	17,5%

Koszty marketingu ciągną wynik w dół

Prognozujemy, że Kruk wypracuje w 4Q'13 zysk netto na poziomie 15,3 mln PLN, co będzie oznaczało spadek o 43,6% R/R oraz o 48% Q/Q. W naszej ocenie tak istotny spadek będzie wynikał przede wszystkim z poniesionych nakładów na kampanie marketingowe w Polsce oraz Rumunii, co przełoży się na wzrost kosztów bezpośrednich i pośrednich o 10,4% R/R oraz 8,3% Q/Q. Spodziewamy się, że przychody z nabytych pakietów wierzytelności wyniosą 83,8 mln PLN i będą niższe o 2,7% R/R i 8,5% Q/Q z powodu gorszej sytuacji płatnika w Czechach i Rumunii i niższej spłacalności. W segmencie inkaso zakładamy spadek przychodów do

poziomu 9,1 mln PLN (-2,4% R/R, -2,5% Q/Q). W efekcie prognozujemy, że marża pośrednia spadnie o 12,4% R/R i 19,2% Q/Q do poziomu 48,4 mln PLN. W raporcie bieżącym z dnia 10 stycznia 2014 Spółka poinformowała, że w 4Q'13 nabyła pakiety wierzytelności za 82,2 mln PLN przy wartości nominalnej 1 mld PLN, co implikuje średnią cenę na poziomie 8,2%. W 4Q'12 nakłady na wierzytelności nabyte wyniosły 120,4 mln PLN przy średniej cenie 11,1%. W całym 2013 roku nakłady inwestycyjne Kruka w Polsce i zagranicą wyniosły 367,2 mln PLN, w porównaniu z 309,3 mln PLN przed rokiem (wzrost o 18,7% R/R), co uważamy za informację pozytywną.

Paliwa, chemia

Chemia Ciech		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszczyk		Cena bieżąca Cena docelowa	33,35 PLN 33,90 PLN	P/E 2013 P/E 2014	50,1 17,0	EV/EBITDA 2013 EV/EBITDA 2014	8,7 6,2		
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	803,4	1 020,4	-21%	3 509,3	4 378,0	-20%	3 294,7	3 509,3	-6%
EBITDA	19,8	81,7	-76%	354,2	40,3	-	486,7	354,2	37%
Marża	2,47%	8,00%	-	10,09%	0,92%	-	14,77%	10,09%	-
EBIT	-33,0	24,4	-	142,7	-196,3	-	268,2	142,7	88%
Zysk brutto	-73,0	-83,9	-	-12,7	-457,2	-	121,8	-12,7	-
Zysk netto	-33,0	-88,8	-	35,1	-430,6	-	103,6	35,1	195%

Zdarzenia jednorazowe zniekształca wyniki

W 4Q'13 zgodnie z zapowiedziami Zarządu pojawiają się odpisy aktywów związane z zamykaniem działalności dawnego Zachemu (Spółka podała przedział 50-80 mln PLN netto, my zakładamy na poziomie EBIT -70 mln PLN z tego tytułu). Na poziomie straty netto ten negatywny efekt powinien być częściowo zneutralizowany poprzez rozpoznanie aktywa podatkowego dzięki sygnalizowanym w październiku zmianom organizacyjnym pozwalającym na optymalizację podatkową. Jeśli chodzi o podstawową działalność operacyjną to w segmencie sodowym oczekujemy pogorszenia wyniku q/q (EBIT 54 mln PLN vs. 64 mln PLN kwartał wcześniej) z

uwagi na sygnalizowany wyższy udział sprzedaży spotowej (niższe ceny) związany z mniejszymi odbiorami w ramach kontraktów długoterminowych przez klientów z branży motoryzacyjnej. W segmencie organicznym ze względu na sezonowy spadek sprzedaży środków ochrony roślin oraz jeszcze wysokie koszty stałe związane z Infrastrukturą Kapuściska oczekujemy straty EBIT w kwocie -13 mln PLN vs. -2 mln PLN w 3Q'13. Dobry rezultat z 3Q powinien natomiast utrzymać obszar krzemianowy, gdzie zakładamy EBIT na poziomie 6,7 mln PLN. Na działalności finansowej zakładamy nieznaczny negatywny wpływ ujemnych różnic kursowych, co wraz z odsetkami zaowocuje saldem na -40 mln PLN.

Paliwa Lotos		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszczyk		Cena bieżąca Cena docelowa	37,30 PLN 38,90 PLN	P/E 2013 P/E 2014	41,3 7,1	EV/EBITDA 2013 EV/EBITDA 2014	13,0 5,8		
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	7 232,7	8 325,8	-13%	28 325,2	33 111,0	-14%	31 302,4	28 325,2	11%
EBITDA	158,3	311,9	-49%	859,1	967,7	-11%	1 908,3	859,1	122%
Marża	2,19%	3,75%	-	3,03%	2,92%	-	6,10%	3,03%	-
EBIT	-8,5	139,7	-	205,9	301,1	-32%	1 245,6	205,9	505%
Zysk brutto	66,1	162,9	-59%	61,1	361,2	-	1 006,8	61,1	1548%
Zysk netto	53,5	228,8	-77%	117,3	922,9	-	679,4	117,3	479%

Ujemny efekt LIFO i pogorszenie marż rafineryjnych w 4Q'13

Lotos odczuje wyraźne pogorszenie marż rafineryjnych w ujęciu r/r, a także trochę słabszą strukturę sprzedaży (większy udział mniej rentownego eksportu). EBIT LIFO segmentu rafineryjnego szacujemy na 65 mln PLN, ale uwzględniamy w tym około 30 mln PLN dodatnich operacyjnych różnic kursowych. Raportowany wynik będzie ujemny z uwagi na prognozowane -94 mln PLN z tytułu przeszacowania zapasów. W segmencie wydobywczym zakładamy sezonowy wzrost kosztów (w tym amortyzacji) i wyższe przychody q/q z uwagi na uwzględnienie większych

wolumenów na poziomie sprzedaży do rafinerii (rozliczenie produkcji nie rozpoznanej w poprzednich kwartałach). EBIT szacujemy na 21 mln PLN, ale zwracamy uwagę, że standardowo w rocznym raporcie mogą pojawić się jakieś zdarzenia jednorazowe (przeszacowania aktywów kopalnianych i odwiertów), których nie uwzględniamy. Detal z uwagi na ciągłą restrukturyzację sieci, mimo wzrostu marż na stacjach, raczej nie poprawi wyników r/r (EBIT -3 mln PLN). Na działalności finansowej saldo powinno być dodatnie (+75 mln PLN) z uwagi na dodatnie różnice kursowe na długi i zyski na transakcjach zabezpieczających. Ostatecznie Spółka powinna więc zakończyć kwartał na lekkim plusie.

Paliwa MOL		Kupuj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	13 780 HUF	P/E 2013	54,5	EV/EBITDA 2013	4,7		
		Cena docelowa	17 976 HUF	P/E 2014	9,2	EV/EBITDA 2014	3,9		
(mld HUF)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	1 373,3	1 430,0	-4%	5 470,8	5 521,3	-1%	5 609,9	5 470,8	3%
EBITDA	90,6	132,9	-32%	486,3	539,2	-10%	570,1	486,3	17%
Marża	6,60%	9,29%	-	8,89%	9,77%	-	10,16%	8,89%	-
EBIT	13,2	32,5	-59%	39,1	219,6	-82%	230,0	39,1	489%
Zysk brutto	7,1	19,7	-64%	1,5	205,6	-	215,2	1,5	-
Zysk netto	7,1	9,4	-24%	23,9	151,4	-84%	141,2	23,9	492%

Słabszy kwartał w rafinerii, możliwe zdarzenia jednorazowe

Oczyszczona EBITDA LIFO obniży się w 4Q'13 w ujęciu r/r ze 139 mld HUF do 101 mld HUF. Za pogorszenie wyników odpowiedzialny będzie przede wszystkim segment rafineryjny, gdzie obserwowaliśmy znaczne osłabienie marż produktowych. Wolumen powinien być co prawda nieco wyższy, a dodatkowo lepszych rezultatów r/r spodziewamy się w petrochemii (mimo spadku q/q), ale nie wystarczy to żeby zneutralizować ubytek cracku na benzynie. Dodatkowo raportowany rezultat osłabi ujemny efekt przeszacowania zapasów, który prognozujemy na -12 mld HUF. W obszarze wydobywczym zakładamy dalszy spadek wolumenów do 98 mboe/d, ale EBIT powinien być zbliżony q/q ze względu na

niższą amortyzację (brak tak dużych odpisów negatywnych odwiertów) oraz brak zdarzeń jednorazowych. W segmencie gazowym oczekujemy lekkiej poprawy r/r (5,8 mld HUF z 2,8 mld HUF) gdyż mniejsze przychody z przesyłu na Węgrzech będą skompensowane niższą stratą na regulowanej sprzedaży w Chorwacji (również wynikającą z ciepłej zimy i niższych wolumenów). Na działalności finansowej nie oczekujemy istotnego wpływu różnic kursowych i przeszacowania opcji. Zakładamy, że dzięki tarczy podatkowej, zbudowanej na odpisie rafinerii Mantova, MOL nie zaksięguje w tym kwartale podatku. Zwracamy ponadto uwagę, że w 4Q mogą pojawić się zdarzenia jednorazowe, jak chociażby efekt rozliczenia transakcji sprzedaży aktywów magazynowych.

Paliwa PGNiG		Trzymaj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	4,95 PLN	P/E 2013	10,7	EV/EBITDA 2013	5,6		
		Cena docelowa	5,30 PLN	P/E 2014	8,8	EV/EBITDA 2014	5,1		
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	9 084,8	8 665,6	5%	32 087,8	28 730,0	12%	30 397,4	32 087,8	-5%
EBITDA	1 595,9	3 171,1	-50%	6 403,9	4 602,0	39%	6 880,4	6 403,9	7%
Marża	17,57%	36,59%	-	19,96%	16,02%	-	22,63%	19,96%	-
EBIT	1 003,9	2 609,0	-62%	4 058,9	2 533,0	60%	4 681,3	4 058,9	15%
Zysk brutto	923,2	2 630,0	-65%	3 632,2	2 542,0	43%	4 547,4	3 632,2	25%
Zysk netto	646,2	2 184,0	-70%	2 725,2	2 236,0	22%	3 316,8	2 725,2	22%

Bardzo dobre wyniki mimo odpisów

W 4Q'13 PGNiG dokonało odpisów na aktywa w Libii na łączną kwotę 560 mln PLN (zgodnie z komunikatem Spółki tyle wyniosły one w sprawozdaniu jednostkowym i 1:1 przenosimy tę kwotę na prognozy skonsolidowane). Mimo tych zdarzeń jednorazowych EBIT segmentu wydobywcze szacujemy na 583 mln PLN, co jest pochodną przesunięcia znacznej części wolumenów sprzedaży ropy z 3Q (sprzedaż wyższa o 146 tys. ton przy niższym wydobywaniu). Jednocześnie uwzględniamy powrót standardowych odpisów na nieudane odwierty (-50 mln PLN) oraz brak widocznych kwartał wcześniej zysków z prac wykonanych dla segmentu obrotu (wówczas wynik segmentu był wyższy dzięki temu o 58 mln PLN, ale zostało to wyłączone na poziomie konsolidacji). W obszarze obrotu dzięki umocnieniu złotego zakładamy poprawę wyniku q/q (104 mln PLN vs. 78 mln

PLN) mimo efektywnie niższej ceny sprzedaży (sezonowo większy udział gospodarstw domowych) i oczekiwanych strat na hedgingu. W dystrybucji prognozujemy spadek EBIT r/r (280 mln PLN vs. 328 mln PLN), co będzie pochodną niższych wolumenów (efekt pogodowy) oraz rozliczeń kosztów za przesył. Wyniki 3Q były bowiem zawyżone z uwagi na niedoszacowanie kosztów, które są księgowane wg statystycznego zużycia (chłodny wrzesień zaowocował wyższymi przychodami za którymi „nie nadążyły” koszty). Dodatkowo w 4Q może pojawić się efekt odwrotny z uwagi na zużycie niższe od średniej. W obszarze elektrociepłowni ubytek marży r/r na skutek niższej produkcji (ciepło -11%) powinien być skompensowany niższą amortyzacją (EBIT 44 mln PLN). Ostatecznie zysk netto szacujemy na 646 mln PLN gdyż uwzględniamy podwyższoną stopę podatkową (30% z uwagi na księgowanie obciążeń norweskich).

Chemia Police		Sprzedaj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	18,40 PLN	P/E 2013	21,7	EV/EBITDA 2013	9,8		
		Cena docelowa	10,90 PLN	P/E 2014	17,2	EV/EBITDA 2014	9,3		
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	581,7	571,9	2%	2 546,0	2 981,2	-15%	2 783,9	2 546,0	9%
EBITDA	19,7	20,3	-3%	158,0	210,9	-25%	165,8	158,0	5%
Marża	3,38%	3,55%	-	6,21%	7,08%	-	5,95%	6,21%	-
EBIT	0,9	-1,8	-	77,9	127,8	-39%	88,0	77,9	13%
Zysk brutto	1,6	-0,7	-	78,9	121,7	-35%	99,2	78,9	26%
Zysk netto	1,3	0,6	-	63,7	104,2	-39%	80,3	63,7	26%

Na „plusie” tylko dzięki zdarzeniom jednorazowym

W 3Q'13 Police były jeszcze minimalnie rentowne na poziomie EBIT, ale w 4Q osiągnięcie dodatniego wyniku bez wsparcia zdarzeń jednorazowych nie będzie naszym zdaniem możliwe. Spółka co prawda nie sygnalizowała w tym okresie żadnych problemów technicznych (w poprzednim kwartale awaria instalacji amoniaku mocno obniżyła wolumeny części azotowej), ale obciążeniem dla rentowności będzie zapewne znaczny spadek cen głównych produktów. W przypadku amoniaku marża brutto na sprzedaży poza Grupą Azoty jest już naszym zdaniem ujemna, a notowania mocznika obniżyły się q/q o kolejne 5 USD/t. W przypadku mieszanek NPK teoretyczny spread na produkcji spadł q/q o około 150 PLN/t

(ubytek marży 30-40 mln PLN), mimo znacznych obniżek w cenach surowców. Przy obecnych niższych cenach fosforatów pozytywny wpływ dostaw z własnej kopalni w Senegalu nie będzie naszym zdaniem znaczący. Jeśli chodzi o rynek bieli tytanowej to 4Q nie przyniósł tutaj większych zmian i segment powinien zaraportować około 5 mln PLN na poziomie EBIT. W naszych prognozach EBIT uwzględniamy również około 15 mln PLN zysku z tytułu „okazyjnego nabycia” aktywów w Afryce i właśnie dzięki tej pozycji zakładamy dodatni wynik operacyjny Grupy. Na działalności finansowej koszty odsetkowe powinny być zbilansowane zyskiem z Kemipolu. Ostatecznie więc zysk netto będzie zbliżony do 1 mln PLN.

