

wtorek, 22 lipca 2014 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 2Q 2014

Rynek akcji

Finanse

Oczekujemy poprawy wyniku analizowanych przez nas polskich banków o 4,3% Q/Q oraz 5,1% R/R. Poprawa wyniku w części z powodu konsolidacji aktywów Nordei do PKO BP, a w części z nadal poprawiającego się wyniku odsetkowego oraz prowizyjnego. Na uwagę zasługuje także wynik handlowy, który według naszych prognoz powinien wzrosnąć w sektorze aż o 37% Q/Q. W 2Q'14 oczekujemy rekordowo dobrych wyników Banku Millennium, ING oraz Kruka.

Paliwa

Oczekujemy bardzo dobrych wyników w PGNiG z uwagi na korzystną relację taryfy hurtowej i kosztów pozyskania gazu. W przypadku rafinerii nie można zakładać poprawy r/r z uwagi na słabsze otoczenie makro, ale wydaje się, że spółki będą w stanie pobić rynkowy benchmark.

Energetyka

Oczyszczone wyniki sektora będą pod presją z uwagi na niższe ceny energii i spadek marż na obrocie, aczkolwiek raportowana EBITDA w kilku przypadkach będzie wyższa r/r w związku ze zdarzeniami jednorazowymi (KDT, odwrócenia rezerw na koszty CO₂).

Telekomunikacja, Media, IT

Wysokie dynamiki wzrostu wyników zaraportuje w 2Q'14 ABC Data. Wzrosty na rynku reklamy TV lepiej zmonetyzuje Cyfrowy Polsat niż TVN. Słabych wyników kwartalnych oczekujemy w Asseco Poland i Agorze. Orange Polska osiągnie wynik EBITDA na stabilnym r/r poziomie.

Górnictwo i metale

Niskie ceny surowców powodują, że będzie to słaby kwartał zarówno w spółkach górnictwa węgla (ze szczególnym uwzględnieniem wysokiej straty w JSW), jak również w KGHM.

Przemysł

W 2Q'14 oczekujemy, że 30 na 49 obserwowanych spółek przemysłowych poprawi zeszłoroczne rezultaty. Będzie to nieco mniejsza proporcja spółek poprawiających wyniki niż w 1Q'14 (33 na 49) i wyraźnie wyższa niż w 2Q'13 (19 na 49). Wśród kandydatów do największych pozytywnych zaskoczeń widzielibyśmy Amikę, Apatora, Boryszew, BSC Drukarnię, Cognor, Elemental, Ferro, Forte, Grajewo, Kęty, Kopex, Kruszwicę, Pozbud oraz Relpol.

Budownictwo

Oczekujemy dodatnich dynamik zysków sektora. Najsilniej wyniki wzrosną w Elektrobudowie i Erbudzie. Umiarkowanej poprawy spodziewamy się w Budimeksie i Unibepie.

Deweloperzy

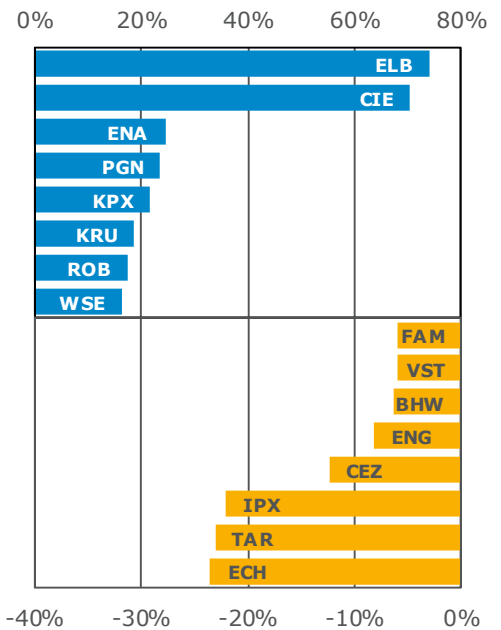
Spodziewamy się dobrych wyników Robyga i słabych, lecz oczekiwanych, wyników Dom Development. Mało spektakularne wyniki deweloperów komercyjnych.

Inne

Work Service zaraportuje istotny wzrost zysku netto (+209% r/r) dzięki konsolidacji trzech przejętych spółek.

WIG 51 229
 Średnie P/E 2014 13,5
 Średnie P/E 2015 11,8
 Średni dzienny obrót (3 m-ce) .. 730 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



*liczone za okres: 3Q'13-2Q'14 / 2Q'13-1Q'14

Departament analiz:

Michał Marczak
 +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl

Kamil Kliszcz
 +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mdm.pl

Michał Konarski
 +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl

Jakub Szkopek
 +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl

Paweł Szpigiel
 +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl

Piotr Zybala
 +48 22 438 24 04
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto/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
2. Ubezpieczyciele	7
2.1. PZU	7
3. Usługi finansowe	8
3.1. Kruk	8
4. Paliwa, chemia	9
4.1. Ciech	9
4.2. Lotos	9
4.3. MOL	10
4.4. PGNiG	10
4.5. PKN Orlen	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. Netia	15
6.2. 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. Kęty	24
10.8. Kopex	24
10.9. Rovese	25
10.10. Tarczyński	25
10.11. Vistal	26
11. Budownictwo	27
11.1. Budimex	27
11.2. Elektrobudowa	27
11.3. Erbud	28
11.4. Unibep	28
12. Deweloperzy	29
12.1. Capital Park	29
12.2. Dom Development	29
12.3. Echo Investment	30
12.4. GTC	30
12.5. Robyng	31
13. Inne	32
13.1. Work Service	32
14. Terminy publikacji raportów	33
15. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	34
16. Statystyki rekomendacji	35

Banki

Banki		Trzymaj							
BZ WBK									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	361,80 PLN		P/E 2014	16,1		P/BV 2014	2,4
		Cena docelowa	344,95 PLN		P/E 2015	14,7		P/BV 2015	2,2
(mln PLN)		2Q'14P	1Q'14	2Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		882,5	867,8	800,0	1,7%	10,3%	3 896,4	3 276,6	18,9%
Wynik prowizyjny		444,1	441,9	443,2	0,5%	0,2%	1 844,0	1 778,6	3,7%
WNDB		1 499,5	1 442,4	1 444,8	4,0%	3,8%	6 455,0	6 089,8	6,0%
Koszty operacyjne		-699,2	-698,5	-731,7	0,1%	-4,4%	-2 891,9	-2 826,9	2,3%
Wynik operacyjny*		789,0	733,2	711,0	7,6%	11,0%	3 526,8	3 227,7	9,3%
Saldo rezerw		181,4	162,0	196,9	12,0%	-7,8%	772,8	729,3	6,0%
Zysk brutto		607,6	571,2	514,1	6,4%	18,2%	2 754,0	2 498,4	10,2%
Zysk netto		480,6	449,5	419,5	6,9%	14,6%	2 136,8	1 982,3	7,8%

*przed kosztami rezerw

Brak wzrostu wyniku prowizyjnego oraz nadal wysokie koszty w 2Q'14

BZ WBK zaraportuje wyniki za 1H'14 31 lipca. Zysk netto za 2Q'14 prognozujemy na poziomie 480,6 mln PLN, +6,9% Q/Q oraz +14,6% R/R. Oczekujemy, iż wyniki w 2Q'14 zostaną wsparte przez dywidendę od Aviva wysokości około 60 mln PLN. Oczekujemy, iż wynik odsetkowy wzrośnie o 1,7% Q/Q przy jednoczesnym spadku marży odsetkowej o

5 p.b. Q/Q. W 2Q'14 oczekujemy, iż wynik z tytułu prowizji i opłat pozostanie na prawie niezmiennym poziomie 444 mln PLN. Koszty powinny pozostać na stabilnym poziomie 699 mln PLN ze względu na nadal wysokie koszty integracji związane z migracją IT. Finalnie, po niskim poziomie kosztu ryzyka w 1Q'14 na poziomie 74 p.b. oczekujemy jego wzrostu do poziomu 98 p.b. w 2Q'14.

Banki		Trzymaj							
Getin Noble Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	2,99 PLN		P/E 2014	14,6		P/BV 2014	1,5
		Cena docelowa	2,95 PLN		P/E 2015	12,4		P/BV 2015	1,4
(mln PLN)		2Q'14P	1Q'14	2Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		385,1	363,7	322,1	5,9%	19,6%	1 536,5	1 297,8	18,4%
Wynik prowizyjny		116,2	112,8	93,9	3,0%	23,8%	461,5	419,2	10,1%
WNDB		524,3	499,8	473,9	4,9%	10,6%	2 091,9	1 887,4	10,8%
Koszty operacyjne		237,0	234,7	217,0	1,0%	9,2%	942,2	880,1	7,1%
Wynik operacyjny*		287,2	265,1	256,9	8,3%	11,8%	1 149,7	1 007,4	14,1%
Saldo rezerw		158,7	157,1	143,1	1,0%	10,9%	649,7	624,4	4,0%
Zysk brutto		128,5	108,0	113,8	19,0%	13,0%	500,0	382,9	30,6%
Zysk netto		141,4	130,1	100,0	8,8%	41,4%	541,1	399,7	35,4%

*przed kosztami rezerw

Dalsza poprawa marży odsetkowej

Getin Noble Bank opublikuje wyniki za 1H'14 29 sierpnia. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 141,4 mln PLN (+8,8% Q/Q oraz +41,4% Q/Q). Podobnie jak w poprzednim kwartale wyniki będą pod wpływem pozytywnego efektu podatkowego związanego ze spółką leasingową, który szacujemy na około 36 mln PLN. Zakładamy relatywnie wysoki wzrost przychodów z działalności podstawowej (+5,2% Q/Q). Według naszych prognoz, marża odsetkowa zanotuje wzrost o 4 p.b. (wobec średnich aktywów) do poziomu 2,26% dzięki niższemu kosztowi depozytów, co

jednocześnie przełoży się na wzrost wyniku odsetkowego o 5,9% Q/Q. Wynik prowizyjny wzrośnie w 2Q'14 o 3,0% Q/Q do poziomu 116 mln PLN za sprawą wyższych prowizji z rachunków oraz poprawy prowizji z tytułu kart. Koszty operacyjne pozostaną mocną stroną banku (+1,0% Q/Q), co przełoży się na spadek wskaźnika C/I z poziomu 47% na koniec 1Q'14 do 45,2% w 2Q'14. Jednocześnie prognozujemy, że saldo rezerw nieznacznie wzrośnie o 1,0% Q/Q do poziomu 159 mln PLN (koszt ryzyka na poziomie 120 p.b.).

