

czwartek, 24 kwietnia 2014 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 1Q 2014

Rynek akcji

Finanse

Oczekujemy średnio 15% q/q i 2% r/r spadku wyniku netto sektora bankowego w Polsce. Gorsze wyniki q/q wynikają głównie z pozytywnych jednorazowych zdarzeń, które miały miejsce w 4Q'13 (PKO BP, BZ WBK). Niemniej jednak oczekujemy, iż wynik z działalności podstawowej spadnie o 0,8%, gdzie gorszy wynik prowizyjny (-4,8% q/q) nie zostanie zrekompensowany przez wzrost wyniku odsetkowego (+1,2% q/q). Koszty jak i saldo rezerw powinny odnotować poprawę w kwartale. Ponadto, spodziewamy się nadal słabych wyników w bankach regionalnych, a w szczególności w OTP Banku gdzie prognozujemy stratę netto w 1Q'14.

Paliwa

Wyniki rafinerii będą pod presją z uwagi na niższe marże i przeszacowanie zapasów, aczkolwiek częściowo będzie to neutralizowane przez inne segmenty. W przypadku PGNiG liczymy na wzrost wyników r/r dzięki wyższemu wolumenowi wydobycia i zyskom na obrocie.

Energetyka

Wyniki sektora będą pod presją z uwagi na spadek cen energii i wolumenów, a w polskich spółkach dodatkowo ciężać będzie bardzo wysoka baza odniesienia 1Q'13 w segmencie handlowym. Pozytywnie na tym tle może wyróżnić się Energa z ograniczoną ekspozycją na generację.

Telekomunikacja, Media, IT

Agora zaraportuje słabe wyniki, co schłodzi zbyt optymistyczne oczekiwania rynku na 2014 r. Negatywnie mogą zostać odebrane także wyniki TVN i ABC Data, jednak w przypadku tych spółek spodziewamy się istotnej poprawy w 2H'14.

Górnictwo i metale

Spadek cen surowców odbije się negatywnie na wynikach sektora. KGHM zaraportuje o połowę niższy zysk netto, JSW wejdzie w dużą stratę, jedynie Bogdanka – dzięki rosnącemu wolumenowi – poprawi wynik r/r.

Przemysł

W 1Q'14 oczekujemy, że 24 na 45 obserwowanych spółek przemysłowych poprawi zeszłoroczne rezultaty. Będzie to również stosunkowo podobna proporcja spółek zwiększających wyniki jak miało to miejsce w 3Q'13 oraz 4Q'13. Sądymy, że dobre warunki pogodowe mogą przełożyć się na wyższe obroty spółek z branży materiałów budowlanych.

Budownictwo

Łagodna zima wpłynęła na wyraźny wzrost przychodów w spółkach budowlanych, co niekoniecznie przełoży się na znaczny wzrost zysków już w 1Q'14.

Deweloperzy

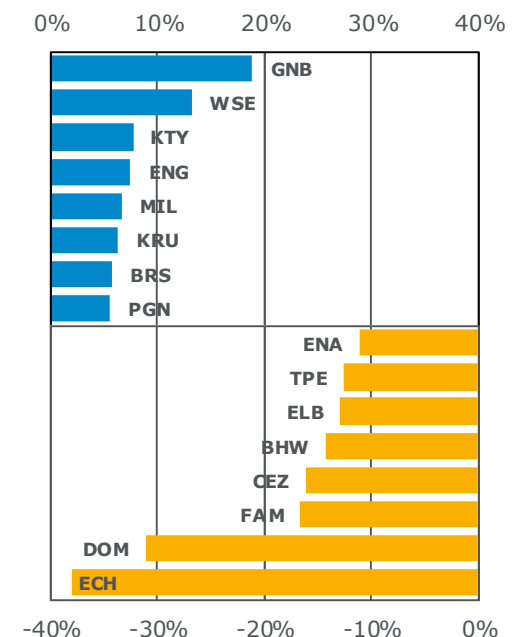
Wysoka baza zapewne nie pozwoli na poprawę wyników w Robygu i Echo. Liczymy na pierwszy od 2 lat zysk netto w GTC. Neutralne wyniki Capital Park.

Inne

Work Service zaraportuje wzrost zysku netto o 61% r/r dzięki dobrym wynikom organicznym i konsolidacji trzech przejętych spółek.

WIG 51 936
 Średnie P/E 2014 13,7
 Średnie P/E 2015 10,8
 Średni dzienny obrót (3 m-ce) .. 943 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



*liczone za okres: 2Q'13-1Q'14 / 1Q'13-4Q'13

Departament Analiz:

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

Kamil Kliszcz
 +48 22 697 47 06
kamil.klisczcz@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 Zybala
 +48 22 697 47 01
piotr.zybala@mdm.pl

Spis treści

| | |
|---|-----------|
| 1. Banki | 3 |
| 1.1. BZ WBK | 3 |
| 1.2. Getin Noble Bank | 3 |
| 1.3. Handlowy | 4 |
| 1.4. ING BSK | 4 |
| 1.5. Millennium | 5 |
| 1.6. Pekao | 5 |
| 1.7. PKO BP | 6 |
| 1.8. Komercni Banka | 6 |
| 1.9. Erste Bank | 7 |
| 1.10. OTP Bank | 7 |
| 2. Ubezpieczyciele | 8 |
| 2.1. PZU | 8 |
| 3. Usługi finansowe | 9 |
| 3.1. Kruk | 9 |
| 4. Paliwa, chemia | 10 |
| 4.1. Ciech | 10 |
| 4.2. Lotos | 10 |
| 4.3. MOL | 11 |
| 4.4. PGNiG | 11 |
| 5. Energetyka | 12 |
| 5.1. CEZ | 12 |
| 5.2. Enea | 12 |
| 5.3. Energa | 13 |
| 5.4. PGE | 13 |
| 5.5. Tauron | 14 |
| 6. Telekomunikacja | 15 |
| 6.1. Orange Polska | 15 |
| 7. Media | 16 |
| 7.1. Agora | 16 |
| 7.2. Cyfrowy Polsat | 16 |
| 7.3. TVN | 17 |
| 8. IT | 18 |
| 8.1. ABC Data | 18 |
| 8.2. Asseco Poland | 18 |
| 9. Górnictwo i metale | 19 |
| 9.1. JSW | 19 |
| 9.2. KGHM | 19 |
| 9.3. LW Bogdanka | 20 |
| 10. Przemysł | 21 |
| 10.1. Alchemia | 21 |
| 10.2. Astarta | 21 |
| 10.3. Boryszew | 22 |
| 10.4. Famur | 22 |
| 10.5. Impexmetal | 23 |
| 10.6. Kernel | 23 |
| 10.7. Kopex | 24 |
| 10.8. Rovese | 24 |
| 10.9. Tarczyński | 25 |
| 10.10. Vistal | 25 |
| 11. Budownictwo | 26 |
| 11.1. Budimex | 26 |
| 11.2. Elektrobudowa | 26 |
| 11.3. Erbud | 27 |
| 11.4. Unibep | 27 |
| 12. Deweloperzy | 28 |
| 12.1. Capital Park | 28 |
| 12.2. Echo Investment | 28 |
| 12.3. GTC | 29 |
| 12.4. Robyng | 29 |
| 13. Inne | 30 |
| 13.1. Work Service | 30 |
| 14. Terminy publikacji raportów | 31 |
| 15. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku | 32 |
| 16. Statystyki rekomendacji | 33 |

Banki

| Banki | | Redukuj | | | | | | | |
|---------------------------|--|---------------|------------|---------|----------|---------|----------|-----------|--------|
| BZ WBK | | | | | | | | | |
| Analityk: Michał Konarski | | Cena bieżąca | 394,00 PLN | | P/E 2014 | 18,1 | | P/BV 2014 | 2,2 |
| | | Cena docelowa | 379,70 PLN | | P/E 2015 | 14,8 | | P/BV 2015 | 2,0 |
| (mln PLN) | | 1Q'14P | 4Q'13 | 1Q'13 | zm. Q/Q | zm. R/R | 2014P | 2013 | zmiana |
| Wynik odsetkowy | | 866,7 | 861,8 | 750,4 | 0,6% | 15,5% | 4 528,0 | 3 276,6 | 38,2% |
| Wynik prowizyjny | | 440,2 | 458,5 | 431,7 | -4,0% | 2,0% | 1 973,6 | 1 778,6 | 11,0% |
| WNDB | | 1 367,6 | 1 815,5 | 1 349,2 | -24,7% | 1,4% | 7 023,1 | 6 089,8 | 15,3% |
| Koszty operacyjne | | -711,5 | -791,8 | -667,3 | -10,1% | 6,6% | -3 136,2 | -2 826,9 | 10,9% |
| Wynik operacyjny* | | 644,6 | 1 007,3 | 672,2 | -36,0% | -4,1% | 3 835,6 | 3 227,7 | 18,8% |
| Saldo rezerw | | 175,5 | 177,2 | 196,0 | -1,0% | -10,5% | 946,4 | 729,3 | 29,8% |
| Zysk brutto | | 469,1 | 830,0 | 476,1 | -43,5% | -1,5% | 2 889,3 | 2 498,4 | 15,6% |
| Zysk netto | | 368,2 | 651,8 | 373,6 | -43,5% | -1,4% | 2 187,9 | 1 982,3 | 10,4% |

*przed kosztami rezerw

Spadek wyniku

BZ WBK zaraportuje wyniki za 1Q'14 29 kwietnia. Zysk netto za 1Q'14 prognozujemy na poziomie 368,2 mln PLN, -43,5% Q/Q oraz -1,4% R/R. Oczekiwania rynku jeszcze nie są dostępne. Korygując wynik za 4Q'13 o zdarzenia jednorazowe (przeszacowanie do wartości godziwej aktywów spółek ubezpieczeniowych Aviva) oczekujemy, iż zysk netto BZ WBK spadnie o 3,2% Q/Q. Oczekujemy, iż na wyniki za 1Q'14 negatywnie wpłynie gorszy wynik handlowy (-71% R/R) oraz spadek zysku prowizyjnego (-4,0% Q/Q). W wynikach za 1Q'14 BZ WBK skonsoliduje również po raz pierwszy aktywa spółek ubezpieczeniowych Aviva. Oczekujemy, iż wynik na działalności podstawowej w 1Q'14 ulegnie pogorszeniu o 1,0% Q/Q, ale wzrośnie o 11,5% R/R. Prognozujemy, iż wzrost wyniku odsetkowego (+0,6% Q/Q oraz +15,5% R/R) nie zrekompensuje spadku wyniku

prowizyjnego (-4,0% Q/Q) w kwartale. Oczekujemy, iż za spadek wyniku prowizyjnego odpowiedzialne będą głównie niższe opłaty i prowizje związane z rynkami kapitałowymi. Po spadku wolumenów kredytowych w 4Q'13 o 2,2% Q/Q prognozujemy wzrost na poziomie 1,0% Q/Q w 1Q'14. Oczekujemy, iż koszty operacyjne spadną do poziomu 712 mln PLN, -10,1% Q/Q, ale +6,6% R/R. Spadek kosztów operacyjnych w 1Q'14 to efekt sezonowości, ale również niższych kosztów związanych z integracją. Korygując o koszty związane z integracją oczekujemy, iż koszty operacyjne spadną o 2,0% Q/Q, ale wzrosną o 4,0% R/R. Oczekujemy, iż jakość aktywów pozostanie na niezmiennym poziomie, zaś saldo rezerw spadnie do poziomu 175,5 mln PLN, -1,0% Q/Q oraz -10,5% R/R. Spadek salda rezerw powinien się przełożyć na stabilny koszt ryzyka na poziomie 81 p.b. (do średnich kredytów brutto).

| Banki | | Sprzedaj | | | | | | | |
|---------------------------|--|---------------|----------|--------|----------|---------|---------|-----------|--------|
| Getin Noble Bank | | | | | | | | | |
| Analityk: Michał Konarski | | Cena bieżąca | 3,30 PLN | | P/E 2014 | 20,2 | | P/BV 2014 | 1,6 |
| | | Cena docelowa | 2,59 PLN | | P/E 2015 | 14,2 | | P/BV 2015 | 1,4 |
| (mln PLN) | | 1Q'14P | 4Q'13 | 1Q'13 | zm. Q/Q | zm. R/R | 2014P | 2013 | zmiana |
| Wynik odsetkowy | | 359,2 | 346,9 | 317,7 | 3,5% | 13,1% | 1 305,6 | 1 297,8 | 0,6% |
| Wynik prowizyjny | | 119,5 | 116,0 | 96,9 | 3,0% | 23,3% | 632,9 | 419,2 | 51,0% |
| WNDB | | 503,1 | 487,7 | 477,6 | 3,2% | 5,3% | 2 069,5 | 1 887,4 | 9,6% |
| Koszty operacyjne | | -230,4 | -233,9 | -208,3 | -1,5% | 10,6% | -918,3 | -880,1 | 4,3% |
| Wynik operacyjny* | | 272,7 | 253,8 | 269,3 | 7,5% | 1,2% | 1 151,2 | 1 007,4 | 14,3% |
| Saldo rezerw | | 153,9 | 152,1 | 197,6 | 1,2% | -22,1% | 622,0 | 624,4 | -0,4% |
| Zysk brutto | | 118,8 | 101,7 | 71,8 | 16,8% | 65,5% | 529,2 | 382,9 | 38,2% |
| Zysk netto | | 125,6 | 160,2 | 50,3 | -21,6% | 149,5% | 433,0 | 399,7 | 8,3% |

*przed kosztami rezerw

Dalsza poprawa marży odsetkowej

Getin Noble Bank opublikuje wyniki za 1Q'14 15 maja. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 125,6 mln PLN (+149,5% R/R, ale -21,6% Q/Q). Podobnie jak w poprzednim kwartale wyniki będą pod wpływem pozytywnego efektu podatkowego związanego ze spółką leasingową, który szacujemy na około 30 mln PLN. Niemniej jednak oczekujemy, iż zysk brutto wzrośnie w 1Q'14 o 16,8% Q/Q. Zakładamy relatywnie wysoki wzrost przychodów z działalności podstawowej (+3,4% Q/Q). Według naszych prognoz, marża odsetkowa zanotuje wzrost o 9 p.b. (wobec

średnich aktywów) do poziomu 2,25% dzięki niższemu kosztowi depozytów co jednocześnie przełoży się na wzrost wyniku odsetkowego o 3,5% Q/Q. Wynik prowizyjny wzrośnie w 1Q'14 o 3,0% Q/Q do poziomu 120 mln PLN za sprawą wyższych prowizji z rachunków oraz poprawy prowizji z tytułu kart. Koszty operacyjne pozostaną mocną stroną banku (-1,5% Q/Q) co przełoży się na spadek wskaźnika C/I z poziomu 48% na koniec 4Q'13 do 45,8% w 1Q'14. Jednocześnie prognozujemy, że saldo rezerw nieznacznie wzrośnie o 1,2% Q/Q do poziomu 154 mln PLN (koszt ryzyka na poziomie 117 p.b.)

| Banki Handlowy | | Trzymaj | | | | | | | |
|---------------------------|--|---------------|------------|--------|----------|---------|----------|-----------|--------|
| Analityk: Michał Konarski | | Cena bieżąca | 115,60 PLN | | P/E 2014 | 17,6 | | P/BV 2014 | 2,0 |
| | | Cena docelowa | 111,70 PLN | | P/E 2015 | 14,8 | | P/BV 2015 | 1,9 |
| (mIn PLN) | | 1Q'14P | 4Q'13 | 1Q'13 | zm. Q/Q | zm. R/R | 2014P | 2013 | zmiana |
| Wynik odsetkowy | | 296,0 | 298,3 | 327,1 | -0,8% | -9,5% | 1 348,8 | 1 242,2 | 8,6% |
| Wynik prowizyjny | | 154,1 | 160,6 | 163,6 | -4,0% | -5,8% | 656,2 | 642,3 | 2,2% |
| WNDB | | 574,9 | 555,1 | 793,0 | 3,6% | -27,5% | 2 455,0 | 2 546,1 | -3,6% |
| Koszty operacyjne | | -308,4 | -376,1 | -344,7 | -18,0% | -10,5% | -1 335,4 | -1 364,6 | -2,1% |
| Wynik operacyjny* | | 266,5 | 179,0 | 448,3 | 48,9% | -40,5% | 1 119,6 | 1 181,4 | -5,2% |
| Saldo rezerw | | 1,3 | -19,0 | 10,5 | n.m. | -87,3% | 60,2 | -36,2 | n.m. |
| Zysk brutto | | 265,2 | 198,1 | 437,8 | 33,9% | -39,4% | 1 059,4 | 1 217,6 | -13,0% |
| Zysk netto | | 214,8 | 151,7 | 353,6 | 41,6% | -39,2% | 858,6 | 970,9 | -11,6% |

*przed kosztami rezerw

Stabilne wyniki Q/Q na porównywalnej bazie

Bank Handlowy opublikuje swoje wyniki 9 maja. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 214,8 mln PLN (+41,6% Q/Q, ale -39,2% R/R). Niemniej jednak, wzrost wyniku jest znacząco niższy (+0,3% Q/Q) biorąc pod uwagę negatywny wpływ jednorazowej rezerwy (62 mln PLN) zawiązanej w 4Q'13 na poczet restrukturyzacji. Pomimo prognozowanego przez nas spadku wyniku na działalności podstawowej (-1,9% Q/Q oraz 8,3% R/R), oczekujemy iż wynik na działalności bankowej wzrośnie o 3,6% Q/Q ze względu na wzrost wyniku handlowego (+15,0% Q/Q).

Pomimo odbicia wolumenów kredytowych, oczekujemy iż wynik odsetkowy zanotuje kolejny kwartalny spadek (-0,8% Q/Q), zaś marża odsetkowa po 5 kwartałach spadków ustabilizuje się na poziomie 2,58% (do średnich aktywów). Oczekujemy, iż koszty operacyjne spadną w 1Q'14 o 18,0% Q/Q. Wyłączając rezerwę restrukturyzacyjną, oczekujemy iż koszty nadal ulegną poprawie (-1,7% Q/Q) w 1Q'14. Oczekujemy, iż pomimo wzrostu akcji kredytowej w 1Q'14, rezerwy wyniosą tylko 1,3 mln PLN, co przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 3 p.b.

| Banki ING BSK | | Trzymaj | | | | | | | |
|---------------------------|--|---------------|------------|--------|----------|---------|----------|-----------|--------|
| Analityk: Michał Konarski | | Cena bieżąca | 130,30 PLN | | P/E 2014 | 17,1 | | P/BV 2014 | 1,7 |
| | | Cena docelowa | 127,00 PLN | | P/E 2015 | 14,5 | | P/BV 2015 | 1,8 |
| (mIn PLN) | | 1Q'14P | 4Q'13 | 1Q'13 | zm. Q/Q | zm. R/R | 2014P | 2013 | zmiana |
| Wynik odsetkowy | | 567,2 | 545,4 | 475,8 | 4,0% | 19,2% | 2 312,5 | 2 042,6 | 13,2% |
| Wynik prowizyjny | | 245,9 | 253,5 | 239,8 | -3,0% | 2,5% | 909,3 | 986,9 | -7,9% |
| WNDB | | 832,0 | 815,8 | 843,9 | 2,0% | -1,4% | 3 359,3 | 3 245,1 | 3,5% |
| Koszty operacyjne | | -465,4 | -439,1 | -470,1 | 6,0% | -1,0% | -1 874,3 | -1 821,2 | 2,9% |
| Wynik operacyjny* | | 366,6 | 376,7 | 373,0 | -2,7% | -1,7% | 1 482,0 | 1 422,0 | 4,2% |
| Saldo rezerw | | 64,2 | 76,4 | 58,0 | -16,0% | 10,6% | 307,8 | 267,2 | 15,2% |
| Zysk brutto | | 302,4 | 300,3 | 315,0 | 0,7% | -4,0% | 1 174,2 | 1 154,8 | 1,7% |
| Zysk netto | | 254,0 | 250,5 | 259,7 | 1,4% | -2,2% | 994,2 | 961,5 | 3,4% |

*przed kosztami rezerw

Kolejny dobry kwartał

ING Bank Śląski zaraportuje wyniki za 1Q'14 7 maja. Prognozujemy, że zysk netto za 1Q'14 wyniesie 254 mln PLN, czyli wzrośnie o 1,4% Q/Q, ale spadnie 2,2% R/R. Oczekujemy wzrostu przychodów z działalności podstawowej (+1,8% Q/Q), za sprawą lepszego wyniku odsetkowego (+4% Q/Q). Oczekujemy, iż marża odsetkowa wzrośnie w 1Q'14 o 5 p.b. do poziomu 2,60% (do średnich aktywów),

wspierana przez sprzedaż wysokomargowych kredytów. Jednocześnie oczekujemy sezonowego spadku wyniku prowizyjnego (-3,0%) szczególnie w obszarze prowizji związanych z kartami oraz sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych (+6,0% Q/Q). Ponadto oczekujemy normalizacji salda rezerw (-16,0% Q/Q) po wzroście w 4Q'13 o 19,9%. Przełoży się to na spadek kosztu ryzyka do poziomu 47 p.b. (do średnich kredytów brutto) w 1Q'14.