Chemia ZA Puławy		Redukuj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	147,55 PLN	P/E 2013	7,2	EV/EBITDA 2013	4,7		
		Cena docelowa	123,40 PLN	P/E 2014	16,0	EV/EBITDA 2014	7,6		
(mln PLN)	2Q'13/14P	2Q'12/13	zmiana	1H'13/14P	1H'12/13	zmiana	2013/14P	2012/13	zmiana
Przychody	880,5	973,0	-10%	1 720,2	1 850,6	-7%	3 592,1	3 886,0	-8%
EBITDA	53,0	121,2	-56%	107,9	188,2	-43%	336,4	554,2	-39%
Marża	6,02%	12,45%	-	6,27%	10,17%	-	9,37%	14,26%	-
EBIT	19,0	91,3	-79%	37,6	128,6	-71%	187,0	429,1	-56%
Zysk brutto	23,0	104,5	-78%	43,0	145,6	-70%	195,2	453,8	-57%
Zysk netto	19,3	87,3	-78%	37,1	122,0	-70%	176,1	390,3	-55%

Dalszy spadek efektywnej ceny sprzedaży

W drugim kwartale roku obrotowego 2013/14 mimo standardowego sezonowego wzrostu wolumenów sprzedaży i braku przestojów remontowych nie oczekujemy poprawy wyników q/q. Powodem tego będzie dalszy spadek średniej ceny nawozów w segmencie agro w kanale eksportowym (RSM -11%, saletra -15%, siarczan amonu -6%), który odpowiada za około 30% wolumenu. Obciążeniem będą także nawozy wieloskładnikowe w Gdańskich Fosforach, gdzie

można oczekiwać straty operacyjnej. W obszarze chemicznym nie spodziewamy się większych zmian q/q gdyż poprawę marż na kaprolaktamie (okresowy spadek cen benzenu) zneutralizuje pogorszenie cen sprzedaży melaminy. W wynikach kwartału oczekujemy sezonowego wzrostu kosztów wynagrodzeń (premie i rezerwy aktuarialne). Na poziomie działalności finansowej zakładamy niewielkie zyski odsetkowe i w efekcie zysk netto prognozujemy na 19 mln PLN.

Energetyka

Energetyka CEZ		Trzymaj							
Analitik: Kamil Kliszc	Cena bieżąca	78,80 PLN		P/E 2013	7,6	EV/EBITDA 2013		6,2	
	Cena docelowa	80,60 PLN		P/E 2014	9,0	EV/EBITDA 2014		6,4	
(mIn CZK)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	51 931,2	52 621,0	-1%	213 841,2	215 095,0	-1%	201 621,4	213 841,2	-6%
EBITDA	14 853,1	20 816,0	-29%	74 380,1	85 509,0	-13%	73 800,9	74 380,1	-1%
Marża	28,60%	39,56%	-	34,78%	39,75%	-	36,60%	34,78%	-
EBIT	7 250,1	13 213,0	-45%	45 789,1	57 931,0	-21%	44 411,1	45 789,1	-3%
Zysk brutto	4 770,1	9 766,0	-51%	43 511,1	50 957,0	-15%	38 139,0	43 511,1	-12%
Zysk netto	3 816,1	7 130,0	-46%	36 226,1	41 429,0	-13%	30 830,8	36 226,1	-15%

Dalszy ciąg odpisów, strata na działalności finansowej

W 3Q'13 wyniki zostały obciążone odpisami na kwotę około 5 mld CZK (głównie w Bułgarii i Rumunii) oraz rewaluacją kontraktu gazowego do elektrowni Pocerady na ponad -1 mld CZK. W 4Q'13 oczekujemy pojawienia się odpisu na nowy blok gazowy w kwocie około 3 mld CZK. Segment wytwarzania znów będzie więc pod presją, ale oczekujemy niewielkiej poprawy q/q (2,8 mld CZK na poziomie EBIT vs. 0 kwartał wcześniej) z uwagi na sezonowość (sprzedaż ciepła) oraz znacznie większy wolumen produkcji w elektrowniach jądrowych. W segmencie dystrybucji łączny zysk operacyjny

szacujemy na 3,8 mld CZK vs. 4,5 mld CZK przed rokiem. Pogorszenie rezultatów mimo braku konsolidacji Albanii wynika ze zmiany sposobu rozliczeń odkupu energii odnawialnej (w 2012 roku CEZ miał obowiązek odkupu energii z OZE, co przy stałych taryfach było źródłem znacznej fluktuacji wyników pomiędzy kwartałami, a teraz obowiązek ten przejął operator). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy dużej straty z uwagi na negatywną rewaluację opcji MOL-a (-0,9 mld CZK) oraz straty kursowe w spółkach tureckich (-0,3 mld CZK). W efekcie zysk netto sięgnie zaledwie 3,8 mld CZK.

Energetyka Enea		Kupuj							
Analitik: Kamil Kliszc	Cena bieżąca	13,07 PLN		P/E 2013	6,9	EV/EBITDA 2013		3,0	
	Cena docelowa	17,22 PLN		P/E 2014	11,4	EV/EBITDA 2014		4,3	
(mIn PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	2 410,4	2 666,7	-10%	9 197,7	10 096,0	-9%	8 450,9	9 197,7	-8%
EBITDA	386,4	313,7	23%	1 786,9	1 596,3	12%	1 520,1	1 786,9	-15%
Marża	16,03%	11,76%	-	19,43%	15,81%	-	17,99%	19,43%	-
EBIT	197,2	136,3	45%	1 023,3	846,5	21%	641,5	1 023,3	-37%
Zysk brutto	207,8	132,5	57%	1 070,5	908,2	18%	625,6	1 070,5	-42%
Zysk netto	168,3	104,6	61%	835,1	717,2	16%	506,7	835,1	-39%

Mocny kwartał mimo rezerw

W 4Q'13 w Enei spodziewamy się kosztów zapowiedzianego przez Zarząd programu optymalizacji wydatków, które objawiają się w postaci rezerw na PDO w kwocie około 100 mln PLN. Około 1/3 tej kwoty (proporcje zatrudnienia) powinno pojawić się w obszarze wytwarzania, ale mimo tego EBIT segmentu szacujemy na 95 mln PLN (vs. 62 mln PLN kwartał wcześniej i 118 mln PLN w 4Q'12). Tak dobry wynik powinien być konsekwencją sezonowości (lepszy wynik EC Białystok), braku kosztów CO₂ (efekt rozliczania rezerw metodą FIFO), wyższych wolumenów produkcji z biomasy (lepsze ceny) oraz efektywnie niższych kosztów węgla. W obszarze dystrybucji,

gdzie alokujemy około 50-60 mln PLN wspomnianych rezerw na PDO, EBIT powinien sięgnąć 75 mln PLN (oczyszczone 85 mln PLN rok wcześniej), a poprawa skorygowanych zysków r/r będzie się wpisywać w tendencje charakterystyczne dla całego 2013 roku. W segmencie obrotu prognozowany EBIT wynosi 51 mln PLN, a więc blisko 3Q (przypominamy że ze względu na duży udział kontraktów bilateralnych Enea nie korzystała w pełni na niższych cenach zielonych certyfikatów w poprzednich okresach). Na pozostałych poziomach nie oczekujemy większych odchyleń q/q i ostatecznie roczny zysk netto szacujemy na 835 mln PLN, ale nie uwzględniamy w tym potencjalnych rezerw na „darmowe” uprawnienia CO₂, które w przypadku Enei mogłyby sięgnąć 120 mln PLN.

Energetyka Energia									
Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	16,55 PLN	P/E 2013		8,7	EV/EBITDA 2013		5,2
		Cena docelowa	19,90 PLN	P/E 2014		9,0	EV/EBITDA 2014		5,2
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	2 874,2	2 935,6	-2%	11 411,7	11 176,8	2%	10 828,4	11 411,7	-5%
EBITDA	456,6	296,9	54%	1 958,0	1 629,2	20%	2 084,8	1 958,0	6%
Marża	15,89%	10,11%	-	17,16%	14,58%	-	19,25%	17,16%	-
EBIT	261,6	107,4	144%	1 194,7	906,0	32%	1 187,8	1 194,7	-1%
Zysk brutto	221,6	-51,2	-	1 037,1	626,3	66%	936,5	1 037,1	-10%
Zysk netto	179,5	-72,5	-	790,3	457,0	73%	758,6	790,3	-4%

Zaniżona baza odniesienia

W 4Q'12 wyniki Energi były zanieczyszczone zdarzeniami jednorazowymi w kwocie netto -94 mln PLN, z czego zdecydowana większość obciążała segment dystrybucyjny. W 4Q'13 nie oczekujemy żadnych istotnych odpisów czy rezerw i dlatego EBIT tego obszaru szacujemy na 141 mln PLN vs. 22 mln PLN osiągnięte rok wcześniej. W segmencie obrotu po słabym 3Q'13 zakładamy powrót standardowych marż, co zaowocuje zyskiem operacyjnym rzędu 58 mln PLN vs. 2,6 mln PLN kwartał wcześniej oraz 57 mln PLN rok temu. W segmencie wytwarzania niższą produkcję z węgla powinny kompensować wyższe przychody z OZE w związku ze

wzrostem notowań zielonych certyfikatów. W efekcie EBIT segmentu powinien być zbliżony q/q (66 mln PLN vs. 62 mln PLN). Nie zakładamy żadnych rezerw na „darmowe” uprawnienia CO₂, które w przypadku Energi mogłyby sięgnąć około 40 mln PLN (na razie nie ma decyzji audytora w tej kwestii). Mniejszy wpływ na skonsolidowane wyniki, w przeciwieństwie do poprzednich kwartałów, może mieć pozycja kosztów nieprzypisanych. W 1H'13 wsparła ona EBIT kwotą 55 mln PLN, w 3Q obniżyła zysk o 25 mln PLN, a w 4Q'13 szacujemy niewielki pozytywny wpływ na poziomie 10 mln PLN (przypominamy, że w ramach tej pozycji pojawiają się m.in. rozliczenia marży na świadectwach pochodzenia).

Energetyka PGE									
Trzymaj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	17,22 PLN	P/E 2013		6,6	EV/EBITDA 2013		3,3
		Cena docelowa	16,37 PLN	P/E 2014		10,3	EV/EBITDA 2014		4,7
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	7 813,6	8 709,2	-10%	30 395,2	30 556,8	-1%	26 873,6	30 395,2	-12%
EBITDA	2 173,1	-137,8	-	9 077,7	6 790,6	34%	6 888,2	9 077,7	-24%
Marża	27,81%	-1,58%	-	29,87%	22,22%	-	25,63%	29,87%	-
EBIT	1 414,6	-895,5	-	6 089,5	3 870,5	57%	3 915,6	6 089,5	-36%
Zysk brutto	1 433,4	-908,4	-	6 089,5	4 102,5	48%	3 877,9	6 089,5	-36%
Zysk netto	1 148,4	-745,9	-	4 912,2	3 211,1	53%	3 116,1	4 912,2	-37%

Wyniki zbliżone q/q

W 4Q'13 PGE powinna wypracować EBIT na poziomie 1,4 mld PLN, co będzie zbliżonym osiągnięciem do skorygowanego wyniku z 3Q. W segmencie wytwarzania oczekujemy 0,77 mld PLN zysku operacyjnego vs. 0,96 mld PLN w poprzednim kwartale, ale przypominamy, że wówczas Spółka rozpoznała zyski z wygranego sporu o KDT, otrzymanych odszkodowań oraz odwróciła rezerwy na Opole na łączną kwotę 220 mln PLN). W obszarze dystrybucji prognozujemy, podobnie jak w całym roku 2013, wyraźną poprawę r/r (327 mln PLN vs. 167 mln PLN), która w tym okresie będzie jeszcze dodatkowo wzmocniona przez zaniżoną bazę 4Q'12 (zawiązane rezerwy

na 75 mln PLN). W segmencie hurtowym wynik powinien być zbliżony do poprzednich kwartałów (0,23 mld PLN), a w detailu prognozujemy 15 mln PLN na poziomie EBIT (poprawa q/q wynika z braku księgowych dostosowań, które obniżyły rezultat 3Q o 50-100 mln PLN). W segmencie OZE z uwagi na rosnące ceny zielonych certyfikatów oraz większe wolumeny zakładamy wzrost EBIT do 34 mln PLN. Na działalności finansowej saldo powinno być lekko dodatnie z uwagi na dodatnie różnice kursowe. Ostatecznie zysk netto za cały rok powinien sięgnąć 4,9 mld PLN, ale nie uwzględniamy w prognozach potencjalnych rezerw na darmowe CO₂, które w przypadku PGE mogłyby sięgnąć około 700 mln PLN.

Energetyka Tauron									
Kupuj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	4,46 PLN	P/E 2013		6,0	EV/EBITDA 2013		3,7
		Cena docelowa	5,94 PLN	P/E 2014		8,7	EV/EBITDA 2014		4,7
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	5 526,1	6 527,0	-15%	19 735,6	24 741,3	-20%	17 828,1	19 735,6	-10%
EBITDA	522,2	764,8	-32%	3 518,4	3 839,9	-8%	3 199,9	3 518,4	-9%
Marża	9,45%	11,72%	-	17,83%	15,52%	-	17,95%	17,83%	-
EBIT	104,9	307,8	-66%	1 814,0	2 153,4	-16%	1 419,8	1 814,0	-22%
Zysk brutto	54,9	248,0	-78%	1 596,1	1 935,8	-18%	1 159,2	1 596,1	-27%
Zysk netto	94,4	191,9	-51%	1 307,2	1 466,8	-11%	894,4	1 307,2	-32%

Oczyszczane wyniki znacznie lepsze r/r

W 4Q'13 Tauron zawiąże około 270 mln PLN rezerw na „darmowe” uprawnienia do emisji, które jeszcze nie znalazły się na rejestrach Spółki, co znacząco pogorszy raportowany wynik, a bez tego księgowego zdarzenia EBIT byłby naszym zdaniem wyraźnie lepszy r/r. W segmencie dystrybucji oczekujemy zysku operacyjnego na poziomie 245 mln PLN wobec 167 mln PLN przed rokiem, a poprawa r/r to oprócz zdarzeń jednorazowych (w 4Q'12 pojawiły się rezerwy aktuarialne i na PDO w kwocie 75 mln PLN) efekt obniżenia kosztów, wzrostu WRA i procesu dochodzenia do pełnego zwrotu z aktywów. W obszarze obrotu prognozujemy EBIT na poziomie 148 mln PLN vs. 115 mln PLN rok wcześniej, co będzie pochodną ciągle niższych kosztów kolorowej energii. W segmencie ciepła zakładamy spadek r/r z uwagi na mniej korzystne warunki pogodowe (EBIT 55 mln PLN vs. 89 mln PLN w 4Q'12), które tylko częściowo zneutralizują

uwzględnienie w konsolidacji aktywów elektrociepłowni w Katowicach. Pogorszenia wyników r/r oczekujemy w przypadku kopalni (EBIT -44 mln PLN vs. +9 mln PLN) z uwagi na spadek wolumenów wydobycia (pożar i problemy na jednej ścianie wydobywczej) oraz niższe ceny. W segmencie wytwarzania prognozujemy wysoką stratę (-278 mln PLN), ale wynika ona ze wspomnianej rezerwy na CO₂ (bez tego zdarzenia wynik byłby zbliżony r/r mimo spadku cen energii, głównie dzięki oszczędnościom i niższym kosztom paliwa). Lepszy rezultat r/r powinien raportować segment OZE (31 mln PLN vs. 9 mln PLN w 4Q'12), głównie dzięki większym wolumenom w elektrowniach wodnych oraz uruchomieniu dwóch farm wiatrowych. Na poziomie działalności finansowej saldo powinno być zbliżone q/q i ostatecznie zysk netto na koniec roku sięgnie 1,3 mld PLN, co będzie bliskie naszej pierwotnej prognozy mimo zdarzenia jednorazowego (-219 mln PLN netto).