Banki Handlowy		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	110,00 PLN		P/E 2014	17,0		P/BV 2014	2,0
		Cena docelowa	103,37 PLN		P/E 2015	14,8		P/BV 2015	2,0
(mIn PLN)		2Q'14P	1Q'14	2Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		300,4	293,1	310,5	2,5%	-3,3%	1 178,6	1 242,2	-5,1%
Wynik prowizyjny		160,8	157,0	165,1	2,4%	-2,6%	611,4	642,3	-4,8%
WNDB		638,4	620,7	678,7	2,9%	-5,9%	2 368,7	2 546,1	-7,0%
Koszty operacyjne		325,8	314,4	331,0	3,6%	-1,6%	1 239,7	1 364,6	-9,2%
Wynik operacyjny*		312,7	306,2	347,7	2,1%	-10,1%	1 072,8	1 181,4	-9,2%
Saldo rezerw		9,5	-2,4	-29,2	n.m.	n.m.	27,4	-36,2	n.m.
Zysk brutto		303,1	308,6	376,9	-1,8%	-19,6%	1 045,4	1 217,6	-14,1%
Zysk netto		245,5	247,7	300,3	-0,9%	-18,2%	847,3	970,9	-12,7%

*przed kosztami rezerw

Dobry wynik handlowy Banku Handlowego

Bank Handlowy opublikuje swoje wyniki 1 sierpnia. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 245,5 mln PLN (-0,9% Q/Q oraz -18,2% R/R). Oczekujemy, iż wyniki drugi kwartał z rzędu będą wspierane przez wynik handlowy, który prognozujemy na poziomie 175,5 mln PLN (+5,0% Q/Q). Oczekujemy również dobrych wyników z działalności podstawowej, gdzie wynik odsetkowy (+2,5% Q/Q) będzie wspierany przez rosnące wolumeny kredytów

konsumentckich, a wynik prowizyjny (+2,4% Q/Q) przez działalność maklerską oraz wynik na kartach. Niemniej jednak, wzrost wolumenów w kredytach wysokomarżowych powinien, według nas, mieć odbicie w saldzie rezerw, które prognozujemy na poziomie 10 mln PLN (koszt ryzyka równy 23 p.b.). Po znaczącym spadku kosztów operacyjnych w 1Q'14 (-16,4% Q/Q) oczekujemy ich wzrostu na poziomie 3,6% w 2Q'14.

Banki ING BSK		Akumuluj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	128,50 PLN		P/E 2014	16,1		P/BV 2014	1,9
		Cena docelowa	144,12 PLN		P/E 2015	12,9		P/BV 2015	1,7
(mIn PLN)		2Q'14P	1Q'14	2Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		571,6	567,9	495,3	0,6%	15,4%	2 269,0	2 042,6	11,1%
Wynik prowizyjny		273,3	276,1	259,9	-1,0%	5,2%	1 038,6	998,2	4,1%
WNDB		881,3	872,6	794,9	1,0%	10,9%	3 430,0	3 256,4	5,3%
Koszty operacyjne		464,1	471,2	464,9	-1,5%	-0,2%	1 866,1	1 833,3	1,8%
Wynik operacyjny*		417,2	401,4	329,3	3,9%	26,7%	1 564,0	1 422,0	10,0%
Saldo rezerw		81,6	84,1	69,1	-3,0%	18,1%	337,6	267,2	26,3%
Zysk brutto		335,6	317,3	260,2	5,8%	29,0%	1 226,4	1 154,8	6,2%
Zysk netto		279,7	254,6	216,9	9,9%	28,9%	1 035,3	961,5	7,7%

*przed kosztami rezerw

Kolejny bardzo dobry kwartał

ING Bank Śląski zaraportuje wyniki za 2Q'14 6 sierpnia. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 279,7 mln PLN, czyli wzrośnie o 9,9% Q/Q oraz o 28,9% R/R. W porównaniu do 1Q'14, oczekujemy stabilnych przychodów z działalności podstawowej, gdzie wzrost wyniku odsetkowego (+0,6% Q/Q) zrekompensuje spadek wyniku prowizyjnego

(-1,0% Q/Q). Oczekujemy, iż marża odsetkowa spadnie w 2Q'14 o 6 p.b. do poziomu 2,47% (do średnich aktywów) ze względu na wyczerpujący się potencjał z tytułu przeceny depozytów. Po sezonowym wzroście kosztów operacyjnych w 1Q'14 (+7,3% Q/Q) oczekujemy ich spadku o 1,5% Q/Q oraz stabilny poziom wobec 2Q'13. Oczekujemy lekkiej poprawy kosztu ryzyka do poziomu 57 p.b. z 60 p.b. zanotowanych w 1Q'14.

Banki Millennium		Akumuluj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	7,84 PLN		P/E 2014	14,5		P/BV 2014	1,7
		Cena docelowa	8,46 PLN		P/E 2015	12,8		P/BV 2015	1,5
(mIn PLN)		2Q'14P	1Q'14	2Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		353,1	355,3	296,8	-0,6%	19,0%	1 411,6	1 220,1	15,7%
Wynik prowizyjny		157,0	155,5	157,6	1,0%	-0,3%	597,4	588,7	1,5%
WNDB		574,7	575,0	521,8	0,0%	10,1%	2 272,8	2 080,1	9,3%
Koszty operacyjne		277,5	274,8	280,3	1,0%	-1,0%	1 110,4	1 089,6	1,9%
Wynik operacyjny*		275,4	269,1	229,8	2,4%	19,9%	1 087,1	916,8	18,6%
Saldo rezerw		65,7	65,7	61,5	0,0%	6,8%	266,7	234,1	13,9%
Zysk brutto		209,7	203,4	168,3	3,1%	24,6%	820,5	682,7	20,2%
Zysk netto		169,9	156,4	134,2	8,6%	26,6%	654,2	535,8	22,1%

*przed kosztami rezerw

Rekordowy kwartał

Bank Millennium zaraportuje wyniki za 2Q'14 28 lipca. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 169,9 mln PLN, czyli wzrosnie o 8,6% Q/Q oraz 26,6% R/R. Oczekujemy, iż na kwartalną poprawę wyników wpływ będzie mieć spadek całkowitych kosztów o 2,2% Q/Q. Jednocześnie oczekujemy stabilnych dochodów z działalności podstawowej z lekką

presją na wynik odsetkowy (-0,6% Q/Q) i wzrostem prowizji i opłat (+1,0% Q/Q). Oczekujemy, iż marża odsetkowa netto (do średnich aktywów) spadnie o 5 p.b. do poziomu 2,42% ze względu na wyczerpujący się potencjał zmiany cen depozytów. Ponadto oczekujemy płaskiego kosztu ryzyka na poziomie 59 p.b. w 2Q'14 ze względu na stabilną jakość aktywów.

Banki Pekao		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	177,00 PLN		P/E 2014	17,4		P/BV 2014	2,0
		Cena docelowa	173,34 PLN		P/E 2015	15,1		P/BV 2015	2,0
(mIn PLN)		2Q'14P	1Q'14	2Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		1 127,0	1 130,1	1 081,2	-0,3%	0,0%	4 575,6	4 443,9	3,0%
Wynik prowizyjny		520,0	512,9	528,4	1,4%	-1,6%	2 103,0	2 131,7	-1,3%
WNDB		1 822,4	1 770,8	1 915,7	2,9%	-4,9%	7 354,0	7 475,6	-1,6%
Koszty operacyjne		-871,9	-858,6	-883,1	1,5%	-1,3%	-3 502,6	-3 443,7	1,7%
Wynik operacyjny*		950,4	912,2	1 032,6	4,2%	-8,0%	3 851,4	4 031,9	-4,5%
Saldo rezerw		-151,9	-147,5	-156,1	3,0%	-2,7%	-614,3	-658,4	-6,7%
Zysk brutto		798,5	764,7	876,5	4,4%	-8,9%	3 237,1	3 373,5	-4,0%
Działalność zaniechana		0,0	0,0	8,8	n.m.	n.m.	0,0	17,5	n.m.
Zysk netto		659,9	634,2	730,5	4,1%	-9,7%	2 675,8	2 784,8	-3,9%

*przed kosztami rezerw

Poprawa wyniku w 2Q'14

Bank Pekao opublikuje wyniki za 2Q'14 5 sierpnia. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 659,9 mln PLN, czyli wzrośnie o 4,1% Q/Q, ale spadnie 9,7% R/R. Oczekujemy, iż płaska marża odsetkowa netto na poziomie 2,91% przełoży się na lekki spadek wyniku odsetkowego w kwartale (-0,3% Q/Q). Jednocześnie, po sezonowo słabym kwartale wyniku prowizyjnego, w 2Q'14 oczekujemy jedynie lekkiej poprawy

(+1,4% Q/Q) ze względu na słaby wynik prowizyjny z tytułu kart oraz prowizji związanych z rynkiem kapitałowym. Jednocześnie uważamy, iż w 2Q'14 bank zrealizuje zyski z obligacji, a wynik handlowy wzrośnie o 50% Q/Q. Oczekujemy, iż koszty ogółem wzrosną w kwartale o 1,5% Q/Q, ale w ujęciu rocznym oczekujemy nadal negatywnej dynamiki (-1,3% R/R). Ponadto oczekujemy, iż koszt ryzyka pozostanie na niezmiennym poziomie 53 p.b.

Banki		Kupuj							
PKO BP									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	38,29 PLN		P/E 2014	14,7		P/BV 2014	1,7
		Cena docelowa	43,20 PLN		P/E 2015	11,8		P/BV 2015	1,6
(mIn PLN)		2Q'14P	1Q'14	2Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		1 898,4	1 739,8	1 627,9	9,1%	16,6%	7 456,4	6 722,0	10,9%
Wynik prowizyjny		797,1	705,4	716,9	13,0%	11,2%	3 157,6	3 005,8	5,1%
WNDB		2 969,9	2 621,7	2 612,1	13,3%	13,7%	11 614,8	11 178,1	3,9%
Koszty operacyjne		-1 373,4	-1 125,8	-1 105,8	22,0%	24,2%	-5 255,6	-4 622,5	13,7%
Wynik operacyjny*		1 460,5	1 422,4	1 372,2	2,7%	6,4%	5 878,6	6 084,3	-3,4%
Saldo rezerw		454,8	413,5	418,9	10,0%	8,6%	1 842,0	2 037,9	-9,6%
Zysk brutto		1 005,7	1 009,0	953,2	-0,3%	5,5%	4 036,6	4 046,4	-0,2%
Zysk netto		812,6	802,6	752,8	1,2%	7,9%	3 266,0	3 229,8	1,1%

*przed kosztami rezerw

Pierwszy kwartał z Nordea

PKO BP opublikuje wyniki za 1H'14 1 września. Prognozujemy, że zysk netto PKO BP za 2Q 2014 wyniesie 812,6 mln PLN, +1,2% Q/Q oraz +7,9% R/R. Wynik banku w 2Q'14 będzie wspierany przez konsolidację aktywów Nordea. Oczekujemy, iż marża odsetkowa netto spadnie o 20 p.b. w 2Q kwartale ze względu na niższą marżę konsolidowanego banku. Niemniej jednak, wynik odsetkowy w 2Q'14 powinien się poprawić o 9,1% Q/Q oraz o 16,6% R/R. Po spadku wyniku prowizyjnego o 13,4% Q/Q w 1Q'14 oczekujemy jego

wzrostu na poziomie 8,3% Q/Q, a wraz z konsolidacją Nordei na poziomie 13,0% Q/Q. Po słabym wyniku na działalności handlowej w 1Q'14 oczekujemy wzrostu pozycji o 80% Q/Q do poziomu 123 mln PLN. Oczekujemy wzrostu kosztów operacyjnych o 22% Q/Q ze względu na niską bazę w 1Q'14, oraz integrację Nordei i koszty z nią związane. Niemniej jednak uważamy, iż większa część przewidzianych na rok obecny kosztów zostanie poniesiona w 2H'14. Oczekujemy, iż koszt ryzyka dla PKO BP powinien się kształtować na poziomie 107 p.b. wobec 106 p.b. w 1Q'14.