| Banki Millennium | | Sprzedaj | | | | | | | |
|---------------------------|--|---------------|----------|--------|----------|---------|----------|-----------|--------|
| Analityk: Michał Konarski | | Cena bieżąca | 8,72 PLN | | P/E 2014 | 17,8 | | P/BV 2014 | 1,8 |
| | | Cena docelowa | 7,51 PLN | | P/E 2015 | 15,3 | | P/BV 2015 | 1,7 |
| (mIn PLN) | | 1Q'14P | 4Q'13 | 1Q'13 | zm. Q/Q | zm. R/R | 2014P | 2013 | zmiana |
| Wynik odsetkowy | | 346,2 | 344,6 | 266,8 | 0,5% | 29,7% | 1 332,6 | 1 220,1 | 9,2% |
| Wynik prowizyjny | | 150,3 | 147,4 | 141,8 | 2,0% | 6,0% | 586,4 | 588,7 | -0,4% |
| WNDB | | 551,6 | 552,7 | 492,3 | -0,2% | 12,0% | 2 194,1 | 2 080,1 | 5,5% |
| Koszty operacyjne | | -271,1 | -273,8 | -272,8 | -1,0% | -0,6% | -1 109,2 | -1 089,6 | 1,8% |
| Wynik operacyjny* | | 251,0 | 249,5 | 205,0 | 0,6% | 22,4% | 1 024,9 | 916,8 | 11,8% |
| Saldo rezerw | | 56,6 | 63,2 | 52,8 | -10,4% | 7,3% | 288,6 | 234,1 | 23,3% |
| Zysk brutto | | 194,4 | 186,3 | 152,3 | 4,4% | 27,7% | 736,3 | 682,7 | 7,8% |
| Zysk netto | | 155,5 | 143,0 | 120,0 | 8,7% | 29,6% | 594,6 | 535,8 | 11,0% |

*przed kosztami rezerw

Rekordowy kwartał

Bank Millennium zaraportuje wyniki za 1Q'14 28 kwietnia. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 155,5 mln PLN, czyli wzrosną o 8,7% Q/Q oraz 29,6% R/R. Oczekujemy, iż na kwartalną poprawę wyników wpływ będzie mieć wzrost wyniku z działalności podstawowej (+0,9% Q/Q) oraz poprawa po stronie salda rezerw. Po wzroście marży odsetkowej o 22 p.b. Q/Q w 4Q'13 (do średnich aktywów) oczekujemy stabilizacji na poziomie 2,39%. Wraz z utrzymującą się sprzedażą kredytów gotówkowych na

poziomie 150 mln PLN / miesiąc oraz ze wzrostową tendencją w kredytach hipotecznych oraz korporacyjnych oczekujemy 0,5% poprawy wyniku odsetkowego w 1Q'14. Oczekujemy, iż wynik prowizyjny pozostanie silną stroną banku (+2,0% Q/Q) i będzie nadal wspierany przez prowizje związane z kredytami oraz coraz niższymi kosztami związanymi z obsługą kont. Koszty pozostaną pod kontrolą (-0,6% R/R). Jednocześnie spodziewamy się poprawy salda rezerw w banku (-10,4% Q/Q) przekładającego się na spadek kosztu ryzyka z 58 p.b. w 4Q'13 do 51 p.b. w 1Q'14.

| Banki Pekao | | Trzymaj | | | | | | | |
|---------------------------|--|---------------|------------|---------|----------|---------|----------|-----------|--------|
| Analityk: Michał Konarski | | Cena bieżąca | 195,15 PLN | | P/E 2014 | 17,5 | | P/BV 2014 | 2,2 |
| | | Cena docelowa | 184,90 PLN | | P/E 2015 | 15,2 | | P/BV 2015 | 2,1 |
| (mIn PLN) | | 1Q'14P | 4Q'13 | 1Q'13 | zm. Q/Q | zm. R/R | 2014P | 2013 | zmiana |
| Wynik odsetkowy | | 1 139,3 | 1 135,7 | 1 135,3 | 0,3% | 0,4% | 4 650,5 | 4 443,9 | 4,6% |
| Wynik prowizyjny | | 522,9 | 547,6 | 519,4 | -4,5% | 0,7% | 2 311,6 | 2 131,7 | 8,4% |
| WNDB | | 1 827,5 | 1 898,4 | 1 836,2 | -3,7% | -0,5% | 7 844,0 | 7 475,6 | 4,9% |
| Koszty operacyjne | | -865,1 | -840,3 | -855,4 | 3,0% | 1,1% | -3 593,9 | -3 443,7 | 4,4% |
| Wynik operacyjny* | | 962,4 | 1 058,1 | 980,8 | -9,0% | -1,9% | 4 250,1 | 4 031,9 | 5,4% |
| Saldo rezerw | | 165,9 | 169,2 | 163,3 | -2,0% | 1,6% | 712,3 | 658,4 | 8,2% |
| Zysk brutto | | 796,5 | 888,9 | 817,5 | -10,4% | -2,6% | 3 537,8 | 3 373,5 | 4,9% |
| Działalność zaniechana | | 0,0 | 0,0 | 7,4 | n.m. | n.m. | 0,0 | 17,5 | n.m. |
| Zysk netto | | 657,9 | 735,6 | 669,9 | -10,6% | -1,8% | 2 918,6 | 2 784,8 | 4,8% |

*przed kosztami rezerw

Sezonowo słaby kwartał

Bank Pekao opublikuje wyniki za 1Q'14 12 maja. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 657,9 mln PLN, czyli spadnie o 1,8% R/R oraz 10,6% Q/Q. Oczekujemy, iż wynik będzie pod wpływem sezonowo niższych opłat i prowizji (-4,5% Q/Q), gorszego wyniku handlowego (-30% Q/Q) oraz ze względu na wzrastające koszty operacyjne (+3,0% Q/Q). Oczekujemy, iż wynik odsetkowy lekko wzrośnie (+0,3% Q/Q

oraz 0,4% R/R) w 1Q'14. Jednocześnie oczekujemy stabilizacji marży odsetkowej na poziomie 2,93% (do średnich aktywów). Po spadku kosztów operacyjnych o 2,9% w 4Q'14 oczekujemy wzrostu o 3,0% ze względu na zawiązywanie rezerw związanych z bonusami. Jednocześnie spodziewamy się dalszej poprawy salda rezerw w banku (-2,0% Q/Q) przekładającym się na spadek kosztu ryzyka z 63 p.b. w 4Q'13 do 61 p.b. w 1Q'14.

| Banki | | Kupuj | | | | | | | |
|---------------------------|--|---------------|-----------|----------|----------|---------|----------|-----------|--------|
| PKO BP | | | | | | | | | |
| Analityk: Michał Konarski | | Cena bieżąca | 42,55 PLN | | P/E 2014 | 14,9 | | P/BV 2014 | 1,9 |
| | | Cena docelowa | 46,60 PLN | | P/E 2015 | 11,1 | | P/BV 2015 | 1,7 |
| (mIn PLN) | | 1Q'14P | 4Q'13 | 1Q'13 | zm. Q/Q | zm. R/R | 2014P | 2013 | zmiana |
| Wynik odsetkowy | | 1 734,3 | 1 714,5 | 1 693,8 | 1,2% | 2,4% | 7 616,0 | 6 722,0 | 13,3% |
| Wynik prowizyjny | | 745,5 | 814,8 | 770,2 | -8,5% | -3,2% | 3 263,0 | 3 005,8 | 8,6% |
| WNDB | | 2 724,5 | 3 314,7 | 2 592,1 | -17,8% | 5,1% | 11 966,6 | 11 178,1 | 7,1% |
| Koszty operacyjne | | -1 127,7 | -1 281,4 | -1 119,7 | -12,0% | 0,7% | -5 170,5 | -4 622,5 | 11,9% |
| Wynik operacyjny* | | 1 465,2 | 1 894,7 | 1 402,1 | -22,7% | 4,5% | 6 355,5 | 6 084,3 | 4,5% |
| Saldo rezerw | | 498,7 | 683,2 | 448,0 | -27,0% | 11,3% | 1 979,6 | 2 037,9 | -2,9% |
| Zysk brutto | | 966,4 | 1 211,5 | 954,1 | -20,2% | 1,3% | 4 375,9 | 4 046,4 | 8,1% |
| Zysk netto | | 784,8 | 938,3 | 781,4 | -16,4% | 0,4% | 3 570,7 | 3 229,8 | 10,6% |

*przed kosztami rezerw

Spadek wyniku prowizyjnego w 1Q'14

PKO BP opublikuje wyniki za 1Q'14 15 maja. Prognozujemy, że zysk netto PKO BP za 1Q'14 wyniesie 784,8 mln PLN, -16% Q/Q, ale +0,4% R/R. Kwartalny spadek wyniku to pochodna zaksięgowania zysku ze sprzedaży eService w 4Q'13 w wysokości 505 mln PLN. Zgodnie z zapowiedziami Zarządu, prognozujemy iż wynik odsetkowy wzrośnie w 1Q'14 (+1,2% Q/Q) do 1 734 mln PLN ze względu na spadający koszt finansowania. Oczekujemy, że po 17 p.b. wzroście Q/Q marży odsetkowej w 4Q'13, wzrośnie ona o

kolejne 4 p.b. (do średnich aktywów) w 1Q'14. Jednocześnie oczekujemy spadku wyniku prowizyjnego (-8,5% Q/Q) ze względu na sezonowość oraz gorszy wynik związany z rynkami kapitałowymi. Prognozujemy, iż koszty operacyjne po sezonowym wzroście w 4Q'13 spadną o 12% Q/Q w 1Q'14. Po wzroście salda rezerw o 40% Q/Q w 4Q'13 oczekujemy poprawy wyniku na rezerwach (-27% Q/Q) w 1Q'14, a co za tym idzie kosztu ryzyka do poziomu 126 p.b. (do średnich kredytów brutto) z 174 p.b. zanotowanych w 4Q'13.

| Banki | | Redukuj | | | | | | | |
|---------------------------|--|---------------|----------|----------|----------|---------|-----------|-----------|--------|
| Komerční Banka | | | | | | | | | |
| Analityk: Michał Konarski | | Cena bieżąca | 4680 CZK | | P/E 2014 | 14,2 | | P/BV 2014 | 1,7 |
| | | Cena docelowa | 4115 CZK | | P/E 2015 | 13,4 | | P/BV 2015 | 1,7 |
| (mIn CZK) | | 1Q'14P | 4Q'13 | 1Q'13 | zm. Q/Q | zm. R/R | 2014P | 2013 | zmiana |
| Wynik odsetkowy | | 5 330,0 | 5 328,0 | 5 259,0 | 0,0% | 1,3% | 21 633,7 | 21 207,0 | 2,0% |
| Wynik prowizyjny | | 1 743,4 | 1 761,0 | 1 725,0 | -1,0% | 1,1% | 7 039,8 | 7 076,0 | -0,5% |
| WNDB | | 7 583,3 | 7 612,0 | 7 614,0 | -0,4% | -0,4% | 31 264,9 | 30 895,0 | 1,2% |
| Koszty operacyjne | | -3 245,5 | -3 473,0 | -3 116,0 | -6,5% | 4,2% | -13 147,4 | -13 148,0 | 0,0% |
| Wynik operacyjny* | | 4 337,7 | 4 139,0 | 4 498,0 | 4,8% | -3,6% | 18 117,6 | 17 747,0 | 2,1% |
| Saldo rezerw | | -450,3 | -395,0 | -470,0 | 14,0% | -4,2% | -2 248,7 | -1 739,0 | 29,3% |
| Zysk brutto | | 3 885,4 | 3 742,0 | 3 929,0 | 3,8% | -1,1% | 15 555,4 | 15 731,0 | -1,1% |
| Zysk netto | | 3 042,3 | 2 970,0 | 3 146,0 | 2,4% | -3,3% | 12 405,2 | 12 528,0 | -1,0% |

*przed kosztami rezerw

Lekka poprawa wyników w kwartale

Komerční Banka opublikuje swoje wyniki za 1Q'14 7 maja. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 3 042 mln CZK (-3,3% R/R, ale +2,4% Q/Q). Oczekujemy, iż wyniki na działalności podstawowej pozostaną na niezmiennym poziomie. Marża odsetkowa, według naszych prognoz, spadnie o 4 p.b. do poziomu 2,52% (do średnich aktywów) ze względu na utrzymujące się niskie środowisko stóp procentowych.

Oczekujemy spadku wyniku prowizyjnego (-1,0% Q/Q) w 1Q'14 ze względu na przedłużenie oraz rozszerzenie programu lojalnościowego dla klientów. Po stronie kosztowej, po sezonowym wzroście w 4Q'13, oczekujemy spadku kosztów operacyjnych o 6,5% Q/Q. Jednocześnie oczekujemy, iż saldo rezerw wzrośnie o 14,0% Q/Q w 1Q'14, co przełoży się na wzrost kosztu ryzyka (do średnich kredytów brutto) do poziomu 37 p.b. wobec 33 p.b. w 4Q'13.

| Banki | | Trzymaj | | | | | | | |
|---------------------------|--|---------------|-----------|---------|----------|---------|----------|-----------|--------|
| Erste Bank | | | | | | | | | |
| Analityk: Michał Konarski | | Cena bieżąca | 24,93 EUR | | P/E 2014 | 13,1 | | P/BV 2014 | 0,8 |
| | | Cena docelowa | 29,60 EUR | | P/E 2015 | 9,7 | | P/BV 2015 | 0,8 |
| (mIn EUR) | | 1Q'14P | 4Q'13 | 1Q'13 | zm. Q/Q | zm. R/R | 2014P | 2013 | zmiana |
| Wynik odsetkowy | | 1 126,3 | 1 167,2 | 1 190,7 | -3,5% | -5,4% | 4 917,8 | 4 673,5 | 5,2% |
| Wynik prowizyjny | | 461,4 | 463,7 | 448,2 | -0,5% | 2,9% | 1 813,9 | 1 810,0 | 0,2% |
| WNDB | | 1 645,1 | 1 685,5 | 1 699,9 | -2,4% | -3,2% | 7 051,4 | 6 812,0 | 3,5% |
| Koszty operacyjne | | -969,7 | -971,7 | -989,9 | -0,2% | -2,0% | -3 617,9 | -3 896,1 | -7,1% |
| Wynik operacyjny* | | 564,2 | 310,1 | 673,1 | 82,0% | -16,2% | 2 768,2 | 2 148,7 | 28,8% |
| Saldo rezerw | | -423,5 | -529,4 | -371,8 | -20,0% | 13,9% | -1 393,7 | -1 774,4 | -21,5% |
| Zysk brutto | | 140,8 | -219,3 | 301,4 | n.m. | -53,3% | 1 374,5 | 374,3 | 267,2% |
| Zysk netto | | 81,9 | -369,3 | 176,2 | n.m. | -53,5% | 818,4 | -23,7 | n.m. |

*przed kosztami rezerw

Wyniki nadal pod presją

Erste Bank opublikuje wyniki za 1Q'14 30 kwietnia. Wyniki podane przez Erste Bank będą pierwszymi po zmianie zasad prezentacji i rachunkowości przedstawionej w 4Q'13. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 81,9 mln EUR (-53,5% R/R). Oczekujemy, iż wynik na działalności podstawowej spadnie o 2,6% Q/Q na działalność podstawowej ze względu na niższy wynik odsetkowy (-3,5% Q/Q), niskie środowisko stóp procentowych oraz lekki spadek wyniku prowizyjnego

(-0,5% Q/Q). Oczekujemy, iż koszty operacyjne pozostaną na niezmiennym poziomie względem 4Q'13, zaś saldo rezerw zanotuje znaczący spadek do poziomu 423,5 mln EUR. Oczekujemy, iż Erste Bank, podobnie jak OTP Bank, zaksięguje znaczący podatek bankowy związany z operacjami na Węgrzech w 1Q'14. Zgodnie z prognozą Zarządu, oczekujemy iż efektywna stawka podatkowa pozostanie na podwyższonym poziomie (40%) w 1Q'14.

| Banki | | Trzymaj | | | | | | | |
|---------------------------|--|---------------|----------|-------|----------|---------|-------|-----------|--------|
| OTP Bank | | | | | | | | | |
| Analityk: Michał Konarski | | Cena bieżąca | 4330 HUF | | P/E 2014 | 7,8 | | P/BV 2014 | 0,7 |
| | | Cena docelowa | 4618 HUF | | P/E 2015 | 6,6 | | P/BV 2015 | 0,6 |
| (mld HUF) | | 1Q'14P | 4Q'13 | 1Q'13 | zm. Q/Q | zm. R/R | 2014P | 2013 | zmiana |
| Wynik odsetkowy | | 159,4 | 158,9 | 166,3 | 0,3% | -4,2% | 671,5 | 653,8 | 2,7% |
| Wynik prowizyjny | | 38,1 | 44,8 | 35,8 | -15,0% | 6,4% | 171,2 | 166,9 | 2,6% |
| WNDB | | 43,0 | 54,6 | 47,0 | -21,3% | -8,6% | 227,3 | 220,7 | 3,0% |
| Koszty operacyjne | | 102,1 | 107,5 | 100,4 | -5,0% | 1,7% | 432,4 | 417,2 | 3,6% |
| Wynik operacyjny* | | 100,3 | 106,0 | 113,0 | -5,4% | -11,2% | 466,4 | 457,4 | 2,0% |
| Saldo rezerw | | 71,5 | 91,6 | 55,0 | -22,0% | 30,0% | 228,6 | 272,5 | -16,1% |
| Zysk brutto | | 28,8 | 14,4 | 58,0 | 100,1% | -50,3% | 237,9 | 184,9 | 28,7% |
| Zysk netto | | -3,5 | 1,7 | 11,0 | n.m. | n.m. | 140,5 | 64,2 | 118,9% |

*przed kosztami rezerw

Strata netto wynikająca z podatku

OTP Bank opublikuje wyniki za 1Q'14 16 maja. Prognozujemy, że OTP Bank poniesie stratę netto w wysokości 3,5 mld HUF w 1Q'14 ze względu na zaksięgowanie w kwartale rocznego podatku bankowego w wysokości 29 mld HUF. Niemniej jednak, zysk netto na poziomie dywizji powinien wzrosnąć o 142% Q/Q, ale R/R spaść o 37%. W 1Q'14 oczekujemy płaskiego wyniku odsetkowego (+0,3% Q/Q) oraz znaczącego spadku wyniku prowizyjnego ze względu na nową opłatę bankomatową

(10 mld HUF dla całego roku) oraz niższe stawki interchange obowiązujące od 1 stycznia. Oczekujemy, iż koszty operacyjne zanotują poprawę (-5,0% Q/Q) w 1Q'14 po sezonowym wzroście w 4Q'13. Saldo rezerw, pomimo poprawy Q/Q (-22%) do poziomu 71,5 mld HUF wynikającej ze zdarzeń jednorazowych w 4Q'13, wzrośnie 30% R/R ze względu na pogarszającą się sytuację na Ukrainie. W podziale na dywizję, oczekujemy strat w wynikach Rosji i Ukrainy, ale również poprawy w Bułgarii.

Ubezpieczyciele

| Ubezpieczyciele PZU | | Trzymaj | | | | | | | |
|-----------------------------------|--|---------------|------------|----------|----------|---------|-----------|-----------|--------|
| Analityk: Michał Konarski | | Cena bieżąca | 430,60 PLN | | P/E 2014 | 13,5 | P/BV 2014 | 2,9 | |
| | | Cena docelowa | 425,00 PLN | | P/E 2015 | 13,4 | P/BV 2015 | 2,9 | |
| (mln PLN) | | 1Q'14P | 4Q'13 | 1Q'13 | zm. Q/Q | zm. R/R | 2014P | 2013 | zmiana |
| Składka przypisana brutto, w tym | | 4 362,9 | 4 077,5 | 4 425,9 | 7,0% | -1,4% | 17 712,4 | 16 480,0 | 7,5% |
| ubezpieczenia majątkowe | | 2 304,1 | 2 141,5 | 2 400,1 | 7,6% | -4,0% | 9 056,2 | 8 656,6 | 4,6% |
| ubezpieczenia na życie | | 2 058,8 | 1 936,0 | 2 025,8 | 6,3% | 1,6% | 8 656,2 | 7 823,4 | 10,6% |
| Odszkodowania i świadczenia netto | | -2 649,7 | -2 950,9 | -2 730,7 | -10,2% | -3,0% | -12 750,3 | -11 161,2 | 14,2% |
| Koszty | | -814,0 | -990,1 | -806,9 | -17,8% | 0,9% | -3 650,0 | -3 422,4 | 6,7% |
| Wynik techniczny | | 475,5 | 67,5 | 570,2 | 604,8% | -16,6% | 1 013,3 | 1 665,1 | -39,1% |
| Wynik na działalności lokacyjnej | | 535,0 | 629,4 | 429,0 | -15,0% | 24,7% | 2 385,7 | 2 488,1 | -4,1% |
| Zysk brutto | | 975,4 | 664,5 | 1 054,5 | 46,8% | -7,5% | 3 428,2 | 4 120,7 | -16,8% |
| Zysk netto | | 790,0 | 528,2 | 838,1 | 49,6% | -5,7% | 2 745,6 | 3 293,7 | -16,6% |

Dalsza presja w segmencie majątkowym

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 790 mln PLN, czyli wzrośnie o 49,6% Q/Q, ale spadnie o 5,7% R/R. Kwartalny wzrost wyników determinowany będzie przez sezonowo wyższe składki przypisane brutto w segmencie majątkowym oraz niższe odszkodowania i świadczenia netto. Prognozujemy, iż wynik na działalności lokacyjnej wyniesie 535 mln PLN, -15,0% Q/Q, ale +24,7% R/R. Składka przypisana brutto jest prognozowana przez nas na poziomie

4 363 mln PLN, oznacza to 7% wzrost Q/Q, ale spadek o 1,4% R/R. Oczekujemy, iż w segmencie majątkowym składka przypisana brutto spadnie 4% R/R jako pochodna wojny cenowej. Naszym zdaniem wskaźnik szkodowości w segmencie majątkowym pozostanie na niezmiennym poziomie względem roku ubiegłego (48%) pomimo lepszych warunków meteorologicznych w kwartale. W końcu prognozujemy, że skonsolidowane koszty ogółem spadną o 17,8% Q/Q.