Media

Media Agora		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca Cena docelowa	9,29 PLN 9,50 PLN	P/E 2013 P/E 2014	- -	EV/EBITDA 2013 EV/EBITDA 2014	- -		
(mIn PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	295,4	309,5	-4,6%	1 069,0	1 138,6	-6,1%	1 104,4	1 069,0	3,3%
EBITDA	30,5	20,8	46,8%	95,1	80,7	17,9%	96,5	95,1	1,4%
Marża	10,3%	6,7%	-	8,9%	7,1%	-	8,7%	8,9%	-
EBIT	7,0	-3,1	-	0,9	-13,1	-	3,6	0,9	-
Zysk brutto	7,3	-1,2	-	-3,2	-10,1	-	2,5	-3,2	-
Zysk netto	8,8	-0,1	-	-1,1	-8,1	-	2,0	-1,1	-

Wyniki za 4Q'13 dalej pod presją słabej reklamy

Spodziewamy się dalszych spadków przychodów w Agorze do 295,4 mln PLN w 4Q'13 (-4,6% R/R). Jednak koszty operacyjne powinny zmniejszyć się o 7,8%, co przełoży się na zysk EBIT na poziomie 7 mln PLN, biorąc pod uwagę 22,9 mln PLN wyłączeń międzysegmentowych. W segmencie prasy codziennej spodziewamy się: (1) stagnacji na linii sprzedaży wydawnictw (pomimo spadku rozpowszechniania płatnego do 212,6 tys. sztuk, efektywna cena gazety Wyborczej wzrosła o blisko 20%), (2) istotnych spadków w reklamie na poziomie -21%, (3) ponad 10% wzrostu pozostałych przychodów, co jest skutkiem rosnącego obrotu z niskomargowej działalności poligraficznej. Baza kosztowa segmentu pozostanie na stałym poziomie, co przełoży się na 8,4 mln PLN zysku EBIT segmentu prasa codzienna. Prasa codzienna będzie jedynym segmentem, który zanotuje spadek zysku operacyjnego R/R. Z kolei wzrost EBITu

pokazać powinien: segment radiowy, Internetu (dzięki dalszym oszczędnościom w reklamie i reprezentacji) oraz kinowy pomimo niższej o 12% liczby sprzedanych biletów na 1 ekran (wzrost w dystrybucji dzięki *Ambasadzie*, w reklamie i w sprzedaży barowej). Zysk EBITDA Agory w 4Q'12 wyniesie 30,5 mln PLN (+45% R/R). Jednak zwracamy uwagę na zdarzenia o charakterze jednorazowym w 4Q'12 (17,6 mln PLN związanych z odpisem aktualizującym wartość wybranych tytułów prasowych w segmencie czasopisma, wartość zawieszono tytułu Autobit, odpisem wartości firmy Sport4People oraz wybranych aktywów w pionie Projekty Specjalne). Pomijając koszty jednorazowe, zysk EBITDA zanotuje naszym zdaniem 21% spadek. Patrząc na rosnącą cenę Wyborczej od początku 2014 r., kluczowe ryzyko dla wyników Grupy stanowią spadające przychody reklamowe w segmentach prasa codzienna i magazyny.

Media Cinema City		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca Cena docelowa	33,03 PLN 41,50 PLN	P/E 2013 P/E 2014	16,7 14,2	EV/EBITDA 2013 EV/EBITDA 2014	8,5 7,9		
(mIn EUR)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	86,5	84,6	2,2%	298,9	280,7	6,5%	319,8	298,9	7,0%
EBITDA	21,2	18,4	15,2%	69,0	60,2	14,7%	70,5	69,0	2,2%
Marża	24,4%	21,7%	-	23,1%	21,4%	-	22,0%	23,1%	-
EBIT	13,6	10,3	32,4%	38,5	29,6	30,1%	38,5	38,5	0,0%
Zysk brutto	11,5	9,7	18,0%	29,3	26,8	9,6%	32,6	29,3	11,0%
Zysk netto	10,6	9,3	13,3%	27,1	23,8	13,7%	28,5	27,1	5,0%

Dwucyfrowy wzrost zysku netto, możliwa rewaluacja Mall of Rousse

Przychody w 4Q'13 powinny wynieść 86,5 mln EUR, z czego działalność kinowa wygeneruje 77,8 mln EUR. Liczba sprzedanych biletów zgodnie z danymi Cinema City wyniosła 10,8 mln sztuk. Zwracamy uwagę, że największe wzrosty sprzedaży biletów na 1 ekran R/R zanotowała Bułgaria, Węgry i Słowacja, a z kolei blisko 10% spadek – Polska. Spodziewamy się dobrych danych o sprzedaży w barach (przychody na poziomie 18,7 mln EUR) oraz wzrostów przychodów z reklamy do 10,7 mln EUR (vs. 10,2 mln EUR w

4Q'12), dzięki czemu marża brutto sprzedaży powinna polepszyć się do poziomu 29,0% (vs. 26,4% w 4Q'12). Zysk EBITDA wyniesie 21,2 mln EUR. Cinema City powinna wykazać mniejsze Q/Q koszty finansowe netto dzięki refinansowaniu długu w 4Q'13 (spadek marży o 1,0 p.p.). Zakładając stopę podatkową na poziomie 8%, zysk netto powinien wynieść 10,6 mln EUR (+13% R/R). Zwracamy uwagę, że wynik ten nie uwzględnia dwóch spodziewanych zdarzeń jednorazowych: (1) jednorazowy zysk z transakcji zakupu 7,7% Ronsona, (2) strata na rewaluacji Mall of Rousse.

Media		Kupuj							
Cyfrowy Polsat									
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	20,12 PLN		P/E 2013	14,7	EV/EBITDA 2013	8,8	
		Cena docelowa	24,10 PLN		P/E 2014	19,9	EV/EBITDA 2014	9,8	
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	782,3	750,6	4,2%	2 892,6	2 778,2	4,1%	3 076,2	2 892,6	6,3%
EBITDA	261,0	247,2	5,6%	1 031,9	1 032,2	0,0%	982,7	1 031,9	-4,8%
Marża	33,4%	32,9%	-	35,7%	37,2%	-	31,9%	35,7%	-
EBIT	196,1	175,4	11,8%	779,2	789,2	-1,3%	719,7	779,2	-7,6%
Zysk brutto	177,3	138,2	28,3%	581,4	695,6	-16,4%	618,0	581,4	6,3%
Zysk netto	156,0	121,6	28,3%	508,3	598,3	-15,0%	531,5	508,3	4,6%

Wzrost oczyszczonej EBITDA o 11% R/R w starym Cyfrowym Polsacie i stabilna EBITDA R/R w Polkomtelu

Spodziewamy się solidnych wyników w 4Q'13. Przychody estymujemy na 782 mln PLN (+4,2% R/R). Przychody od klientów indywidualnych powinny wynieść 473 mln PLN (+5,7% R/R) dzięki wzrostowi APRU z Pakietu Familijnego do 50,1 PLN i stabilnej bazy klientów (średnia liczba abonentów na poziomie 2,71 mln). Przychody z reklamy i sponsoringu zakładamy na poziomie 265 mln PLN (+6% R/R), co jest głównie wynikiem akwizycji TV4 i TV6. Dzięki wprowadzeniu dłużej i bogatej jesiennej ramówki (7 nowych formatów) przychody organiczne z reklamy powinny zachować się nieco lepiej niż rynek (estymujemy spadek reklamy TV na poziomie -2% R/R). Zakładamy wzrost bazy kosztowej do poziomu 586 mln PLN (+4,2% R/R), ze względu na wyższe koszty licencji programowych na poziomie 103 mln PLN (koszty w 4Q'12 zaniżone jednorazowo o 12 mln PLN w wyniku zawarcia porozumienia z OZZPA) oraz istotnie wyższe koszty produkcji telewizyjnej oraz amortyzacji praw sportowych na

poziomie 122 mln PLN (+19% R/R). Spadków kosztów oczekujemy na linii wynagrodzenia (nagrody jubileuszowe w 4Q'12) i amortyzacja. Wynik EBITDA wyniesie 261 mln PLN (+5,5% R/R). Po oczyszczeniu wyników 4Q'12 o zdarzenie jednorazowe, wzrost R/R wyniesie 11,0%. Saldo na działalności finansowej wyniesie 19,6 mln PLN (-55% R/R), wynik netto 156 mln PLN (+28% R/R).

Przychody (pomijamy inne przychody operacyjne) w 4Q'13 w Polkomtelu estymujemy na 1 623 mln PLN (-8,6% R/R). Spadek wynika w dużej mierze z mniejszych o 40% przychodów z interkonektu i roamingu do poziomu 204 mln PLN). Przychody detaliczne spadną o 5,2% R/R do poziomu 1 295 mln PLN, co będzie wynikać głównie ze spadku APRU detalicznego w segmencie post paid do 39,7 PLN i 9,3 PLN w segmencie pre-paid. Baza kosztowa wyniesie 1 090 mln PLN (vs. 1 211 mln PLN), co uwzględni spadek stawki MTR R/R. Wynik EBITDA szacujemy na 624 mln PLN (-0,1% R/R), co obniżając o 425 mln PLN amortyzacji przełoży się na zysk EBIT na poziomie 200 mln PLN. EBITDA za cały 2013 r. wzrośnie o 2,6% R/R.

Media		Kupuj							
TVN									
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	16,25 PLN		P/E 2013	-	EV/EBITDA 2013	15,0	
		Cena docelowa	17,90 PLN		P/E 2014	16,1	EV/EBITDA 2014	12,2	
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	462,3	456,7	1,2%	1 555,8	1 584,3	-1,8%	1 618,6	1 555,8	4,0%
EBITDA	124,7	138,5	-10,0%	462,6	456,0	1,4%	601,6	462,6	30,0%
Marża	27,0%	30,3%	-	29,7%	28,8%	-	37,2%	29,7%	-
EBIT	106,0	109,7	-3,4%	384,7	374,3	2,8%	529,7	384,7	37,7%
Zysk brutto	98,6	31,9	209,1%	-181,2	267,7	-	387,8	-181,2	-
Zysk netto	77,9	465,8	-83,3%	-171,6	485,9	-	333,1	-171,6	-

Spadek oczyszczonej EBITDA R/R przez większe koszty programingu własnego

Szacujemy spadek rynku reklamy TV na ok. 2% R/R. Na tym tle przychody z emisji reklam powinny się zachowywać lepiej R/R (szacujemy -0,5% spadku) i wyniosą 330 mln PLN. Wynika to bezpośrednio z dobrej oglądalności grupy kanałów TVN zarówno w okresie wyświetlania jesiennej ramówki (mimo wprowadzenia przez konkurencyjny Polsat siedmiu nowych formatów w tym czasie), jak i w okresie okołoswiątecznym. Istotnych wzrostów spodziewamy się natomiast ze sponsoringu (47 mln PLN, +16% R/R). Naszym zdaniem na krótko przed powrotem wzrostów na rynek reklamy, domy mediowe są bardziej zainteresowane budowaniem brand awareness, co przekłada się na popyt na sponsoring. Bazę kosztową szacujemy na 314 mln PLN (vs. 309 mln PLN w 4Q'12). Wzrost bazy kosztowej jest wynikiem większych o 18% R/R kosztów programingu własnego (szacujemy go na 130 mln PLN w 4Q'13 vs. 110 mln PLN rok wcześniej), co wiąże się z dłuższą o 3 tygodnie ramówką

jesienną. Wzrostów oczekujemy także na linii wynagrodzenia (rezerwy na bonusy). Oczyszczona o wyniki jednostek stowarzyszonych EBITDA wyniesie 166,5 mln PLN (+12,6% R/R), jednak wyłączając jednorazowy odpis w 4Q'12 (utrata wartości ośrodka wypracowującego środki pieniężne „telezakupy”), spadek EBITDA wyniesie -4,2% R/R. Głównym obciążeniem dla raportowanego wyniku operacyjnego w 4Q 2013 będzie strata w jednostkach stowarzyszonych w wysokości 42 mln PLN (stratę netto w nC+ szacujemy na 140 mln PLN), co wiąże się z kumulacją dużej części kosztów restrukturyzacji platformy nC+ w 4Q'13 oraz relatywnie niski wynik EBITDA (szacujemy ok. 43 mln PLN). Koszty odsetek netto szacujemy na 53 mln PLN (w tym 33 mln PLN od wyemitowanych niedawno obligacji 430 mln EUR). Różnice kursowe powinny być dodatnie i wynieść 42 mln PLN. W efekcie zysk brutto szacujemy na 98,6 mln PLN, a zysk netto na 77,9 mln PLN (zastosowaliśmy stopę podatkową na poziomie 19%).

IT

IT ABC Data		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca Cena docelowa	4,08 PLN 5,71 PLN	P/E 2013 P/E 2014	8,5 7,5	EV/EBITDA 2013 EV/EBITDA 2014	8,4 7,2		
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	1 524,0	1 299,5	17,3%	4 921,4	3 693,1	33,3%	5 816,0	4 921,4	18,2%
EBITDA	31,7	29,5	7,4%	81,4	58,8	38,5%	96,7	81,4	18,8%
Marża	2,1%	2,3%	-	1,7%	1,6%	-	1,7%	1,7%	-
EBIT	29,9	27,3	9,6%	78,1	55,6	40,6%	93,3	78,1	19,5%
Zysk brutto	26,5	24,6	7,8%	68,8	44,2	55,7%	83,7	68,8	21,7%
Zysk netto	21,8	19,5	11,7%	59,9	31,1	92,7%	67,8	59,9	13,2%

Wyniki zgodne z całoroczną prognozą

Spółka poinformowała ostatnio o podtrzymaniu prognozy na 2013 rok. Z wypowiedzi Zarządu wynika, że prognoza ta nie powinna zaskoczyć istotnie in plus, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. W 4Q'13 spodziewamy się przychodów w wysokości 1 524 mln PLN (+17,3% R/R) i zysku EBITDA na poziomie 31,7 mln PLN (+7,4% R/R). Pogorszenie się marży

EBITDA to częściowo wpływ wzrostu kosztów zarządu do 8,5 mln PLN z 7,0 mln PLN w 4Q'12 (na co wpływ ma podobnie jak w 3Q'13 wzrost budowy struktur zagranicznych). Koszty finansowe netto zakładamy na poziomie 3,3 mln PLN, a podatek dochodowy na 4,8 mln PLN. Przekłada się to na zysk netto na poziomie 21,8 mln PLN (+11,7% R/R).