Ubezpieczyciele

Ubezpieczyciele PZU		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	437,50 PLN		P/E 2014	13,8	P/BV 2014	3,0	
		Cena docelowa	425,00 PLN		P/E 2015	13,6	P/BV 2015	3,0	
(mIn PLN)		2Q'14P	1Q'14	2Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym		4 003,2	4 354,0	4 069,3	-8,1%	-1,6%	17 712,4	16 480,0	7,5%
ubezpieczenia majątkowe		1 991,6	2 141,5	2 043,5	-7,0%	-2,5%	9 056,2	8 656,6	4,6%
ubezpieczenia na życie		2 011,6	2 212,5	2 025,8	-9,1%	-0,7%	8 656,2	7 823,4	10,6%
Odszkodowania i świadczenia netto		-2 771,5	-2 664,2	-2 728,7	4,0%	1,6%	-12 750,3	-11 161,2	14,2%
Koszty		-842,3	-841,7	-807,1	0,1%	4,4%	-3 650,0	-3 422,4	6,7%
Wynik techniczny		391,2	483,9	533,7	-19,2%	-26,7%	1 013,3	1 665,1	-39,1%
Wynik na działalności lokacyjnej		610,1	535,2	540,3	14,0%	12,9%	2 385,7	2 488,1	-4,1%
Zysk brutto		974,4	979,6	1 055,2	-0,5%	-7,7%	3 428,2	4 120,7	-16,8%
Zysk netto		789,2	760,4	837,3	3,8%	-5,7%	2 745,6	3 293,7	-16,6%

Nieco lepszy wynik na działalności lokacyjnej

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 789,2 mln PLN, czyli wzrośnie o 3,8% Q/Q, ale spadnie o 5,7% R/R. Kwartalny wzrost wyników determinowany będzie przez wyższy wynik lokacyjny na poziomie 610 mln PLN (+14,0% Q/Q). Składka przypisana brutto jest prognozowana przez nas na poziomie 4 003 mln PLN, co oznacza 1,6% spadku R/R. Oczekujemy, iż w segmencie majątkowym składka przypisana brutto

spadnie o 2,5% R/R, jako pochodna wojny cenowej, zaś w segmencie życiowym oczekujemy spadku na poziomie 0,7% R/R. Oczekujemy, iż odszkodowania netto wzrosną o 4,0% Q/Q ze względu na powodzie, które wystąpiły podczas kwartału. Ponadto prognozujemy, że skonsolidowane koszty ogółem wzrosną o 4,4% R/R ze względu na nadal wysokie koszty akwizycji.

Usługi finansowe

Usługi finansowe Kruk		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	89,80 PLN		P/E 2014	10,8		P/BV 2014	2,7
		Cena docelowa	113,29 PLN		P/E 2015	10,0		P/BV 2015	2,2
(mln PLN)		2Q'14P	1Q'14	2Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Przychody ogółem		150,3	120,1	103,0	25,1%	45,9%	513,8	405,6	26,7%
zakup wierzytelności		138,5	109,1	92,2	26,9%	50,2%	465,7	355,7	30,9%
inkaso		9,2	8,0	8,4	15,0%	9,5%	36,4	39,9	-8,8%
Koszty bezpośrednie i pośrednie		59,7	50,7	43,8	17,8%	36,3%	227,8	182,8	24,6%
Marża pośrednia		90,6	69,4	59,2	30,5%	53,0%	286,0	222,9	28,3%
Zysk operacyjny		69,4	51,8	42,1	34,0%	64,8%	195,9	152,9	28,1%
Zysk brutto		54,6	39,1	30,3	39,6%	80,2%	144,9	98,5	47,1%
Zysk netto		53,0	40,0	30,9	32,5%	71,5%	140,6	97,8	43,8%

Kwartał wsparty przez wydarzenie jednorazowe

Kruk udostępni wyniki za 2Q'14 1 września. Oczekujemy, iż zysk netto Kruka wyniesie 53,0 mln PLN, +32,4% Q/Q oraz 71,2% R/R. Wynik będzie wsparty przez jednorazowe zyski w wysokości 18,7 mln PLN z tytułu sprzedaży wierzytelności zewnętrznemu podmiotowi. Dodatkowo oczekujemy, iż wyniki będą pod pozytywnym wpływem aktualizacji ze względu na spadającą stopę wolną od ryzyka. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Kruka, wartość nakładów

na wierzytelności nabyte łącznie w Polsce i zagranicą w 2Q'14 wyniosła 44 mln PLN, zaś wartość nominalna wierzytelności nabytych wyniosła 657 mln PLN. W segmencie inkasa oczekujemy wzrostu przychodów o 15,0% Q/Q oraz 9,3% R/R. Jednocześnie oczekujemy wzrostu kosztów operacyjnych w 2Q'14 o 20,8% Q/Q ze względu na wygasający program opcyjny oraz wzrostu kosztów finansowania (+20% Q/Q).

Paliwa, chemia

Chemia Ciech		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	35,03 PLN	P/E 2014	16,6	EV/EBITDA 2014	6,3		
		Cena docelowa	35,87 PLN	P/E 2015	14,3	EV/EBITDA 2015	6,0		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	821,9	889,1	-8%	1 666,9	1 882,5	-11%	3 362,4	3 501,0	-4%
EBITDA	124,8	93,3	34%	242,7	225,6	-	515,2	356,3	45%
Marża	15,2%	10,5%	-	14,6%	12%	-	15,3%	10,2%	-
EBIT	74,7	40,9	83%	142,4	120,7	18%	296,1	139,7	112%
Zysk brutto	36,1	16,9	113%	62,7	52,4	-	164,3	-6,2	-
Zysk netto	21,6	15,2	43%	28,1	61,9	-55%	133,1	49,4	169%

Wzrost EBIT q/q

W 2Q'14 wynik operacyjny Ciechu powinien być wyraźnie lepszy zarówno w ujęciu r/r, jak i q/q, ale duży wpływ na to będą miały oczywiście zaniżone przez zdarzenia jednorazowe bazy odniesienia. W segmencie sodowym oczekujemy, że oczyszczony EBIT będzie zbliżony q/q z uwagi na stabilne ceny w kontraktach i płaskie wolumeny sprzedaży. W obszarze organicznym sezonowy spadek wyników może być bardziej zauważalny z uwagi na sygnalizowane przez Spółkę szybsze niż zwykle zakończenie sezonu na środki ochrony roślin (skorygowany EBIT 17 mln PLN vs. 28 mln PLN kwartał wcześniej). W obszarze krzemianów zakładamy poprawę

wyników q/q (EBIT 5,1 mln PLN vs. 2,6 mln PLN), co obok standardowej sezonowości powinno być pochodną wyższej cen siarki. Na poziomie działalności finansowej ujemne saldo wynikające z kosztów odsetkowych będzie dodatkowo pogłębione przez koszty premii wcześniejszego wykupu transzy obligacji, które szacujemy na niecałe 5 mln PLN. Z uwagi na duże wahania efektywnej stopy podatkowej w poprzednich okresach, w tym kwartale w prognozach uwzględniamy również konserwatywnie wyższe obciążenie podatkowe, co w efekcie obniża dodatnią dynamikę na poziomie zysku netto.

Paliwa Lotos		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	37,50 PLN	P/E 2014	8,4	EV/EBITDA 2014	5,9		
		Cena docelowa	38,60 PLN	P/E 2015	7,8	EV/EBITDA 2015	5,3		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	7 326,9	6 118,8	20%	14 503,9	13 296,2	9%	31 273,0	28 597,3	9%
EBITDA	365,7	60,0	510%	597,3	203,3	194%	1 846,0	802,6	130%
Marża	5,0%	1,0%	-	4,1%	1,5%	-	5,9%	2,8%	-
EBIT	168,0	-100,8	-	185,4	-126,4	-	1 152,8	146,5	-
Zysk brutto	114,3	-172,3	-	93,3	-392,6	-	933,0	-62,0	-
Zysk netto	92,6	-126,1	-	60,2	-273,4	-	582,6	39,4	-

Poprawa r/r z uwagi na zaniżoną bazę

W ubiegłym roku w 2Q wyniki rafinerii w Gdańsku były obciążone kosztami przestoju remontowego, tak więc w tym roku mimo słabszych marż na dieslu wraz z lepszymi wolumenami oczekujemy poprawy oczyszczonego EBIT segmentu liczonego metodą LIFO (66 mln PLN vs. -136 mln PLN). Tym razem wpływ operacyjnych różnic kursowych powinien być pomijalny, a efekt przeszacowania zapasów prognozujemy na około +27 mln PLN. W segmencie wydobywczym oczekujemy zbliżonych wolumenów w Polsce i na Litwie, a w przypadku projektu Heimdal uwzględniamy

miesięczny przestój platformy. EBIT w tym obszarze szacujemy łącznie na 49 mln PLN vs. 122 mln PLN przed rokiem (wówczas pojawiło się 70 mln PLN zysków z odwrócenia odpisów na złoża gazowe). Dodatkowo, zakładamy dodatnie korekty konsolidacyjne na 12 mln PLN w związku z rozpoznaniem odłożonej marży wydobywczej (sprzedaż produktów z ropy Rozewie). W detalu zakładamy poziom break even. Z uwagi na małą zmienność na rynku walutowym oczekujemy, że największą pozycją na działalności finansowej będą odsetki netto. W efekcie zysk netto powinien przekroczyć 92 mln PLN.

Paliwa MOL									
Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca	11 680 HUF		P/E 2014	8,1	EV/EBITDA 2014	3,8		
	Cena docelowa	15 652 HUF		P/E 2015	6,2	EV/EBITDA 2015	3,1		
(mld HUF)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 230,3	1 320,0	-7%	2 367,6	2 627,5	-10%	5 723,0	5 401,1	6%
EBITDA	98,9	95,1	4%	213,1	231,8	-8%	568,2	520,4	9%
Marża	8,0%	7,2%	-	9,0%	8,8%	-	9,9%	9,6%	-
EBIT	21,8	16,8	30%	68,2	76,6	-11%	236,8	-18,7	-
Zysk brutto	13,8	3,9	250%	45,2	61,9	-27%	218,9	-50,4	-
Zysk netto	10,4	17,2	-40%	31,2	46,7	-33%	149,0	27,1	-

Słabszy wynik INA na wydobyciu

Oczyszczona EBITDA LIFO powinna w tym kwartale sięgnąć około 98 mld HUF vs. 112 mld HUF wypracowane rok wcześniej. Pogorszenie rentowności dotknie głównie segmentu wydobywczego, gdzie oczekujemy spadku wolumenów (sprzedane projekty w Rosji tylko częściowo zneutralizowane przez nabyte aktywa na Morzu Północnym), negatywnego wpływu podwyżki opłat eksploatacyjnych w Chorwacji oraz obniżenia średnich cen sprzedaży gazu (łącznie ponad 6 mld HUF). Dodatkowo, Spółka nadal nie będzie prawdopodobnie księgować żadnych przychodów z wydobycia w Kurdystanie mimo rosnących wolumenów

produkcji (efekt napiętej sytuacji politycznej w Iraku i braku finalnych uzgodnień dotyczących rozliczeń w ramach PSA). W obszarze rafineryjnym również oczekujemy pogorszenia wyników (CCS EBITDA 30 mld HUF vs. 42 mld HUF rok wcześniej), co będzie pochodną słabszych marż rafineryjnych. W segmencie gazowym prognozujemy EBIT na poziomie 10 mld HUF (8,5 mld HUF rok wcześniej), a poprawa r/r to głównie kwestia braku strat na handlu gazem w Chorwacji (straty na regulowanej działalności zostały niejako przesunięte do wydobycia). Na działalności finansowej z uwagi na stabilne otoczenie walutowe nie oczekujemy istotnych pozycji poza odsetkami netto.