Usługi finansowe

| Usługi finansowe | | Trzymaj | | | | | | | |
|---------------------------------|--|---------------|-----------|-------|----------|---------|-------|-----------|--------|
| Kruk | | | | | | | | | |
| Analityk: Michał Konarski | | Cena bieżąca | 83,60 PLN | | P/E 2014 | 14,2 | | P/BV 2014 | 2,8 |
| | | Cena docelowa | 73,20 PLN | | P/E 2015 | 13,3 | | P/BV 2015 | 2,5 |
| (mln PLN) | | 1Q'14P | 4Q'13 | 1Q'13 | zm. Q/Q | zm. R/R | 2013 | 2014P | zmiana |
| Przychody ogółem | | 112,1 | 103,4 | 95,9 | 8,4% | 16,8% | 405,6 | 475,3 | 17,2% |
| zakup wierzytelności | | 100,3 | 7,9 | 14,3 | 8,7% | 26,1% | 355,7 | 46,2 | 15,7% |
| inkaso | | 8,3 | 3,2 | 2,1 | 5,0% | -42,2% | 39,9 | 11,6 | 17,0% |
| Koszty bezpośrednie i pośrednie | | 49,3 | 50,1 | 45,4 | -1,6% | 8,7% | 182,8 | 217,0 | 18,7% |
| Marża pośrednia | | 62,8 | 53,3 | 50,6 | 17,8% | 24,2% | 222,9 | 258,3 | 15,9% |
| Zysk operacyjny | | 43,2 | 34,8 | 33,9 | 24,1% | 27,3% | 152,9 | 177,4 | 16,0% |
| Zysk brutto | | 27,2 | 19,0 | 20,3 | 43,2% | 34,1% | 98,5 | 125,3 | 27,2% |
| Zysk netto | | 25,9 | 17,6 | 19,7 | 46,8% | 31,1% | 97,8 | 117,8 | 20,5% |

Tym razem bez rewaluacji

Kruk udostępni wyniki za 1Q'14 15 maja 2014 r. W poprzednim kwartale Kruk dokonał negatywnej weryfikacji prognoz spłat na portfelach, co obciążyło przychody segmentu windykacji nabytych pakietów wierzytelności o 15,1 mln PLN. W naszej ocenie brak negatywnej rewaluacji w 1Q'14 będzie miał istotny wpływ na znaczną poprawę wyniku netto. Prognozujemy, że Spółka wypracuje w 1Q'14 zysk

netto na poziomie 25,9 mln PLN, co przekłada się na wzrost 31,1% R/R oraz 46,8% Q/Q, a przychody z nabytych pakietów wierzytelności wyniosą 100,3 mln PLN (+26,1% R/R, +8,7% Q/Q). W segmencie inkasa zakładamy przychody na poziomie 8,3 mln PLN (-42,2% R/R, +5% R/R). Koszty bezpośrednie i pośrednie szacujemy na 49,3 mln PLN (+8,7% R/R, -1,6% Q/Q). W efekcie prognozujemy, że marża pośrednia wzrośnie do poziomu 62,8 mln PLN (+24,2% R/R, +17,8% Q/Q).

Paliwa, chemia

| Chemia Ciech | | Kupuj | | | | | | | |
|-------------------------|--------|---------------|----------|----------|---------|----------------|---------|---------|--------|
| Analityk: Kamil Kliszcz | | Cena bieżąca | 32,0 PLN | P/E 2014 | 15,2 | EV/EBITDA 2014 | 5,1 | | |
| | | Cena docelowa | 37,0 PLN | P/E 2015 | 13,2 | EV/EBITDA 2015 | 4,8 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 845,8 | 993,5 | -15% | 3 334,7 | 3 501,0 | -5% | 3 386,7 | 3 334,7 | 2% |
| EBITDA | 128,6 | 132,3 | -3% | 489,4 | 356,3 | - | 516,4 | 489,4 | 6% |
| Marża | 15,21% | 13,31% | - | 14,67% | 10,18% | - | 15,25% | 14,67% | - |
| EBIT | 74,7 | 79,9 | -7% | 270,2 | 139,7 | 93% | 288,4 | 270,2 | 7% |
| Zysk brutto | 39,7 | 35,5 | 12% | 137,4 | -6,2 | - | 159,0 | 137,4 | 16% |
| Zysk netto | 32,1 | 46,7 | -31% | 111,3 | 49,4 | 125% | 128,8 | 111,3 | 16% |

Oczyszczony EBIT +28% r/r

W 1Q'14 wynik operacyjny Ciechu będzie zbliżony do raportowanego przed rokiem, ale zwracamy uwagę że w 1Q'13 EBIT był zawyżony przez zdarzenia jednorazowe na kwotę 21 mln PLN (głównie efekt sprzedaży Zachemu). Segment sodowy dzięki podwyżkom cen i przeprowadzonej restrukturyzacji powinien wyraźnie poprawić rentowność (szacujemy EBIT na poziomie 64 mln PLN vs. niecałe 45 mln PLN przed rokiem). W obszarze organicznym lepiej powinna wyglądać sprzedaż środków ochrony roślin (znacznie korzystniejsze warunki pogodowe niż rok wcześniej), ale

zostanie to częściowo zneutralizowane gorszą koniunkturą w żywicach. W efekcie szacujemy, że zysk operacyjny sięgnie 21 mln PLN wobec 13,7 mln PLN w 1Q'13 (dane oczyszczone o wspomniane one-offy). W segmencie krzemianowym wynik powinien być zbliżony r/r (2 mln PLN). Na działalności finansowej nie zakładamy istotnych pozycji poza standardowymi kosztami odsetek w kwocie około 35 mln PLN. W naszych prognozach przyjęliśmy też standardową stopę podatkową, gdyż zakładamy że większość aktywa została już rozpoznana w ubiegłym roku.

| Paliwa Lotos | | Trzymaj | | | | | | | |
|-------------------------|---------|---------------|----------|----------|----------|----------------|----------|----------|--------|
| Analityk: Kamil Kliszcz | | Cena bieżąca | 38,5 PLN | P/E 2014 | 8,6 | EV/EBITDA 2014 | 5,9 | | |
| | | Cena docelowa | 38,6 PLN | P/E 2015 | 8,8 | EV/EBITDA 2015 | 5,4 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 7 263,5 | 7 177,4 | 1% | 31 273,0 | 28 597,3 | 9% | 31 682,2 | 31 273,0 | 1% |
| EBITDA | 269,9 | 143,3 | 88% | 1 846,0 | 802,6 | 130% | 1 919,2 | 1 846,0 | 4% |
| Marża | 3,72% | 2,00% | - | 5,90% | 2,81% | - | 6,06% | 5,90% | - |
| EBIT | 35,8 | -25,6 | - | 1 152,8 | 146,5 | 687% | 1 204,9 | 1 152,8 | 5% |
| Zysk brutto | -21,7 | -220,3 | - | 933,0 | -62,0 | - | 972,1 | 933,0 | 4% |
| Zysk netto | -17,6 | -147,4 | - | 582,6 | 39,4 | - | 623,7 | 582,6 | 7% |

Wysoka amortyzacja osłabi efekt Heimdal

W tym roku Lotos będzie już konsolidował przejęty projekt Heimdal, którego kwartalną kontrybucję na poziomie EBITDA szacujemy na 80 mln PLN. Na poziomie EBIT wpływ Norwegii będzie jednak w 1Q'14 znacznie mniejszy (około 10 mln PLN) z uwagi na podwyższoną amortyzację (wcześniejsze umarzanie nabytych aktywów). W efekcie łączny wynik operacyjny segmentu wydobywczego szacujemy na około 50 mln PLN, z tym że tradycyjnie część marży na nieprzerobionej w rafinerii ropie Rozewie zostanie wyłączona na poziomie konsolidacji (szacujemy około -13 mln PLN z tego tytułu). W obszarze rafineryjnym rezultat będzie zainfekowany ujemnym przeszacowaniem zapasów (około -47 mln PLN), ale nawet po oczyszczeniu o efekt LIFO

spodziewamy się spadku EBIT w ujęciu r/r z uwagi na gorsze warunki makro, w szczególności niższe cracki na dieslu (EBIT LIFO szacujemy na 45 mln PLN vs. 125 mln PLN rok wcześniej). Dzięki sprzyjającym warunkom pogodowym i lepszym marżom na stacjach lepiej powinien wypaść natomiast segment detaliczny (EBIT 1 mln PLN vs. 19 mln PLN straty przed rokiem). Ostatecznie skonsolidowany EBIT LIFO wyniesie 83 mln PLN. Na działalności finansowej saldo wyznaczy głównie koszt odsetek, a różnice kursowe i wynik na pozycjach zabezpieczających powinny być tym razem neutralne. Niemniej jednak oczekujemy niewielkiej straty netto w tym kwartale.

| Paliwa MOL | | Kupuj | | | | | | | |
|-------------------------|---------|---------------|------------|----------|---------|----------------|---------|---------|--------|
| Analityk: Kamil Kliszcz | | Cena bieżąca | 13 210 HUF | P/E 2014 | 9,3 | EV/EBITDA 2014 | 4,1 | | |
| | | Cena docelowa | 16 242 HUF | P/E 2015 | 7,1 | EV/EBITDA 2015 | 3,3 | | |
| (mld HUF) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 1 241,9 | 1 293,2 | -4% | 5 723,0 | 5 401,1 | 6% | 5 995,5 | 5 723,0 | 5% |
| EBITDA | 102,4 | 136,7 | -25% | 568,2 | 520,4 | 9% | 679,2 | 568,2 | 20% |
| Marża | 8,24% | 10,57% | - | 9,93% | 9,63% | - | 11,33% | 9,93% | - |
| EBIT | 26,4 | 59,8 | -56% | 236,8 | -18,7 | - | 300,0 | 236,8 | 27% |
| Zysk brutto | 17,6 | 58,0 | -70% | 218,9 | -50,4 | - | 285,2 | 218,9 | 30% |
| Zysk netto | 2,6 | 29,5 | -91% | 149,0 | 27,1 | 450% | 195,7 | 149,0 | 31% |

Słabsza rafineria, odbicie wolumenów wydobycia

Oczyszczona EBITDA LIFO powinna w tym kwartale sięgnąć około 95 mld HUF vs. 141 mld HUF wypracowane rok wcześniej. Pogorszenie rezultatu nastąpi praktycznie na wszystkich segmentach. W segmencie rafineryjnym ze względu na spadek marż przerobowych Spółka zanotuje naszym zdaniem stratę na poziomie EBIT LIFO (-9 mld HUF vs. 10 mld HUF zysku przed rokiem), a raportowany wynik będzie tylko nieznacznie wzmocniony przeszacowaniem zapasów (3 mld HUF z uwagi na osłabienie forinta). W obszarze wydobywczym oczyszczony EBIT spadnie o około 28 mld HUF do 40 mld HUF, zarówno w związku ze spadkiem wolumenów (-11%r/r związane z dezinvestycjami i dojrzewaniem złóż), jak i niższymi cenami ropy oraz gazu (efekt spadku taryf na Węgrzech). Warto jednak odnotować,

że zakładamy, iż poziom produkcji w 1Q będzie już wyższy q/q dzięki pierwszym istotnym wolumenom z Iraku i zwiększeniu efektywności odwiertów w Chorwacji (wciąż też będzie jeszcze w całości konsolidowany rosyjski Baitex). W segmencie gazu prognozujemy spadek EBIT r/r do 5 mld HUF z 10 mld HUF, co wynika ze sprzedaży części magazynowej oraz słabszych wolumenów przesyłu (efekt pogodowy). Na poziomie działalności finansowej obok standardowych kosztów odsetkowych uwzględniamy około 4 mld HUF ujemnych różnic kursowych na zobowiązaniach walutowych. Osłabienie forinta może mieć również wpływ na podwyższenie efektywnej stopy podatkowej, podobnie jak to miało miejsce przed rokiem, choć zakładamy nieco mniejszą skalę tego zjawiska (efekt zysków jednostkowych MOL na udziałach w Slovnaft).

| Paliwa PGNiG | | Trzymaj | | | | | | | |
|-------------------------|---------|---------------|----------|----------|----------|----------------|----------|----------|--------|
| Analityk: Kamil Kliszcz | | Cena bieżąca | 4,39 PLN | P/E 2014 | 9,9 | EV/EBITDA 2014 | 5,0 | | |
| | | Cena docelowa | 4,62 PLN | P/E 2015 | 9,6 | EV/EBITDA 2015 | 4,9 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 9 333,3 | 10 255,0 | -9% | 31 483,3 | 32 120,0 | -2% | 30 176,0 | 31 483,3 | -4% |
| EBITDA | 2 286,1 | 1 976,0 | 16% | 6 104,0 | 5 612,0 | 9% | 6 192,0 | 6 104,0 | 1% |
| Marża | 24,49% | 19,27% | - | 19,39% | 17,47% | - | 20,52% | 19,39% | - |
| EBIT | 1 625,1 | 1 427,0 | 14% | 3 635,3 | 3 149,0 | 15% | 3 767,0 | 3 635,3 | 4% |
| Zysk brutto | 1 570,8 | 1 280,0 | 23% | 3 421,9 | 2 709,0 | 26% | 3 503,7 | 3 421,9 | 2% |
| Zysk netto | 1 178,1 | 1 073,0 | 10% | 2 617,2 | 1 918,0 | 36% | 2 708,0 | 2 617,2 | 3% |

Słaba dystrybucja, znacznie lepszy obrót

Wyniki PGNiG za 1Q'14 będą w znacznym stopniu naznaczone niestandardowymi warunkami pogodowymi, które spowodowały znaczny spadek wolumenów sprzedaży gazu. Z jednej strony obciążą to EBIT w obszarze dystrybucji, gdzie przychody obniżą się aż o 18% (szacujemy spadek zysku z 604 mln PLN do 494 mln PLN). Z drugiej jednak strony, pozytywnie przełoży się na działalność handlową, gdzie mniejszy o 0,8 mld m³ import z Rosji oraz tani surowiec z Niemiec znacznie poprawią strukturę koszyka gazu. Zakładamy, że z tego powodu EBIT na handlu wyniesie aż 200 mln PLN vs. -45 mln PLN straty przed rokiem. Nie uwzględniamy w naszych szacunkach żadnych potencjalnych zdarzeń jednorazowych ze sporu z PBG. W segmencie

wydobywczym większy wolumen sprzedaży ropy pozwoli na wzrost EBIT r/r (826 mln PLN vs. 723 mln PLN), ale skala poprawy będzie ograniczona przez wyższą amortyzację i nieco wyższe koszty. PGNiG Termika w związku z wyższymi temperaturami i niższymi cenami energii prawdopodobnie zanotuje spadek zysków (107 mln PLN vs. 157 mln PLN rok temu), ale będzie on częściowo zamortyzowany niższymi kosztami węgla i biomasy. Na działalności finansowej saldo odsetek będzie nieznacznie zneutralizowane dodatnimi różnicami kursowymi na pożyczce w spółce norweskiej. Dużą niewiadomą jest stopa podatkowa (kwestia księgowania zobowiązań podatkowych w Norwegii), którą zakładamy na poziomie 25%.

Energetyka

| Energetyka CEZ | | Trzymaj | | | | | | | |
|-------------------------|----------|---------------|----------|-----------|-----------|----------------|-----------|-----------|--------|
| Analityk: Kamil Kliszcz | | Cena bieżąca | 88,4 PLN | P/E 2014 | 9,2 | EV/EBITDA 2014 | 6,5 | | |
| | | Cena docelowa | 80,6 PLN | P/E 2015 | 9,6 | EV/EBITDA 2015 | 6,4 | | |
| (mIn CZK) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 55 214,1 | 59 979,0 | -8% | 201 621,4 | 217 273,0 | -7% | 203 830,8 | 201 621,4 | 1% |
| EBITDA | 22 883,6 | 28 340,0 | -19% | 73 800,9 | 74 197,0 | -1% | 72 816,5 | 73 800,9 | -1% |
| Marża | 41,45% | 47,25% | - | 36,60% | 34,15% | - | 35,72% | 36,60% | - |
| EBIT | 15 911,6 | 21 334,0 | -25% | 44 411,1 | 45 755,0 | -3% | 43 064,8 | 44 411,1 | -3% |
| Zysk brutto | 14 831,6 | 21 570,0 | -31% | 38 139,0 | 44 440,0 | -14% | 36 355,9 | 38 139,0 | -5% |
| Zysk netto | 12 013,6 | 17 807,0 | -33% | 30 830,8 | 35 885,0 | -14% | 29 389,4 | 30 830,8 | -5% |

Podwyższona baza 1Q'13

Srednia cena sprzedaży energii w tym roku będzie w CEZ o około 7 EUR/t niższa niż przed rokiem, aczkolwiek ujemne dynamiki w 1H'14 powinny być większe z uwagi na efekt sposobu księgowania wyników na zabezpieczeniach w roku 2013 (ceny realizowane w 2H'13 były niższe niż w 1H). Dodatkowo bazę odniesienia dla 1Q'14 w segmencie wytwarzania zawyża zysk na zamianie certyfikatów CO₂ z EUA na CER (1,5 mld CZK). W efekcie zakładamy, że EBIT na generacji (łącznie z Rumunią) sięgnie niecałych 10 mld CZK vs. 14,4 mld CZK rok wcześniej, na co dodatkowo złożą się niższe przychody z rumuńskich farm wiatrowych (odebranie

1 zielonego certyfikatu). W obszarze dystrybucji zysk operacyjny może być nieznacznie niższy (4,6 mld CZK vs. 4,8 mld CZK) z uwagi na obniżenie taryf w Bułgarii. Słabiej r/r wypadną kopalnie, gdyż zakładamy niższy wolumen sprzedaży zewnętrznej (EBIT 1 mld CZK vs. 1,5 mld CZK rok temu). Na działalności finansowej pojawiają się głównie koszty odsetkowe. Z uwagi na wygaśnięcie opcji na akcje MOL, CEZ nie zanotuje strat związanych z wyceną tych walorów do rynku gdyż będą one rozliczone przez kapitały. Może natomiast pojawić się niewielki negatywny wpływ konsolidacji spółek tureckich. Ostatecznie więc zysk netto w ujęciu r/r spadnie o prawie jedną trzecią.

| Energetyka Enea | | Akumuluj | | | | | | | |
|-------------------------|---------|---------------|-----------|----------|---------|----------------|---------|---------|--------|
| Analityk: Kamil Kliszcz | | Cena bieżąca | 15,09 PLN | P/E 2014 | 13,1 | EV/EBITDA 2014 | 5,2 | | |
| | | Cena docelowa | 17,22 PLN | P/E 2015 | 10,2 | EV/EBITDA 2015 | 5,3 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 2 270,8 | 2 380,3 | -5% | 8 450,9 | 9 150,5 | -8% | 9 347,0 | 8 450,9 | 11% |
| EBITDA | 466,5 | 564,5 | -17% | 1 520,1 | 1 658,8 | -8% | 1 844,1 | 1 520,1 | 21% |
| Marża | 20,54% | 23,71% | - | 17,99% | 18,13% | - | 19,73% | 17,99% | - |
| EBIT | 279,2 | 369,8 | -25% | 641,5 | 897,0 | -28% | 874,7 | 641,5 | 36% |
| Zysk brutto | 285,2 | 385,5 | -26% | 625,6 | 945,2 | -34% | 805,9 | 625,6 | 29% |
| Zysk netto | 228,3 | 307,8 | -26% | 506,7 | 715,4 | -29% | 652,7 | 506,7 | 29% |

Wysoka baza w segmencie obrotu

W 1Q'14 Enea zanotuje wyraźny spadek zysków r/r, ale w dużym stopniu będzie to związane z wysoką bazą odniesienia w segmencie obrotu, który rok temu dzięki tanim zielonym certyfikatom wypracował aż 137 mln PLN, podczas gdy w tym roku EBIT w tym obszarze szacujemy na 56 mln PLN (poziom zbliżony do średniej kwartalnej z ubiegłego roku) z uwagi na normalizację marż handlowych oraz wzrost kosztów energii z OZE. W segmencie wytwarzania mimo mocnego spadku cen energii ubytek EBIT powinien być nieznaczny (48 mln PLN vs. 68 mln PLN) z uwagi na księgowane

rekompensaty KDT (50 mln PLN), mniejsze koszty węgla, wyższe przychody z OZE oraz nieco niższą amortyzację. W dystrybucji, mimo spadku WACC, szacujemy że zysk operacyjny będzie porównywalny r/r (186 mln PLN) w związku z redukcją kosztów oraz wzrostem WRA. Przy kosztach nieprzypisanych rządu 30 mln PLN implikuje to EBIT skonsolidowany na poziomie 279 mln PLN. Saldo na działalności finansowej powinno być lekko dodatnie, a zysk netto ostatecznie będzie niższy r/r o jedną czwartą. W kolejnych kwartałach dynamiki roczne będą już jednak znacznie korzystniejsze (wspomniany efekt bazy 1Q).