IT Asseco Poland		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca Cena docelowa	47,10 PLN 50,00 PLN	P/E 2013 P/E 2014	11,2 11,2	EV/EBITDA 2013 EV/EBITDA 2014	6,7 6,6		
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	1 744,5	1 534,2	13,7%	5 932,9	5 529,1	7,3%	6 176,5	5 932,9	4,1%
EBITDA	241,9	219,1	10,4%	922,4	888,9	3,8%	931,8	922,4	1,0%
Marża	13,9%	14,3%	-	15,5%	16,1%	-	15,1%	15,5%	-
EBIT	176,9	154,5	14,5%	659,4	649,9	1,5%	666,4	659,4	1,1%
Zysk brutto	168,2	156,9	7,2%	623,4	665,9	-6,4%	628,8	623,4	0,9%
Zysk netto	85,2	92,0	-7,3%	347,6	370,1	-6,1%	349,8	347,6	0,6%

Spadek zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej pomimo wzrostu EBIT

W 4Q'13 spodziewamy się wzrostu przychodów Asseco Poland o 14% R/R, co wynika głównie z większych przychodów na rynku polskim, zwłaszcza w segmencie medycznym (dobra sprzedaż rozwiązania AMMS) i energetycznym. Dodatkowe przychody wygenerowało też przejęte w lutym 2013 Zeto Bydgoszcz. Wysoka dynamika przychodów powinna przełożyć na wzrost EBIT z rynku polskiego o 12% R/R, pomimo dalszych spadków w rentowności spółki matki Asseco (marża EBIT na rynku polskim = 15,0% vs. 16,7% w 4Q'12). Spodziewamy się lekkich wzrostów w przychodach Asseco SEE oraz Asseco DACH i lekkich spadków w Asseco CE. Zwracamy uwagę na rynek słowacki, który może zanotować istotnie mniejszy zysk operacyjny (5,0 mln PLN vs. 14,5 mln PLN w 4Q'12), co wynika z zastoju w projektach dla administracji publicznej.

Istotnie wyższe powinny być obroty Formula Systems (+13% R/R przychody w PLN) dzięki korzystnemu układowi świat w Izraelu. Zysk EBIT dla Grupy wyniesie 176,1 mln PLN, co obniżamy o 9 mln PLN kosztów finansowych netto i 32 mln PLN podatku dochodowego uzyskując 154 mln PLN zysku netto. Zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej powinien oscylować wokół 85,2 mln PLN (-7,3% R/R). Zwracamy uwagę na jednorazowy zysk w Asseco Poland w wysokości 14,5 mln PLN w 4Q'12 z tytułu odwrócenia odpisu aktualizującego bony dłużne wyemitowane przez Prokom Investments. Oczyszczając wynik 4Q'12 o powyższe zdarzenie wzrost zysku netto wyniósłby 6,8%. Ponadto zwracamy uwagę na duże prawdopodobieństwo dwóch zdarzeń jednorazowych: (1) zysku z tytułu utraty kontroli nad Sapiensem oraz (2) odpisu wierzytelności wobec Prokom Investments.

Górnictwo i metal

Górnictwo węgla		Trzymaj							
JSW									
Analityk: Michał Marczak	Cena bieżąca	49,02 PLN		P/E 2013		84,0	EV/EBITDA 2013		3,2
	Cena docelowa	55,00 PLN		P/E 2014		-	EV/EBITDA 2014		3,6
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	1 902,1	1 901,3	0,0%	7 692,8	8 821,0	-12,8%	7 508,0	7 692,8	-2,4%
EBITDA	265,0	242,5	9,3%	1 327,5	2 374,8	-44,1%	1 242,5	1 327,5	-6,4%
Marża	13,9%	12,8%	-	17,3%	26,9%	-	16,5%	17,3%	-
EBIT	-14,8	-36,5	-59,4%	157,7	1 308,2	-87,9%	36,4	157,7	-76,9%
Zysk brutto	-12,5	-50,9	-75,5%	88,1	1 276,9	-93,1%	-74,0	88,1	-184,0%
Zysk netto	-6,9	-42,1	-83,7%	68,5	985,1	-93,0%	-57,5	68,5	-184,0%

Kluczowe nie wyniki 4Q, ale jak Zarząd ocenia 2014 r.

4Q 2013 to historia. Spółka była beneficjentem jeszcze relatywnie wysokich cen węgla kokсового (benchmark australijski powyżej 150 USD/t) oraz wysokich wolumenów sprzedaży węgla i koksu (tu przesunięcie niezafakturowanej sprzedaży koksu z 3Q). Dodatkowo, wyniki prezentują się istotnie lepiej niż raportowane przed rokiem, jednak należy pamiętać, że jest to efekt rezerw utworzonych w 4Q 2012 z tytułu spornego podatku od wydobycia (48,5 mln PLN) oraz

rezerw związanych z kosztami pracowniczymi (110 mln PLN). W prognozie na 4Q 2013 nie zakładamy żadnych istotnych zdarzeń tego typu. Istotnego pogorszenia wyników spodziewamy się w pierwszym i drugim kwartale 2014 roku. Ze względu na harmonogram prac górniczych wolumen sprzedaży obniży się r/r. Dodatkowo Spółka nie ma już zapasów, których sprzedaż istotnie poprawiała wyniki za 1H 2013. Ceny benchmarkowe na 1Q 2014 są o 6% niższe w ujęciu q/q. W przypadku Spółki, kluczowe nie są same wyniki 4Q, ale to jak Zarząd ocenia perspektywę na 2014.

Metale		Kupuj							
KGHM									
Analityk: Michał Marczak	Cena bieżąca	107,30 PLN		P/E 2013		6,5	EV/EBITDA 2013		3,7
	Cena docelowa	144,00 PLN		P/E 2014		8,6	EV/EBITDA 2014		4,4
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	4 460,5	5 178,0	-13,9%	23 752,7	26 837,0	-11,5%	22 187,3	23 752,7	-6,6%
EBITDA	1 409,7	1 301,0	8,4%	6 372,7	8 059,0	-20,9%	5 618,3	6 372,7	-11,8%
Marża	31,6%	25,1%	-	26,8%	30,0%	-	25,3%	26,8%	-
EBIT	1 191,7	1 114,0	7,0%	4 744,3	6 604,0	-28,2%	3 698,2	4 744,3	-22,0%
Zysk brutto	1 182,7	1 131,0	4,6%	4 525,6	6 459,0	-29,9%	3 523,9	4 525,6	-22,1%
Zysk netto	883,8	753,0	17,4%	3 276,7	4 812,0	-31,9%	2 509,4	3 276,7	-23,4%

Udany kwartał mimo spadku cen

Wyniki jednostkowe Spółki w ujęciu całorocznym będą tylko nieznacznie niższe niż zakładał Zarząd na początku ubiegłego roku (3,2 mld PLN). Oczekujemy, że KGHM zamknie rok zyskiem netto na poziomie 3,1 mld PLN, a w samym 4Q wygeneruje 884 mln PLN zysku netto. To o 364 mln PLN więcej niż w 3Q'13. Dobry kwartał będzie zasługą wysokiej sprzedaży miedzi (150 tys. ton) oraz zysków na transakcjach zabezpieczających (+300 mln PLN). Oczekujemy, że jednostkowy koszt wytworzenia po uwzględnieniu przychodów z metali szlachetnych wyniesie 20,1 tys. PLN za tonę, co oznacza wzrost r/r o 9%. Głównym powodem

wzrostu są niższe wpływy ze sprzedaży srebra (-48% r/r). Pozostałe koszty operacyjne nie powinny zaskakiwać (płasko r/r). Na poziomie skonsolidowanym Spółka powinna zamknąć rok z zyskiem w wysokości blisko 3,3 mld PLN. KGHM International wygeneruje w 4Q EBITDA na poziomie 185 mln PLN i ok. 45 mln PLN zysku netto (przy przychodach na poziomie 800 mln PLN). Tu Spółka powinna pochwalić się efektami restrukturyzacji aktywów zagranicznych. W naszej prognozie nie zakładamy odpisów wartości aktywów, które mogą pojawić się na koniec roku w przypadku takich projektów jak np. Franke w Chile.

Górnictwo węgla LW Bogdanka									
Kupuj									
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	123,55 PLN	P/E 2013	13,1	EV/EBITDA 2013	6,3		
		Cena docelowa	145,50 PLN	P/E 2014	10,9	EV/EBITDA 2014	5,3		
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	509,8	443,6	14,9%	1 926,3	1 835,8	4,9%	2 203,4	1 926,3	14,4%
EBITDA	193,3	91,4	111,5%	736,0	658,1	11,8%	856,6	736,0	16,4%
Marża	37,9%	20,6%	-	38,2%	35,8%	-	38,9%	38,2%	-
EBIT	111,3	18,9	489,7%	408,5	357,3	14,3%	489,8	408,5	19,9%
Zysk brutto	109,3	17,2	536,0%	396,6	358,3	10,7%	477,4	396,6	20,4%
Zysk netto	88,5	12,9	583,5%	321,3	289,7	10,9%	386,7	321,3	20,4%

Wolumeny poniżej oczekiwań, ale i tak 20% wyższe r/r

Spółka nie zrealizuje wolumenu sprzedaży zakładanego przed rokiem, czego powodem jest słabsza jakość urobku węgla z nowo uruchomionej ściany Pola Stefanów oraz problemy geologiczno-techniczne na ścianie w Bogdance. Mimo to 4Q Spółka zamknęła wydobyciem na poziomie 2,1 mln ton, tj. o 18% większym niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Średnie zrealizowane ceny sprzedaży surowca powinny utrzymać się na poziomie z 3Q, tj. 227 PLN/t (przychód z rachunku wyników na tonę). Koszt jednostkowy w ujęciu q/q będzie nieznacznie wyższy, czego powodem jest wspomniany spadek jakości urobku (więcej skały płonnej).

W porównaniu z poprzednim rokiem koszt jednostkowy jest o 18% niższy. Powodem tego są: 1) w 4Q Spółka utworzyła rezerwy na koszty pracownicze, 2) od ubiegłego roku Spółka zmieniła zasady księgowania ww. kosztów i tworzy je w ciągu roku, 3) niższy koszt związany z efektem skali działalności wydobywczej. Po publikacji wyników kwartalnych oczekujemy, że Zarząd ogłosi plany na rok 2014 – przynajmniej w zakresie oczekiwanego wolumenu wydobycia. Spółka nie zrealizuje wcześniej zakładanych 10 mln ton i naszym zdaniem ostatecznie będzie to wynik w przedziale 9,2-9,8 mln ton. Końcowy wynik jest zależny od warunków geologicznych eksploatowanego złoża, co jest trudno przewidywalne.

Przemysł

Przemysł Alchemia		Sprzedaj							
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	5,25 PLN		P/E 2013		-		EV/EBITDA 2013	
	Cena docelowa	4,10 PLN		P/E 2014		31,3		EV/EBITDA 2014	
(mIn PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	298,9	224,2	33,4%	1 053,4	1 139,1	-7,5%	1 155,7	1 053,4	9,7%
EBITDA	16,5	1,7	877,0%	49,7	77,7	-36,0%	87,6	49,7	76,2%
Marża	5,5%	0,8%	-	4,7%	6,8%	-	7,6%	4,7%	-
EBIT	6,5	-8,2	-	10,8	49,6	-78,1%	49,2	10,8	354,2%
Zysk brutto	4,7	-11,3	-	3,6	36,2	-90,2%	49,2	3,6	1 283,8%
Zysk netto	3,9	-9,9	-	-0,4	25,5	-	34,8	-0,4	-

Brak przestojów powodem wyższej marży, wyniki nadal na niskim poziomie

W 4Q'13 spodziewamy się wzrostu wolumenu sprzedaży rur stalowych bez szwu (+5% r/r), co wynika z bardzo niskiej bazy 4Q'12. Oczekujemy, że wyższy wolumen sprzedaży wpłynie na zdecydowanie mniejszą ilość przestojów niż miało to miejsce w końcówce 2012 roku. Nadal spodziewamy się, że na niskim poziomie kształtować będą się ceny sprzedaży rur (poziomie 1H'13, brak podwyżek cenników). Spodziewamy się również wzrostu sprzedaży segmentu wyrobów kutych (+18% r/r – wyższa sprzedaż Huty

Bankowa), wyrobów walcowanych długich (+10% r/r) oraz półwyrobów ze stali (+10% r/r).

Oczekujemy, że mimo zwiększenia obłożenia mocy produkcyjnych rentowność sprzedaży produkowanych wyrobów będzie się nadal utrzymywać na niskim poziomie (w porównaniu z latami wcześniejszymi; rentowność EBITDA nadal będzie poniżej 10%).

Spodziewamy się, że cały 2013 rok Grupa Alchemia skończy z wynikiem gwarantującym próg rentowności netto. Dług netto na koniec 2013 roku sięgnie 117,2 mln PLN (2,4x EBITDA'13).

Przemysł spożywczy Astarta		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	66,27 PLN		P/E 2013		5,2		EV/EBITDA 2013	
	Cena docelowa	78,50 PLN		P/E 2014		2,7		EV/EBITDA 2014	
(mIn UAH)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	1 231,4	1 259,2	-2,2%	4 016,0	3 701,6	8,5%	5 056,8	4 016,0	25,9%
EBITDA	-222,2	-309,4	-	878,5	880,3	-0,2%	2 087,2	878,5	137,6%
Marża	-18,0%	-24,6%	-	21,9%	23,8%	-	41,3%	21,9%	-
EBIT	-292,3	-379,2	-	600,6	616,9	-2,7%	1 808,0	600,6	201,1%
Zysk brutto	-344,6	-400,3	-	533,5	457,6	16,6%	1 594,3	533,5	198,8%
Zysk netto	-345,1	-401,8	-	534,9	467,4	14,5%	1 565,4	534,9	192,6%

Ujemna rewaluacja aktywów biologicznych – wyniki zbliżone do ubiegłorocznych

W 4Q'13 spodziewamy się, że Astarta sprzeda 117 tys. ton cukru (+26% r/r), 170 tys. ton zbóż (-11% r/r) oraz 21,5 tys. ton mleka (-6% r/r). W 4Q'13 ceny zbóż były wyraźnie niższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego (pszenica -33% r/r, jęczmień -20% r/r, kukurydza -40% r/r). Ceny cukru znajdowały się natomiast na poziomie wyższym niż w ubiegłym roku (+23% r/r), a mleka były aż o 77% r/r wyższe. Mimo spadku cen zbóż uważamy, że wyższe ceny mleka i cukru przełożą się na 45%% r/r poprawę wyniku brutto ze sprzedaży (rentowność 26,4% vs. 17,8% w 4Q'12). Spodziewamy się, że spadające ceny zbóż negatywnie

przełożą się na wielkość rewaluacji biologicznych związanych z produkcją zbóż (prognozujemy, że te spadną o 500 mln UAH względem końca 3Q'13). Pozytywny wpływ na wynik będzie miała rewaluacja aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą (efekt rosnących cen mleka). Całkowity jego wpływ wyniesie według nas w 4Q'13 +157,5 mln UAH vs. -42,6 mln UAH w 4Q'12.

Na poziomie działalności finansowej zakładamy negatywny wpływ osłabienia się UAH do EUR na przestrzeni kwartału (o 2,0%), którego wielkość szacujemy na 2,3 mln UAH. Szacujemy, że dług netto na koniec 2013 roku sięgnie 2 906,9 mln UAH (3,3x EBITDA'13).