Paliwa PGNiG									
Trzymaj									
Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca	5,22 PLN		P/E 2014	9,9	EV/EBITDA 2014	5,2		
	Cena docelowa	5,22 PLN		P/E 2015	11,7	EV/EBITDA 2015	5,8		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	7 074,5	6 535,0	8%	16 611,5	16 790,0	-1%	31 224,8	32 120,0	-3%
EBITDA	1 887,7	1 360,0	39%	4 068,7	3 336,0	22%	6 755,6	5 612,0	20%
Marża	26,7%	20,8%	-	24,5%	19,9%	-	21,6%	17,5%	-
EBIT	1 269,7	747,0	70%	2 827,7	2 174,0	30%	4 291,9	3 149,0	36%
Zysk brutto	1 184,3	619,0	91%	2 704,3	1 899,0	42%	4 079,3	2 709,0	51%
Zysk netto	829,0	352,0	136%	2 010,0	1 425,0	41%	3 110,4	1 918,0	62%

Bardzo dobre marże na działalności regulowanej

Wyniki PGNiG za 2Q'14 będą w naszej opinii bardzo dobre, a główną ich siłą napędową będzie wysoka marża na handlu gazem z importu. Stabilna taryfa przy mocno malejącym koszcie pozyskania surowca (cena gazu jamalskiego powinna spaść q/q o 10% z uwagi na uwzględnienie notowań kontraktów giełdowych) oraz niskie koszty zakupu gazu ze Skarv (przesunięcie marży pomiędzy segmentami) pozwolą na wypracowanie prawie 300 mln PLN EBIT w segmencie obrotu, mimo rosnącego udziału zakupów z kierunku wschodniego (konieczność wypełnienia umów take or pay). W obszarze wydobywczym oczekujemy znacznego wzrostu

wolumenu sprzedaży ropy (efekt przesunięcia z 1Q), co przy wyższych cenach sprzedaży poprawi rezultat q/q (EBIT prognozujemy na 987 mln PLN). Pozostałe segmenty z uwagi na tradycyjną sezonowość nie będą miały istotnego wpływu na skonsolidowane zyski (dystrybucja +27 mln PLN, a ciepło -35 mln PLN na poziomie EBIT). Na działalności finansowej ujemne saldo z tytułu odsetek będzie nieco zwiększone przez straty kursowe na pożyczce dolarowej w spółce norweskiej (około -15 mln PLN). Jeśli chodzi o podatek to konserwatywnie aplikujemy wyższą efektywną stopę na poziomie 30% z uwagi na większą kontrybucję projektu Skarv. Ostatecznie jednak Spółka powinna podwoić zyski w ujęciu r/r.

Paliwa PKN Orlen									
Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca	42,77 PLN		P/E 2014	9,6	EV/EBITDA 2014	5,5		
	Cena docelowa	50,86 PLN		P/E 2015	8,4	EV/EBITDA 2015	4,9		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	28 813,6	28 311,4	2%	52 932,6	55 783,3	-5%	112 543,9	113 853,0	-1%
EBITDA	1 055,0	398,0	165%	1 831,0	1 277,0	43%	4 948,3	2 503,0	98%
Marża	3,7%	1,4%	-	3,5%	2,3%	-	4,4%	2,2%	-
EBIT	533,0	-137,0	-	787,0	204,0	286%	2 653,2	333,0	-
Zysk brutto	470,9	-264,2	-	624,9	-147,9	-	2 405,8	178,0	-
Zysk netto	381,4	-206,9	-	445,4	-57,6	-	1 904,3	176,0	-

EBIT LIFO płaski r/r mimo słabszego makro

Raportowany wynik operacyjny w 2Q'14 będzie wzmocniony przeszacowaniem zapasów, które szacujemy na około 105 mln PLN. Jeśli chodzi o oczyszczony EBIT LIFO segmentu rafineryjnego to powinien on plasować się blisko break even (+33 mln PLN vs. -6 mln PLN rok wcześniej). Utrzymanie rezultatów r/r mimo pogorszenia modelowej marży kompleksowej (-5 PLN/Bbl) oraz większego natężenia przestojów remontowych (miesięczny postój kluczowych instalacji w Płocku) będzie naszym zdaniem możliwe dzięki poprawie lokalnych czynników zewnętrznych. W konsekwencji efektywna jednostkowa EBITDA będzie wyższa od benchmarku. Segment detaliczny powinien utrzymać rezultat z ubiegłego roku (285 mln PLN) mimo presji na marże na benzynie z uwagi na oczekiwany wzrost wolumenów oraz lepsze wyniki na sprzedaży pozapaliwowej.

W obszarze petrochemii nie uda się naszym zdaniem powtórzyć rezultatu sprzed roku, mimo wyższej modelowej marży na olefinach i poliolefinach. Spadek wyniku (łącznie z Anwilem i BOP EBIT szacujemy na 275 mln PLN vs. 323 mln PLN rok wcześniej) będzie związany z przestojem remontowym instalacji PX/PTA, niższymi marżami na PTA oraz słabszym wynikiem w nawozach. Segment wydobywczy powinien nieco poprawić rezultat q/q (około 20 mln EBIT) z uwagi na częściową konsolidację Birchill. Na poziomie działalności finansowej saldo powinno być nieznacznie ujemne i szacujemy je na -62 mln PLN. Ostatecznie Orlen zanotuje więc zysk netto rzędu 381 mln PLN. W naszych prognozach nie zakładamy żadnych zdarzeń jednorazowych, w tym odpisów aktywów, które mogą się pojawić jeśli Orlen zrewiduje średnioterminowe założenia makro przy okazji aktualizacji strategii.

Energetyka

Energetyka CEZ		Redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	86,50 PLN	P/E 2014	10,6	EV/EBITDA 2014	6,9		
		Cena docelowa	76,00 PLN	P/E 2015	12,5	EV/EBITDA 2015	7,4		
(mIn CZK)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	48 459,6	53 126,0	-9%	101 616,6	113 006,0	-10%	196 961,2	217 273,0	-9%
EBITDA	17 196,7	20 955,0	-18%	38 433,7	49 251,0	-22%	70 461,7	73 699,0	-4%
Marża	35,5%	39,4%	-	37,8%	43,6%	-	35,8%	33,9%	-
EBIT	10 334,7	13 847,0	-25%	24 708,7	35 144,0	-30%	42 415,2	45 755,0	-7%
Zysk brutto	9 024,7	12 979,0	-30%	21 429,7	34 528,0	-38%	36 927,5	44 440,0	-17%
Zysk netto	7 310,0	10 785,0	-32%	17 222,0	28 592,0	-40%	29 219,2	35 885,0	-19%

Kontynuacja tendencji z 1Q

Przypominamy, że średnia cena sprzedaży energii w tym roku będzie w CEZ o około 7 EUR/t niższa niż przed rokiem, ale największe ujemne dynamiki wyników będą widoczne właśnie w pierwszym półroczu z uwagi na efekt sposobu księgowania wyników na zabezpieczeniach w roku 2013 (ceny realizowane w 2H'13 były niższe niż w 1H). W segmencie wytwarzania oczekujemy w związku z tym pogorszenia EBIT (5,2 mld CZK wobec 7,9 mld CZK przed rokiem). Wolumen produkcji w elektrowniach jądrowych był w tym czasie zbliżony r/r, a dodatkowym obciążeniem będzie gorszy wynik farm wiatrowych w Rumunii. W obszarze

dystrybucji zysk operacyjny może być nieznacznie niższy (4,1 mld CZK vs. 4,6 mld CZK) z uwagi na obniżenie taryf w Bułgarii i mniejszy wpływ korekt taryfowych w Czechach. Słabiej r/r wypadną kopalnie, gdyż zakładamy niższy wolumen sprzedaży zewnętrznej (EBIT 0,6 mld CZK vs. 0,7 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. Ostatecznie więc zysk netto w ujęciu r/r spadnie o prawie jedną trzecią. W naszych prognozach nie uwzględniamy potencjalnego wpływu ugody z rządem albańskim, która może dodać 3 mld CZK na poziomie EBIT.

Energetyka Enea		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	14,97 PLN	P/E 2014	8,6	EV/EBITDA 2014	4,1		
		Cena docelowa	17,93 PLN	P/E 2015	10,0	EV/EBITDA 2015	5,2		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	2 409,9	2 215,3	9%	4 783,6	4 595,6	4%	8 850,3	9 150,5	-3%
EBITDA	532,9	369,8	44%	994,4	919,7	8%	1 810,5	1 658,8	9%
Marża	22,1%	16,7%	-	20,8%	20,0%	-	20,5%	18,1%	-
EBIT	368,5	178,5	106%	635,2	533,8	19%	1 032,0	897,0	15%
Zysk brutto	367,0	184,5	99%	635,9	555,5	14%	989,7	945,2	5%
Zysk netto	297,2	143,9	107%	505,4	439,9	15%	772,0	715,4	8%

KDT-y wzmocnią wyniki

W 2Q'14 Enea zanotuje znacznie lepsze wyniki w ujęciu r/r, aczkolwiek będzie to pochodna zaksięgowania zapowiadanych 200 mln PLN przychodów z tytułu KDT. W segmencie wytwarzania po oczyszczeniu o to zdarzenie prognozujemy EBIT na poziomie +15 mln PLN vs. strata -11,9 mln PLN rok wcześniej. Przypominamy jednak, że rok temu w tym obszarze zaksięgowano jednorazowo wysokie koszty CO₂ (ponad 80 mln PLN), tak więc realnie rezultat na generacji pogorszy się r/r, co będzie efektem spadku cen energii oraz niższej i mniej efektywnej produkcji (jeden blok 500 MW był

cały kwartał w remoncie, a drugi blok 500 MW miał 1,5 miesięczną awarię). W segmencie dystrybucji oczekujemy zbliżonych wyników r/r (130 mln PLN EBIT), natomiast w obszarze handlowym w związku z wyższymi kosztami świadectw pochodzenia zakładamy spadek zysków (EBIT 44 mln PLN vs. 75,9 mln PLN przed rokiem). Koszty ogólne prognozujemy na średnim poziomie z ostatnich kwartałów. Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się neutralnego salda z uwagi na malejące stany gotówki netto. Ostatecznie jednak zysk netto powinien być dwa razy większy niż w 2Q'13.

Energetyka Energia										
Trzymaj										
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	21,01 PLN		P/E 2014	11,3	EV/EBITDA 2014	5,5		
		Cena docelowa	19,90 PLN		P/E 2015	13,2	EV/EBITDA 2015	5,5		
(mln PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	
Przychody	2 651,4	2 855,7	-7%	5 399,4	5 789,5	-7%	11 153,0	11 429,2	-2%	
EBITDA	609,0	655,8	-7%	1 262,8	1 127,8	12%	2 225,6	1 965,5	13%	
Marża	22,97%	22,96%	-	23,39%	19,48%	-	19,95%	17,20%	-	
EBIT	401,0	468,3	-14%	846,7	750,7	13%	1 388,5	1 194,8	16%	
Zysk brutto	346,0	459,0	-25%	750,3	702,1	7%	1 077,0	1 022,4	5%	
Zysk netto	280,2	353,3	-21%	599,9	545,6	10%	816,6	764,0	7%	

Nadal dobre wyniki wytwarzania

Podobnie jak w 1Q'14 Energia powinna zaprezentować dobre wyniki w obszarze wytwarzania, mimo spadku cen energii w ujęciu r/r. Będzie to możliwe dzięki efektom operacyjnej rezerwy mocy, poprawy rentowności współspalania oraz sprzedaży zapasów zielonych certyfikatów po wyższych cenach od księgowych zapisów. EBIT segmentu powinien sięgnąć około 140 mln PLN, czyli tylko nieznacznie mniej niż w poprzednim kwartale. W obszarze dystrybucji zakładamy spadek wyników w ujęciu r/r (EBIT 216 mln PLN vs.