| Energetyka Energia | | Akumuluj | | | | | | | |
|-------------------------|---------|---------------|----------|----------|----------|----------------|----------|----------|--------|
| Analityk: Kamil Kliszcz | | Cena bieżąca | 18,1 PLN | P/E 2014 | 9,9 | EV/EBITDA 2014 | 5,7 | | |
| | | Cena docelowa | 19,9 PLN | P/E 2015 | 11,0 | EV/EBITDA 2015 | 6,0 | | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 2 745,7 | 2 933,8 | -6% | 10 828,4 | 11 429,2 | -5% | 11 610,4 | 10 828,4 | 7% |
| EBITDA | 570,1 | 472,0 | 21% | 2 084,8 | 1 965,5 | 6% | 2 110,1 | 2 084,8 | 1% |
| Marża | 20,76% | 16,09% | - | 19,25% | 17,20% | - | 18,17% | 19,25% | - |
| EBIT | 362,7 | 282,5 | 28% | 1 187,8 | 1 194,8 | -1% | 1 134,7 | 1 187,8 | -4% |
| Zysk brutto | 308,0 | 243,1 | 27% | 936,5 | 1 022,4 | -8% | 840,9 | 936,5 | -10% |
| Zysk netto | 249,5 | 192,4 | 30% | 758,6 | 764,0 | -1% | 681,1 | 758,6 | -10% |

Tym razem bez odpisów

W 1Q'14 w przeciwieństwie do roku poprzedniego wyniki Energi powinny być wolne od odpisów i zdarzeń jednorazowych. Stąd w obszarze wytwarzania, mimo spadku cen energii, oczekujemy poprawy EBIT r/r (78 mln PLN vs. -44 mln PLN w 1Q'13), co oprócz braku odpisu aktywów Elektrowni Ostrołęka (-118 mln PLN w 1Q'13) będzie pochodną znacznie wyższych cen zielonych certyfikatów i konsolidacji przejętych w ubiegłym roku farm wiatrowych. W segmencie dystrybucji zakładamy zysk operacyjny zbliżony do ubiegłorocznego (240 mln PLN), gdyż spadek WACC powinien być skompensowany pełnym wynagrodzeniem

aktywów i wyższą bazą WRA. W obszarze obrotu oczekujemy normalizacji marży na średnim poziomie z ubiegłego roku, co oznacza że powtórzenie dobrego wyniku 1Q'13 nie będzie możliwe (50 mln PLN vs. 94 mln PLN przed rokiem). W tym segmencie obciążeniem będzie oczywiście funkcja sprzedawcy z urzędu i konieczność kupowania energii z OZE po cenach znacznie wyższych od rynkowych. Na działalności finansowej zakładamy saldo zbliżone do 4Q'13, a podatek kalkulujemy po stopie 19% (efektywna stopa podatkowa w 2013 wyniosła 29%). Ostatecznie więc, zysk netto powinien wzrosnąć r/r o prawie 30%.

| Energetyka PGE | | Redukuj | | | | | | | |
|-------------------------|---------|---------------|-----------|----------|----------|----------------|----------|----------|--------|
| Analityk: Kamil Kliszcz | | Cena bieżąca | 20,00 PLN | P/E 2014 | 12,0 | EV/EBITDA 2014 | 5,5 | | |
| | | Cena docelowa | 16,37 PLN | P/E 2015 | 10,3 | EV/EBITDA 2015 | 4,4 | | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 6 950,1 | 7 817,7 | -11% | 26 873,6 | 30 144,9 | -11% | 28 995,8 | 26 873,6 | 8% |
| EBITDA | 1 785,3 | 2 281,7 | -22% | 6 888,2 | 8 017,8 | -14% | 7 697,2 | 6 888,2 | 12% |
| Marża | 25,69% | 29,19% | - | 25,63% | 26,60% | - | 26,55% | 25,63% | - |
| EBIT | 1 077,6 | 1 547,9 | -30% | 3 915,6 | 5 060,4 | -23% | 4 608,4 | 3 915,6 | 18% |
| Zysk brutto | 1 094,6 | 1 528,2 | -28% | 3 877,9 | 5 059,2 | -23% | 4 513,5 | 3 877,9 | 16% |
| Zysk netto | 886,6 | 1 227,4 | -28% | 3 116,1 | 4 118,5 | -24% | 3 620,6 | 3 116,1 | 16% |

Spadek wolumenów i cen energii oraz wyższe koszty CO₂

PGE mocno odczuje spadek cen energii w 1Q'14, a dodatkowo Spółce nie pomagały wysokie temperatury, które ograniczyły wolumeny produkcji. W segmencie wytwarzania EBIT będzie dodatkowo obciążony wyższymi kosztami CO₂ (Spółka ostrożnie rezerwuje teraz 100% emisji, a prawdopodobnie nie zdecyduje się jeszcze na rozwiązanie rezerwy z 4Q za poprzedni rok) oraz niższymi KDT-ami (80 mln PLN vs. 201 mln PLN). Częściowo neutralizować to powinny niższe koszty węgla (efekt aneksu podpisanego w połowie 2013), ale i tak zysk operacyjny spadnie naszym zdaniem do 445 mln PLN z 675 mln PLN prze rokiem. W segmencie dystrybucji, podobnie jak w innych spółkach zakładamy wyniki zbliżone r/r mimo spadku WACC (EBIT

323 mln PLN) z uwagi na efekt osiągnięcia pełnego zwrotu z WRA i oszczędności kosztowe. W obszarze obrotu hurtowego i detalicznego oczekujemy spadku zysków w związku z presją na marże i wzrostem kosztów zielonych certyfikatów (EBIT w tych segmentach szacujemy odpowiednio na 180 mln PLN i 49 mln PLN vs. 249 mln PLN i 262 mln PLN przed rokiem). W detalu oprócz wspomnianych czynników kluczowa jest także dokonana w 2H'13 zmiana cen rozliczeniowych pomiędzy segmentami. W OZE w związku z konsolidacją przejętych farm wiatrowych EBIT powinien wzrosnąć do 46 mln PLN z 35 mln PLN przed rokiem, mimo nieco gorszych warunków hydrologicznych. Na działalności finansowej saldo powinno być lekko dodatnie, ale ostatecznie ujemna dynamika na zysku netto sięgnie -28%.

| Energetyka Tauron | | | | | | | | | |
|-------------------------|---------------|----------|--------|----------|----------|----------------|----------|----------|--------|
| Akumuluj | | | | | | | | | |
| Analityk: Kamil Kliszcz | Cena bieżąca | 5,24 PLN | | P/E 2014 | 10,3 | EV/EBITDA 2014 | 5,5 | | |
| | Cena docelowa | 5,94 PLN | | P/E 2015 | 7,8 | EV/EBITDA 2015 | 5,3 | | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 4 647,5 | 5 163,0 | -10% | 17 828,1 | 19 131,1 | -7% | 19 328,9 | 17 828,1 | 8% |
| EBITDA | 971,6 | 1 220,9 | -20% | 3 199,9 | 3 661,1 | -13% | 3 779,6 | 3 199,9 | 18% |
| Marża | 20,91% | 23,65% | - | 17,95% | 19,14% | - | 19,55% | 17,95% | - |
| EBIT | 544,2 | 788,3 | -31% | 1 419,8 | 1 934,1 | -27% | 1 891,2 | 1 419,8 | 33% |
| Zysk brutto | 484,2 | 736,1 | -34% | 1 159,2 | 1 683,6 | -31% | 1 513,4 | 1 159,2 | 31% |
| Zysk netto | 392,2 | 558,3 | -30% | 894,4 | 1 308,3 | -32% | 1 177,5 | 894,4 | 32% |

Wyniki 1Q mogą skłaniać do podniesienia konsensusu na 2014

W 1Q'14 Tauron zanotuje spadek zysków r/r, ale jego skala może okazać się pozytywnym zaskoczeniem i skłonić do podniesienia pesymistycznych prognoz. Spodziewamy się, że znaczny ubytek marży w wytwarzaniu związany ze spadkiem wolumenów i cen energii będzie zrekomensowany brakiem kosztów CO₂ (efekt opóźnionych darmowych uprawnień za poprzedni rok) oraz przychodami z rezerwy operacyjnej. W efekcie EBIT segmentu szacujemy na -58 mln PLN vs. 35 mln PLN rok wcześniej. W obszarze dystrybucji mimo spadku WACC oczekujemy utrzymania wyników r/r (297 mln PLN vs. 300 mln PLN) z uwagi na wzrost WRA,

oszczędności kosztowe i spadek wydatków na straty sieciowe. W segmencie sprzedaży spodziewamy się spadku zysków w związku z wyższymi cenami zielonych certyfikatów (EBIT 196 mln PLN vs. 339 mln PLN), które z kolei wraz z większym wolumenem z wiatru wesprą segment OZE (EBIT 43 mln PLN vs. 18 mln PLN). W obszarze wydobywczym EBIT powinien być zbliżony do zera w związku z niskimi cenami węgla oraz spadkiem popytu. W segmencie ciepło mimo mocno niesprzyjającej pogody prognozujemy zyski zbliżone r/r (70 mln PLN) z powodu konsolidacji nowego bloku w Bielsku-Białej. Na działalności finansowej saldo powinno być zbliżone do średniej z ubiegłego roku i w efekcie zysk netto zbliży się do 400 mln PLN.

Telekomunikacja

| Telekomunikacja Orange Polska | | Sprzedaż | | | | | | | |
|----------------------------------|---------|---------------|-----------|----------|----------|----------------|----------|----------|--------|
| Analityk: Paweł Szpigiel | | Cena bieżąca | 10,06 PLN | P/E 2014 | 35,0 | EV/EBITDA 2014 | 5,0 | | |
| | | Cena docelowa | 8,60 PLN | P/E 2015 | 72,6 | EV/EBITDA 2015 | 5,2 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 3 094,3 | 3 273,8 | -5,5% | 12 298,0 | 12 923,0 | -4,8% | 11 918,2 | 12 298,0 | -3,1% |
| EBITDA | 1 157,3 | 1 039,8 | 11,3% | 3 977,8 | 3 904,0 | 1,9% | 3 552,0 | 3 977,8 | -10,7% |
| Marża | 37,4% | 31,8% | - | 32,3% | 30,2% | - | 29,8% | 32,3% | - |
| EBIT | 409,3 | 247,8 | 65,1% | 999,2 | 788,0 | 26,8% | 722,6 | 999,2 | -27,7% |
| Zysk brutto | 291,3 | 113,8 | 155,9% | 465,9 | 310,0 | 50,3% | 224,5 | 465,9 | -51,8% |
| Zysk netto | 241,3 | 87,8 | 174,7% | 377,4 | 294,0 | 28,4% | 181,9 | 377,4 | -51,8% |

Oczyszczona EBITDA -6% R/R

W 1Q'14 Polacy przenieśli 420,6 tys. numerów, co implikuje wzrost R/R na poziomie 8,2%. Orange Polska odnotował przyrost numerów o 13,5 tys. (vs. +160 tys. Play, -54 tys. T-Mobile i -102 tys. Polkomtel), co świadczy o nastawieniu operatora na zdobywanie nowych klientów. Zachowanie Orange Polska w 1Q'14 przełożyło się naszym zdaniem na obniżkę ARPU, co dodatkowo wspiera fakt migracji klientów kończących umowy na tańsze oferty z nielimitowanymi połączeniami. Spodziewamy się spadku ARPU detalicznego o 6,6% R/R do poziomu 28,2 PLN (-3,4% Q/Q) i niewielkiego wzrostu ARPU z usług hurtowych Q/Q. Przychody z usług telefonii mobilnej powinny wynieść 1 445 mln PLN, co oznacza spadek o 5,8% R/R. Z kolei przychody z usług telefonii stacjonarnej szacujemy na 1 470 mln PLN

(-5,8% R/R). Spadek o 91 mln PLN R/R wynika głównie z mniejszych obrotów na linii dostęp szerokopasmowy, co ma swoje uzasadnienie zarówno w spadku ARPU z usług głosowych telefonii stacjonarnej do 42,5 PLN, jak i spadku bazy klientów POTS i ISDN. Przychody Grupy wyniosą w sumie 3 094 mln PLN. Bazę kosztową szacujemy na 2 022 mln PLN, a saldo na pozostałej działalności operacyjnej na -95 mln PLN. Implikuje to zysk EBITDA na poziomie 977 mln PLN i obniżenie się marży skorygowanej EBITDA do 31,6% z 32,1% w 1Q'13. Spadek zysku EBITDA skorygowana R/R wyniesie więc -7,0%. Zwracamy uwagę, że Grupa w połowie lutego sfinalizowała sprzedaż portalu wp.pl za 383 mln PLN i rozpozna zysk na sprzedaży w wysokości 180 mln PLN. Wynik EBITDA wyniesie więc 1 157 mln PLN. Zysk netto szacujemy na 241 mln PLN.

Media

| Media Agora | | Trzymaj | | | | | | | |
|--------------------------|--------|----------------|-----------|----------|---------|----------------|---------|---------|--------|
| Analityk: Paweł Szpigiel | | Cena bieżąca | 10,84 PLN | P/E 2014 | - | EV/EBITDA 2014 | 5,6 | | |
| | | Cena docelowa | 9,50 PLN | P/E 2015 | - | EV/EBITDA 2015 | 5,5 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 249,9 | 261,8 | -4,5% | 1 104,4 | 1 073,9 | 2,8% | 1 157,2 | 1 104,4 | 4,8% |
| EBITDA | 13,0 | 25,0 | -47,9% | 96,5 | 89,6 | 7,6% | 99,4 | 96,5 | 3,0% |
| Marża | 5,2% | 9,5% | - | 8,7% | 8,3% | - | 8,6% | 8,7% | - |
| EBIT | -10,5 | -0,3 | - | 3,6 | 7,4 | -51,9% | 2,6 | 3,6 | -26,1% |
| Zysk brutto | -10,5 | -1,1 | - | 2,5 | 4,9 | -48,1% | 0,4 | 2,5 | -83,7% |
| Zysk netto | -9,5 | -1,5 | - | 2,0 | 0,5 | 345,2% | 0,3 | 2,0 | -83,7% |

Wyniki za 1Q'14 dalej pod presją słabej reklamy

Spodziewamy się dalszych spadków przychodów w Agorze do 250 mln PLN w 4Q'13 (-4,6% R/R). Jednak koszty operacyjne powinny zmniejszyć się o tylko o 0,7%, co przełoży się na zysk EBIT na poziomie -10,5 mln PLN, biorąc pod uwagę 16,0 mln PLN wyłączeń międzysegmentowych. W segmencie prasy codziennej spodziewamy się: (1) stagnacji na linii sprzedaży wydawnictw (pomimo spadku rozpowszechniania płatnego, efektywna cena gazety Wyborczej wzrosła o blisko 15%), (2) istotnych spadków w reklamie na poziomie -26%, (3) ponad 20% wzrostu pozostałych przychodów, co jest skutkiem rosnącego obrotu z niskomargowej działalności poligraficznej. Wzrost bazy

kosztowej segmentu przełoży się na tylko 1,2 mln PLN zysku EBIT segmentu prasa codzienna (vs. 16,6 mln PLN rok wcześniej). Wzrost EBIT pokazać powinien: segment internetu oraz kinowy (co wynika częściowo ze wzrostu liczby ekranów oraz poprawy sprzedaży w barach na 1 sprzedany bilet R/R). Zysk EBITDA Agory w 1Q'14 wyniesie 13,0 mln PLN (-48% R/R). Podsumowując zgodnie z naszymi oczekiwaniami spodziewamy się słabych wyników w Agorze za 1Q'14. Grupa pozostaje pod presją braku zainteresowania reklamodawców i media plannerów segmentem prasy. Topniejące rozpowszechnianie istotnie zmniejsza też tzw. reach, który jest ważnym parametrem w zarządzaniu kampanią reklamową.

| Media Cyfrowy Polsat | | Kupuj | | | | | | | |
|---------------------------------|--------|---------------|-----------|----------|---------|----------------|---------|---------|--------|
| Analityk: Paweł Szpigiel | | Cena bieżąca | 20,20 PLN | P/E 2014 | 15,7 | EV/EBITDA 2014 | 8,5 | | |
| | | Cena docelowa | 24,10 PLN | P/E 2015 | 12,2 | EV/EBITDA 2015 | 7,2 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 722,7 | 697,1 | 3,7% | 6 163,3 | 2 910,8 | 111,7% | 9 501,4 | 6 163,3 | 54,2% |
| EBITDA | 255,9 | 245,3 | 4,3% | 2 363,7 | 1 046,3 | 125,9% | 3 866,3 | 2 363,7 | 63,6% |
| Marża | 35,4% | 35,2% | - | 38,4% | 35,9% | - | 40,7% | 38,4% | - |
| EBIT | 187,4 | 184,6 | 1,5% | 1 265,9 | 789,9 | 60,3% | 2 031,1 | 1 265,9 | 60,4% |
| Zysk brutto | 97,9 | 110,3 | -11,2% | 749,2 | 604,1 | 24,0% | 1 074,7 | 749,2 | 43,5% |
| Zysk netto | 88,2 | 95,1 | -7,3% | 646,6 | 525,4 | 23,1% | 896,1 | 646,6 | 38,6% |

Wzrost EBITDA o 4% R/R w starym Cyfrowym Polsacie, spadek EBITDA -4% R/R w Polkomtelu

Przychody estymujemy na 722,7 mln PLN (+3,7% R/R). Przychody od klientów indywidualnych powinny wynieść 466 mln PLN (+3,5% R/R) dzięki wzrostowi ARPU z Pakietu Familijnego do 50,1 PLN i stabilnej bazy klientów (średnia liczba abonentów na poziomie 3,5 mln). Przychody z reklamy i sponsoringu zakładamy na poziomie 208 mln PLN (+12,9% R/R), co jest głównie wynikiem akwizycji TV4 i TV6. Dzięki wprowadzeniu dłuższej i bogatej jesiennej ramówki (7 nowych formatów) przychody organiczne z reklamy powinny zachować się nieco lepiej niż rynek (estymujemy wzrost reklamy TV na poziomie +2% R/R). Zakładamy wzrost bazy kosztowej do poziomu 533 mln PLN (+4,0% R/R), ze

względu na wyższe koszty licencji programowych oraz istotnie wyższe koszty produkcji telewizyjnej oraz amortyzacji praw sportowych. Wynik EBITDA wyniesie 256 mln PLN (+4,3% R/R). Koszty finansowe netto wyniosą ok. 90 mln PLN ze względu na zaksięgowanie części kosztów finansowych w związku z przejęciem Telewizji Polsat w 2011 r. w wyniku czego zysk netto wyniesie 88,2 mln PLN (-7,3% R/R). Przychody (pomijamy inne przychody operacyjne) w 1Q'14 w Polkomtelu estymujemy na 1 612 mln PLN (-3,9% R/R). Baza kosztowa będzie na stabilnym poziomie R/R i wyniesie 1 040 mln PLN. Wynik EBITDA szacujemy na 688 mln PLN (-4% R/R), co obniżając o 400 mln PLN amortyzacji przełoży się na zysk EBIT na poziomie 278 mln PLN.

| Media TVN | | | | | | | | | |
|--------------------------|---------------|-----------|--------|----------|---------|----------------|---------|---------|--------|
| Akumuluj | | | | | | | | | |
| Analityk: Paweł Szpigiel | Cena bieżąca | 16,43 PLN | | P/E 2014 | 16,3 | EV/EBITDA 2014 | 12,3 | | |
| | Cena docelowa | 17,90 PLN | | P/E 2015 | 14,7 | EV/EBITDA 2015 | 11,3 | | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 351,5 | 343,1 | 2,4% | 1 618,6 | 1 554,6 | 4,1% | 1 697,4 | 1 618,6 | 4,9% |
| EBITDA | 99,9 | 98,0 | 1,9% | 601,6 | 372,4 | 61,6% | 642,0 | 601,6 | 6,7% |
| Marża | 28,4% | 28,6% | - | 37,2% | 24,0% | - | 37,8% | 37,2% | - |
| EBIT | 84,0 | 76,6 | 9,6% | 529,7 | 297,2 | 78,3% | 568,4 | 529,7 | 7,3% |
| Zysk brutto | 13,8 | -66,0 | - | 387,8 | -269,8 | - | 430,8 | 387,8 | 11,1% |
| Zysk netto | 14,4 | -43,8 | - | 333,1 | -206,9 | - | 370,2 | 333,1 | 11,1% |

Delikatny wzrost oczyszczonej EBITDA R/R pomimo inwestycji w programming

Szacujemy wzrost rynku reklamy TV na ok. 2% R/R. Na tym tle przychody z emisji reklam powinny się zachowywać lepiej R/R (szacujemy +3,0% wzrostu) i wynieść 243 mln PLN. Wynika to bezpośrednio z dobrej oglądalności grupy kanałów TVN (mimo wprowadzenia przez konkurencyjny Polsat nowych formatów w tym czasie). Lekkich wzrostów spodziewamy się ze sponsoringu (30 mln PLN, +5% R/R). Spodziewamy się, że TVN utrzyma bazę kosztową na stabilnym poziomie 280 mln PLN w 1Q'14 (vs. 278 mln PLN w 1Q'13). Wzrostu kosztów spodziewamy się na liniach produkcja własna, licencje programowe oraz marketing, co

wynika z budowania silnej pozycji rynkowej TVN w momencie sygnałów ożywienia na rynku. Decyzję w inwestycje w programming oceniamy pozytywnie. TVN obniży R/R z kolei koszty amortyzacji, nadawania programów i wynajmu. Oczyszczona o wyniki jednostek stowarzyszonych EBITDA wyniesie 86,9 mln PLN (+2,1% R/R), a biorąc pod uwagę zysk w jednostkach stowarzyszonych w wysokości 13 mln PLN raportowana EBITDA wyniesie 100 mln PLN. Koszty odsetek netto szacujemy na 56 mln PLN (w tym 33 mln PLN od wyemitowanych niedawno obligacji 430 mln EUR). Różnice kursowe powinny być ujemne i wynieść -14 mln PLN. W efekcie zysk brutto szacujemy na 13,8 mln PLN, a zysk netto na 14,4 mln PLN.