Przemysł Boryszew		Trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	0,52 PLN	P/E 2013		41,3	EV/EBITDA 2013		10,6
		Cena docelowa	0,52 PLN	P/E 2014		13,1	EV/EBITDA 2014		8,4
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	1 189,9	1 160,6	2,5%	4 881,1	4 881,2	0,0%	5 101,7	4 881,1	4,5%
EBITDA	65,9	33,4	97,1%	254,4	243,9	4,3%	294,3	254,4	15,7%
Marża	5,5%	3,5%	-	5,2%	5,0%	-	5,8%	5,2%	-
EBIT	33,9	3,7	813,2%	127,0	134,3	-5,5%	171,8	127,0	35,3%
Zysk brutto	44,5	-11,1	-	105,7	99,1	6,7%	129,9	105,7	22,9%
Zysk netto	31,1	-7,8	-	43,9	39,3	11,8%	87,2	43,9	98,7%

Niska baza 4Q'12, wyniki wyraźnie lepsze w Impexmetal

W 4Q'13 spodziewamy się zbliżonego poziomu sprzedaży do ubiegłorocznego (+2,5% r/r). Prognozujemy, że przychody Grupy Impexmetal wzrosną o 7,6% r/r, natomiast przychody segmentu produktów chemicznych wzrosną o 2,8% r/r. Oczekujemy jednocześnie spadku obrotów segmentu motoryzacyjnego o 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 4Q'13 (EBITDA +35,6% r/r). Oczekujemy, że segment motoryzacyjny wygeneruje zysk operacyjny na poziomie 7,5 mln PLN (vs. 13,1 mln PLN w 4Q'12 – efekt pozostałej działalności operacyjnej +18,0 mln PLN). Spodziewamy się, że segment produktów chemicznych wygeneruje EBIT na poziomie 7,5 mln PLN (+3,3 mln PLN w 4Q'12), z czego 1 mln PLN pochodzić będzie ze sprzedaży praw CO₂ w Elana Energetyka. Szacujemy, że dług netto Grupy Boryszew na koniec 4Q'13 wyniesie 848,8 mln PLN (3,3x EBITDA'13)

Przemysł elektromaszynowy Famur		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	4,87 PLN	P/E 2013		10,0	EV/EBITDA 2013		4,9
		Cena docelowa	6,20 PLN	P/E 2014		15,5	EV/EBITDA 2014		5,9
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	254,2	326,7	-22,2%	1 186,8	1 471,5	-19,4%	1 092,5	1 186,8	-7,9%
EBITDA	137,2	98,2	39,8%	447,1	455,6	-1,9%	338,9	447,1	-24,2%
Marża	54,0%	30,1%	-	37,7%	31,0%	-	31,0%	37,7%	-
EBIT	94,7	59,1	60,3%	280,7	348,9	-19,5%	184,1	280,7	-34,4%
Zysk brutto	98,8	49,1	101,4%	283,6	336,5	-15,7%	192,2	283,6	-32,2%
Zysk netto	90,2	52,0	73,4%	235,3	271,1	-13,2%	150,8	235,3	-35,9%

Pozytywna dynamika dzięki rozwiązaniu rezerw

W 4Q'13 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży sięgną 254,2 mln PLN i będą o 22,2% r/r niższe. Oczekujemy kontynuacji spadkowego trendu przychodów w segmencie produkcji kompleksów ścianowych (-20% q/q) oraz kompleksów chodnikowych (-6% q/q). Dodatkowo nie spodziewamy się, aby Spółka, podobnie jak miało to miejsce w 4Q'12, zaksięgować wysoką sprzedaż z tytułu pozostałej działalności operacyjnej (oczekujemy 0,1 mln PLN vs. 87,7 mln PLN w 4Q'12).

Na wyniki 4Q'13 pozytywny wpływ będzie miało rozwiązanie rezerw na poczet wyroku sądu z listopada 2012 roku odnośnie sporu z Kopex (56,1 mln PLN). Kwota sporu została przekazana do Famuru w 2012 roku, ale wówczas Spółka nie podjęła decyzji o rozwiązaniu odpowiednich rezerw z 2009 roku. Gdyby nie rozwiązanie rezerwy wynik EBITDA Famuru w 4Q'13 wyniósłby według naszych prognoz 81,1 mln PLN (-17,4% r/r), a wynik netto 34,1 mln PLN (-34,5% r/r). Szacujemy, że nadwyżka środków pieniężnych nad zadłużeniem kredytowym na koniec 2013 roku sięgnie 158,4 mln PLN (-0,4x EBITDA'13) vs. -100,6 mln PLN na koniec 3Q'13.

Metale Impexmetal		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	3,74 PLN		P/E 2013	10,8	EV/EBITDA 2013	9,3	
		Cena docelowa	4,30 PLN		P/E 2014	11,8	EV/EBITDA 2014	7,6	
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	664,0	617,0	7,6%	2 779,9	2 596,3	7,1%	2 901,6	2 779,9	4,4%
EBITDA	29,0	21,4	35,6%	139,3	137,0	1,7%	153,7	139,3	10,4%
Marża	4,4%	3,5%	-	5,0%	5,3%	-	5,3%	5,0%	-
EBIT	14,9	7,0	113,3%	83,1	79,1	5,0%	95,0	83,1	14,4%
Zysk brutto	10,7	7,3	47,6%	84,7	79,5	6,6%	82,5	84,7	-2,6%
Zysk netto	9,0	8,9	1,7%	70,3	56,5	24,5%	63,5	70,3	-9,6%

Niska baza 4Q'12, wyniki wyraźnie lepsze w segmencie aluminium i miedzi

W 4Q'13 spodziewamy się 7,6% r/r wzrostu przychodów ze sprzedaży. Wynikać to będzie głównie ze zmiany mixu produktowego z metali o niższej wartości (aluminium i ołów) na rzecz miedzi. W sumie szacujemy, że wolumen sprzedaży produktów z miedzi wzrosną w 4Q'13 o 7,5% r/r, a cynku o 3,4% r/r. Oczekujemy jednocześnie spadku wolumenów sprzedaży aluminium o 4,5% r/r oraz ołowiu o 3,8% r/r.

Wyższe marże przerobowe w aluminium i korzystny kurs PLN do EUR skutkować powinny istotnym zwiększeniem marży

operacyjnej w 4Q'13. W wynikach 4Q'12 spostrzec można niską bazę rezultatów, głównie przez straty operacyjne w segmencie cynku i ołowiu (duża strata Baterpol) oraz słabe wyniki segmentu aluminium, który w tym okresie musiał się zmagać z rosnącymi premiami producentów wlewk i gasek. Znacząco wyższe wyniki operacyjne powinny mieć miejsce w segmencie miedzi (EBIT 3,5 mln PLN vs. -0,1 mln PLN w 4Q'12) oraz aluminium (EBIT +78% r/r). W sumie oczekujemy, że wynik EBIT w 4Q'13 wzrośnie o 113,3% r/r, a EBITDA o 35,6% r/r.

Szacujemy, że dług netto na koniec 2013 roku sięgnie 413,7 mln PLN (3,0x EBITDA'13).

Przemysł spożywczy Kernel		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	38,00 PLN		P/E 2013	9,0	EV/EBITDA 2013	5,7	
		Cena docelowa	52,50 PLN		P/E 2014	7,7	EV/EBITDA 2014	5,0	
(mln USD)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	638,3	956,4	-33,3%	2 054,5	2796,8	-26,5%	2513,2	2 054,5	22,3%
EBITDA	75,8	75,2	0,7%	280,2	290,7	-3,6%	409,4	280,2	46,1%
Marża	11,9%	7,9%	-	13,6%	10,4%	-	16,3%	13,6%	-
EBIT	54,8	54,6	0,3%	193,8	200,9	-3,5%	323,9	193,8	67,1%
Zysk brutto	33,3	32,9	1,4%	140,1	120,7	16,1%	272,1	140,1	94,2%
Zysk netto	33,4	32,9	1,5%	129,8	111,3	16,7%	253,0	129,8	95,0%

Wyniki powoli wracają do normy

W obrotowym 2Q'14 (kalendarzowe 4Q'13) wolumen sprzedaży zboża w Grupie Kernel wyniósł 1,335 mln ton i był o 22,5% r/r wyższy, co wynikało z rekordowych zbiorów zbóż w 2013 roku (sprzedaż zbóż realizowana przez Kernel na Ukrainie wzrosła o 27,7% r/r) oraz wzrostowego wolumenu sprzedaży realizowanego z portu Taman w Federacji Rosyjskiej. Wraz ze wzrostem produkcji zbóż na Ukrainie, ilość zboża przechowywana w silosach Kernel na koniec 2013 roku sięgnęła 2,5 mln ton, co stanowi +50,7% r/r wzrost. Wielkość sprzedaży oleju słonecznikowego luzem wyniosła w 2Q'14 (4Q'13) 261,8 mln ton i była o 31,6% r/r niższa, a spadek sprzedaży wynikał z późniejszych niż zwykle zbiorów słonecznika i braku możliwości zakupu ziarna do tłocznii w 1Q'14 (3Q'13) – nie bez znaczenia była również rekordowa sprzedaż w 2Q'13 (4Q'12). W 2Q'14 (4Q'13) oczekujemy, że

wraz z większą ilością przerobionego ziarna z nowych zbiorów Kernel zanotuje poprawę wielkości generowanej EBITDA na każdą tonę przerobionego słonecznika w segmencie olejowym (zakładamy, że ta w 2Q'14 wyniesie 70 USD/t vs. średnio 73,2 USD/t w całym roku obrotowym 2013). Zakładając przedstawione przez Kernel wolumeny sprzedaży zbóż spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży Grupy w 2Q'14 (4Q'13) wyniosą 638,3 mln USD (-33,3% r/r), wartość EBITDA 75,8 mln USD (+0,7% r/r), EBIT 54,8 mln USD (+0,3% r/r), a wynik netto 33,4 mln USD (+1,5% r/r). Zarząd przy okazji wyników za 2Q'14 (4Q'13) może przedstawić jak na wyniki 1H'14 wpłynąć będzie przywrócenie zwrotu nadpłaconego VAT dla eksporterów. Spodziewamy się również pozytywnego outlooku na marże realizowane w segmencie oleju luzem w 1H'14.

Metale Kęty		Trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	215,70 PLN	P/E 2013		12,8	EV/EBITDA 2013		9,5
		Cena docelowa	213,20 PLN	P/E 2014		15,3	EV/EBITDA 2014		8,4
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	434,5	387,9	12,0%	1 595,0	1 568,1	1,7%	1 551,3	1 595,0	-2,7%
EBITDA	57,8	40,0	44,6%	233,2	224,2	4,0%	257,1	233,2	10,2%
Marża	13,3%	10,3%	-	14,6%	14,3%	-	16,6%	14,6%	-
EBIT	36,5	19,1	91,1%	150,2	142,1	5,7%	171,4	150,2	14,1%
Zysk brutto	34,8	16,5	110,4%	138,6	136,8	1,3%	161,7	138,6	16,7%
Zysk netto	51,8	17,3	199,9%	156,2	117,0	33,5%	131,0	156,2	-16,1%

Wyniki 4Q'13 wyraźnie lepsze od zeszłorocznych

Według szacunków Zarządu Grupy Kęty w 4Q'13 przychody ze sprzedaży wyniosły 430-435 mln PLN, z czego cztery z pięciu segmentów biznesowych zanotowały wzrosty przychodów ze sprzedaży (Segment Systemów Aluminiowych +11% r/r; Opakowań Giętkich +11% r/r, Segment Wytrobów Wyciskanych +15% r/r, a Segment Akcesoriów Budowlanych ponad 50% r/r). Jedynie Segment Usług Budowlanych zanotował około 15% r/r spadek przychodów ze sprzedaży. Według prognozy Zarządu Spółki zysk operacyjny 4Q'13 wyniesie 35-37 mln PLN, a EBITDA 56-58 mln PLN. Saldo

działalności finansowej w 4Q'13 będzie miało wynik ujemny i wyniesie -1,7 mln PLN (vs. -2,6 mln PLN 4Q'12).

Grupa Kęty w 4Q'13 zaksięguje aktywno na podatek odroczone z tytułu przysługującego Spółce zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w kwocie 21,2 mln PLN. W konsekwencji zysk netto 4Q'13 wyniesie 50-53 mln PLN. Na koniec 2013 roku Zarząd szacuje, że dług netto Grupy Kapitałowej wyniesie 215 mln PLN.

Nasze założenia odnośnie kształtowania się wyników Grupy Kęty w 4Q'13 nie odbiegają znacząco od prognoz Zarządu.

Przemysł elektromaszynowy Kopex		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	12,65 PLN	P/E 2013		15,7	EV/EBITDA 2013		6,1
		Cena docelowa	14,80 PLN	P/E 2014		17,6	EV/EBITDA 2014		6,3
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	396,6	530,2	-25,2%	1 566,4	2 022,2	-22,5%	1 542,0	1 566,4	-1,6%
EBITDA	65,4	40,2	62,8%	234,0	234,3	-0,1%	207,7	234,0	-11,2%
Marża	16,5%	7,6%	-	14,9%	11,6%	-	13,5%	14,9%	-
EBIT	29,4	6,9	327,5%	90,3	109,6	-17,6%	85,3	90,3	-5,5%
Zysk brutto	21,9	1,8	1085,6%	75,3	79,0	-4,6%	67,7	75,3	-10,2%
Zysk netto	18,4	3,1	489,5%	59,8	54,7	9,3%	53,6	59,8	-10,4%

Przyzwolite wyniki 4Q'13 połączone z niską bazą ubiegłego roku

W 4Q'13 oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą 396,6 mln PLN i będą o 25,2% r/r niższe. Największą dynamikę spadku według nas pokażą niskomarkowe segmenty obrotu energią (-90% r/r) oraz węglem (-53,9% r/r), co wynika z wygaszania tej działalności. Spodziewamy się ujemnej dynamiki zamówień w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (-9,1% r/r) oraz urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-12,3% r/r), co związane jest ze spadkiem zamówień na rynku krajowym oraz rosyjskim.

Oczekujemy, że rentowność kluczowego segmentu maszyn i

urządzeń dla górnictwa podziemnego wspierać będzie wykonywanie wysokomarkowych kontraktów na rynek argentyński i do Bośni. Szacujemy, że w 4Q'13 produkcja maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego oraz urządzeń elektrycznych i elektronicznych wygeneruje około 75% skonsolidowanego wyniku brutto ze sprzedaży.

Szacujemy, że wynik EBITDA 4Q'13 wyniesie 65,4 mln PLN vs. 40,2 mln PLN w 4Q'12 (75,3 mln PLN w 3Q'13), a zysk netto będzie na poziomie 18,4 mln PLN vs. 3,1 mln PLN w 4Q'12 (29,3 mln PLN w 3Q'13). Oczekujemy, że dług netto na koniec 2013 roku wyniesie 473,8 mln PLN (2,0x EBITDA'13) vs. 512,9 mln PLN na koniec 3Q'13.

Materiały budowlane Rovese		Sprzedaż							
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	2,05 PLN		P/E 2013		-		EV/EBITDA 2013	
	Cena docelowa	1,76 PLN		P/E 2014		19,4		EV/EBITDA 2014	
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	612,3	375,7	63,0%	2 097,9	1 669,0	25,7%	2 272,1	2 097,9	8,3%
EBITDA	81,0	33,0	145,4%	247,3	162,3	52,3%	298,3	247,3	20,6%
Marża	13,2%	8,8%	-	11,8%	9,7%	-	13,1%	11,8%	-
EBIT	42,1	-16,6	-	87,7	18,2	381,0%	138,4	87,7	57,8%
Zysk brutto	20,5	-70,7	-	-15,8	-51,9	-	106,0	-15,8	-
Zysk netto	20,0	-33,5	-	-12,8	-62,8	-	85,9	-12,8	-

Poprawa wyników dzięki efektowi niskiej bazy i nabyciu aktywów

W 4Q'13 spodziewamy się, że na krajowe wolumeny sprzedaży płytek i ceramiki sanitarnej pozytywny wpływ będą miały dobre warunki atmosferyczne w 4Q'13 (grudzień praktycznie bez śniegu; sprzedaż Grupy PSB X'13 +11% r/r, XI'13 +3% r/r oraz XII'13 +48% r/r). Liczymy również, że na wyniki pozytywnie przekładać się będzie zwiększenie produkcji na terenie Rosji (efekt zakończenia procesu inwestycyjnego).