258 mln PLN), co będzie efektem spadku WACC i nieco wyższych kosztów. W segmencie obrotu zakładamy nieznaczne tylko pogorszenie rezultatów r/r (50 mln PLN EBIT vs. ponad 70 mln PLN rok wcześniej) z uwagi na pojawienie się dodatkowego obowiązku umarzania świadectw pochodzenia. Zakładamy jednak, że w przeciwieństwie do poprzednich kwartałów całość marży handlowej pojawi się w tym obszarze i nie będzie alokowana do pozycji „korekt konsolidacyjnych”. Ostatecznie po uwzględnieniu ujemnego salda odsetek zysk netto powinien być o około 21% niższy r/r.

Energetyka PGE										
Redukuj										
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	20,38 PLN		P/E 2014	9,9	EV/EBITDA 2014	4,6		
		Cena docelowa	18,90 PLN		P/E 2015	11,8	EV/EBITDA 2015	5,8		
(mln PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	
Przychody	6 181,7	7 283,1	-15%	13 110,7	15 100,8	-13%	27 151,6	30 144,9	-10%	
EBITDA	2 674,8	2 362,1	13%	4 388,8	4 643,8	-5%	7 832,6	8 017,8	-2%	
Marża	43,3%	32,4%	-	33,5%	30,8%	-	28,9%	26,6%	-	
EBIT	1 935,8	1 619,4	20%	2 910,8	3 167,3	-8%	4 863,2	5 060,4	-4%	
Zysk brutto	1 937,8	1 588,1	22%	2 919,8	3 116,3	-6%	4 759,3	5 059,2	-6%	
Zysk netto	1 569,6	1 283,9	22%	2 358,6	2 511,2	-6%	3 849,1	4 118,5	-7%	

Istotne zdarzenia jednorazowe poprawią wyniki

PGE w 2Q'14 wyraźnie poprawi wyniki w ujęciu r/r z uwagi na zapowiedziane już zdarzenia jednorazowe, a więc odwrócenie rezerw na CO₂ (łącznie z kosztami z 1Q będzie to około 880 mln PLN) oraz dodatni wpływ wyroków sądowych ws. KDT (160 mln PLN). W efekcie wynik segmentu wytwarzania na poziomie EBIT powinien osiągnąć 1,4 mld PLN, w czym uwzględniamy również około 120 mln PLN bieżących rekompensat. Rezultat mógłby być jeszcze lepszy gdyby nie istotny spadek produkcji w elektrowniach na węgiel brunatny (efekt awarii, przestojów i odstawienia bloku w Turowie). W

segmencie dystrybucji zakładamy zysk zbliżony w ujęciu r/r (340 mln PLN), gdyż spadek kosztów powinien kompensować obniżony WACC. Na działalności handlowej zarówno w hurcie, jak i detalu oczekujemy spadku rentowności q/q w związku z dodatkowymi kosztami świadectw pochodzenia i presją na marżę (EBIT hurtu szacujemy na 140 mln PLN, a detalu na -35 mln PLN). W przypadku OZE poza zwykłą sezonowością nie zakładamy większych odchyleń od 1Q (EBIT 50 mln PLN). Na działalności finansowej saldo powinno być neutralne, co ostatecznie pozwoli na osiągnięcie ponad 20% dynamiki r/r na zysku netto.

Energetyka Tauron									
Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca	5,03 PLN		P/E 2014	8,4	EV/EBITDA 2014	4,4		
	Cena docelowa	6,40 PLN		P/E 2015	9,5	EV/EBITDA 2015	5,2		
(mln PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	4 213,3	4 541,9	-7%	9 100,5	9 704,9	-6%	18 034,7	19 131,1	-6%
EBITDA	862,2	831,0	4%	1 950,4	2 051,8	-5%	3 549,8	3 661,5	-3%
Marża	20,5%	18,3%	-	21,4%	21,1%	-	19,7%	19,1%	-
EBIT	420,4	399,8	5%	1 052,8	1 188,2	-11%	1 680,3	1 934,1	-13%
Zysk brutto	345,9	348,5	-1%	903,5	1 084,5	-17%	1 298,6	1 683,6	-23%
Zysk netto	280,2	289,6	-3%	676,1	847,9	-20%	1 051,9	1 308,3	-20%

Wyniki porównywalne r/r, ale baza odniesienia zaniżona

W 2Q'14 Tauron powinien wygenerować zbliżone wyniki w ujęciu r/r, aczkolwiek nie byłyby to oczywiście możliwe gdyby nie obniżona przez odpisy baza odniesienia. Oczyszczone rezultaty byłyby gorsze, przede wszystkim z uwagi na spadek marż w obszarze obrotu (EBIT 132 mln PLN vs. 239 mln PLN przed rokiem) związany ze wzrostem kosztów świadectw pochodzenia oraz mniej korzystnymi rozliczeniami międzysegmentowymi z dystrybucją (rok temu ceny na różnicę bilansową kształtowały się znacznie powyżej rynku). Ze względu na niższe wolumeny i ceny słabiej wypadną też

segmenty wydobywczy (EBIT -15 mln PLN vs. 38 mln PLN rok temu) oraz wytwórczy (strata -71 mln PLN vs. skorygowane -24 mln PLN), choć w tym ostatnim wypadku pozytywnym zaskoczeniem powinny być efekty rezerwy operacyjnej oraz wysokich cen w spocie, szczególnie w szczycie. Segment dystrybucji mimo spadku WACC powinien utrzymać rezultat z ubiegłego roku (350 mln PLN) dzięki optymalizacji kosztów oraz wspomnianym zmianom rozliczeń przy zakupie energii na straty sieciowe. W pozostałych obszarach nie oczekujemy większych zaskoczeń, może poza segmentem obsługi klienta, gdzie powinna nastąpić normalizacja wysokiej marży z 1Q. Saldo na działalności finansowej zakładamy na poziomie zbliżonym q/q.

Telekomunikacja

Telekomunikacja Netia		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	5,51 PLN	P/E 2014	37,8	EV/EBITDA 2014	4,4		
		Cena docelowa	5,60 PLN	P/E 2015	41,6	EV/EBITDA 2015	4,8		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	425,6	477,5	-10,9%	860,0	968,2	-11,2%	1 720,0	1 623,4	5,9%
EBITDA	122,6	138,6	-11,6%	248,6	277,2	-10,3%	483,4	532,8	-9,3%
Marża	28,8%	29,0%	-	57,8%	57,3%	-	28,1%	32,8%	-
EBIT	18,6	26,4	-29,6%	39,3	53,7	-26,8%	80,0	92,8	-13,7%
Zysk brutto	14,0	18,5	-24,2%	30,1	38,4	-21,6%	62,6	64,4	-2,8%
Zysk netto	11,4	8,6	32,2%	22,4	21,7	3,2%	50,7	46,3	9,6%

Negatywnych tendencji ciąg dalszy

W 2Q'14 spodziewamy się utrzymania negatywnych tendencji z poprzedniego kwartału. ARPU z usług głosowych na własnej sieci powinno wykazać spadek do poziomu 37,5 PLN (-12% R/R), a na dzierżawionej infrastrukturze powinno być na stabilnym poziomie R/R. Zakładamy delikatny spadek liczby użytkowników na koniec okresu do 1,42 mln (-2,3% R/R), co wynika ze spadku abonentów na liniach dzierżawionych. Przychody z usługi transmisji danych powinny delikatnie

spadać R/R, ARPU z usług transmisji danych powinno wynieść 55,7 PLN (zakładamy niewielką poprawę Q/Q), przy 1% spadku abonentów R/R. Spadek obrotów będzie zrekomensowany zmniejszeniem się kosztów sprzedaży o ponad 17% R/R (do poziomu 76 mln PLN). Zysk EBITDA wyniesie 122,6 mln PLN (skorygowana EBITDA będzie na poziomie 128,1 mln PLN), a zysk netto będzie na poziomie 11,4 mln PLN (+32% R/R).

Telekomunikacja Orange Polska		Sprzedaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	9,59 PLN	P/E 2014	33,3	EV/EBITDA 2014	4,7		
		Cena docelowa	8,10 PLN	P/E 2015	69,2	EV/EBITDA 2015	5,0		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	3 029,9	3 261,0	-7,1%	6 024,9	6 513,0	-7,5%	12 298,0	12 923,0	-4,8%
EBITDA	975,9	990,0	-1,4%	2 116,9	2 023,0	4,6%	3 977,8	3 904,0	1,9%
Marża	32,2%	30,4%	-	70,30%	62,20%	-	32,3%	30,2%	-
EBIT	235,9	209,0	12,9%	626,9	447,0	40,2%	999,2	788,0	26,8%
Zysk brutto	127,3	101,0	26,0%	399,3	205,0	94,8%	465,9	310,0	50,3%
Zysk netto	103,1	69,0	49,4%	374,1	148,0	152,8%	377,4	294,0	28,4%

Raportowana EBITDA na stabilnym R/R poziomie, poprawa momentum na wynikach Q/Q

W 2Q'14 w segmencie mobilnym spodziewamy się dalszej erozji ARPU detalicznego do 29,1 PLN (-6,5% R/R) i hurtowego do 3,7 PLN (-27% R/R). Zakładamy, że podobnie jak w poprzednich kwartałach Orange Polska zaraportuje wzrost liczby post-paid do poziomu 7,5 mln (+140 tys. Q/Q), a liczbę klientów pre-paid przyjęliśmy na stabilnym poziomie Q/Q. Przychody z usług telefonii komórkowej powinny wynieść 1 493 mln PLN (-6,1% R/R). Nieznacznie większego spadku oczekujemy z usług telefonii stacjonarnej, której obrót wyniesie 1 400 mln PLN. Wynikać to może zarówno ze spadku detalicznego ARPU o 6,1% do poziomu 41,5 PLN jak i utrzymania się na stabilnym poziomie ARPU z usług szerokopasmowych (zakładamy 60,5 PLN). Liczba łączących stacjonarnych telefonicznych powinna wykazywać dalsze spadki na poziomie ok. 100 tys. kwartalnie, liczba dostępów szerokopasmowych obniży się nieznacznie o 10 tys. Q/Q.

Bazę kosztową bez amortyzacji w Orange Polska w 2Q'14 szacujemy na 2 054 mln PLN (spadek o 9,6% R/R), co wiąże się ze spadkiem kosztów świadczeń pracowniczych oraz kosztów sprzedaży. Dodatkowo, spadek stawek MTR będzie mieć odbicie w spadku kosztów rozliczeń z innymi operatorami. Wynik EBITDA szacujemy na 976 mln PLN (-1,4% R/R). Spodziewamy się, że marża EBITDA ulegnie wzrostowi R/R do poziomu 32,2% (z 30,4% w 2Q'13). Amortyzację szacujemy na 750 mln PLN, koszty finansowe na 109 mln PLN (uwzględniając obniżenie kosztów finansowania w wyniku refinansowania euroobligacji zapadających w maju b.r.). Wynik netto powinien wynieść 103 mln PLN, przy 19% stopie podatkowej. Zwracamy uwagę, że w 2Q'14 Orange Polska zmieniła podejście do rozpoznania przychodu z tytułu sprzedaży telefonów z systemu ratalnego (przychody rozłożone równo na każdy miesiąc z okresu abonamentu) na rozpoznanie całości przychodu w momencie zawarcia umowy. Zmiany nie uwzględniliśmy w naszych estymacjach.