IT

| IT ABC Data | | Trzymaj | | | | | | | |
|--------------------------|---------|---------------|----------|----------|---------|----------------|---------|---------|--------|
| Analityk: Paweł Szpigiel | | Cena bieżąca | 4,13 PLN | P/E 2014 | 7,6 | EV/EBITDA 2014 | 7,3 | | |
| | | Cena docelowa | 5,71 PLN | P/E 2015 | 7,0 | EV/EBITDA 2015 | 6,6 | | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 1 176,4 | 1 089,2 | 8,0% | 5 816,0 | 4 822,5 | 11,3% | 6 240,3 | 5 816,0 | 7,3% |
| EBITDA | 16,6 | 16,9 | -1,6% | 96,7 | 79,6 | 13,0% | 105,0 | 96,7 | 8,6% |
| Marża | 1,4% | 1,5% | - | 1,7% | 1,6% | - | 1,7% | 1,7% | - |
| EBIT | 14,8 | 16,3 | -9,2% | 93,3 | 77,2 | 12,0% | 101,5 | 93,3 | 8,8% |
| Zysk brutto | 11,8 | 13,6 | -13,0% | 91,4 | 68,0 | 16,9% | 91,4 | 91,4 | 0,0% |
| Zysk netto | 9,6 | 11,0 | -12,7% | 67,8 | 59,2 | 8,8% | 74,0 | 67,8 | 9,1% |

Zysk netto -14% R/R przez większe koszty SG&A oraz finansowe

1Q'14 spodziewamy się relatywnie niskich wzrostów sprzedaży, co wynika z dosyć stonowanych wypowiedzi Zarządu na ostatniej konferencji wynikowej (Spółka zapowiedziała, że w 2014 r. będzie wzmacniać pozycję w Niemczech i Rumunii oraz kończyć projekty inwestycyjne). Spodziewamy się obrotu na poziomie 1 176 mln PLN (+8,0% R/R). Zakładamy lekką poprawę rentowności zysku brutto ze

sprzedaży do poziomu 4,4% (vs. 4,3% w 1Q'13). Oczekujemy wzrostu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu do poziomu 36,9 mln PLN (vs. 32,5 mln PLN w 1Q'13), co przy założeniu braku wpływu pozostałej działalności operacyjnej przełoży się na EBIT równy 14,8 mln PLN. Zysk EBITDA wyniesie 16,6 mln PLN (-1,6% R/R). Działalność finansowa netto na poziomie 3,2 mln PLN oraz podatek na poziomie 2,2 mln PLN (efektywna stopa = 19%) implikują zysk netto równy 9,6 mln PLN (-13% R/R).

| IT Asseco Poland | | Trzymaj | | | | | | | |
|--------------------------|---------|---------------|-----------|----------|---------|----------------|---------|---------|--------|
| Analityk: Paweł Szpigiel | | Cena bieżąca | 44,47 PLN | P/E 2014 | 10,6 | EV/EBITDA 2014 | 6,3 | | |
| | | Cena docelowa | 50,00 PLN | P/E 2015 | 10,3 | EV/EBITDA 2015 | 6,1 | | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 1 474,3 | 1 345,5 | 9,6% | 6 176,5 | 5 898,1 | 4,7% | 6 331,8 | 6 176,5 | 2,5% |
| EBITDA | 221,5 | 231,5 | -4,3% | 931,8 | 875,0 | 6,5% | 946,6 | 931,8 | 1,6% |
| Marża | 15,0% | 17,2% | - | 15,1% | 14,8% | - | 14,9% | 15,1% | - |
| EBIT | 155,0 | 167,6 | -7,5% | 666,4 | 610,5 | 9,2% | 678,6 | 666,4 | 1,8% |
| Zysk brutto | 143,0 | 155,9 | -8,3% | 628,8 | 752,0 | -16,4% | 645,5 | 628,8 | 2,7% |
| Zysk netto | 80,0 | 92,4 | -13,4% | 519,7 | 393,9 | 31,9% | 533,4 | 519,7 | 2,6% |

Słaby performance rynku polskiego bez zmian, zysk netto -13% R/R

W 1Q'14 spodziewamy się wzrostu przychodów Asseco Poland o 10% R/R do poziomu 1 474 mln PLN, co wynika głównie z niskiej bazy przychodów na rynku izraelskim w 1Q'13 oraz dobrego performance tego rynku. W 1Q'14 Formula Systems wygeneruje 672 mln PLN przychodów (nie stosowaliśmy dekonsolidacji Sapiensa jak w przypadku 4Q'13). Wysoką dynamikę przychodów powinien wykazać także segment polski – zakładamy 429 mln PLN obrotu. W 1Q'14 spodziewamy się kontynuacji spadku rentowności

Grupy. Marżę EBIT szacujemy na 10,5% (vs. 12,5% w 1Q'13), co związane jest głównie ze spadkiem rentowności spółki matki Asseco. Segment polski powinien wykazać rentowność operacyjną na poziomie 17,5% (vs. 24,7% rok wcześniej). Zwracamy uwagę na przesunięcie Asseco Solutions AG do Asseco CE przy ocenie wyników segmentów. Spodziewamy się 12 mln PLN netto kosztów finansowych oraz podatku na poziomie 25 mln PLN. Po korekcie w dół o udziały niekontrolujące na poziomie 38 mln PLN, zysk netto wyniesie 80 mln PLN i będzie niższy R/R o 13%.

Górnictwo i metal

| Górnictwo węgla JSW | | Trzymaj | | | | | | | |
|--------------------------|---------|---------------|-----------|----------|---------|----------------|---------|---------|--------|
| Analityk: Michał Marczak | | Cena bieżąca | 42,75 PLN | P/E 2014 | - | EV/EBITDA 2014 | 6,2 | | |
| | | Cena docelowa | 55,00 PLN | P/E 2015 | 26,7 | EV/EBITDA 2015 | 2,7 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 1 719,9 | 2 179,1 | -21,1% | 6 924,6 | 7 632,2 | -9,3% | 7 635,0 | 6 924,6 | 10,3% |
| EBITDA | 231,6 | 490,8 | -52,8% | 906,8 | 1 382,1 | -34,4% | 1 287,7 | 906,8 | 42,0% |
| Marża | 13,5% | 22,5% | | 13,1% | 18,1% | | 16,9% | 13,1% | |
| EBIT | -80,4 | 204,2 | - | -299,3 | 201,9 | - | 179,8 | -299,3 | - |
| Zysk brutto | -102,4 | 184,3 | - | -414,7 | 109,7 | - | 69,0 | -414,7 | - |
| Zysk netto | -102,4 | 145,4 | - | -322,5 | 77,3 | - | 53,6 | -322,5 | - |

Jak JSW znieśie bardzo niskie ceny węgla koksowego?

Spadek cen węgla oraz niższy wolumen sprzedaży spowodowały, że 1Q był bardzo trudny JSW, najgorsze jednak nadal przed Spółką. W pierwszych trzech miesiącach roku ceny referencyjne węgla koksowego spadły do 143 USD/t (-5,9% q/q). W przypadku JSW zakładamy, że średnia cena sprzedaży surowca będzie wyższa niż benchmark i wyniesie 146 USD/t. Istotna nadpodaż węgla energetycznego (efekt m.in. słabszego popytu ze strony energetyki po ciepłej zimie) powoduje, że ceny tego węgla obniżą się o kolejne 3,5% q/q. Pod względem wolumenu sprzedaży 1Q'14 będzie istotnie słabszy niż rok temu, przede wszystkim ze względu na efekt sprzedaży zapasów, jaki miał miejsce w pierwszych miesiącach 2013. Spółka zmniejszyła

wtedy stan zapasów węgla o 306 tys. ton. Czynnikiem ten istotnie obniżył m.in. jednostkowy koszt produkcji, efekt ten nie wystąpi już w 2014 roku. Spadku zapasów oczekujemy jedynie w przypadku koksu. Zapasy węgla w 1Q'14 powinny być wyższe niż na koniec grudnia 2013 (+55 tys. ton). Oczekujemy, że produkcja węgla koksowego wyniesie 2,48 mln ton (-3,4% q/q), węgla energetycznego – 1 mln ton (+8,7% q/q), koksu – 1 mln ton (+2,6 q/q). W prognozie nie zakładamy istotnych zdarzeń na poziomie dodatkowych rezerw. Dużo większym szokiem dla Spółki będzie 2Q, w którym ceny referencyjne węgla koksowego obniżyły się do 120 USD/t. Spółka powinna sprzedawać swoją produkcję z premią do benchmarku (+15 USD/t), jednak i tak będzie to poziom znacząco poniżej kosztu wytworzenia. Strata po 1H może zbliżyć się do 300 mln PLN.

| Metale KGHM | | Kupuj | | | | | | | |
|--------------------------|---------|---------------|------------|----------|----------|----------------|----------|----------|--------|
| Analityk: Michał Marczak | | Cena bieżąca | 114,00 PLN | P/E 2014 | 9,1 | EV/EBITDA 2014 | 4,7 | | |
| | | Cena docelowa | 144,00 PLN | P/E 2015 | 7,8 | EV/EBITDA 2015 | 4,1 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 3 915,0 | 5 106,0 | -23,3% | 22 187,3 | 24 110,0 | -8,0% | 24 149,9 | 22 187,3 | 8,8% |
| EBITDA | 842,8 | 1 682,0 | -49,9% | 5 618,3 | 5 952,0 | -5,6% | 6 378,4 | 5 618,3 | 13,5% |
| Marża | 21,5% | 32,9% | | 25,3% | 24,7% | | 26,4% | 25,3% | |
| EBIT | 695,8 | 1 473,0 | -52,8% | 3 698,2 | 4 372,0 | -15,4% | 4 263,1 | 3 698,2 | 15,3% |
| Zysk brutto | 686,8 | 1 438,0 | -52,2% | 3 523,9 | 4 235,0 | -16,8% | 4 088,2 | 3 523,9 | 16,0% |
| Zysk netto | 488,5 | 1 059,0 | -53,9% | 2 509,4 | 3 033,0 | -17,3% | 2 918,8 | 2 509,4 | 16,3% |

Jeszcze niższe ceny surowców, niższy wolumen sprzedaży

Spadek średniej ceny miedzi o 2,3% q/q (do 7 tys. USD/t) i srebra o kolejne 1,7% (664 USD/kg) powodują, że pierwszy kwartał będzie istotnie słabszy w porównaniu z końcówką 2013 roku, a szczególnie w ujęciu r/r (miedź: -11,7% srebro: -47,4%). Dodatkowo, obniży się wolumen sprzedaży w porównaniu z rekordowym 4Q. Na poziomie jednostkowym w pierwszym kwartale br. oczekujemy, że sprzedaż miedzi wyniosła 142 tys. ton (-15,5% q/q), z czego 40 tys. ton z przerobu złomów. Sprzedaż srebra wyniosła 280 ton (-16,4% q/q). Jednostkowy całkowity koszt produkcji miedzi

szacujemy (po uwzględnieniu sprzedaży metali szlachetnych) na 19 tys. PLN/t, co oznacza wzrost w stosunku do poprzedniego roku o 8,5%. To efekt spadku cen srebra o blisko połowę, który determinuje tak silny wzrost kosztu jednostkowego. Bez tego efektu, oczekujemy spadku kosztów rodzajowych w ujęciu r/r o ok. 300 mln PLN, głównie za sprawą niższych wydatków na wsady obce oraz niższego podatku od wydobycia (niższe ceny surowców). W prognozie zakładamy pozytywny wpływ na wyniki z transakcji zabezpieczających na poziomie 50 mln PLN. Według naszej prognozy KGHM International powinien wypracować 785 mln PLN przychodów i 150 mln PLN EBITDA.

| Górnictwo węgla LW Bogdanka | | Akumuluj | | | | | | | |
|--------------------------------|--------|---------------|------------|----------|---------|----------------|---------|---------|--------|
| Analityk: Michał Marczak | | Cena bieżąca | 124,00 PLN | P/E 2014 | 11,6 | EV/EBITDA 2014 | 5,8 | | |
| | | Cena docelowa | 136,90 PLN | P/E 2015 | 8,9 | EV/EBITDA 2015 | 4,7 | | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 486,4 | 430,8 | 12,9% | 2 125,8 | 1 899,8 | 11,9% | 2 557,7 | 2 125,8 | 20,3% |
| EBITDA | 194,1 | 170,3 | 14,0% | 825,0 | 754,9 | 9,3% | 982,3 | 825,0 | 19,1% |
| Marża | 39,9% | 39,5% | | 38,8% | 39,7% | | 38,4% | 38,8% | |
| EBIT | 105,1 | 87,4 | 20,2% | 463,7 | 424,8 | 9,2% | 594,7 | 463,7 | 28,3% |
| Zysk brutto | 104,8 | 87,4 | 19,9% | 450,2 | 413,7 | 8,8% | 584,5 | 450,2 | 29,8% |
| Zysk netto | 87,3 | 69,9 | 24,9% | 364,7 | 329,7 | 10,6% | 473,4 | 364,7 | 29,8% |

Jak mocno spadną ceny węgla w 2014?

Największą niewiadomą kwartału jest poziom cen sprzedaży węgla. Początek roku powinien być okresem, kiedy po zaskakująco udanym dla Spółki 2013 roku, ceny sprzedaży znajdą się pod presją obniżek ze strony energetyki. Jak już pisaliśmy w kwietniowym opracowaniu analitycznym, po okresie zimowym energetyka została z wysokim poziomem zapasów niewykorzystanego węgla. W prognozie zakładamy, że średni przychód na tonę sprzedanego surowca wyniesie 215 PLN, tj. o 2,9% mniej niż w 4Q. W ujęciu r/r oznacza to spadek o 3,5%. Spółka poinformowała już, że produkcja węgla w omawianym okresie wyniosła 2,24 mln ton, tj. o

6,3% więcej niż w 4Q'13 i o 10,3% w relacji do 1Q'13. Sprzedaż węgla wyniesie 2,16 mln ton (+16% r/r), co oznaczałoby, że na koniec kwartału spółka zaraportuje zapasy na poziomie 300 tys. ton. Wypadkowa tych elementów powoduje, że dynamika przychodów i zysku netto w ujęciu r/r będzie dwucyfrowa. W prognozie nie zakładamy istotnych zdarzeń jednorazowych. W całym roku oczekujemy, że średni przychód ze sprzedanej tony węgla obniży się o 5,7% r/r. Wyższą dynamikę spadku cen r/r powinniśmy widzieć w 2Q, będzie ona jednak amortyzowana rosnącym wolumenem produkcji (sprzedaż zakontraktowana).

Przemysł

| Przemysł Alchemia | | Sprzedaj | | | | | | | |
|-------------------------|--------|---------------|----------|----------|-------|----------------|--------|---------|--------|
| Analityk: Jakub Szkopek | | Cena bieżąca | 5,15 PLN | P/E 2014 | 30,7 | EV/EBITDA 2014 | 13,3 | | |
| | | Cena docelowa | 4,10 PLN | P/E 2015 | 17,3 | EV/EBITDA 2015 | 9,6 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 274,3 | 270,3 | 1,5% | 1 155,7 | 989,1 | 16,9% | 1245,1 | 1 155,7 | 7,7% |
| EBITDA | 20,0 | 13,1 | 53,3% | 87,6 | 49,4 | 77,5% | 119,3 | 87,6 | 36,2% |
| Marża | 7,3% | 4,8% | | 7,6% | 5,0% | | 9,6% | 7,6% | |
| EBIT | 10,1 | 3,6 | 184,8% | 49,2 | 10,3 | 378,0% | 82,1 | 49,2 | 66,7% |
| Zysk brutto | 10,1 | 2,4 | 318,9% | 42,8 | 4,4 | 881,2% | 76,0 | 42,8 | 77,7% |
| Zysk netto | 7,2 | 1,8 | 305,6% | 34,8 | 0,4 | - | 61,7 | 34,8 | 77,4% |

Pogoda powinna nieznacznie pomóc

W 1Q'14 oczekujemy, że dobre warunki pogodowe powinny przełożyć się na wzrost sprzedaży segmentów rur i wlewk stalowych (+15% r/r) oraz wyrobów walcowanych długich (+5% r/r). Pozostałe segmenty powinny zanotować sprzedaży zbliżoną do ubiegłorocznej. Oczekujemy nieznacznej poprawy marży względem 4Q'13 oraz kilkuprocentowej względem 1Q'13 (efekt mniejszych

przebojów w związku z większym obłożeniem mocy produkcyjnych). Dodatkowo, na wyniki 1Q'14 pozytywnie wpływać powinien wzrost różnicy między złomem stalowym a gotowymi produktami, na czym korzystać będzie rentowność pracy pieca na Hucie Batory. Szacujemy, że rezultaty 1Q'14 będą wyraźnie lepsze niż w 1Q'13 (efekt niskiej bazy 1Q'14). Wartość ta jednak nadal będzie daleka, aby uzasadnić bieżącą wycenę.

| Przemysł spożywczy Astarta | | Kupuj | | | | | | | |
|----------------------------|--------|---------------|-----------|----------|---------|----------------|--------|---------|--------|
| Analityk: Jakub Szkopek | | Cena bieżąca | 40,90 PLN | P/E 2014 | 2,5 | EV/EBITDA 2014 | 3,2 | | |
| | | Cena docelowa | 78,50 PLN | P/E 2015 | 2,3 | EV/EBITDA 2015 | 2,8 | | |
| (mIn UAH) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 957,6 | 895,1 | 7,0% | 5 056,8 | 4 008,9 | 26,1% | 5437,2 | 5 056,8 | 7,5% |
| EBITDA | 231,8 | 249,6 | -7,1% | 2 087,2 | 670,4 | 211,3% | 2210,1 | 2 087,2 | 5,9% |
| Marża | 24,2% | 27,9% | | 29,2% | 16,7% | | 40,6% | 41,3% | |
| EBIT | 151,7 | 180,5 | -16,0% | 1 808,0 | 376,6 | 380,1% | 1936,2 | 1 808,0 | 7,1% |
| Zysk brutto | -724,0 | 121,1 | - | 1 594,3 | 232,0 | 587,3% | 1743,1 | 1 594,3 | 9,3% |
| Zysk netto | -719,8 | 123,4 | - | 1565,4 | 244,0 | 541,5% | 1711,3 | 1 565,4 | 9,3% |

Wysoki wpływ dewaluacji hrywny na różnice kursowe

W 1Q'14 szacujemy, że wolumeny sprzedaży cukru wyniosą 72 tys. ton (+17% r/r), zbóż 123 tys. ton (-9,6% r/r) oraz mleka 23 tys. ton (+9,5% r/r). W 1Q'14 Astarta korzystać będzie z wyższych o około 70% r/r cen cukru oraz 30% r/r mleka. Niższe o około 30% r/r były z kolei ceny zbóż. Szacujemy, że wyraźnie wyższe średnie ceny cukru oraz mleka przełożą się na wzrost wyniku przychodów o 7% r/r oraz zysku brutto ze sprzedaży o 8,1% r/r. Oczekujemy również rosnących kosztów zarządu i sprzedaży (o około 5% r/r) oraz pozostałych kosztów operacyjnych (+16,3% r/r). W

1Q'14 oczekujemy, że łączna wartość przeszacowania aktywów biologicznych wyniesie -40 mln UAH vs. +2,6 mln UAH w 1Q'13 (w 1Q'13 wyraźnie wyższe były ceny zbóż oraz na przestrzeni kwartału rosły ceny mleka, co przełożyło się na pozytywne rewaluacje w segmencie hodowli zwierząt). Szacujemy, że wynik EBITDA 1Q'14 spadnie o 7,1% r/r, a EBIT o 16,0% r/r. Spodziewamy się ujemnych różnic kursowych na poziomie działalności finansowej w związku z wyceną zadłużenia w EUR i USD. Spodziewamy się, że łącznie w 1Q'14 Astarta zaksięguje 812 mln UAH ujemnych różnic kursowych, a łączna kwota zadłużenia wzrośnie do poziomu 3 850 mln UAH (5,9x EBITDA'12m).

| Przemysł Boryszew | | Trzymaj | | | | | | | |
|-------------------------|---------|---------------|----------|----------|---------|----------------|--------|---------|--------|
| Analityk: Jakub Szkopek | | Cena bieżąca | 4,70 PLN | P/E 2014 | 11,9 | EV/EBITDA 2014 | 8,1 | | |
| | | Cena docelowa | 5,20 PLN | P/E 2015 | 10,4 | EV/EBITDA 2015 | 7,2 | | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 1 201,8 | 1 211,8 | -0,8% | 5 031,9 | 4 957,9 | 1,5% | 5077,4 | 5 031,9 | 0,9% |
| EBITDA | 64,6 | 54,5 | 18,6% | 325,8 | 261,3 | 24,7% | 336,6 | 325,8 | 3,3% |
| Marża | 5,4% | 4,5% | | 6,5% | 5,3% | | 6,6% | 6,5% | |
| EBIT | 35,6 | 28,3 | 25,8% | 210,6 | 145,3 | 44,9% | 219,5 | 210,6 | 4,2% |
| Zysk brutto | 23,7 | 20,2 | 17,3% | 157,3 | 101,6 | 54,9% | 169,8 | 157,3 | 7,9% |
| Zysk netto | 12,9 | 8,9 | 44,5% | 102,6 | 68,6 | 49,7% | 105,7 | 102,6 | 3,0% |