Według trendów cenowych Polskich Składów Budowlanych ceny w kategorii płytek ceramicznych, wyposażenia łazienek i kuchni były w 4Q'13 o 0,07% r/r wyższe i na tym samych poziomie co w 3Q'13. Sądzymy, że brak podwyżek cen

produktów na terenie kraju sprawić będzie, że rentowność brutto ze sprzedaży aktywów bez fabryk przejętych od głównego akcjonariusza utrzymywać się będzie na poziomie zbliżonym do 30%.

Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się ujemnego wpływu przeszacowania portfela kredytów kwotowanego w walutach obcych. Szacujemy, że osłabienie się UAH do EUR na przestrzeni 4Q'13 przełoży się do wygenerowania ujemnych różnic kursowych na poziomie 14,7 mln PLN.

Szacujemy, że dług netto na koniec 2013 roku sięgnie 591,5 mln PLN (720,2 mln PLN na koniec 3Q'13) i stanowić będzie 2,4x wartości EBITDA za 2013 rok.

Przemysł spożywczy Tarczyński		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	14,30 PLN		P/E 2013		13,4		EV/EBITDA 2013	
	Cena docelowa	17,80 PLN		P/E 2014		11,6		EV/EBITDA 2014	
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	115,2	101,9	13,1%	452,1	386,7	16,9%	493,7	452,1	9,2%
EBITDA	10,0	10,5	-4,3%	35,1	33,3	5,4%	36,0	35,1	2,8%
Marża	8,7%	10,3%	-	7,8%	8,6%	-	7,3%	7,8%	-
EBIT	6,3	7,4	-14,1%	22,9	21,2	7,6%	23,4	22,9	2,3%
Zysk brutto	5,0	5,6	-11,0%	17,8	14,1	26,3%	18,7	17,8	4,9%
Zysk netto	4,0	4,2	-4,5%	14,7	10,8	36,0%	15,6	14,7	6,1%

Wyniki zmniejszone przez koszty kampanii marketingowej

W 4Q'13 spodziewamy się, że wolumen sprzedaży produktów przetworzonych spadnie o 3,5% q/q (efekt sezonowy), a średnie ceny sprzedaży o 1% q/q (przeceny związane ze świętami Bożego Narodzenia). To z kolei przełoży się na wyższe przychody ze sprzedaży, które w zestawieniu z 3Q'13 spadną 4,6% q/q (+13,1% r/r).

Spadające na przestrzeni 4Q'13 ceny mięsa wieprzowego (-13% w skali 4Q'13) przy przeprowadzonych w sierpniu

podwyżkach naszym zdaniem przełożyły się do wzrostu rentowności brutto ze sprzedaży do 21,1% w 4Q'13 vs. 16% w 3Q'13 (21,4% w 4Q'12).

Negatywnie na poziom rezultatów wpłynie według nas kampania marketingowa, która miała miejsce w 4Q'13 (w sumie wydatek na poziomie 1,7 mln PLN). Gdyby nie kampania wówczas wynik EBITDA w 4Q'13 wzrósłby o 11,9% r/r, a wynik netto o 36,1% r/r.

Spodziewamy się, że dług netto na koniec 2013 roku sięgnie 48,1 mln PLN (1,4x EBITDA'13).

Budownictwo

Budownictwo Budimex		Trzymaj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca	133,90 PLN	P/E 2013	10,8	EV/EBITDA 2013	7,0		
		Cena docelowa	133,70 PLN	P/E 2014	23,0	EV/EBITDA 2014	13,1		
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	1 266,9	1 497,2	-15,4%	4 722,1	6 077,7	-22,3%	4 194,2	4 722,1	-11,2%
EBITDA	216,2	83,5	159,0%	382,0	233,1	63,9%	196,6	382,0	-48,5%
Marża	17,1%	5,6%	-	8,1%	3,8%	-	4,7%	8,1%	-
EBIT	209,2	73,0	186,5%	352,9	182,4	93,5%	167,4	352,9	-52,6%
Zysk brutto	208,4	68,3	205,0%	350,3	202,6	72,9%	183,7	350,3	-47,6%
Zysk netto	206,8	109,3	89,2%	317,8	186,0	70,9%	148,8	317,8	-53,2%

Zdarzenia jednorazowe kluczowe dla wyniku

Wywiady udzielone w styczniu przez Prezesa Budimeksu dają nam pewne wyobrażenie na temat wyników Spółki w Q4 2013. Wciąż powinniśmy obserwować ujemną dynamikę przychodów ze sprzedaży. Spadek przychodów nie powinien być jednak tak gwałtowny jak to miało miejsce w pierwszych trzech kwartałach 2013 r. Nasza prognoza zakłada 1 267 mln PLN przychodów (-15% r/r). Szacujemy, że oczyszczona marża EBIT wyniesie w Q4 2013 około 3,5%, a więc znacznie mniej niż w Q4 2012 (4,9%). Główną przyczyną spadku rentowności operacyjnej będzie zmiana struktury przychodów (relatywnie mało przychodów z wysokomarżowej działalności deweloperskiej). W Q4 2013 spodziewamy się dwóch zdarzeń o jednorazowym charakterze (zysk ze sprzedaży Danwood w

wysokości około 200 mln PLN oraz odpisanie wartości części gruntów za około 30 mln PLN - kwota trudna do oszacowania). Łączy efekt zdarzeń jednorazowych powinien silnie pozytywnie wpłynąć na wyniki Budimeksu, a raportowany zysk operacyjny może w samym Q4 przekroczyć kwotę 200 mln PLN. W prognozach poczyniliśmy założenie, że Budimex nie zapłaci podatku dochodowego od sprzedaży Danwood. Podsumowując, spodziewamy się 207 mln zysku netto Budimeksu w samym Q4 2013 oraz 318 mln PLN w całym 2013 r. Całoroczny wynik netto jest o około 11% niższy niż szacowaliśmy w naszym styczniowym raporcie. Wynika to z założenia dewaluacji banku ziemi i obniżenia oczekiwanych przychodów ze sprzedaży.

Budownictwo Elektrobudowa		Kupuj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca	127,00 PLN	P/E 2013	34,3	EV/EBITDA 2013	13,6		
		Cena docelowa	140,70 PLN	P/E 2014	16,0	EV/EBITDA 2014	9,7		
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	263,7	333,5	-20,9%	898,3	1 029,4	-12,7%	1 018,2	898,3	13,3%
EBITDA	17,9	22,3	-19,6%	37,5	55,2	-32,1%	58,6	37,5	56,5%
Marża	6,8%	6,7%	-	4,2%	5,4%	-	5,8%	4,2%	-
EBIT	14,4	19,2	-25,0%	22,8	43,0	-47,1%	43,9	22,8	92,9%
Zysk brutto	15,0	21,1	-29,1%	23,6	48,4	-51,2%	46,4	23,6	96,3%
Zysk netto	12,1	16,9	-28,1%	17,6	39,5	-55,5%	37,6	17,6	113,8%

Przełamanie złej passy w segmencie przemysłu

W grudniu Zarząd Elektrobudowy podtrzymał prognozy wyników finansowych spółki na 2013 r. Prognozy Zarządu na 2013 r. zakładają 881,9 mln PLN przychodów ze sprzedaży oraz 18,9 mln PLN zysku netto. Nasze prognozy, których nie korygujemy w stosunku do styczniowej strategii, zakładają o 7% niższy zysk netto przy przychodach wyższych o 2% od prognoz Zarządu. Czwarty kwartał powinien być dla Elektrobudowy najlepszym w 2013 r. i zarazem jedynym, który będzie można uznać za udany. Warunkiem jest uniknięcie strat w segmencie przemysłu, które drenowały wyniki spółki w Q2 i Q3 2013 oraz utrzymanie marż na

poziomie zbliżonym do Q3 2013 w segmentach wytwarzania energii oraz dystrybucji energii. W samym Q4 2013 liczymy na osiągnięcie przez Elektrobudowę 12,1 mln PLN zysku netto przy przychodach wynoszących 263,7 mln PLN. Spółka powinna również zaprezentować dobry cash flow operacyjny. Stan gotówki netto na koniec 2013 r. szacujemy na 94 mln PLN vs. 34 mln PLN na koniec 2012 r. Zakładając, że największe problemy z segmentem przemysłu Elektrobudowa ma już za sobą, w 2014 r. powinniśmy zaobserwować powrót wyników spółki do poziomu z 2012 r. Wyraźnego odbicia w przychodach i zyskach oczekujemy w 2015 r. Obecny backlog spółki mocno usprawiedliwia nasze oczekiwania.

Budownictwo Erbud		Akumuluj								
Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca Cena docelowa	34,20 PLN 36,60 PLN			P/E 2013 P/E 2014	27,2 16,8	EV/EBITDA 2013 EV/EBITDA 2014		9,6 6,9	
(mIn PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana	
Przychody	361,5	418,6	-13,6%	1 186,1	1 384,5	-14,3%	1 329,0	1 186,1	12,0%	
EBITDA	11,6	9,4	23,2%	37,7	36,9	2,0%	47,3	37,7	25,4%	
Marża	3,2%	2,3%	-	3,2%	2,7%	-	3,6%	3,2%	-	
EBIT	9,6	7,2	34,5%	30,3	29,4	3,0%	39,3	30,3	29,8%	
Zysk brutto	8,3	6,1	36,9%	23,5	23,5	0,1%	36,3	23,5	54,3%	
Zysk netto	5,9	4,0	45,9%	15,9	17,2	-7,6%	25,8	15,9	61,9%	

Wyniki lepsze r/r lecz słabsze q/q

W pierwszych trzech kwartałach 2013 r. Erbud prezentował ujemną dynamikę przychodów ze sprzedaży. Sądzymy, że ten trend utrzyma się również w Q4, w którym szacujemy przychody na poziomie 362 mln PLN (-14% r/r). Solidny backlog powinien przełożyć się na wzrost przychodów w kolejnych kwartałach, w których widoczny będzie efekt niskiej bazy. Wyniki operacyjne Erbudu za Q4 2013 powinny być lepsze niż w Q4 2012, potwierdzając tym samym poprawę otoczenia w branży budowlanej. Powtórzenie bardzo dobrych marż z Q3 2013 może być jednak trudne do osiągnięcia. W ostatnim kwartale 2013 r. liczymy na wysoką rentowność segmentów inżynieryjnego oraz energetycznego, które podobnie jak w Q3 2013 mogą wypracować blisko

połowę zysku operacyjnego Erbudu. Jednocześnie zakładamy, że Zarząd Erbudu dość konserwatywnie podesądzie do wyceny kontraktów realizowanych w segmencie kubaturowym, stąd nie spodziewamy się wzrostu marży tego segmentu w ujęciu r/r. Nasza prognoza wyniku operacyjnego Erbudu wynosi 9,6 mln PLN vs. 7,2 mln PLN w Q4 2012, co oznacza wzrost o 34% r/r. Liczymy jednocześnie na prawie 50% dynamikę zysku netto w samym Q4 2013 (prognoza: 5,9 mln PLN). Prognozowany przez nas zysk netto za 2013 r. (15,9 mln PLN) jest nieco niższy niż w styczniowym raporcie, co jest pochodną założonego przez nas konserwatywnego w wycenie długoterminowych kontraktów przez Zarząd. Podtrzymujemy opinię, że tegoroczny wynik Erbudu powinien być wyraźnie lepszy niż w roku ubiegłym.

Budownictwo Unibep		Kupuj								
Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca Cena docelowa	8,68 PLN 10,20 PLN			P/E 2013 P/E 2014	18,2 13,2	EV/EBITDA 2013 EV/EBITDA 2014		9,7 8,4	
(mIn PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana	
Przychody	243,2	220,3	10,4%	935,0	837,8	11,6%	1 147,2	935,0	22,7%	
EBITDA	8,8	3,0	196,8%	33,1	25,8	28,4%	39,6	33,1	19,6%	
Marża	3,6%	1,3%	-	3,5%	3,1%	-	3,4%	3,5%	-	
EBIT	7,4	2,7	178,4%	27,3	20,2	35,2%	34,0	27,3	24,4%	
Zysk brutto	6,3	2,7	137,5%	23,1	15,4	50,3%	29,7	23,1	28,5%	
Zysk netto	4,7	3,7	27,8%	16,4	16,7	-1,6%	22,5	16,4	36,9%	

Powtórka wyników z Q2 i Q3, wyraźnie lepiej r/r

Q4 2013 r. powinien być kolejnym kwartałem potwierdzającym poprawę otoczenia w Unibepie. Spodziewamy się około 10% wzrostu przychodów w ujęciu r/r do kwoty 243 mln PLN. Liczymy na osiągnięcie w Q4 2013 marży EBIT na poziomie około 3%, a więc na poziomie obserwowanym w Q2 i Q3 2013. Jeszcze w styczniowym raporcie szacowaliśmy, że marża Unibepu może być bliższa 4%, niemniej w wywiadach prasowych Zarząd Spółki studiował oczekiwania rynku. W Q4 2013 wciąż mogą być widoczne

nieoczekiwane koszty związane z działalnością na rynku norweskim. Poprawa wyniku w stosunku do Q4 2012 na poziomie EBIT oraz na zysku netto powinna być jednak zdecydowana. Bardzo dobrze powinien prezentować się cash flow operacyjny. Spółka może zakończyć 2013 r. z gotówką netto, podczas gdy na koniec 2012 r. zadłużenie netto wyniosło 94 mln PLN. Liczymy, że 2014 r. przyniesie dalszą poprawę wyników Unibepu. Portfel zamówień Unibepu na koniec 2013 r. zabezpieczał nasze prognozy przychodów na 2014 r. w około 90%. Spółka jednocześnie pracuje nad nowymi kontraktami o łącznej wartości 2-2,5 mld PLN.

Deweloperzy

Deweloperzy		Kupuj							
Capital Park									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca	5,73 PLN		P/E 2013	13,2		P/BV 2013	0,60
		Cena docelowa	8,40 PLN		P/E 2014	17,4		P/BV 2014	0,60
(mIn PLN)	H2'13P	H2'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	19,6	20,5	-4,2%	39,5	42,7	-7,6%	67,7	39,5	71,5%
Zysk brutto na sprzedaży	15,1	b.d,	-	29,6	33,6	-12,0%	40,2	29,6	35,8%
Marża	76,9%	-	-	74,9%	78,8%	-	59,4%	74,9%	-
EBIT bez rewaluacji	7,9	12,0	-33,9%	12,8	20,4	-37,2%	24,3	12,8	89,9%
Rewaluacja	-3,8	-111,5	-	56,9	-108,4	-	28,9	56,9	-49,1%
EBIT	4,1	-99,6	-	69,7	-88,0	-	53,3	69,7	-23,6%
Zysk brutto	2,3	-112,1	-	45,1	-100,2	-	43,6	45,1	-3,4%
Zysk netto	-0,7	-121,4	-	45,6	-115,0	-	34,8	45,6	-23,7%

H2 bez większego wpływu na wyniki 2013 r.