Media

Media Agora		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	8,19 PLN	P/E 2014	204,7	EV/EBITDA 2014	4,4		
		Cena docelowa	9,50 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	4,3		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	260,6	271,9	-4,2%	514,6	533,7	-3,6%	1 104,4	1 073,9	2,8%
EBITDA	20,5	28,2	-27,2%	34,7	53,2	-34,8%	96,5	89,6	7,6%
Marża	7,9%	10,4%	-	13,5%	19,9%	-	8,7%	8,3%	-
EBIT	-3,1	4,3	-171,5%	-12,7	4,0	-417,5%	3,6	7,4	-51,9%
Zysk brutto	-3,1	2,0	-255,6%	-12,9	0,9	-1 533,3%	2,5	4,9	-48,1%
Zysk netto	-2,1	1,3	-263,6%	-11,7	-0,2	5 750,0%	2,0	0,5	345,2%

Zysk operacyjny ciągle negatywny, Helios nie przyniesie powodów do optymizmu

Spodziewamy się dalszych spadków przychodów w Agorze do 260,6 mln PLN w 2Q'14 (-4,2% R/R). Koszty operacyjne powinny zmniejszyć się tylko o 3,9% (włączając 15,7 mln PLN wyłączeń międzysegmentowych), co przełoży się na stratę EBIT na poziomie 3,1 mln PLN. W segmencie prasy codziennej spodziewamy się: (1) niewielkiego spadku na sprzedaży wydawnictw (pomimo spadku rozpowszechniania płatnego, efektywna cena gazety Wyborczej wzrosła o ponad 15%), (2) spadków w reklamie

na poziomie -18,5%. Obroty ze sprzedaży biletów do kin powinny wynieść 24,8 mln PLN i być 6,4% niższe R/R pomimo wzrostu bazy ekranów do 180 vs. 166 rok wcześniej. Wysokie koszty operacyjne kin w okresie mniejszych obrotów przełożą się na negatywny wynik EBIT w Heliosie. Poprawy wyniku operacyjnego spodziewamy się w przypadku działalności internetowej, radiowej i w reklamie zewnętrznej, jednak przyrosty będą zbyt małe, aby zrekompensować wcześniej opisywane negatywne tendencje. Zysk EBITDA Agory w 1Q'14 wyniesie 20,5 mln PLN (-27% R/R).

Media Cyfrowy Polsat		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	23,35 PLN	P/E 2014	23,1	EV/EBITDA 2014	10,7		
		Cena docelowa	23,84 PLN	P/E 2015	16,7	EV/EBITDA 2015	6,2		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 739,7	735,9	136,4%	2 462,5	1 433,0	71,8%	6 163,3	2 910,8	111,7%
EBITDA	708,3	257,3	175,3%	989,7	502,6	96,9%	2 363,7	1 046,3	125,9%
Marża	40,7%	35,0%	-	79,6%	70,2%	-	38,4%	35,9%	-
EBIT	399,8	195,0	105,0%	618,7	379,6	63,0%	1 265,9	789,9	60,3%
Zysk brutto	110,6	107,8	2,6%	233,2	218,1	6,9%	749,2	604,1	24,0%
Zysk netto	98,8	80,7	22,4%	197	175,8	12,1%	646,6	525,4	23,1%

Wzrost EBITDA w starym Cyfrowym Polsacie o 12% R/R, spadek EBITDA Polkomtela o 6% R/R

Spodziewamy się dobrych wyników w starym Cyfrowym Polsacie. Przychody wyniosą 783 mln PLN (+6,4% R/R), dzięki wzrostowi przychodów od klientów indywidualnych (założyliśmy ARPU na poziomie 50,0 PLN w Pakiecie Familijnym i 13,7 PLN w Pakiecie Mini), które wyniosą 475 mln PLN i poprawie obrotu z reklamy i sponsoringu o 18,3% R/R do poziomu 268 mln PLN (dzięki dobrym wynikom oglądalności i konsolidacji TV4 i TV6). Bazę kosztową szacujemy na 560 mln PLN (wzrost o 17,5 mln PLN wynika głównie z większych o 15,1 mln PLN kosztów

produkcji telewizyjnej własnej i zewnętrznej oraz amortyzacji praw sportowych). EBITDA wyniesie 287,5 mln PLN. W Polkomteli zakładamy spadek obrotów R/R o 6%, co wiąże się z niższym obrotem generowanym przez klientów prepaid oraz spadkiem stawek MTR. Łączny wynik EBITDA estymujemy na 709 mln PLN. Skonsolidowany wynik EBIT szacujemy na 400 mln PLN, co należy obniżyć o koszty finansowe w wysokości 289 mln PLN (w Polkomteli konsolidujemy ok. 59% kosztów netto), włączając 160 mln PLN ze zdarzeń jednorazowych (zapłata za opcję wykupu Payment in Kind Notes w Polkomteli oraz refinansowanie długu w starym Cyfrowym Polsacie). Wynik netto szacujemy na 99 mln PLN.

Media TVN									
Akumuluj									
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	14,30 PLN		P/E 2014	14,2	EV/EBITDA 2014	11,1	
		Cena docelowa	17,90 PLN		P/E 2015	12,8	EV/EBITDA 2015	10,2	
(mln PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	453,5	440,5	3,0%	805,3	783,6	2,8%	1 618,6	1 554,6	4,1%
EBITDA	187,9	157,4	19,4%	283,7	255,4	11,1%	601,6	372,4	61,6%
Marża	41,4%	35,7%	-	68,6%	64,3%	-	37,2%	24,0%	-
EBIT	170,9	137,3	24,5%	249,6	213,9	16,7%	529,7	297,2	78,3%
Zysk brutto	132,0	-39,6	-	134,3	-105,6	-227,2%	387,8	-269,8	-243,8%
Zysk netto	108,9	-29,9	-	120,0	-73,7	-262,8%	333,1	-206,9	-261,0%

Słaba oglądalność przyniesie stagnację oczyszczonej EBITDA R/R pomimo wzrostów na rynku reklamy

Szacujemy wzrost rynku reklamy TV na ok. 6% R/R. Na tym tle przychody z emisji reklam powinny się zachowywać nieco gorzej ze względu na słabą oglądalność Grupy TVN. W 2Q'14 (16-49, prime time) wyniosła ona 21,91% vs. 23,75% rok wcześniej. Na słaby wynik kwartalny wpływ miały oczywiście mistrzostwa świata w piłce nożnej, niemniej jednak wynik dla kwietnia i maja był słabszy ok. 1,3-1,4 p.p. R/R. Szacujemy, że TVN wygenerował obroty z emisji reklam na poziomie

317 mln PLN (+2,5% R/R), co Grupa nadrobiła nieco dobrym wynikiem na sponsoringu (53 mln PLN, +10% R/R). Spodziewamy się, że TVN powiększy R/R bazę kosztową o 2,5% R/R, na co głównie wpływ mają powiększone koszty produkcji własnej. Oczyszczona o wyniki jednostek stowarzyszonych EBITDA wyniesie 174 mln PLN (co oznacza wzrost o 1,7% R/R), a biorąc pod uwagę zysk w jednostkach stowarzyszonych w wysokości 14 mln PLN raportowana EBITDA wyniesie 188 mln PLN. Koszty finansowe netto wraz z różnicami kursowymi szacujemy na -39 mln PLN. W efekcie zysk brutto szacujemy na 132 mln PLN, a zysk netto na 109 mln PLN.

IT

IT ABC Data		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	4,22 PLN	P/E 2014	7,8	EV/EBITDA 2014	7,4		
		Cena docelowa	5,35 PLN	P/E 2015	7,1	EV/EBITDA 2015	6,7		
(mln PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 337,2	1 096,0	22,0%	2 506,6	2 185,2	14,7%	5 816,0	4 822,5	20,6%
EBITDA	22,6	15,4	46,6%	35,3	32,3	9,3%	96,7	79,6	21,5%
Marża	1,7%	1,4%	-	2,8%	2,9%	-	1,7%	1,6%	-
EBIT	21,5	14,4	50,0%	33,7	30,7	9,8%	93,3	77,2	20,9%
Zysk brutto	18,3	13,4	35,9%	27,6	27,0	2,2%	91,4	68,0	34,4%
Zysk netto	14,8	14,3	3,3%	21,6	25,3	-14,6%	67,8	59,2	14,6%

Dobre momentum na wynikach, wzrost EBIT o 50% R/R

ABC Data informowała wcześniej, że spodziewa się dobrych wyników w 2Q'14. Spółka podała wstępne dane sprzedażowe: w pierwszych dwóch miesiącach kwartału obrót przekroczył 859 mln PLN, co oznacza ponad 22% wzrostu R/R. Zakładamy, że dynamika sprzedaży w czerwcu pozostała na podobnym poziomie i prognozujemy całkowity obrót w 2Q'14 na 1 337,2 mln PLN (+22% R/R).

Spodziewamy się delikatnego pogorszenia rentowności brutto z poziomu 4,72% w 2Q'13 do poziomu 4,62% w 2Q'14. Koszty SG&A powinny pozostać na stabilnym poziomie R/R, co przy braku przychodów z pozostałej działalności operacyjnej implikuje zysk EBIT na poziomie 21,5 mln PLN (+50,0% R/R). Przy tak dynamicznym wzroście sprzedaży, prognozujemy wzrost kosztów finansowych netto do 3,3 mln PLN. Przy 19% stopie podatku dochodowego, ABC Data powinna osiągnąć zysk netto równy 14,8 mln PLN.

IT Asseco Poland		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	39,80 PLN	P/E 2014	9,5	EV/EBITDA 2014	6,0		
		Cena docelowa	45,60 PLN	P/E 2015	9,9	EV/EBITDA 2015	5,9		
(mln PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 469,4	1 438,9	2,1%	2 919,7	2 784,4	4,9%	6 060,2	5 898,1	2,7%
EBITDA	212,2	227,5	-6,7%	424,2	459,0	-7,6%	885,3	875,0	1,2%
Marża	14,4%	15,8%	-	29,0%	33,0%	-	14,6%	14,8%	-
EBIT	147,1	160,8	-8,5%	294,0	328,4	-10,5%	624,1	610,5	2,2%
Zysk brutto	140,1	153,9	-9,0%	306,2	309,8	-1,2%	621,7	752,0	-17,3%
Zysk netto	74,1	87,6	-15,5%	171,4	180,0	-4,8%	348,8	393,9	-11,4%

Słaby performance rynku polskiego – ciąg dalszy, zysk netto w grupie -13% R/R

W 2Q'14 spodziewamy się wzrostu przychodów Asseco Poland o 2,1% R/R do poziomu 1 469 mln PLN i spadku zysku EBIT o 8,5% R/R do poziomu 147 mln PLN. Wynik ten będzie pochodzić głównie ze słabego performance spółki matki. Negatywne trendy z 1Q'14, w tym spadek rentowności od administracji publicznej (przede wszystkim od ZUS),

przełoży się na spadek wyniku operacyjnego spółki matki o blisko 20% R/R. Asseco powinno wygenerować 43,8 mln PLN na rynku izraelskim (stabilnie R/R). Zwracamy uwagę na przesunięcie Asseco Solutions AG do Asseco Central Europe przy ocenie wyników segmentów. Spodziewamy się 7 mln PLN netto kosztów finansowych oraz podatku na poziomie 24 mln PLN. Po korekcie w dół o udziały niekontrolujące na poziomie 43 mln PLN, zysk netto wyniesie 74,1 mln PLN i będzie niższy R/R o 16%.