Czas na wynik w Automotive

W 1Q'14 spodziewamy się płaskich r/r przychodów ze sprzedaży, co wynika z jednej strony z 10% r/r spadku obrotów w segmencie aluminium (efekt spadku cen metali i przestoju na HAK), z drugiej zaś z 10% r/r wzrostu sprzedaży w segmencie produktów chemicznych oraz 9% r/r wzrostu w segmencie motoryzacyjnym (efekt dobrej pogody i wzrostu sprzedaży aut w Europie Zachodniej). Szacujemy, że zakończone w ubiegłym roku procesy restrukturyzacyjne w Maflow przełożą się na wzrost rentowności segmentu motoryzacyjnego (spodziewamy się, że rentowność EBITDA

segmentu wzrośnie do 2,6% z 1,0% w 1Q'13). W rezultacie, mimo spadku wyniku EBITDA w Grupie Impexmetal, oczekujemy 18,6% r/r wzrostu wyniku EBITDA w Grupie Boryszew w 1Q'14. Szacujemy, że w związku z 10% spadkiem cen miedzi na przestrzeni kwartału Impexmetal zaksięguje 1 mln PLN straty w rachunkowości zabezpieczeń (na poziomie działalności finansowej). Spodziewamy się, że wynik netto Grupy Boryszew w 1Q'14 wyniesie 12,9 mln PLN i będzie o 44,5% r/r wyższy. Oczekujemy, że dług netto Grupy na koniec 1Q'14 sięgnie 900 mln PLN i będzie stanowił 4,1 krotność EBITDA za ostatnie 12 miesięcy.

| Przemysł elektromaszynowy Famur | | Kupuj | | | | | | | |
|---------------------------------|--------|---------------|----------|----------|---------|----------------|--------|---------|--------|
| Analityk: Jakub Szkopek | | Cena bieżąca | 6,20 PLN | P/E 2014 | 13,0 | EV/EBITDA 2014 | 4,8 | | |
| | | Cena docelowa | 4,08 PLN | P/E 2015 | 10,9 | EV/EBITDA 2015 | 4,1 | | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 213,5 | 330,0 | -35,3% | 1 082,1 | 1 176,4 | -8,0% | 1129,3 | 1 082,1 | 4,4% |
| EBITDA | 48,9 | 104,3 | -53,1% | 335,5 | 432,1 | -22,4% | 357,1 | 335,5 | 6,4% |
| Marża | 22,9% | 31,6% | | 31,0% | 36,7% | | 31,6% | 31,0% | |
| EBIT | 8,8 | 61,2 | -85,6% | 180,7 | 265,7 | -32,0% | 212,2 | 180,7 | 17,4% |
| Zysk brutto | 9,8 | 60,0 | -83,7% | 188,8 | 268,5 | -29,7% | 226,3 | 188,8 | 19,8% |
| Zysk netto | 7,8 | 45,0 | -82,6% | 147,8 | 223,0 | -33,7% | 177,2 | 147,8 | 19,8% |

Wynik obciążony przez 20 mln rezerw na restrukturyzację

W 1Q'14 spodziewamy się czwartego z kolei kwartalnego spadku przychodów ze sprzedaży segmentu kompleksów ścianowych (-39,1% r/r) oraz segmentu systemów transportu (-39,6% r/r). Dynamiczny spadek przychodów obu segmentów związany jest ze spadkiem poziomu zamówień na rynku krajowym oraz braku istotnych kontraktów na rynek zagraniczny (na koniec 4Q'13 łącznie Famur posiadał zabezpieczone 27,1 mln PLN w kontraktach typu forward -76,9% r/r). Jedynym segmentem, który powinien zanotować niską dynamikę sprzedaży będzie produkcja kompleksów chodnikowych (-5,8% r/r – segment

mniej wrażliwy na wahania koniunktury). Spadek wartości sprzedaży naszym zdaniem spowoduje spadek wyniku brutto ze sprzedaży o 37% r/r do poziomu 58,0 mln PLN. Na poziomie pozostałej działalności operacyjnej Famur zaksięguje około 20 mln PLN rezerw związanych z restrukturyzacją spółki zależnej Fazos. W rezultacie wynik EBITDA Grupy spadnie o 53,1% r/r, a EBIT o 85,6%. Gdyby nie zdarzenie jednorazowe naszym zdaniem obie wartości byłyby o odpowiednio 33,9% r/r i 53,0% r/r niższe. Szacujemy, że na koniec 1Q'14 nadwyżka gotówki nad długiem w Grupie Famur sięgnąć może 200 mln PLN (0,42 PLN na akcję).

| Metale | | Trzymaj | | | | | | | |
|-------------------------|--------|---------------|----------|----------|---------|----------------|--------|---------|--------|
| Impexmetal | | | | | | | | | |
| Analityk: Jakub Szkopek | | Cena bieżąca | 2,89 PLN | P/E 2014 | 10,7 | EV/EBITDA 2014 | 7,7 | | |
| | | Cena docelowa | 3,40 PLN | P/E 2015 | 9,4 | EV/EBITDA 2015 | 6,8 | | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 613,8 | 685,9 | -10,5% | 2 668,3 | 2 728,7 | -2,2% | 2860,6 | 2 668,3 | 7,2% |
| EBITDA | 32,3 | 35,5 | -8,8% | 128,8 | 131,0 | -1,7% | 142,2 | 128,8 | 10,4% |
| Marża | 5,3% | 5,2% | | 4,8% | 4,8% | | 5,0% | 4,8% | |
| EBIT | 18,8 | 21,4 | -12,4% | 72,6 | 78,8 | -7,9% | 84,9 | 72,6 | 16,9% |
| Zysk brutto | 15,6 | 22,8 | -31,5% | 64,0 | 83,5 | -23,4% | 75,3 | 64,0 | 17,7% |
| Zysk netto | 12,7 | 17,7 | -28,5% | 54,2 | 82,1 | -34,0% | 61,6 | 54,2 | 13,6% |

Przestój w HAK powodem spadku wyników

W 1Q'14 spodziewamy się, że wolumen sprzedaży segmentu aluminium wyniesie 16 tys. ton (-12,6% r/r – efekt programu inwestycyjnego na Hucie Aluminium Konin), miedzi 9,3 tys. ton (+6,0% r/r), ołowiu (+15,0% r/r – efekt wyłączenie konkurencyjnej instalacji ZAP Sznajder w 1Q'14) oraz cynku 8,5 tys. ton (+6,0% r/r). Negatywny wpływ na poziom sprzedaży naszym zdaniem będzie miał obserwowany w 1Q'14 spadek cen metali (średnia cena aluminium w 1Q'14 była 15% r/r niższa, miedzi 14% r/r niższa, ołowiu 10% r/r niższa). W rezultacie oczekujemy 10,5% r/r spadku skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży w 1Q'14.

Spodziewamy się, że niższy wolumen sprzedaży oraz przestój w Hucie Aluminium Konin negatywnie przełoży się na wielkość wyniku operacyjnego segmentu aluminium (-44,9% r/r). Segment miedzi oraz łożysk powinien naszym zdaniem zaprezentować w 1Q'14 wzrost wyniku operacyjnego o odpowiednio 200% r/r oraz 64% r/r. Spodziewamy się spadku skonsolidowanej wartości EBITDA w 1Q'14 o 8,8% r/r, a wyniku EBIT o 12,4% r/r. Szacujemy, że w związku z 10% spadkiem cen miedzi na przestrzeni kwartału Impexmetal zaksięguje 1 mln PLN straty w rachunkowości zabezpieczeń. Oczekujemy, że zysk netto 1Q'14 sięgnie 12,7 mln PLN i będzie o 28,5% r/r niższy.

| Przemysł spożywczy | | Kupuj | | | | | | | |
|-------------------------|--------|---------------|-----------|----------|--------|----------------|--------|---------|--------|
| Kernel | | | | | | | | | |
| Analityk: Jakub Szkopek | | Cena bieżąca | 30,27 PLN | P/E 2014 | 6,1 | EV/EBITDA 2014 | 4,4 | | |
| | | Cena docelowa | 52,50 PLN | P/E 2015 | 3,1 | EV/EBITDA 2015 | 2,6 | | |
| (mln USD) | 3Q'14P | 3Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 653,6 | 597,9 | 9,3% | 2 054,5 | 2796,8 | -26,5% | 2513,2 | 2 054,5 | 22,3% |
| EBITDA | 56,3 | 43,8 | 28,5% | 280,2 | 290,7 | -3,6% | 409,4 | 280,2 | 46,1% |
| Marża | 8,6% | 7,3% | | 13,6% | 10,4% | | 16,3% | 13,6% | |
| EBIT | 30,5 | 24,5 | 24,4% | 193,8 | 200,9 | -3,5% | 323,9 | 193,8 | 67,1% |
| Zysk brutto | 8,2 | 0,3 | - | 140,1 | 120,7 | 16,1% | 272,1 | 140,1 | 94,2% |
| Zysk netto | 8,3 | -3,4 | - | 129,8 | 111,3 | 16,7% | 253,0 | 129,8 | 95,0% |

Wyniki lepsze w efekcie wyraźnie wyższych wolumenów sprzedaży

W fiskalnym 3Q'14 (kalendarzowe 1Q'14) łączna sprzedaż zboża w ranach Grupy Kernel sięgnęła 1,3 mln ton (+100,5% r/r), oleju słonecznikowego luzem 264,5 tys. ton (+52% r/r), oleju butelkowanego 22,6 tys. ton (-2,5% r/r), a wolumen przeładunku terminali zbożowych wyniósł 1 mln ton (+66,0% r/r). Na wielkość sprzedaży zbóż wpływ miało przywrócenie w okresie 3Q'14 (1Q'14) zwrotu nadpłaconego podatku VAT dla eksporterów zbóż oraz wysokie zapasy zbóż ze zbiorów 2013 roku. Zarząd poinformował dodatkowo, że mimo trwającego od listopada 2013 roku kryzysu politycznego na Ukrainie wszystkie segmenty Kernela działały bez zatrzymania.

Według naszych szacunków przychody 3Q'14 (1Q'14) sięgną 653,6 mln USD (+9,3% r/r), EBITDA 56,3 mln USD (+28,5% r/r), EBIT 30,5 mln PLN (+24,4% r/r), a zysk netto 8,3 mln PLN (vs. -3,4 mln PLN rok wcześniej). Na wyniki 3Q'14 (1Q'14) będzie miał wpływ jednorazowy negatywny efekt związany z osłabieniem lokalnej waluty. W efekcie przeszacowania obniżeniu ulegną należności z tytułu nadpłaconego podatku VAT (te zwracane w UAH, podczas gdy Spółka raportuje w USD). Łączny jednorazowy negatywny efekt osłabienia UAH do USD w 3Q'14 (1Q'14) szacujemy na 50 mln USD. Nasze prognozy na 3Q'14 (1Q'14) uwzględniają wspomniane negatywne przeszacowanie.

Przemysł elektromaszynowy
Kopex Trzymaj

| Analityk: Jakub Szkopek | Cena bieżąca | 13,26 PLN | | P/E 2014 | 14,7 | | EV/EBITDA 2014 | 6,3 | |
|-------------------------|---------------|-----------|--------|----------|---------|--------|----------------|---------|--------|
| | Cena docelowa | 14,50 PLN | | P/E 2015 | 11,5 | | EV/EBITDA 2015 | 5,8 | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 381,7 | 387,6 | -1,5% | 1 413,4 | 1 395,1 | 1,3% | 1497,0 | 1 413,4 | 5,9% |
| EBITDA | 51,7 | 54,2 | -4,7% | 216,9 | 235,6 | -8,0% | 232,2 | 216,9 | 7,1% |
| Marża | 13,5% | 14,0% | | 15,3% | 16,9% | | 15,5% | 15,3% | |
| EBIT | 15,6 | 18,4 | -15,4% | 97,7 | 91,2 | 7,1% | 120,2 | 97,7 | 23,1% |
| Zysk brutto | 14,7 | 15,1 | -2,8% | 84,4 | 80,5 | 4,8% | 107,3 | 84,4 | 27,1% |
| Zysk netto | 11,7 | 9,7 | 20,0% | 67,2 | 67,2 | 0,0% | 85,8 | 67,2 | 27,6% |

Spadek przychodów po wykonaniu drugiego kontraktu argentyńskiego

W 1Q'14 oczekujemy 5% r/r spadku przychodów ze sprzedaży segmentów maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (efekt zakończenia prac nad kontraktem argentyńskim w 4Q'13) oraz 0,7% r/r spadku sprzedaży segmentu urządzeń elektrycznych i elektronicznych (efekt dekonunktury na rynku rosyjskim). Szacujemy, że pozytywna dynamika sprzedaży może mieć miejsce w obszarze usług górniczych (+3,0% r/r; duży backlog na

koniec 4Q'13). Oczekujemy 13,8% r/r wzrostu wyniku brutto ze sprzedaży oraz braku tak istotnego jak w roku ubiegłym wpływu pozostałej działalności operacyjnej (+11,0 mln PLN w 1Q'13). Spodziewamy się 4,7% r/r spadku wyniku EBITDA Grupy w 1Q'14 oraz 15,4% r/r spadku wyniku EBIT. W naszych prognozach zakładamy pozytywny wpływ różnic kursowych z tytułu wyceny transakcji zabezpieczających (+1,5 mln PLN). Spodziewamy się, że wynik netto 1Q'14 sięgnie 11,7 mln PLN i będzie o 20% r/r wyższy (efekt ponad 30% stopy podatkowej w 1Q'13).

Materiały budowlane
Rovese Sprzedaj

| Analityk: Jakub Szkopek | Cena bieżąca | 1,48 PLN | | P/E 2014 | - | | EV/EBITDA 2014 | 8,7 | |
|-------------------------|---------------|----------|--------|----------|---------|--------|----------------|---------|--------|
| | Cena docelowa | 1,22 PLN | | P/E 2015 | 32,9 | | EV/EBITDA 2015 | 7,2 | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 446,3 | 421,3 | 5,9% | 2 059,5 | 1 870,5 | 10,1% | 2121,6 | 2 059,5 | 3,0% |
| EBITDA | 45,6 | 35,1 | 29,8% | 214,3 | 213,9 | 0,2% | 244,4 | 214,3 | 14,0% |
| Marża | 10,2% | 8,3% | | 10,4% | 11,4% | | 11,5% | 10,4% | |
| EBIT | 2,6 | -8,2 | - | 42,4 | 37,4 | 13,5% | 77,9 | 42,4 | 83,6% |
| Zysk brutto | -44,8 | 4,0 | - | -15,1 | -66,2 | - | 45,0 | -15,1 | - |
| Zysk netto | -36,3 | 7,0 | - | -12,2 | -64,4 | - | 36,5 | -12,2 | - |

Wyniki pod presją słabej sprzedaży na Ukrainie oraz osłabienia RUB i UAH

W 1Q'14 oczekujemy, że pozytywnie na poziom sprzedaży przekładać się będą dobre warunki pogodowe na terenie kraju oraz wzrost sprzedaży na rynku rosyjskim (w wyniku uruchomienia nowych mocy produkcyjnych). Negatywnie na sprzedaż oddziaływać będzie osłabienie koniunktury na rynku ukraińskim (oczekujemy około 20% spadku wolumenu sprzedaży na tym rynku w II'14 oraz III'14). W sumie spodziewamy się, że wolumen sprzedaży płytek ceramicznych wzrośnie o 32,0% r/r, a ceramiki sanitarnej o 30,1% r/r. Oczekujemy również spadku średniej ceny sprzedaży płytek ceramicznych (-5,0% r/r) oraz ceramiki sanitarnej (-2,8% r/r) w efekcie osłabienia się rubla oraz hrywny na przestrzeni 1Q'14 (niższe ceny w przeliczeniu na

złotówkę). Spodziewamy się, że mimo dobrych warunków pogodowych w 1Q'14 i wynikającego z tego powodu wzrostu sprzedaży materiałów budowlanych, wyniki operacyjne będą pozostawać pod wpływem osłabienia walut (RUB i UAH). Poprzez to wyniki bardziej rentownych rynków eksportowych (Rosja i Ukraina) będą ważyć w wynikach całej Grupy w mniejszym stopniu. Oczekujemy, że wynik operacyjny 1Q'14 będzie się znajdować na symbolicznym plusie. Dodatkowo, negatywnie na wynik netto przekładać się będzie wycena kredytu inwestycyjnego (w EUR) pod budowę fabryk na Ukrainie. W rezultacie szacujemy, że ujemne różnice kursowe w 1Q'14 sięgnąć mogą nawet -39 mln PLN. Wskaźnik długu netto do EBITDA na koniec 1Q'14 szacujemy, że wyniesie 3,4x.

| Przemysł spożywczy Tarczyński | | Kupuj | | | | | | | |
|----------------------------------|--------|---------------|-----------|----------|-------|----------------|-------|-------|--------|
| Analityk: Jakub Szkopek | | Cena bieżąca | 11,77 PLN | P/E 2014 | 9,5 | EV/EBITDA 2014 | 5,1 | | |
| | | Cena docelowa | 17,80 PLN | P/E 2015 | 9,4 | EV/EBITDA 2015 | 4,5 | | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 110,7 | 99,5 | 11,3% | 485,6 | 448,3 | 8,3% | 541,3 | 485,6 | 11,5% |
| EBITDA | 9,9 | 8,9 | 10,8% | 41,1 | 32,9 | 24,9% | 40,2 | 41,1 | -2,0% |
| Marża | 8,9% | 8,9% | | 8,4% | 7,3% | | 7,4% | 8,4% | |
| EBIT | 5,2 | 5,7 | -8,0% | 21,9 | 17,3 | 26,6% | 21,1 | 21,9 | -3,8% |
| Zysk brutto | 3,8 | 4,2 | -9,3% | 16,7 | 11,9 | 40,3% | 16,8 | 16,7 | 0,4% |
| Zysk netto | 3,1 | 3,2 | -3,0% | 14,0 | 9,3 | 50,5% | 14,3 | 14,0 | 2,1% |

Wyniki obciążone wyższą amortyzacją

W 1Q'14 oczekujemy, że mimo braku zeszlórocznego efektu świąt Wielkanocnych, wolumen sprzedaży wzrośnie o 5,9% r/r. Oczekujemy również 5% r/r wzrostu średnich cen, co wynika ze wzrostu sprzedaży produktów droższych, o wyższym stopniu wytworzenia. W naszych prognozach szacujemy, że Spółka w okresie 1Q'14 wyda na kampanię marketingową 0,5 mln PLN wobec 2,4 mln PLN w 1Q'13. Szacujemy, że wzrost ilościowej sprzedaży, połączony z 9,6% q/q spadkiem cen mięsa (w PLN) przełoży się na 10,8%

poprawę wyniku EBITDA Grupy. Szacujemy również, że amortyzacja w 1Q'14 wzrośnie do 4,6 mln PLN (z 3,2 mln PLN w 1Q'13), co przełoży się na 8% r/r spadek wyniku operacyjnego Grupy. Wyższa amortyzacja wynika z zakupu nowych maszyn i urządzeń, które obecnie znajdują się w rozruchu, a pełną efektywność osiągną w drugiej połowie roku, po oddaniu do użytku rozbudowywanego zakładu w Ujeźdźcu. Szacujemy, że skonsolidowany wynik netto Grupy w 1Q'14 wyniesie 3,1 mln PLN.

| Metale Vistal | | Kupuj | | | | | | | |
|-------------------------|--------|---------------|-----------|----------|-------|----------------|-------|-------|--------|
| Analityk: Jakub Szkopek | | Cena bieżąca | 16,49 PLN | P/E 2014 | 9,1 | EV/EBITDA 2014 | 8,1 | | |
| | | Cena docelowa | 24,30 PLN | P/E 2015 | 6,8 | EV/EBITDA 2015 | 6,1 | | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 77,1 | bd. | - | 360,5 | 283,4 | 27,2% | 391,8 | 360,5 | 8,7% |
| EBITDA | 7,0 | bd. | - | 49,8 | 34,2 | 45,3% | 60,5 | 49,8 | 21,6% |
| Marża | 9,1% | bd. | | 13,8% | 12,1% | | 15,4% | 13,8% | |
| EBIT | 3,5 | bd. | - | 34,4 | 23,5 | 46,3% | 45,3 | 34,4 | 31,6% |
| Zysk brutto | 2,2 | bd. | - | 28,1 | 15,5 | 81,5% | 39,1 | 28,1 | 39,4% |
| Zysk netto | 1,8 | bd. | - | 25,7 | 20,4 | 25,8% | 34,6 | 25,7 | 34,9% |

Wyniki obciążone rozruchem nowego zakładu

W 1Q'14 oczekujemy, że Grupa Vistal zaprezentuje wysoką sprzedaż w segmencie infrastruktury (44,5 mln PLN) w związku z wykonywaniem kontraktu na most Grota w Warszawie oraz kilku mniejszych zleceń. Względnie niska jak na pierwszy kwartał sprzedaż będzie miała miejsce w segmencie Marine&Offshore, w związku z otwarciem nowej hali na Nabrzeżu Indyjskim i związanym z tym faktem procesem rozruchu (oczekujemy sprzedaży segmentu na poziomie 20 mln PLN). Na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży największą rentowność naszym zdaniem

zaprezentuje segment infrastruktury (marża brutto ze sprzedaży 25,6%). W związku z rozruchem nowej hali oraz przeniesieniem produkcji do nowej lokalizacji oczekujemy, że marża brutto ze sprzedaży segmentu Marine&Offshore będzie ujemna (-2% - efekt nowej amortyzacji nie pokrytej przychodami). W sumie oczekujemy, że wynik EBITDA 1Q'14 wyniesie 7 mln PLN (vs. 5,5 mln PLN w 4Q'13), a EBIT 3,5 mln PLN (vs. 3,1 mln PLN w 4Q'13). Spodziewamy się, że amortyzacja w 1Q'14 wzrośnie do poziomu 3,5 mln PLN (2,5 mln PLN w 4Q'13).