Capital Park nie publikował wyników finansowych za Q3 2013, w związku z czym musimy ograniczyć się do prognozowania wyników Spółki za H2 2013. Wyniki operacyjne Capital Parku, oczyszczone o rewaluację powinny być w H2 2013 zbliżone do osiągniętych w H1 2013 a zarazem o około 1/3 słabsze r/r. Pogorszenie wyników operacyjnych w stosunku do ubiegłego roku jest następstwem wzrostu kosztów administracyjnych oraz przejściowego spadku obłożenia w niektórych nieruchomościach. Nie przewidujemy, by wyniki operacyjne uległy dalszemu pogorszeniu w kolejnych kwartałach. Spodziewamy się natomiast ich stopniowej poprawy w związku z zakończeniem wakacji czynszowych w niektórych obiektach oraz zakończeniem budowy realizowanych projektów. Obecnie Capital Park posiada w budowie niemal

80 tys. m² powierzchni najmu, która wejdzie do użytkowania w połowie 2014 i 2015 r. W H2 2013 prognozujemy ujemną rewaluację nieruchomości inwestycyjnych w wysokości -3,8 mln PLN (liczymy, że negatywny wpływ osłabienia EUR do PLN będzie w znacznym stopniu zrekompensowany dodatnim przeszacowaniem wynikającym ze wzrostu zaawansowania budowy obiektów Eurocentrum oraz Royal Wilanów). Podsumowując, EBIT po uwzględnieniu rewaluacji powinien być w H2 2013 lekko dodatni (prognoza: 4,1 mln PLN), podczas gdy w H2 2012 wyniósł -111,5 mln PLN. Wynik netto za H2 2013 szacujemy na -0,7 mln PLN vs. -121,4 mln PLN w H2 2012. Szacujemy, że w całym 2013 r. zysk netto wyniósł w Capital Park 46 mln PLN, a więc o około 19 mln więcej niż zakładaliśmy w naszym styczniowym raporcie (różnica wynika z podniesienia naszych prognoz rewaluacji nieruchomości).

Deweloperzy		Akumuluj							
Dom Development									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca	53,93 PLN		P/E 2013	25,0		P/BV 2013	1,56
		Cena docelowa	56,50 PLN		P/E 2014	23,0		P/BV 2014	1,55
(mIn PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	218,3	238,3	-8,4%	682,1	851,4	-19,9%	718,4	682,1	5,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	53,1	55,3	-4,1%	155,7	204,0	-23,7%	164,7	155,7	5,8%
Marża	24,3%	23,2%	-	22,8%	24,0%	-	22,9%	22,8%	-
EBIT bez rewaluacji	30,6	32,1	-4,6%	68,2	113,5	-39,9%	75,0	68,2	9,9%
Rewaluacja	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	30,6	32,1	-4,6%	68,2	113,5	-39,9%	75,0	68,2	9,9%
Zysk brutto	30,8	31,8	-3,2%	66,8	113,5	-41,2%	71,6	66,8	7,1%
Zysk netto	25,0	25,5	-1,9%	53,5	91,2	-41,4%	58,0	53,5	8,4%

Powtórka wyników z Q1'13

W Q4 2013 Dom Development rozliczył w wyniku finansowym 496 mieszkań, głównie w projektach Saska (225), Wilno (91) oraz Derby (71), z których przychody szacujemy na 218,3 mln PLN. Aż 45% przekazanych mieszkań dotyczyło wysokomarżowej inwestycji Saska, dlatego liczymy na poprawę marży deweloperskiej w ujęciu q/q oraz r/r. Prognozowany przez nas zysk brutto na sprzedaży wynosi 53,1 mln PLN. Koszty zarządu i sprzedaży, pozostałe koszty

operacyjne oraz koszty finansowe nie powinny ulec większym zmianom w stosunku do ubiegłego roku. Zysk operacyjny w Q4 2013 szacujemy na 30,6 mln PLN a zysk netto na 25,0 mln PLN. Oznacza to, że wyniki Dom Development za Q4 nie powinny istotnie różnić się od wyników Q1 2013, który był w 2013 r. najlepszym kwartałem dla spółki. Nasze prognozy na cały 2013 r. zakładają osiągnięcie przez Dom Development 53,5 mln PLN zysku netto, a więc nie ulegają zmianie w stosunku do prognoz ze styczniowej strategii.

Deweloperzy Echo		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	6,34 PLN	P/E 2013		8,2	P/BV 2013		0,95
		Cena docelowa	8,10 PLN	P/E 2014		15,2	P/BV 2014		0,89
(mIn PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	135,9	148,2	-8,3%	542,4	583,6	-7,1%	545,3	542,4	0,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	73,1	76,2	-4,2%	304,8	305,9	-0,4%	307,2	304,8	0,8%
Marża	53,8%	51,5%	-	56,2%	52,4%	-	56,3%	56,2%	-
EBIT bez rewaluacji	50,5	59,0	-14,5%	231,0	250,8	-7,9%	235,6	231,0	2,0%
Rewaluacja	-31,7	97,8	-	271,6	-61,6	-	-34,3	271,6	-
EBIT	18,8	156,8	-88,0%	502,6	189,2	165,6%	201,3	502,6	-59,9%
Zysk brutto	12,4	136,2	-90,9%	325,2	184,0	76,8%	180,7	325,2	-44,4%
Zysk netto	11,7	332,3	-96,5%	319,2	373,3	-14,5%	171,6	319,2	-46,2%

Wysoka baza z Q4 2012 poza zasięgiem Spółki

Wyniki Echo Investment będą zapewne mało spektakularne, szczególnie w porównaniu do Q4 2012, kiedy Spółka rozwiązała rezerwę na odroczony podatek dochodowy i wypracowała ponad 330 mln PLN zysku netto. Szacujemy, że przy przychodach równych 136 mln PLN Echo wypracuje 73 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (4% mniej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku). Nie przywiązywaliśmybyśmy dużej wagi do tego, że w całym 2013 r. zysk brutto ze sprzedaży prawdopodobnie nie wzrośnie w stosunku do 2012 roku. W trakcie 2013 roku zmieniała się struktura ukończonych nieruchomości komercyjnych w portfelu Echo. Mniejszy był też potencjał do przekazania mieszkań. W prognozach z czerwca 2013 r. nie zakładaliśmy,

że Echo jest w stanie utrzymać wynik brutto ze sprzedaży na poziomie 2012 r. Dziś wydaje się to realnym scenariuszem, mimo że spółka zgodnie z założonym przez nas harmonogramem sprzedawała nieruchomości, osiągając przy tym znaczny zysk. Rewaluację nieruchomości w Q4 2013 r. szacujemy na -32 mln PLN, przy czym efekt osłabienia kursu EUR/PLN może wynieść około -50 mln PLN, a styczniowa finalizacja sprzedaży Aquarius E2 to potencjalny dodatni wpływ na wycenę rzędu 16 mln PLN. Uwzględniając dodatni wpływ na wycenę kredytów walutowych (prognoza: 30 mln PLN), szacowany przez nas wynik netto w Q4 to 12 mln PLN, a w całym 2013 r. 319 mln PLN (nieznacznie wyższy niż w naszych prognozach ze styczniowego raportu).

Deweloperzy GTC		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	7,35 PLN	P/E 2013		-	P/BV 2013		0,89
		Cena docelowa	9,20 PLN	P/E 2014		17,4	P/BV 2014		0,79
(mIn EUR)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	36,8	34,0	8,3%	135,0	147,6	-8,5%	120,3	135,0	-10,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	21,9	19,0	14,9%	86,2	90,4	-4,6%	75,8	86,2	-12,1%
Marża	59,5%	56,1%	-	63,9%	61,3%	-	63,1%	63,9%	-
EBIT bez rewaluacji	16,4	11,9	38,4%	69,0	63,4	8,9%	57,1	69,0	-17,2%
Rewaluacja	-73,8	-75,6	-2,4%	-153,5	-114,7	33,9%	27,9	-153,5	-118,2%
EBIT	-57,4	-63,7	-10,0%	-84,5	-51,3	64,8%	85,1	-84,5	-200,6%
Zysk brutto	-70,0	-87,4	-19,8%	-136,6	-125,2	9,1%	42,4	-136,6	-131,0%
Zysk netto	-64,9	-71,9	-9,8%	-131,0	-96,0	36,4%	35,5	-131,0	-127,1%

Znaczne straty na rewaluacji

W pierwszych trzech kwartałach 2013 r. GTC systematycznie poprawiał wynik na wynajmie powierzchni komercyjnej. Spodziewamy się, że również w Q4 2013 widoczna będzie poprawa zysku na wynajmie, która w ujęciu r/r wyniesie około 15%. Obawiamy się, że poprawa ta może okazać się niższa niż wcześniejsze oczekiwania Spółki i wpłynąć na silne ujemne przeszacowanie wartości nieruchomości w bilansie GTC. Historycznie Spółka właśnie w ostatnim kwartale roku kalendarzowego dokonuje szczegółowej rewizji aktywów. W Q4 2011 i Q4 2012 ujemna rewaluacja wyniosła odpowiednio 118 mln EUR oraz 76 mln EUR. Uważamy, że pomimo stopniowej poprawy koniunktury w gospodarkach, na których działa GTC, Zarząd dewelopera również w Q4 2013 może zdecydować się na dokonanie znaczącego odpisu wartości

aktywów. W naszych prognozach zakładamy odpis w wysokości 74 mln EUR, który oznacza około 5% utratę wartości nieruchomości inwestycyjnych posiadanych przez Spółkę. W prognozach z połowy stycznia nie zakładaliśmy ujemnej rewaluacji o tak wysokiej wartości. Dokonanie w Q4 2013 odpisów w założonej przez nas kwocie wiązałoby się z obniżeniem naszej wyceny akcji GTC o około 40 gr na akcję. Nie spodziewamy się istotnych zmian w segmencie mieszkaniowym. Lokale poza Polską są sprzedawane przy ujemnej marży deweloperskiej. Koszty zarządu i sprzedaży szacujemy na 4,8 mln EUR (-16% r/r). Oczekujemy również wyraźnego spadku kosztów finansowych w ujęciu r/r (14,4 mln EUR, -34% r/r). Stratę akcjonariuszy mniejszościowych szacujemy na 18 mln EUR, a stratę netto przypisaną akcjonariuszom jednostki dominującej na 65 mln EUR.

Deweloperzy		Kupuj							
Robyg									
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	2,42 PLN		P/E 2013	25,7		P/BV 2013	1,53
		Cena docelowa	3,11 PLN		P/E 2014	28,2		P/BV 2014	1,56
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	108,1	83,9	28,9%	477,1	402,9	18,4%	421,3	477,1	-11,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	24,3	15,7	54,9%	90,0	97,6	-7,8%	82,6	90,0	-8,2%
Marża	22,4%	18,7%	-	18,9%	24,2%	-	19,6%	18,9%	-
EBIT bez rewaluacji	13,0	-7,2	-	53,7	55,1	-2,5%	45,1	53,7	-16,0%
Rewaluacja	0,0	0,0	-	4,0	0,0	-	6,7	4,0	66,5%
EBIT	13,0	-7,2	-	57,7	55,1	4,8%	51,8	57,7	-10,3%
Zysk brutto	9,5	-9,7	-	44,1	43,7	1,0%	40,6	44,1	-7,9%
Zysk netto	7,0	-13,9	-	24,6	20,0	22,7%	22,3	24,6	-9,1%

Przyzwoite przychody i dobre marże

W Q4 2013 Robyg sprzedał 550 mieszkań. Spodziewamy się, że liczba mieszkań rozliczonych w wyniku była o połowę niższa i wyniosła około 250 szt. Przekazania dotyczyły głównie wysokomarżowego 7 etapu Nowej Rezydencji Królowej Marysienki oraz gdańskiego projektu Lawendowe Wzgórze. W Q4 2013 zakładamy osiągnięcie przez Robyg 108 mln PLN przychodów oraz 24,3 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży. Marżę brutto ze sprzedaży szacujemy na ponad 22%, co byłoby wynikiem lepszym w ujęciu r/r oraz q/q. Silny wzrost kontraktacji mieszkań w Q4 (+85% r/r)

usprawiedliwia wyższe koszty sprzedaży. Prognozujemy, że SG&A wzrosną w Q4 2013 do 10,5 mln PLN (+7% r/r). Nie zakładamy nietypowych zdarzeń w pozostałej działalności operacyjnej oraz działalności finansowej. Uwzględnienie korekt konsolidacyjnych wpłynie na wzrost efektywnej stopy podatkowej (prognoza: 26%). Liczymy na bardzo dobry cash flow operacyjny, który w całym 2013 r. może nawet przekroczyć 200 mln PLN (efekt bardzo dobrej sprzedaży mieszkań). Nasza prognoza wyników za cały 2013 r. pozostaje niezmienną w stosunku do prognoz ze styczniowego raportu.

Inne

Inne Work Service	Kupuj								
Analitik: Paweł Szpigel	Cena bieżąca	13,28 PLN			P/E 2013	29,1	EV/EBITDA 2013		
	Cena docelowa	14,40 PLN			P/E 2014	16,4	EV/EBITDA 2014		
(mln PLN)	4Q'13P	4Q'12	zmiana	2013P	2012	zmiana	2014P	2013P	zmiana
Przychody	255,6	187,3	36,5%	904,6	727,4	24,4%	1 510,1	904,6	66,9%
EBITDA	17,4	15,2	14,1%	49,7	43,3	14,8%	90,1	49,7	81,2%
Marża	6,8%	8,1%	-	5,5%	6,0%	-	6,0%	5,5%	-
EBIT	16,1	14,1	14,2%	44,9	39,1	15,0%	81,3	44,9	81,0%
Zysk brutto	13,1	12,8	2,4%	30,1	24,8	21,2%	65,2	30,1	116,5%
Zysk netto	10,7	11,4	-6,4%	23,4	20,4	14,8%	49,6	23,4	112,4%

Zysk netto pod presją kosztów działań akwizycyjnych i finansowe

W 4Q'13 prognozujemy 32% R/R wzrostu przychodów organicznych do poziomu 247,2 mln PLN, co stanowi 27,6% przychodów organicznych prognozowanych na cały 2013 rok. Poziom marży brutto ze sprzedaży estymujemy na poziomie 11,5% (1,0 p.p. niżej niż w 4Q'12). Koszty sprzedaży zakładamy na poziomie 1,6% przychodów, a koszty ogólnego zarządu na poziomie 8,4 mln PLN (+14% R/R, +1,0 mln PLN R/R). Dodatkowo spodziewamy się kosztów działań akwizycyjnych o charakterze jednorazowym (w tym głównie

koszty firm doradczych) w wysokości 1,5 mln PLN, co przekłada się na koszty ogólnego zarządu na poziomie 9,9 mln PLN. Zysk EBIT organiczny prognozujemy na 14,4 mln PLN (+2,1% R/R). Koszty finansowe w wysokości 3,0 mln PLN, podatek w wysokości 1,3 mln PLN oraz udział mniejszości na poziomie 0,7 mln PLN przełożą się na organiczny zysk netto równy 9,3 mln PLN (-18% R/R). Dodatkowo zakładamy konsolidację wyników Antal International (8,4 mln PLN przychodów i 1,7 mln PLN zysku EBIT), co z kolei przekłada się na zysk netto w wysokości 10,7 mln PLN (-6,4% R/R).