Górnictwo i metale

Górnictwo węgla JSW		Trzymaj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	43,10 PLN	P/E 2014	-	EV/EBITDA 2014	4,9		
		Cena docelowa	55,00 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	4,1		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 628,5	1 932,9	-15,7%	3 292,2	4 112,0	-19,9%	6 815,5	7 632,2	-10,7%
EBITDA	148,7	351,1	-57,7%	359,0	841,9	-57,4%	798,8	1 382,1	-42,2%
Marża	9,1%	18,2%	-	10,9%	20,5%	-	11,7%	18,1%	-
EBIT	-163,3	204,2	-	-253,5	258,6	-198,0%	-	201,9	-
Zysk brutto	-185,3	30,8	-	-300,2	215,1	-239,6%	-	109,7	-
Zysk netto	-185,3	27,5	-	-273,8	172,9	-258,4%	-	77,3	-

Kolejny kwartał wysokich strat

Ceny referencyjne węgla koksowego typu hard z BHP Billiton i Anglo American w 2Q spadły do zaledwie 120 USD/t, tj. -23 USD/t. W naszej prognozie zakładamy, że średnia efektywna cena sprzedaży węgla koksowego JSW wyniesie 135 USD/t, tj. będzie istotnie wyższa niż benchmark. To efekt dodatkowej premii geograficznej (mniejsze spadki na rynku europejskim niż w Azji) oraz założenia, że Spółka – podobnie jak miało to miejsce w 1Q – przekona swoich odbiorców, żeby w krótkim okresie pomogli Spółce podwyższając ceny vs. benchmark (odbiorą to kiedy ceny ponownie wzrosną). W prognozie zakładamy wzrost wolumenów sprzedaży w stosunku do bardzo słabego 1Q. Dla

węgla koksowego oczekujemy sprzedaży zewnętrznej w wysokości 1,3 mln ton, węgla energetycznego 0,8 mln ton i 0,95 mln ton koksu.

Naszym zdaniem inwestorzy oczekują wysokiej straty w kwartale. Ważnym elementem wyników będzie przedstawienie szczegółów dotyczących przejętych aktywów kopalni Knurów-Szczygłowice. Zakładamy, że Spółka przedstawi je w trakcie spotkań z analitykami po publikacji raportu za 2Q. W kontekście zadłużenia Spółki i negatywnego FCF z działalności operacyjnej inwestorzy będą szczególnie uwagę zwracali na poziom niezbędnych inwestycji do realizacji planów JSW w Knurówie. Istotnym czynnikiem będą również spodziewane synergije oraz bieżące wyniki kopalni (spodziewamy się, że obecnie generuje ona straty).

Metale KGHM		Kupuj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	128,65 PLN	P/E 2014	10,1	EV/EBITDA 2014	5,2		
		Cena docelowa	144,00 PLN	P/E 2015	8,8	EV/EBITDA 2015	4,5		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	3 967,9	4 397,0	-9,8%	7 767,9	9 503,0	-18,3%	21 593,3	24 110,0	-10,4%
EBITDA	989,3	1 127,0	-12,2%	2 177,9	2 809,0	-22,5%	5 637,2	5 952,0	-5,3%
Marża	24,9%	25,6%	-	28,0%	29,6%	-	26,1%	24,7%	-
EBIT	783,7	918,0	-14,6%	1 501,7	2 391,0	-37,2%	3 730,1	4 372,0	-14,7%
Zysk brutto	774,7	908,0	-14,7%	1 486,7	2 346,0	-36,6%	3 557,5	4 235,0	-16,0%
Zysk netto	555,3	666,0	-16,6%	1 062,3	1 725,0	-38,4%	2 548,9	3 033,0	-16,0%

Podobnie do 1Q

Dla KGHM otoczenie makro 2Q było bardzo zmienne. Wprawdzie średnia cena miedzi na LME (3M: 6 764 USD/t) była tylko o 3,9% niższa niż w poprzednim kwartale, to zmienność była bardzo wysoka (wahania cen od 6 670 do 7 173 USD/t). Biorąc to pod uwagę, trudny do przewidzenia jest wynik Spółki na transakcjach zabezpieczających, w naszej prognozie zakładamy, że będzie to 80 mln PLN. Korzystniejsze trendy panowały na pozostałych surowcach wydobywanych przez Spółkę. Średnia cena srebra

nieznacznie wzrosła q/q (o 10 USD do 664 USD/kg), a złota pozostała praktycznie na niezmiennym poziomie. Znaczącej poprawie uległy ceny mniej znaczących dla Spółki (Grupy) surowców, tj. niklu (+26% q/q) oraz molibdenu (+35% q/q) i będą one pozytywnie wpływały na wyniki KGHM International, który wyraźnie rozczarował w 1Q. W samym KGHM oczekujemy, że sprzedaż miedzi wzrośnie q/q do 145 tys. ton, a srebra wyniesie 290 ton. Jednostkowy koszt produkcji szacujemy na 17 tys. PLN/t.

Górnictwo węgla LW Bogdanka		Trzymaj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	112,30 PLN		P/E 2014	12,9	EV/EBITDA 2014	6,0	
		Cena docelowa	136,90 PLN		P/E 2015	10,3	EV/EBITDA 2015	5,1	
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	454,8	448,1	1,5%	936,3	878,9	6,5%	2 017,0	1 899,8	6,2%
EBITDA	164,3	178,3	-7,9%	338,0	348,7	-3,1%	743,2	754,9	-1,5%
Marża	36,1%	39,8%	-	36,1%	39,7%		36,8%	39,7%	-
EBIT	76,3	100,7	-24,2%	162,3	188,2	-13,8%	381,9	424,8	-10,1%
Zysk brutto	69,6	94,5	-26,4%	148,8	182,0	-18,2%	366,8	413,7	-11,3%
Zysk netto	55,7	72,1	-22,8%	118,3	142,0	-16,7%	297,1	329,7	-9,9%

Kolejny słaby kwartał, korekta prognozy rocznej

Spółka raportowała, że wolumen produkcji węgla w 1Q wyniósł 2,0 mln ton, a sprzedaż 2,1 mln ton. Niewiadomą pozostaje średni przychód na tonę (zakładamy 205 PLN/t, tj. na poziomie z 1Q), średni koszt jednostkowy (optymistycznie zakładamy, że pomimo niższego wolumenu również utrzyma się na poziomie z 1Q) oraz inne zdarzenia jednorazowe.

Negatywny wpływ na wyniki będzie mieć spadek stopy wolnej od ryzyka, co oznacza wzrost rezerwy aktuarialnej z tytułu przyszłych wypłat pracowniczych (+3,0 mln PLN, koszt niegotówkowy). Wyniki Spółki mogą być dla inwestorów rozczarowujące. Naszym zdaniem po ich publikacji konsensus tegorocznej prognozy przesunie się z obecnych 340 mln PLN do ok. 300 mln PLN.

Przemysł

Przemysł Alchemia		Sprzedaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	4,97 PLN		P/E 2014	41,5	EV/EBITDA 2014	15,3	
		Cena docelowa	3,30 PLN		P/E 2015	25,9	EV/EBITDA 2015	12,5	
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	259,7	240,8	7,9%	511,2	511,1	0,0%	997,5	991,4	0,6%
EBITDA	14,2	7,8	83,0%	24,2	20,8	15,9%	70,7	48,9	44,5%
marża	5,5%	3,2%	-	4,7%	4,1%	-	7,1%	4,9%	-
EBIT	4,2	-1,8	-	4,0	1,8	128,6%	35,7	9,9	261,2%
Zysk brutto	2,8	-2,8	-	2,6	-0,4	-	29,6	4,6	-
Zysk netto	2,2	-4,2	-	-0,6	-2,4	-	24,0	0,6	-

Biznes rurowy bez większych szans na polepszenie wyników

W 2Q'14 oczekujemy wzrostu sprzedaży rur walcowanych bez szwu o 14,9% r/r, co bardziej wynika z bardzo niskiej bazy roku ubiegłego niż z realnego wzrostu popytu na tego typu asortyment na rynku. Sprzedaż w segmencie rur w 2Q'13 była najniższa odkąd Alchemia dokonała akwizycji Rurexpolu i Walcowni Rur Andrzej. W przypadku pozostałych segmentów oczekujemy jednocyfrowych wzrostów sprzedaży

segmentów kutych (+5% r/r) oraz pierścieni kuto walcowanych (+3% r/r). Spodziewamy się, że marża EBITDA Grupy nadal będzie się utrzymywać na jednocyfrowym poziomie, co po uwzględnieniu kosztów zadłużenia prowadzić będzie do zysku netto bliskiego poziomowi rentowności. Po 1H'14 nasza całoroczna prognoza będzie wykonana w 51% na poziomie sprzedaży oraz 34% wyniku EBITDA. Po dwóch kwartałach skumulowany zysk netto będzie na poziomie bliskim zera.

Przemysł spożywczy Astarta		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	40,00 PLN		P/E 2014	12,3	EV/EBITDA 2014	4,6	
		Cena docelowa	48,50 PLN		P/E 2015	4,4	EV/EBITDA 2015	4,2	
(mIn UAH)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 286,4	862,3	49,2%	2 372,9	1 757,4	35,0%	4 956,3	4 008,9	23,6%
EBITDA	477,4	568,4	-16,0%	927,3	818,0	13,4%	1 549,5	670,4	131,1%
marża	37,1%	65,9%	-	39,1%	46,5%	-	29,2%	16,7%	-
EBIT	385,4	499,7	-22,9%	743,6	680,2	9,3%	1 236,8	376,6	228,4%
Zysk brutto	56,2	439,2	-87,2%	-478,3	560,3	-185,4%	324,5	232,0	39,9%
Zysk netto	54,2	435,1	-87,5%	-489,5	558,8	-187,6%	309,7	244,0	26,9%

Wysoki wynik brutto ze sprzedaży przy niższym wpływie przeszacowań aktywów biologicznych

W 2Q'14 oczekujemy, że Astarta sprzeda 79,5 tys. ton cukru (-30,5% r/r), 38 tys. ton zbóż (+8,9% r/r) oraz 25 tys. ton mleka (+7,4% r/r). Dodatkowo spodziewamy się, że w 2Q'14 Astarta sprzeda 12 tys. ton oleju sojowego oraz 44 tys. ton śrut (tłocznia rozpoczęła pracę na początku 2014 roku). Wynikiem operacyjnym sprzyjać będą wyraźnie wyższe niż w 2Q'13 ceny cukru (+83,6% r/r) oraz porównywalne ceny zbóż (pszenica +12,3% r/r, słonecznik -4,2% r/r, kukurydza +3,4% r/r). Oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą w 2Q'14 1,3 mld UAH (+49,2% r/r). Wyraźnie wyższe ceny cukru oraz rozpoczęcie pracy tłoczni soi naszym zdaniem przełożą się na wzrost wyniku brutto ze

sprzedaży, który w 2Q'14 wzrośnie o 75% r/r. Spodziewamy się znacznie niższych niż w analogicznym okresie roku ubiegłego przeszacowań aktywów biologicznych (+126,1 mln UAH w 2Q'14 vs. +600 mln UAH w 2Q'13). Przyczyną tego są prawdopodobnie niższe rewaluacje aktywów biologicznych związanych z produkcją zbóż oraz ujemne rewaluacje aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą (ceny mleka w 2Q'14 spadły na przestrzeni kwartału o 15%). Oczekujemy, że w 2Q'14 Astarta zaksięguje ujemne różnice kursowe (258 mln UAH) w związku osłabieniem się UAH do USD i EUR (o odpowiednio +7,9% oraz +6,7%) na przestrzeni kwartału. Spodziewamy się, że zadłużenie netto na koniec 2Q'14 wyniesie 3,5 mld UAH (około 4,7-4,8x EBITDA'12m).