Budownictwo

| Budownictwo Budimex | | Akumuluj | | | | | | | |
|------------------------|--------|---------------|------------|----------|---------|----------------|---------|---------|--------|
| Analityk: Piotr Zybala | | Cena bieżąca | 140,90 PLN | P/E 2014 | 22,3 | EV/EBITDA 2014 | 11,0 | | |
| | | Cena docelowa | 151,80 PLN | P/E 2015 | 17,3 | EV/EBITDA 2015 | 8,6 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 930,8 | 853,0 | 9,1% | 4 529,3 | 4 749,5 | -4,6% | 5 376,8 | 4 529,3 | 18,7% |
| EBITDA | 50,1 | 49,8 | 0,7% | 210,4 | 362,2 | -41,9% | 270,6 | 210,4 | 28,6% |
| marża | 5,4% | 5,8% | - | 4,6% | 7,6% | - | 5,0% | 4,6% | - |
| EBIT | 44,5 | 42,6 | 4,4% | 189,2 | 333,3 | -43,2% | 250,0 | 189,2 | 32,1% |
| Zysk brutto | 45,1 | 43,1 | 4,7% | 198,8 | 331,3 | -40,0% | 256,5 | 198,8 | 29,0% |
| Zysk netto | 36,6 | 35,0 | 4,5% | 161,1 | 300,5 | -46,4% | 207,8 | 161,1 | 29,0% |

Dobrze w budowlance i deweloperce

W niedawnym wywiadzie prasowym Prezes Blocher spodziewał się niewielkiej poprawy wyników w Q1'14 w ujęciu r/r. Zapowiadana przez Prezesa poprawa powinna być widoczna zarówno w segmencie budowlanym, jaki i deweloperskim. W Q1'14 realizacji prac budowlanych sprzyjała dobra pogoda. Wzrost przychodów segmentu budowlanego szacujemy na +15% (mimo spadku wartości portfela zamówień na koniec 2013 r. o ponad 10% r/r). Dynamiczny wzrost przychodów w deweloperce to następstwo znacznej liczby przekazanych mieszkań (394 szt.

vs. 204 szt. w Q1'13). Q1'14 był pierwszym pełnym kwartałem po sprzedaży spółki Danwood. Szacujemy, że pomimo utraty przychodów z tego źródła, Budimex zdoła zwiększyć skonsolidowane przychody o 9% r/r do ok. 930 mln PLN. W Q1'14 spodziewamy się osiągnięcia zbliżonej marży brutto ze sprzedaży i nieco niższej niż w ubiegłym roku marży EBIT (marża EBIT w Q1'13 była wyjątkowo wysoka: 5,0%). Prognozujemy, że zarówno zysk operacyjny, jak i zysk netto będą wyższe od ubiegłorocznego o ok. 4-5% i wyniosą EBIT: 44,5 mln PLN oraz zysk netto: 36,6 mln PLN.

| Budownictwo Elektrobudowa | | Kupuj | | | | | | | |
|---------------------------|--------|---------------|------------|----------|-------|----------------|---------|---------|--------|
| Analityk: Piotr Zybala | | Cena bieżąca | 90,00 PLN | P/E 2014 | 11,4 | EV/EBITDA 2014 | 6,7 | | |
| | | Cena docelowa | 140,70 PLN | P/E 2015 | 7,7 | EV/EBITDA 2015 | 5,6 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 236,4 | 166,5 | 41,9% | 1 018,2 | 905,6 | 12,4% | 1 401,3 | 1 018,2 | 37,6% |
| EBITDA | 6,6 | 7,4 | -10,0% | 58,6 | 38,7 | 51,3% | 83,1 | 58,6 | 41,8% |
| Marża | 2,8% | 4,4% | - | 5,8% | 4,3% | - | 5,9% | 5,8% | - |
| EBIT | 3,3 | 3,8 | -12,8% | 43,9 | 24,6 | 78,5% | 67,9 | 43,9 | 54,7% |
| Zysk brutto | 2,2 | 3,2 | -32,5% | 46,4 | 25,9 | 79,1% | 68,5 | 46,4 | 47,6% |
| Zysk netto | 1,7 | 3,8 | -56,9% | 37,6 | 17,2 | 118,4% | 55,5 | 37,6 | 47,6% |

Trwa czyszczenie segmentu przemysłu

Niskie prognozy zarządu na 2014 r. skłaniają nas, by z ostrożnością podejść do prognozowania wyników Elektrobudowy za Q1'14. Uważamy, że główną przyczyną rozczarowujących prognoz jest segment przemysłu, który czwarty kwartał z rzędu może zaprezentować stratę operacyjną. Podobnie jak w ubiegłym roku, spodziewamy się relatywnie niskich marż w pozostałych segmentach działalności. Wszystko to sprawia, że pomimo oczekiwanego znacznego wzrostu przychodów ze sprzedaży (236 mln PLN, +42% r/r) nasze prognozy zysku operacyjnego (3,3 mln PLN) oraz EBITDA (6,6 mln PLN) są o 10-13% niższe r/r. Szacujemy, że spadek zysku netto będzie jeszcze głębszy i wyniesie 57% r/r (1,7 mln PLN). Podsumowując, wyniki

Elektrobudowy na początku roku mogą rozczarować. Ich poprawa powinna nastąpić w kolejnych kwartałach (głównie w drugiej połowie roku), zakładając że po raz kolejny nie pomylimy się w ocenie kosztów restrukturyzacji segmentu przemysłu. Jesteśmy zdania, że prognozy zarządu na 2014 r. zostały sporządzone konserwatywnie i spółka ma szansę je przekroczyć. Jednocześnie przyznajemy, że nasze obecnie prognozy wymagają istotnej rewizji w dół. W najbliższym czasie dokonamy rewizji naszych prognoz i wyceny akcji Elektrobudowy. Pomimo konieczności rewizji prognoz, spadek kursu akcji Elektrobudowy o ok. 30% w okresie 2 miesięcy jest według nas nieuzasadniony, w związku z czym podtrzymujemy rekomendację kupuj.

| Budownictwo Erbud | | Kupuj | | | | | | | |
|------------------------|--------|---------------|-----------|---------|----------|--------|----------------|---------|--------|
| Analityk: Piotr Zybala | | Cena bieżąca | 27,80 PLN | | P/E 2014 | 13,7 | EV/EBITDA 2014 | 5,2 | |
| | | Cena docelowa | 36,60 PLN | | P/E 2015 | 11,1 | EV/EBITDA 2015 | 4,3 | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 250,9 | 206,4 | 21,5% | 1 329,0 | 1 225,1 | 8,5% | 1 399,0 | 1 329,0 | 5,3% |
| EBITDA | 4,2 | 3,6 | 15,3% | 47,3 | 40,1 | 18,0% | 55,1 | 47,3 | 16,5% |
| Marża | 1,7% | 1,8% | - | 3,6% | 3,3% | - | 3,9% | 3,6% | - |
| EBIT | 2,2 | 2,3 | -3,8% | 39,3 | 32,4 | 21,2% | 47,2 | 39,3 | 20,1% |
| Zysk brutto | 1,1 | 0,8 | 31,7% | 36,3 | 23,8 | 52,3% | 44,7 | 36,3 | 23,1% |
| Zysk netto | 0,8 | 0,4 | 118,6% | 25,8 | 17,5 | 47,7% | 31,7 | 25,8 | 22,9% |

Wyniki zbliżone r/r pomimo wzrostu przychodów

Q1 jest zwykle najniższym kwartałem roku w spółkach budowlanych i spodziewamy się, że będzie to widoczne w wynikach Erbudu. W ujęciu r/r liczymy na wzrost przychodów Erbudu w związku z dobrą pogodą na początku roku, czemu niekoniecznie będzie towarzyszyć wzrost marż. W Q1'13 marże podstawowego segmentu działalności Erbudu (budownictwo kubaturowe) były wyjątkowo wysokie. Nie spodziewamy się, że spółka zdoła je utrzymać w Q1'14,

pomimo pozytywnego wpływu dźwigni operacyjnej. Przeroby w segmentach szczególnie wrażliwych na działanie warunków pogodowych (budowa dróg, remonty sieci ciepłowniczej) zapewne silnie nie wzrosły pomimo lepszej pogody, gdyż spółka wstrzymywała rozpoczęcie prac. EBIT Erbudu szacujemy na 2,2 mln PLN (poziom zbliżony r/r). Spodziewamy się lekkiego wzrostu zysku netto z 0,4 mln PLN w Q1'13 do 0,8 mln PLN w Q1'14, ze względu na nieco niższe koszty finansowe.

| Budownictwo Unibep | | Kupuj | | | | | | | |
|------------------------|--------|---------------|-----------|---------|----------|--------|----------------|---------|--------|
| Analityk: Piotr Zybala | | Cena bieżąca | 7,73 PLN | | P/E 2014 | 11,8 | EV/EBITDA 2014 | 7,6 | |
| | | Cena docelowa | 10,20 PLN | | P/E 2015 | 9,3 | EV/EBITDA 2015 | 6,4 | |
| (mln PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 215,6 | 195,5 | 10,3% | 1 147,2 | 920,5 | 24,6% | 1 232,8 | 1 147,2 | 7,5% |
| EBITDA | 4,7 | 5,8 | -18,0% | 39,6 | 34,0 | 16,4% | 47,1 | 39,6 | 18,9% |
| Marża | 2,2% | 3,0% | - | 3,5% | 3,7% | - | 3,8% | 3,5% | - |
| EBIT | 3,1 | 4,3 | -28,8% | 34,0 | 28,1 | 21,0% | 41,4 | 34,0 | 21,8% |
| Zysk brutto | 4,1 | 3,3 | 23,3% | 29,7 | 23,1 | 28,6% | 37,4 | 29,7 | 25,9% |
| Zysk netto | 2,7 | 2,5 | 6,4% | 22,5 | 13,6 | 64,9% | 28,6 | 22,5 | 27,1% |

Wzrost przychodów i zysku

W związku ze sprzyjającymi warunkami atmosferycznymi oraz większym portfelem zamówień, szacujemy wzrost przychodów Unibepu w Q1'14 o 10% r/r. Na wzrost przychodów liczymy przede wszystkim w segmencie budownictwa kubaturowego. Jednocześnie spodziewamy się niższej r/r marży EBIT. Niższa rentowność operacyjna będzie według nas następstwem niekorzystnych wahań kursu NOK/PLN. Kontrakty norweskie są przez Unibep zabezpieczone

kontraktami terminowymi. Zamknięcie z zyskiem kontraktów walutowych wpłynie natomiast na zysk Unibepu z działalności finansowej. Szacujemy, że zysk spółki przed opodatkowaniem wzrośnie o 23% r/r do 4,1 mln PLN. Skala wzrostu zysku netto może być niższa, ze względu na wysoką efektywną stopę podatkową, związaną z rozliczeniem kontraktu na Białorusi. Zysk netto szacujemy na 2,7 mln PLN (+6% r/r).

Deweloperzy

| Deweloperzy Capital Park | | Kupuj | | | | | | | |
|-----------------------------|--------|---------------|----------|-------|----------|--------|-------|-----------|--------|
| Analityk: Piotr Zybala | | Cena bieżąca | 5,20 PLN | | P/E 2014 | 15,8 | | P/BV 2014 | 0,54 |
| | | Cena docelowa | 8,40 PLN | | P/E 2015 | 8,0 | | P/BV 2015 | 0,51 |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 10,2 | b.d. | - | 50,1 | 38,8 | 29,0% | 86,8 | 50,1 | 73,3% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 7,6 | b.d. | - | 38,9 | 29,3 | 32,9% | 67,2 | 38,9 | 72,8% |
| Marża | 74,0% | - | - | 77,6% | 75,4% | - | 77,4% | 77,6% | - |
| EBIT bez rewaluacji | 4,4 | b.d. | - | 24,4 | 16,1 | 51,2% | 51,6 | 24,4 | 111,5% |
| Rewaluacja | 7,7 | b.d. | - | 28,9 | 24,3 | 19,0% | 65,1 | 28,9 | 125,3% |
| EBIT | 12,1 | b.d. | - | 53,3 | 40,4 | 31,8% | 116,7 | 53,3 | 118,9% |
| Zysk brutto | 6,2 | b.d. | - | 43,6 | 28,1 | 55,3% | 77,1 | 43,6 | 76,8% |
| Zysk netto | 5,0 | b.d. | - | 34,8 | 25,6 | 36,2% | 68,8 | 34,8 | 97,7% |

Stabilne wyniki operacyjne i niewielki zysk na rewaluacji

Struktura nieruchomości Capital Park nie zmieniła się istotnie na przestrzeni Q1'14. Największą zmianą był wzrost wartości nieruchomości w budowie. Trwa budowa dwóch dużych inwestycji biurowych (Eurocentrum oraz Royal Wilanów). Szacujemy, że nakłady związane z tymi projektami wyniosły w Q1'14 60-70 mln PLN. Spodziewamy się, że wzrost wartości nieruchomości inwestycyjnych był również następstwem pozytywnej rewaluacji w kwocie 7-8 mln PLN. Na tyle szacujemy dodatni wpływ wyceny nieruchomości na skutek umiarkowanego umocnienia EUR względem PLN w Q1. Nie zakładamy natomiast przeszacowań nieruchomości związanych ze zmianą NOI lub zmianą stóp kapitalizacji w posiadanych bądź realizowanych projektach. Przychody oraz

zysk z wynajmu podstawowego szacujemy na odpowiednio 10,2 mln PLN oraz 7,6 mln PLN. Zyski pochodzące z innych źródeł (zarządzanie FIZANem, sprzedaż domów i mieszkań i in.) szacujemy na 0,6 mln PLN. Ze względu na brak danych historycznych, nie możemy odnieść się do wyników Q1'13, niemniej nasza prognoza EBIT oczyszczonego o rewaluację za Q1'14 (4,4 mln PLN) stanowi 27% oczyszczonego EBIT za cały 2013 r. EBIT z rewaluacją szacujemy na 12,1 mln PLN. Koszty finansowe szacujemy na 5,9 mln PLN, z czego 2,3 mln PLN to strata na wycenie kredytów walutowych. Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej prognozujemy na 5,0 mln PLN. Udziały mniejszości (dotyczy FIZAN) szacujemy na 1,4 mln PLN. Podsumowując, spodziewamy się dość nudnych wyników Q1'14, nie przynoszących większych zaskoczeń.

| Deweloperzy Echo | | Kupuj | | | | | | | |
|--------------------------|--------|---------------|----------|-------|----------|--------|-------|-----------|--------|
| Analityk: Piotr Zybala | | Cena bieżąca | 5,99 PLN | | P/E 2014 | 14,4 | | P/BV 2014 | 0,84 |
| | | Cena docelowa | 8,10 PLN | | P/E 2015 | 9,1 | | P/BV 2015 | 0,77 |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 109,7 | 140,5 | -21,9% | 545,3 | 528,7 | 3,1% | 614,9 | 545,3 | 12,8% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 67,1 | 76,3 | -12,0% | 307,2 | 294,1 | 4,4% | 339,2 | 307,2 | 10,4% |
| Marża | 61,1% | 54,3% | - | 56,3% | 55,6% | - | 55,2% | 56,3% | - |
| EBIT bez rewaluacji | 50,4 | 59,2 | -14,9% | 235,6 | 222,6 | 5,9% | 259,5 | 235,6 | 10,1% |
| Rewaluacja | 42,8 | 175,9 | -75,6% | -34,3 | 271,2 | - | 184,9 | -34,3 | - |
| EBIT | 93,2 | 235,1 | -60,4% | 201,3 | 493,8 | -59,2% | 444,3 | 201,3 | 120,7% |
| Zysk brutto | 46,8 | 154,6 | -69,7% | 180,7 | 312,3 | -42,1% | 285,9 | 180,7 | 58,2% |
| Zysk netto | 39,8 | 156,1 | -74,5% | 171,6 | 309,1 | -44,5% | 271,6 | 171,6 | 58,3% |

Wysoka baza z ubiegłego roku nie do pobicia

W 2013 r. Q1 był najmocniejszym kwartałem w Echo Investment. W Q1'14 Spółka nie zdoła osiągnąć zysków ubiegłego roku, niemniej spodziewamy się przyzwoitych wyników dewelopera. Ze względu na mniejszą liczbę rozliczonych w wyniku mieszkań oraz uszczuplenie bazy nieruchomości Echo Investment po dokonanych w 2013 r. dezinwestycjach, spodziewamy się spadku przychodów Echo o 22% r/r do 110 mln PLN. Zakładamy również spadek zysku brutto ze sprzedaży o 12% r/r do 67 mln PLN. Kolejne kwartały powinny przynieść poprawę tej pozycji rachunku wyników. Rewaluację nieruchomości inwestycyjnych szacujemy na +43 mln PLN, z czego 18 mln PLN to efekt

umocnienia kursu EUR/PLN. Pozostałe 25 mln PLN dodatniej rewaluacji motywujemy postępowaniem prac przy realizacji programu inwestycyjnego (w Q1 Echo ukończyło budowę jednej galerii handlowej oraz dwóch biurowców łącznie na 61 tys. m² GLA). Co prawda, w niedawnym raporcie bieżącym Spółka informowała, że wartość rynkowa posiadanych nieruchomości (oszacowana przez rzeczoznawcę) jest o niemal 1 mld PLN wyższa od wartości bilansowej. Nie zakładamy jednak, że spółka zdecyduje się na agresywną wycenę nieruchomości w oparciu o raport rzeczoznawcy. Szacujemy, że zysk operacyjny Echo Investment wyniesie w Q1'14 93 mln PLN. Zysk netto szacujemy na 40 mln PLN.

| Deweloperzy GTC | | Kupuj | | | | | | | |
|--------------------------|--------|---------------|----------|-------|----------|--------|-------|-----------|--------|
| Analityk: Piotr Zybala | | Cena bieżąca | 7,55 PLN | | P/E 2014 | 18,0 | | P/BV 2014 | 0,81 |
| | | Cena docelowa | 9,20 PLN | | P/E 2015 | 5,4 | | P/BV 2015 | 0,70 |
| (mIn EUR) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 30,7 | 33,2 | -7,5% | 120,3 | 131,1 | -8,2% | 132,2 | 120,3 | 9,9% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 19,5 | 21,2 | -8,1% | 75,8 | 84,0 | -9,8% | 84,1 | 75,8 | 10,9% |
| marża | 63,6% | 64,0% | - | 63,0% | 64,1% | - | 63,6% | 63,0% | - |
| EBIT bez rewaluacji | 14,8 | 19,1 | -22,2% | 57,1 | 68,3 | -16,4% | 64,9 | 57,1 | 13,7% |
| Rewaluacja | 0,0 | -25,5 | - | 27,9 | -189,7 | - | 123,3 | 27,9 | 341,9% |
| EBIT | 14,8 | -6,4 | - | 85,1 | -121,4 | - | 188,2 | 85,1 | 121,2% |
| Zysk brutto | 2,5 | -20,4 | - | 42,4 | -172,6 | - | 147,6 | 42,4 | 248,1% |
| Zysk netto | 3,0 | -22,8 | - | 35,5 | -146,8 | - | 117,7 | 35,5 | 231,5% |

Niewielki zysk na początek roku

Po kolejnym drastycznym czyszczeniu portfela, które Spółka przeprowadziła w ostatnim kwartale ubiegłego roku, nie spodziewamy się zmian wartości portfela nieruchomości inwestycyjnych na początku roku. Nasze prognozy zakładają spadek przychodów ze sprzedaży oraz zysku brutto ze sprzedaży o około 8% r/r do odpowiednio 30,7 mln EUR oraz 19,5 mln EUR. Główną przyczyną powyższego spadku jest sprzedaż pod koniec ubiegłego roku galerii handlowej Kazimierz w Krakowie, która według naszych szacunków generowała 5,5-6,0 mln EUR zysku na wynajmie. Koszty zarządu i sprzedaży (oczyszczone o wycenę opcji

managerskich) szacujemy na 3,7 mln EUR w Q1'14, a więc porównywalnie r/r. Obecnie widzimy bardzo ograniczone możliwości Spółki w kwestii dalszego ograniczania kosztów administracyjnych, które istotnie spadły na przestrzeni ostatnich dwóch lat. EBIT oczyszczony o rewaluację oraz wycenę programu motywacyjnego szacujemy na 14,8 mln EUR (-11% r/r), co w naszych prognozach pozwala z nawiązką pokryć koszty finansowe netto (11,3 mln EUR). Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej szacujemy na 3,0 mln EUR. Realizacja naszych prognoz oznaczałaby pierwszy od 8 kwartałów zysk netto GTC.

| Deweloperzy Robyg | | Kupuj | | | | | | | |
|--------------------------|--------|---------------|----------|-------|----------|--------|-------|-----------|--------|
| Analityk: Piotr Zybala | | Cena bieżąca | 2,60 PLN | | P/E 2014 | 30,3 | | P/BV 2014 | 1,68 |
| | | Cena docelowa | 3,11 PLN | | P/E 2015 | 15,7 | | P/BV 2015 | 1,64 |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 148,7 | 159,2 | -6,6% | 421,3 | 485,9 | -13,3% | 530,2 | 421,3 | 25,8% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 27,5 | 27,4 | 0,4% | 82,6 | 90,5 | -8,8% | 109,5 | 82,6 | 32,6% |
| Marża | 18,5% | 17,2% | - | 19,6% | 18,6% | - | 20,7% | 19,6% | - |
| EBIT bez rewaluacji | 18,1 | 20,0 | -9,3% | 45,1 | 52,7 | -14,5% | 70,4 | 45,1 | 56,1% |
| Rewaluacja | 0,0 | 3,4 | -100,0% | 6,7 | 4,0 | 67,7% | 4,3 | 6,7 | -35,8% |
| EBIT | 18,1 | 23,4 | -22,6% | 51,8 | 56,7 | -8,7% | 74,7 | 51,8 | 44,2% |
| Zysk brutto | 14,7 | 19,4 | -24,1% | 40,6 | 44,1 | -8,0% | 64,6 | 40,6 | 59,1% |
| Zysk netto | 7,3 | 9,4 | -22,4% | 22,3 | 26,1 | -14,5% | 43,2 | 22,3 | 93,7% |

Spadek wyników r/r i q/q

W Q1'14 Robyg sprzedał rekordowe 576 mieszkań. Szacujemy, że liczba przekazania była niższa i wyniosła około 400 szt. Inwestycje, które były zakończone w Q1 to City Apartments E4, Young City E1 oraz Osiedle Kameralne E2. Spodziewamy się, że marże na pierwszym etapie realizowanego na Bemowie osiedla Young City będą bardzo dobre, wyraźnie przekraczając poziom 25%. To jednak projekt na Żoliborzu będzie miał największą wagę w przychodach, a na nim spółka realizuje, według naszych szacunków, zaledwie 16% marżę. Prognozujemy, że mix

przekazywanych lokali pozwoli Robygowi na osiągnięcie 149 mln PLN przychodów przy 18,5% marży. Spodziewamy się wzrostu kosztów SG&A o ok. 18% r/r w związku ze znacznym wzrostem kontraktacji. W Q1'14 nie powinny pojawić się zyski z przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych, które w Q1 ubiegłego roku podniosły wynik operacyjny o 3,4 mln PLN. Po uwzględnieniu kosztów finansowych, podatku oraz zysku akcjonariuszy mniejszościowych, zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej szacujemy na 7,3 mln PLN.