Terminy publikacji raportów

Spółka	4Q 2013	2013	1Q 2014
ABC Data		2014-03-17	2014-05-12
Agora	2014-03-03	2014-04-04	2014-05-12
Alchemia	2014-02-28	2014-04-30	2014-05-15
Astarta		2014-04-15	2014-05-08
Boryszew	2014-02-27	2014-04-24	2014-05-14
Budimex		2014-02-24	2014-04-29
Capital Park		2014-03-19	2014-05-15
CEZ	2014-02-27	2014-04-30	2014-05-13
Ciech		21-03-2014	15-05-2014
Cinema City		2014-03-31	2014-05-19
Cyfrowy Polsat	2014-02-26	2014-02-26	2014-05-15
Dom Development		2014-02-27	2014-04-24
Echo	2014-02-27	2014-04-29	2014-05-15
Elektrobudowa		2014-03-21	2014-05-15
Enea		2014-03-21	2014-05-13
Energa		2014-03-10	2014-05-12
Erbud	2014-02-25	2014-04-30	2014-05-12
Erste Bank	2014-02-28	2014-03-28	2014-04-30
Famur	2014-02-28	2014-04-30	2014-05-15
Getin Noble Bank		2014-03-21	2014-05-15
Handlowy	2014-02-10	2014-03-20	2014-05-08
Impexmetal	2014-02-20	2014-04-15	2014-05-13
ING BSK	2014-02-12	2014-03-13	2014-05-07
JSW		2014-03-13	2014-05-15
Kernel	2014-02-28		2014-05-30
Kęty		2014-03-20	2014-04-24
KGHM	2014-02-28	2014-03-28	2014-05-15
Komercni Banka	2014-02-12	2014-03-14	2014-05-07
Kopex	2014-02-27	2014-04-30	2014-05-13
Kruk		2014-03-21	2014-05-15
Lotos		2014-03-05	2014-04-29
LW Bogdanka		2014-03-20	2014-05-08
MOL	2014-02-25	2014-04-24	2014-05-08
OTP Bank	2014-03-07	2014-04-25	2014-05-16
Pekao		2014-03-11	2014-05-12
PGE		2014-03-12	2014-05-14
PGNiG		2014-03-05	2014-05-09
PKO BP		2014-03-12	2014-05-15
Police		2014-03-21	2014-05-15
PZU		2014-03-12	2014-05-14
RBI		2014-03-27	2014-05-22
Robyg		2014-03-20	2014-05-15
Rovese		2014-03-21	2014-05-15
Tarczyński		2014-03-14	2014-05-14
Tauron		2014-03-18	2014-05-14
TVN	2014-02-13	2014-02-13	2014-05-14
Unibep		2014-03-21	2014-05-15
Work Service		2014-03-21	2014-05-15
ZA Puławy		2014-02-27*	2014-05-15**

Źródło: Spółki

* 1H 2013/14, ** 3Q 2013/14

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2013	2014	2013	2014
Banki										
BZ WBK	Trzymaj	2014-01-15	380,40	379,70	399,00	-4,8%	18,8	17,9		
GETIN NOBLE BANK	Redukuj	2014-01-15	2,84	2,59	3,37	-23,1%	23,6	20,6		
HANDLOWY	Akumuluj	2014-01-15	105,00	111,70	108,00	+3,4%	14,9	16,4		
ING BSK	Kupuj	2014-01-15	109,10	127,00	129,00	-1,6%	17,8	16,9		
MILLENNIUM	Trzymaj	2014-01-15	7,55	7,51	9,17	-18,1%	20,4	18,7		
PEKAO	Trzymaj	2014-01-15	178,80	184,90	187,50	-1,4%	18,1	16,9		
PKO BP	Kupuj	2014-01-15	39,65	46,60	41,97	+11,0%	15,7	14,7		
KOMERCNI BANKA	Redukuj	2014-01-15	4520,00	4115 CZK	4460,00	-7,7%	13,6	13,6		
ERSTE BANK	Trzymaj	2014-01-15	28,59	29,6 EUR	28,26	+4,7%	55,9	14,8		
RBI	Kupuj	2014-01-15	26,70	32,1 EUR	28,76	+11,6%	15,5	9,9		
OTP BANK	Trzymaj	2014-01-15	4440,00	4618 HUF	4278,00	+7,9%	11,9	7,7		
Ubezpieczyciele										
PZU	Trzymaj	2013-11-06	468,00	425,00	435,00	-2,3%	13,4	13,7		
Usługi finansowe										
KRUK	Trzymaj	2013-10-04	73,50	73,20	82,68	-11,5%	15,2	14,0		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Akumuluj	2013-11-05	30,00	33,90	33,35	+1,6%	26,3	17,0	7,1	6,2
LOTOS	Trzymaj	2013-12-17	36,70	38,90	37,30	+4,3%	35,7	7,1	11,0	5,8
MOL	Kupuj	2013-12-05	196,00	250,00	192,00	+30,2%	29,7	10,5	4,6	4,2
PGNiG	Trzymaj	2014-01-15	4,96	5,30	4,95	+7,1%	8,7	8,8	5,5	5,1
PKN ORLEN	Kupuj	2013-10-21	44,70	52,10	39,79	+30,9%	64,5	8,2	10,2	5,0
POLICE	Sprzedaj	2013-04-08	16,20	10,90	18,40	-40,8%	16,0	17,2	7,6	7,8
ZA PUŁAWY	Redukuj	2013-10-04	176,70	123,40	147,55	-16,4%	16,0	13,2	7,8	6,6
Energetyka										
CEZ	Trzymaj	2014-01-15	77,31	80,60	78,80	+2,3%	7,9	9,1	6,4	6,4
ENEA	Kupuj	2014-01-15	12,55	17,22	13,07	+31,8%	6,6	11,4	2,9	4,3
ENERGA	Kupuj	2014-01-23	16,60	19,90	16,55	+20,2%	8,8	9,0	5,2	5,2
PGE	Trzymaj	2014-01-15	16,55	16,37	17,22	-4,9%	6,6	10,3	3,3	4,7
TAURON	Kupuj	2013-06-12	4,33	5,94	4,46	+33,2%	5,4	8,7	3,7	5,1
Telekomunikacja										
NETIA	Zawieszona	2013-02-21	4,01	-	4,84	-	-	-	-	-
ORANGE POLSKA	Zawieszona	2013-02-12	11,64	-	10,47	-	-	-	-	-
Media										
AGORA	Trzymaj	2014-01-15	9,10	9,50	9,29	+2,3%	-	-	-	-
CINEMA CITY	Kupuj	2014-01-15	35,00	41,50	33,03	+25,6%	16,7	14,2	8,5	7,9
CYFROWY POLSAT	Kupuj	2014-01-10	18,73	24,10	20,12	+19,8%	14,7	19,9	8,8	9,8
TVN	Kupuj	2013-12-11	15,00	17,90	16,25	+10,2%	-	16,1	15,0	12,2
IT										
AB	Zawieszona	2013-02-05	23,50	-	34,40	-	-	-	-	-
ABC DATA	Kupuj	2013-11-19	4,52	5,71	4,08	+40,0%	8,5	7,5	8,4	7,2
ACTION	Zawieszona	2013-02-05	29,70	-	49,00	-	-	-	-	-
ASBIS	Zawieszona	2013-02-05	3,21	-	6,60	-	-	-	-	-
ASSECO POLAND	Akumuluj	2014-01-15	45,60	50,00	47,10	+6,2%	11,2	11,2	6,7	6,6
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	83,83	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	21,00	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Trzymaj	2014-01-15	50,73	55,00	49,02	+12,2%	84,0	-	3,2	3,6
KGHM	Kupuj	2014-01-15	114,50	144,00	107,30	+34,2%	6,5	8,6	3,7	4,4
LW BOGDANKA	Kupuj	2014-01-15	123,65	145,50	123,55	+17,8%	13,1	10,9	6,3	5,3
Przemysł										
ALCHEMIA	Sprzedaj	2014-01-15	5,29	4,10	5,25	-21,9%	-	31,3	24,2	13,6
ASTARTA	Kupuj	2014-01-15	65,50	78,50	66,27	+18,5%	6,0	3,0	5,9	3,6
BORYSZEW	Trzymaj	2014-01-15	0,49	0,52	0,52	+0,0%	41,3	13,1	10,6	8,4
FAMUR	Kupuj	2014-01-15	5,20	6,20	4,87	+27,3%	10,0	15,5	4,9	5,9
IMPEXMETAL	Kupuj	2014-01-15	3,40	4,30	3,74	+15,0%	10,8	11,8	9,3	7,6
KERNEL	Kupuj	2014-01-15	41,40	52,50	38,00	+38,2%	8,9	7,6	5,7	5,0
KĘTY	Trzymaj	2014-01-15	208,40	213,20	215,70	-1,2%	12,7	15,2	9,5	8,4
KOPEX	Kupuj	2014-01-15	11,09	14,80	12,65	+17,0%	15,7	17,6	6,1	6,3
ROVESE	Sprzedaj	2014-01-15	2,05	1,76	2,05	-14,1%	-	19,4	9,2	7,3
TARCZYŃSKI	Kupuj	2014-01-15	14,15	17,80	14,30	+24,5%	13,4	11,6	6,6	5,8
Budownictwo										
BUDIMEX	Trzymaj	2014-01-21	134,60	133,70	133,90	-0,1%	9,5	23,0	5,3	13,1
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2014-01-21	118,00	140,70	127,00	+10,8%	34,3	16,0	13,6	9,7
ERBUD	Akumuluj	2014-01-21	32,47	36,60	34,20	+7,0%	25,0	16,8	9,1	6,9
UNIBEP	Kupuj	2014-01-21	7,89	10,20	8,68	+17,5%	16,9	13,2	9,2	8,4
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Kupuj	2014-01-21	5,27	8,40	5,73	+46,6%	22,2	17,4	21,7	26,8
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	2014-01-21	52,50	56,50	53,93	+4,8%	25,0	23,0	20,3	19,1
ECHO	Kupuj	2014-01-21	6,23	8,10	6,34	+27,8%	8,3	15,2	9,5	24,7
GTC	Kupuj	2014-01-21	7,59	9,20	7,35	+25,2%	-	17,4	-	15,8
ROBYG	Kupuj	2014-01-21	2,34	3,11	2,42	+28,5%	25,7	28,2	17,5	19,1
Inne										
WORK SERVICE	Kupuj	2014-01-15	12,45	14,40	13,28	+8,4%	29,1	16,4	18,9	10,3

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	Trzymaj	Trzymaj	9,50	2014-01-15
ALCHEMIA	Sprzedaj	Redukuj	4,10	2014-01-15
ASSECO POLAND	Akumuluj	Trzymaj	50,00	2014-01-15
ASTARTA	Kupuj	Trzymaj	78,50	2014-01-15
BORYSZEW	Trzymaj	Trzymaj	0,52	2014-01-15
BUDIMEX	Trzymaj	Trzymaj	133,70	2014-01-21
BZ WBK	Trzymaj	Trzymaj	379,70	2014-01-15
CAPITAL PARK	Kupuj	Kupuj	8,40	2014-01-21
CEZ	Trzymaj	Trzymaj	80,60	2014-01-15
CINEMA CITY	Kupuj	Trzymaj	41,50	2014-01-15
CYFROWY POLSAT	Kupuj	Zawieszona	24,10	2014-01-10
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	Akumuluj	56,50	2014-01-21
ECHO	Kupuj	Kupuj	8,10	2014-01-21
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	Kupuj	140,70	2014-01-21
ENEA	Kupuj	Akumuluj	17,22	2014-01-15
ENERGA	Kupuj	(Nowa)	19,90	2014-01-23
ERBUD	Akumuluj	Akumuluj	36,60	2014-01-21
ERSTE BANK	Trzymaj	(Nowa)	29,60	2014-01-15
FAMUR	Kupuj	Trzymaj	6,20	2014-01-15
GETIN NOBLE BANK	Redukuj	Sprzedaj	2,59	2014-01-15
GTC	Kupuj	Kupuj	9,20	2014-01-21
HANDLOWY	Akumuluj	Sprzedaj	111,70	2014-01-15
IMPEXMETAL	Kupuj	Kupuj	4,30	2014-01-15
ING BSK	Kupuj	Trzymaj	127,00	2014-01-15
JSW	Trzymaj	Trzymaj	55,00	2014-01-15
KERNEL	Kupuj	Kupuj	52,50	2014-01-15
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	213,20	2014-01-15
KGHM	Kupuj	Trzymaj	144,00	2014-01-15
KOMERCNI BANKA	Redukuj	(Nowa)	4115,00	2014-01-15
KOPEX	Kupuj	Trzymaj	14,80	2014-01-15
LW BOGDANKA	Kupuj	Trzymaj	145,50	2014-01-15
MILLENNIUM	Trzymaj	Sprzedaj	7,51	2014-01-15
OTP BANK	Trzymaj	(Nowa)	4618,00	2014-01-15
PEKAO	Trzymaj	Sprzedaj	184,90	2014-01-15
PGE	Trzymaj	Trzymaj	16,37	2014-01-15
PGNiG	Trzymaj	Redukuj	5,30	2014-01-15
PKO BP	Kupuj	Akumuluj	46,60	2014-01-15
RBI	Kupuj	(Nowa)	32,10	2014-01-15
ROBYG	Kupuj	Kupuj	3,11	2014-01-21
ROVESE	Sprzedaj	Sprzedaj	1,76	2014-01-15
TARCZYŃSKI	Kupuj	Kupuj	17,80	2014-01-15
UNIBEP	Kupuj	Kupuj	10,20	2014-01-21
WORK SERVICE	Kupuj	Kupuj	14,40	2014-01-15

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	3	5,6%	1	4,0%
Redukuj	3	5,6%	0	0,0%
Trzymaj	16	29,6%	9	36,0%
Akumuluj	5	9,3%	3	12,0%
Kupuj	27	50,0%	12	48,0%

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 Maklerskiego mBanku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Tarczyński, Capital Park.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A. (dawniej 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 Domu Maklerskim mBanku 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.

Michał Marczak

członek zarządu

tel. +48 22 697 47 38

michal.marczak@mdm.pl

strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc

wicedyrektor

tel. +48 22 697 47 06

kamil.kliscz@mdm.pl

paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 697 47 37

michal.konarski@mdm.pl

banki

Jakub Szkopek

tel. +48 22 697 47 40

jakub.szkopek@mdm.pl

przemysł

Paweł Szpigiel

tel. +48 22 697 49 64

pawel.szpigiel@mdm.pl

media, IT

Piotr Zybała

tel. +48 22 697 47 01

piotr.zybala@mdm.pl

budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Dudziński

dyrektor

tel. +48 22 697 48 22

piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 95

marzena.lempicka@mdm.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz

tel. +48 22 697 48 47

matthias.falkiewicz@mdm.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek

tel. +48 22 697 48 89

krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski

tel. +48 22 697 47 44

michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec

tel. +48 22 697 47 31

tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16

szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska

tel. +48 22 697 48 25

anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski

tel. +48 22 697 49 68

pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera

tel. +48 22 697 48 76

adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop

tel. +48 22 697 47 90

adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej

tel. +48 22 697 49 85

michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak

dyrektor biura aktywnej sprzedaży

tel. +48 22 697 48 70

jaroslaw.banasiak@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.

ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa

www.mDomMaklerski.pl