Inne

| Inne | | Kupuj | | | | | | | |
|--------------------------|--------|---------------|-----------|----------|-------|----------------|---------|---------|--------|
| Work Service | | | | | | | | | |
| Analityk: Paweł Szpigiel | | Cena bieżąca | 15,10 PLN | P/E 2014 | 15,9 | EV/EBITDA 2014 | 10,9 | | |
| | | Cena docelowa | 18,63 PLN | P/E 2015 | 11,8 | EV/EBITDA 2015 | 8,9 | | |
| (mIn PLN) | 1Q'14P | 1Q'13 | zmiana | 2014P | 2013 | zmiana | 2015P | 2014P | zmiana |
| Przychody | 334,7 | 188,7 | 77,4% | 1 681,0 | 918,4 | 83,0% | 2 021,9 | 1 681,0 | 20,3% |
| EBITDA | 17,0 | 10,2 | 66,8% | 98,5 | 52,8 | 86,5% | 122,6 | 98,5 | 24,4% |
| Marża | 5,1% | 5,4% | - | 5,9% | 5,7% | - | 6,1% | 5,9% | - |
| EBIT | 15,7 | 9,1 | 72,7% | 91,8 | 48,0 | 91,2% | 114,3 | 91,8 | 24,6% |
| Zysk brutto | 11,9 | 6,6 | 80,0% | 75,6 | 32,9 | 129,7% | 100,3 | 75,6 | 32,7% |
| Zysk netto | 9,2 | 5,7 | 60,9% | 56,3 | 26,5 | 112,5% | 76,5 | 56,3 | 35,9% |

Zysk netto +75% R/R dzięki dobrym wynikom organicznym i akwizycjom

W 4Q'13 prognozujemy 33% R/R wzrostu przychodów organicznych do poziomu 253,9 mln PLN w związku z silnym popytem na usługi pracy tymczasowej i outsourcingu w Polsce, co stanowi 22,4% przychodów organicznych prognozowanych na cały 2014 rok. Poziom marży brutto ze sprzedaży estymujemy na poziomie 11,2% (+0,2 p.p. R/R) ze względu na silniejszy wzrost outsourcingu o wyższej rentowności nieco skorygowany o niskie marże uzyskane w Rosji ze względu na osłabienie rubla. Koszty sprzedaży zakładamy na poziomie 2,0% przychodów (vs. 2,1% w

1Q'13), a koszty ogólnego zarządu na poziomie 11,6 mln PLN (włączając koszty działań akwizycyjnych o charakterze jednorazowym w wysokości 2,5 mln PLN). Zysk EBIT organiczny prognozujemy na 11,8 mln PLN (+30% R/R). Spodziewamy się, że trzy konsolidowane spółki Antal International, Work Express i Prohuman dołożą ok. 83 mln PLN dodatkowych przychodów i ok. 3,9 mln PLN dodatkowego EBIT, co implikuje raportowany EBIT równy 15,7 mln PLN. Koszty finansowe prognozujemy na 3,8 mln PLN, co implikuje (zakładając 10,3% efektywnej stopy podatkowej i 1,5 mln PLN udziałów mniejszości) zysk netto na poziomie 9,2 mln PLN (+61% R/R).

Terminy publikacji raportów

| Spółka | 1Q 2014 | 1H 2014 | 3Q 2014 |
|------------------|------------|------------|------------|
| ABC DATA | 2014-05-12 | 2014-08-26 | 2014-11-10 |
| AGORA | 2014-05-12 | 2014-08-14 | 2014-11-07 |
| ALCHEMIA | 2014-05-15 | 2014-08-29 | 2014-11-14 |
| ASSECO POLAND | 2014-05-14 | 2014-08-27 | 2014-11-14 |
| ASTARTA | 2014-05-08 | 2014-08-18 | 2014-11-07 |
| BORYSZEW | 2014-05-15 | 2014-08-28 | 2014-11-13 |
| BUDIMEX | 2014-04-29 | 2014-08-29 | 2014-10-29 |
| BZ WBK | 2014-04-29 | 2014-07-31 | 2014-10-29 |
| CAPITAL PARK | 2014-05-15 | 2014-08-14 | 2014-11-14 |
| CEZ | 2014-05-13 | 2014-08-12 | 2014-11-11 |
| CIECH | 2014-05-15 | 2014-08-29 | 2014-11-14 |
| CYFROWY POLSAT | 2014-05-15 | 2014-08-28 | 2014-11-13 |
| ECHO | 2014-05-15 | 2014-08-28 | 2014-11-13 |
| ELEKTROBUDOWA | 2014-05-15 | 2014-08-29 | 2014-11-14 |
| ELEMENTAL | 2014-05-15 | 2014-08-29 | 2014-11-14 |
| ENEA | 2014-05-13 | 2014-08-27 | 2014-11-12 |
| ENERGA | 2014-05-12 | 2014-08-13 | 2014-11-07 |
| ERBUD | 2014-05-12 | 2014-08-27 | 2014-11-06 |
| ERSTE BANK | 2014-04-30 | 2014-07-31 | 2014-10-30 |
| FAMUR | 2014-05-15 | 2014-08-29 | 2014-11-14 |
| GETIN NOBLE BANK | 2014-05-15 | 2014-08-29 | 2014-11-14 |
| GTC | 2014-05-14 | 2014-08-21 | 2014-11-13 |
| HANDLOWY | 2014-05-09 | 2014-08-29 | 2014-11-05 |
| IMPEXMETAL | 2014-05-13 | | 2014-11-10 |
| ING BSK | 2014-05-07 | 2014-08-06 | 2014-11-05 |
| JSW | 2014-05-15 | 2014-08-07 | 2014-11-06 |
| KERNEL | 2014-05-30 | 2014-10-31 | |
| KGHM | 2014-05-15 | 2014-08-29 | 2014-11-14 |
| KOMERCNI BANKA | 2014-05-07 | 2014-08-01 | 2014-11-06 |
| KOPEX | 2014-05-13 | 2014-08-27 | 2014-11-13 |
| KRUK | 2014-05-15 | 2014-09-01 | 2014-11-14 |
| LW BOGDANKA | 2014-05-08 | 2014-08-28 | 2014-11-06 |
| MILLENNIUM | 2014-04-28 | 2014-07-28 | 2014-10-27 |
| MOL | 2014-05-08 | 2014-08-01 | 2014-11-06 |
| ORANGE POLSKA | 2014-04-25 | 2014-07-25 | 2014-10-22 |
| OTP BANK | 2014-05-16 | 2014-08-15 | 2014-11-14 |
| PEKAO | 2014-05-12 | 2014-08-05 | 2014-11-10 |
| PGE | 2014-05-14 | 2014-08-27 | 2014-11-13 |
| PGNiG | 2014-05-10 | 2014-08-14 | 2014-11-07 |
| PKO BP | 2014-05-15 | 2014-09-01 | 2014-11-06 |
| PZU | 2014-05-14 | 2014-08-27 | 2014-11-13 |
| ROBYG | 2014-05-15 | 2014-08-21 | 2014-11-13 |
| ROVESE | 2014-05-15 | 2014-09-01 | 2014-11-14 |
| TARCZYŃSKI | 2014-05-14 | 2014-08-08 | 2014-11-07 |
| TAURON | 2014-05-14 | 2014-08-21 | 2014-11-13 |
| TVN | 2014-05-14 | 2014-08-13 | 2014-11-13 |
| UNIBEP | 2014-05-15 | 2014-08-29 | 2014-11-14 |
| WORK SERVICE | 2014-05-15 | 2014-08-29 | 2014-11-14 |
| VISTAL | 2014-05-15 | 2014-09-01 | 2014-11-14 |

Źródło: Spółki

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 | Redukuj | 2014-03-06 | 422,00 | 379,70 | 394,00 | -3,6% | 18,6 | 18,1 | | |
| GETIN NOBLE BANK | Sprzedaj | 2014-03-06 | 3,20 | 2,59 | 3,30 | -21,5% | 23,1 | 20,2 | | |
| HANDLOWY | Trzymaj | 2014-03-06 | 110,45 | 111,70 | 115,60 | -3,4% | 15,5 | 17,6 | | |
| ING BSK | Trzymaj | 2014-03-06 | 128,50 | 127,00 | 130,30 | -2,5% | 18,0 | 17,1 | | |
| MILLENNIUM | Sprzedaj | 2014-03-06 | 9,28 | 7,51 | 8,72 | -13,9% | 19,7 | 17,8 | | |
| PEKAO | Trzymaj | 2014-01-15 | 178,80 | 184,90 | 195,15 | -5,3% | 18,8 | 17,5 | | |
| PKO BP | Kupuj | 2014-01-15 | 39,65 | 46,60 | 42,55 | +9,5% | 15,9 | 14,9 | | |
| KOMERCNI BANKA | Redukuj | 2014-01-15 | 4520,00 | 4115 CZK | 4680,00 | -12,1% | 14,3 | 14,2 | | |
| ERSTE BANK | Trzymaj | 2014-01-15 | 28,59 | 29,6 EUR | 24,99 | +18,4% | 49,4 | 13,1 | | |
| RBI | Kupuj | 2014-01-15 | 26,70 | 32,1 EUR | 23,79 | +34,9% | 12,8 | 8,2 | | |
| OTP BANK | Trzymaj | 2014-01-15 | 4440,00 | 4618 HUF | 4330,00 | +6,7% | 12,1 | 7,8 | | |
| Ubezpieczyciele | | | | | | | | | | |
| PZU | Trzymaj | 2013-11-06 | 468,00 | 425,00 | 430,60 | -1,3% | 11,2 | 13,5 | | |
| Usługi finansowe | | | | | | | | | | |
| KRUK | Trzymaj | 2013-10-04 | 73,50 | 73,20 | 83,60 | -12,4% | 14,8 | 14,2 | | |
| Paliwa, Chemia | | | | | | | | | | |
| CIECH | Kupuj | 2014-03-31 | 32,00 | 37,00 | 32,20 | +14,9% | 34,3 | 15,2 | 8,1 | 6,0 |
| LOTOS | Trzymaj | 2014-03-26 | 36,31 | 38,60 | 38,50 | +0,3% | 126,9 | 8,6 | 13,3 | 5,9 |
| MOL | Kupuj | 2014-03-07 | 171,20 | 220,00 | 180,00 | +22,2% | 50,9 | 9,3 | 4,4 | 4,1 |
| PGNIG | Trzymaj | 2014-03-18 | 4,49 | 4,62 | 4,39 | +5,2% | 13,5 | 9,9 | 5,5 | 5,0 |
| PKN ORLEN | Kupuj | 2014-02-18 | 41,45 | 52,30 | 44,85 | +16,6% | 109,0 | 10,1 | 11,1 | 5,7 |
| Energetyka | | | | | | | | | | |
| CEZ | Trzymaj | 2014-01-15 | 77,31 | 80,60 | 88,40 | -8,8% | 8,7 | 10,1 | 6,6 | 6,9 |
| ENEA | Akumuluj | 2014-04-07 | 16,00 | 17,22 | 15,09 | +14,1% | 9,3 | 13,1 | 3,4 | 4,9 |
| ENERGA | Akumuluj | 2014-03-06 | 17,20 | 19,90 | 18,10 | +9,9% | 9,8 | 9,9 | 5,3 | 5,5 |
| PGE | Redukuj | 2014-03-06 | 18,35 | 16,37 | 20,00 | -18,2% | 9,1 | 12,0 | 4,3 | 5,4 |
| TAURON | Akumuluj | 2014-04-07 | 5,20 | 5,94 | 5,24 | +13,4% | 7,0 | 10,3 | 4,0 | 5,5 |
| Telekomunikacja | | | | | | | | | | |
| NETIA | Zawieszona | 2013-02-21 | 4,01 | - | 5,40 | - | - | - | - | - |
| ORANGE POLSKA | Sprzedaj | 2014-04-22 | 10,32 | 8,60 | 10,06 | -14,5% | 44,9 | 35,0 | 4,6 | 4,8 |
| Media | | | | | | | | | | |
| AGORA | Trzymaj | 2014-01-15 | 9,10 | 9,50 | 10,84 | -12,4% | - | - | - | - |
| CYFROWY POLSAT | Kupuj | 2014-01-10 | 18,73 | 24,10 | 20,20 | +19,3% | 13,4 | 20,0 | 8,2 | 9,9 |
| GLOBAL CITY HOLDINGS | Kupuj | 2014-01-15 | 35,20 | 41,50 | 36,60 | +13,4% | 16,5 | 15,7 | 8,9 | 8,5 |
| TVN | Akumuluj | 2014-03-06 | 16,00 | 17,90 | 16,43 | +8,9% | - | 16,3 | 21,0 | 12,3 |
| IT | | | | | | | | | | |
| AB | Zawieszona | 2013-02-05 | 23,50 | - | 30,90 | - | - | - | - | - |
| ABC DATA | Kupuj | 2013-11-19 | 4,52 | 5,71 | 4,13 | +38,3% | 8,7 | 7,6 | 8,1 | 7,3 |
| ACTION | Zawieszona | 2013-02-05 | 29,70 | - | 47,39 | - | - | - | - | - |
| ASBIS | Zawieszona | 2013-02-05 | 3,21 | - | 4,10 | - | - | - | - | - |
| ASSECO POLAND | Trzymaj | 2014-04-07 | 46,35 | 50,00 | 44,47 | +12,4% | 9,4 | 10,6 | 6,6 | 6,3 |
| COMARCH | Zawieszona | 2013-03-11 | 89,60 | - | 85,69 | - | - | - | - | - |
| SYGNITY | Zawieszona | 2013-02-05 | 16,80 | - | 17,17 | - | - | - | - | - |
| Górnictwo i Metale | | | | | | | | | | |
| JSW | Trzymaj | 2014-01-15 | 50,73 | 55,00 | 42,75 | +28,7% | 65,0 | - | 2,5 | 6,2 |
| KGHM | Kupuj | 2014-01-15 | 114,50 | 144,00 | 114,00 | +26,3% | 7,5 | 9,1 | 4,2 | 4,7 |
| LW BOGDANKA | Akumuluj | 2014-04-07 | 126,10 | 136,90 | 124,00 | +10,4% | 12,8 | 11,6 | 6,1 | 5,8 |
| Przemysł | | | | | | | | | | |
| ALCHEMIA | Sprzedaj | 2014-01-15 | 5,29 | 4,10 | 5,15 | -20,4% | 2665,1 | 30,7 | 23,9 | 13,3 |
| ASTARTA | Kupuj | 2014-01-15 | 65,50 | 78,50 | 40,90 | +91,9% | 7,3 | 2,5 | 7,7 | 3,2 |
| BORYSZEW | Trzymaj | 2014-01-15 | 4,90 | 5,20 | 4,70 | +10,6% | 74,9 | 11,9 | 11,9 | 8,1 |
| FAMUR | Kupuj | 2014-01-15 | 5,20 | 6,20 | 4,08 | +52,0% | 9,5 | 13,0 | 4,8 | 4,8 |
| IMPEXMETAL | Trzymaj | 2014-03-06 | 3,33 | 3,40 | 2,89 | +17,6% | 7,0 | 10,7 | 8,1 | 7,7 |
| KERNEL | Kupuj | 2014-01-15 | 41,40 | 52,50 | 30,27 | +73,4% | 7,2 | 6,1 | 5,0 | 4,4 |
| KĘTY | Trzymaj | 2014-01-15 | 208,40 | 213,20 | 211,00 | +1,0% | 12,7 | 14,9 | 9,5 | 8,2 |
| KOPEX | Trzymaj | 2014-03-03 | 14,00 | 14,50 | 13,26 | +9,4% | 14,6 | 14,7 | 5,9 | 6,3 |
| ROVESE | Sprzedaj | 2014-04-04 | 1,53 | 1,22 | 1,48 | -17,6% | - | - | 8,9 | 8,7 |
| TARCZYŃSKI | Kupuj | 2014-01-15 | 14,15 | 17,80 | 11,77 | +51,2% | 14,4 | 9,5 | 7,1 | 5,1 |
| VISTAL | Kupuj | 2014-02-10 | 16,10 | 24,30 | 16,49 | +47,4% | 11,5 | 9,1 | 9,5 | 8,1 |
| Budownictwo | | | | | | | | | | |
| BUDIMEX | Akumuluj | 2014-03-24 | 132,00 | 151,80 | 140,90 | +7,7% | 12,0 | 22,3 | 5,6 | 11,0 |
| ELEKTROBUDOWA | Kupuj | 2014-01-21 | 118,00 | 140,70 | 90,00 | +56,3% | 24,8 | 11,4 | 9,1 | 6,7 |
| ERBUD | Kupuj | 2014-03-06 | 28,23 | 36,60 | 27,80 | +31,7% | 20,1 | 13,7 | 8,2 | 5,2 |
| UNIBEP | Kupuj | 2014-01-21 | 7,89 | 10,20 | 7,73 | +32,0% | 19,4 | 11,8 | 7,2 | 7,6 |
| Deweloperzy | | | | | | | | | | |
| CAPITAL PARK | Kupuj | 2014-01-21 | 5,27 | 8,40 | 5,20 | +61,5% | 21,3 | 15,8 | 26,9 | 25,8 |
| DOM DEVELOPMENT | Akumuluj | 2014-01-21 | 52,50 | 56,50 | 49,35 | +14,5% | 22,4 | 21,1 | 17,5 | 17,7 |
| ECHO | Kupuj | 2014-01-21 | 6,23 | 8,10 | 5,99 | +35,2% | 8,0 | 14,4 | 9,6 | 24,0 |
| GTC | Kupuj | 2014-01-21 | 7,59 | 9,20 | 7,55 | +21,9% | - | 17,9 | - | 16,0 |
| ROBYG | Kupuj | 2014-01-21 | 2,34 | 3,11 | 2,60 | +19,6% | 26,0 | 30,3 | 16,2 | 17,7 |
| Inne | | | | | | | | | | |
| WORK SERVICE | Kupuj | 2014-03-31 | 14,70 | 18,63 | 15,10 | +23,4% | 35,1 | 15,9 | 19,2 | 10,9 |

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

| Spółka | Rekomendacja | Poprzednia rekomendacja | Cena docelowa | Data wydania |
|---------------|--------------|-------------------------|---------------|--------------|
| ASSECO POLAND | Trzymaj | Akumuluj | 50,00 | 2014-04-07 |
| ROVESE | Sprzedaj | Redukuj | 1,22 | 2014-04-04 |
| CIECH | Kupuj | Trzymaj | 37,00 | 2014-03-31 |
| ENEA | Akumuluj | Kupuj | 17,22 | 2014-04-07 |
| LOTOS | Trzymaj | Trzymaj | 38,60 | 2014-03-26 |
| LW BOGDANKA | Akumuluj | Kupuj | 136,90 | 2014-04-07 |
| TAURON | Akumuluj | Kupuj | 5,94 | 2014-04-07 |
| ORANGE POLSKA | Sprzedaj | Zawieszona | 8,60 | 2014-04-22 |
| WORK SERVICE | Kupuj | Trzymaj | 18,63 | 2014-03-31 |

Statystyka rekomendacji

| Rodzaj rekomendacji | Wszystkie | | Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku | |
|---------------------|-----------|---------|--|---------|
| | Liczba | Procent | Liczba | Procent |
| Sprzedaj | 5 | 9,3% | 3 | 9,7% |
| Redukuj | 3 | 5,6% | 2 | 6,5% |
| Trzymaj | 17 | 31,5% | 12 | 38,7% |
| Akumuluj | 7 | 13,0% | 4 | 12,9% |
| Kupuj | 22 | 40,7% | 10 | 32,3% |

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 księgową**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 księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin 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, Pemup, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, Prokom Software, PZU, Raiffeisen, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal, Zelman.

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

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

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A. (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, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.kliszcz@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, telekomunikacja

Piotr Zybala
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