Przemysł Boryszew		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	5,30 PLN	P/E 2014	13,4	EV/EBITDA 2014	8,5		
		Cena docelowa	5,20 PLN	P/E 2015	11,8	EV/EBITDA 2015	7,7		
(mln PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 407,1	1 230,4	14,4%	2 635,7	2 442,2	7,9%	5 101,7	4 881,1	4,5%
EBITDA	73,9	47,2	56,5%	133,6	101,7	31,3%	294,3	254,4	15,7%
marża	5,3%	4,5%	-	5,1%	4,2%	-	5,8%	5,2%	-
EBIT	47,9	19,3	148,1%	81,8	47,6	71,8%	171,8	127,0	35,3%
Zysk brutto	39,9	4,7	740,3%	63,2	25,0	153,1%	129,9	105,7	22,9%
Zysk netto	23,0	-5,3	-	34,0	25,5	33,1%	87,2	43,9	98,7%

Wyniki Automotive wyraźnie lepsze r/r

W 2Q'14 oczekujemy 14,4% wzrostu skumulowanych przychodów ze sprzedaży, głównie za sprawą wyższej sprzedaży Grupy Impexmetal (+10,4% r/r), wyższej o 15% r/r sprzedaży segmentu Automotive (efekt niskiej bazy 2Q'13 oraz ożywienia sprzedaży w Europie Zachodniej) oraz 3% wzrostu sprzedaży w segmencie produktów chemicznych. Oczekujemy wyraźnie wyższych wyników operacyjnych w segmencie Automotive (17,6 mln PLN vs. +1,1 mln PLN w 2Q'13 – efekt wyższej sprzedaży i zakończenie restrukturyzacji w Maflow; zakładamy również 4 mln PLN rezerw na działania restrukturyzacyjne w BAP). Naszym

zdaniem zbliżone do zeszlazorocznych rezultaty powinny mieć miejsce w Grupie Impexmetal (EBIT +5,5% r/r). W efekcie niskiej bazy roku ubiegłego spodziewamy się, że skonsolidowana EBITDA Grupy wzrośnie w 2Q'14 o 56,5% r/r, a wynik netto sięgnie 23,0 mln PLN wobec 5,3 mln PLN straty w 2Q'13. Szacujemy, że dług netto na koniec 2Q'14 sięgnie 0,9 mld PLN i będzie stanowił 3,8 krotność EBITDA za ostatnie cztery kwartały. Po pierwszej połowie roku nasza całoroczna prognoza sprzedaży wykonana będzie w 52%, EBITDA 46%, a zysku netto 39%. W wynikach 2Q'14 mogą naszym zdaniem pojawić się jednorazowe zyski z tytułu przejścia TPC (negative goodwill).

Przemysł elektromaszynowy Famur		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	3,68 PLN	P/E 2014	26,4	EV/EBITDA 2014	8,4		
		Cena docelowa	3,60 PLN	P/E 2015	13,6	EV/EBITDA 2015	5,9		
(mln PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	179,0	318,2	-43,7%	353,7	648,2	-45,4%	934,7	1 176,4	-20,5%
EBITDA	87,3	107,5	-18,8%	158,1	211,8	-25,4%	228,4	384,7	-40,6%
marża	48,7%	33,8%	-	44,7%	32,7%	-	24,4%	32,7%	-
EBIT	48,9	66,9	-26,9%	81,3	128,1	-36,5%	86,8	224,6	-61,4%
Zysk brutto	50,2	66,3	-24,2%	86,1	126,2	-31,8%	85,2	240,8	-64,6%
Zysk netto	40,7	52,0	-21,7%	69,7	97,0	-28,2%	67,0	207,6	-67,7%

Niższe obłożenie ma wpływ na wyniki mimo restrukturyzacji

W 2Q'14 spodziewamy się 43,7% r/r spadku (+2,5% q/q) skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży Grupy Famur. Podobnie jak we wcześniejszych kwartałach liczymy na spadek sprzedaży nowego sprzętu górniczego oraz stabilne obroty w segmentach związanych z inwestycjami odtworzeniowymi. Szacujemy, że przychody ze sprzedaży segmentu kompleksów ścianowych będą o 62,5% r/r niższe (+5,0% q/q) oraz oczekujemy 35,0% r/r (+3,0% q/q) spadku sprzedaży systemów transportu. Zakładamy, że obroty segmentu kompleksów chodnikowych będą o 8,0% r/r

(-2% q/q) wyższe. W 2Q'14 powinniśmy zaobserwować pierwsze pozytywne efekty programu połączenia Fazos z Remag (co najmniej 20 mln PLN oszczędności w skali całego roku). Liczymy, że mimo wyraźnego spadku obrotów marża brutto ze sprzedaży może być w 2Q'14 wyższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Nie uchroni to jednak naszym zdaniem przed spadkiem nominalnych wyników finansowych w porównaniu z 2Q'13. Szacujemy, że na wyniki 2Q'14 negatywny wpływ może mieć wycena kontraktów zabezpieczających kursy walutowe, ale efekt ten nie powinien być wyższy niż 0,3 mln PLN. W 2Q'14 oczekujemy dwucyfrowej dynamiki spadku wyników Grupy Famur.

Metale		Trzymaj							
Impexmetal									
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	2,25 PLN	P/E 2014	8,3	EV/EBITDA 2014	6,7		
		Cena docelowa	3,40 PLN	P/E 2015	7,3	EV/EBITDA 2015	5,9		
(mln PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	766,6	694,1	10,4%	1 410,8	1 380,0	2,2%	2 668,3	2 728,7	-2,2%
EBITDA	33,6	33,4	0,6%	59,8	68,9	-13,2%	128,8	131,0	-1,7%
marża	4,4%	4,8%	-	4,2%	5,0%	-	4,8%	4,8%	-
EBIT	20,5	19,4	5,5%	34,1	40,8	-16,4%	72,6	78,8	-7,9%
Zysk brutto	21,8	24,5	-10,9%	34,3	47,3	-27,6%	64,0	83,5	-23,4%
Zysk netto	18,6	25,6	-27,5%	26,9	43,3	-37,9%	54,2	82,1	-34,0%

Wysokie premie producentów aluminium obniżają EBITDA HAK

W 1Q'14 spodziewamy się, że wolumen sprzedaży segmentu aluminium wyniesie 18,0 tys. ton (-5,3% r/r – efekt dochodzenia do pełnej wydajności po wymianie jednej z trzech walcarek w 1Q'14), miedzi 11,7 tys. ton (-10,1% r/r – efekt mniejszej sprzedaży groszówek do Mennicy), cynku i ołowiu 22,5 tys. ton (+19,5% r/r – efekt niskiej bazy Baterpolu z 2Q'13 oraz rosnącej sprzedaży eksportowej ZM Silesia). Oczekujemy, że wyższe średnio o 15,4% notowania premii aluminium przełożą się na spadek wyniku operacyjnego Huty Aluminium Konin o 31,3% r/r. Zakładamy natomiast, że w segmencie cynku i ołowiu Grupa zanotuje 3,1 mln PLN zysku operacyjnego wobec 0,5 mln PLN straty w

2Q'13. W sumie oczekujemy stabilnego wyniku EBITDA w 2Q'14 oraz lekko wyższego wyniku operacyjnego. W 2Q'13 Grupa Impexmetal zaksięgowała dofinansowanie NFOŚ na utylizację szlamów w HMN Szopienice. Wpływ dotacji na wynik netto wyniósł +14 mln PLN i był związany z efektem jednorazowym. Na poziomie działalności finansowej zakładamy, że Impexmetal zaksięguje 3 mln PLN dodatknych różnic kursowych związanych z transakcjami zabezpieczającymi zmiany cen metali kolorowych (na przestrzeni 2Q'14 rosły zarówno ceny miedzi jak i aluminium). Po pierwszej połowie roku nasza całoroczna prognoza przychodów ze sprzedaży wykonana będzie w 53%, EBITDA w 46%, a zysku netto w 49%.

Przemysł spożywczy		Trzymaj							
Kernel									
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	29,50 PLN	P/E 2014	-	EV/EBITDA 2014	7,0		
		Cena docelowa	32,50 PLN	P/E 2015	4,6	EV/EBITDA 2015	3,9		
(mln USD)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	2015P	2014P	zmiana
Przychody	607,9	724,7	-16,1%	2 421,3	2 796,8	-13,4%	2 190,8	2 421,3	-9,5%
EBITDA	69,9	74,0	-5,6%	161,0	290,7	-44,6%	352,2	161,0	118,8%
marża	11,5%	10,2%	-	13,6%	10,4%	-	16,1%	6,6%	-
EBIT	49,7	57,4	-13,4%	67,7	200,9	-66,3%	252,5	67,7	273,0%
Zysk brutto	29,7	47,5	-37,6%	-46,4	120,7	-	178,2	-46,4	-
Zysk netto	28,2	38,6	-27,1%	-39,9	111,3	-	165,7	-39,9	-

Wyniki zbliżone do ubiegłorocznych rezultatów na poziomie EBITDA

W fiskalnym 4Q'14 (kalendarzowe 2Q'14) Grupa Kernel sprzedała 713,9 tys. ton zbóż (-9,7% r/r), 298,3 tys. ton oleju słonecznikowego luzem (+2,8% r/r), 19,0 tys. ton oleju butelkowanego (-20,9% r/r) oraz wyeksportowała 841,2 tys. ton zbóż (+35,7% r/r). Zakładając powyższe dane operacyjne według naszych prognoz skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Kernel w 4Q'14 wyniosą 607,9 mln USD i będą o 16,1% r/r niższe. Według naszych szacunków przychody segmentu oleju luzem spadną o 10,6% r/r (w efekcie niższych średnich cen oleju słonecznikowego), handlu zbożem o 23,2% r/r (w efekcie niższych średnich cen zbóż), a butelkowanego oleju słonecznikowego o 38,4% r/r (w efekcie niższych cen oleju słonecznikowego oraz niższych cen wyrażonych w USD po dewaluacji lokalnej waluty).

Według naszych prognoz EBITDA za 4Q'14 wyniesie 69,9 mln PLN i będzie o 5,6% r/r niższa. Zakładamy, że EBITDA segmentu oleju luzem wzrośnie w 4Q'14 o 61,9% r/r (efektem wyższych realizowanych marży), butelkowanego oleju wzrośnie o 16,8% r/r (efektem wyższych realizowanych marży), a zysk EBITDA segmentu handlu zboż wzrośnie do 6,4 mln USD z -5,6 mln USD w 4Q'13. Na poziomie EBITDA zakładamy również 13,5 mln USD straty z tytułu dalszego osłabienia się UAH do USD (pomniejszenie wartości skumulowanego należnego podatku VAT w walucie lokalnej). Oczekujemy, jednocześnie że zysk EBITDA segmentu produkcji rolnej będzie śladowy i wyniesie 2 mln USD vs. 57,8 mln USD w 4Q'13 (efektem niższych cen zbóż na rynku międzynarodowym). Spodziewamy się, że wynik netto 4Q'14 wyniesie 28,2 mln USD i będzie o 27,1% r/r niższy. Według naszych prognoz całoroczna EBITDA Grupy wyniesie 161 mln USD vs. całoroczna prognoza Zarządu 170 mln USD.

Przemysł elektromaszynowy
Kęty Trzymaj

Analzyk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	219,00 PLN		P/E 2014	12,6		EV/EBITDA 2014	7,8	
	Cena docelowa	226,80 PLN		P/E 2015	11,9		EV/EBITDA 2015	7,3	
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	436,8	379,6	15,1%	849,7	714,0	19,0%	1 773,5	1 593,8	11,3%
EBITDA	80,1	53,0	51,1%	148,0	98,1	50,8%	292,0	225,9	29,3%
marża	18,3%	14,0%	-	17,4%	13,7%	-	16,5%	14,2%	-
EBIT	59,8	33,1	80,8%	108,2	58,7	84,4%	208,3	144,9	43,8%
Zysk brutto	55,3	30,3	82,4%	95,6	52,1	83,5%	197,9	134,1	47,6%
Zysk netto	49,8	42,9	16,2%	80,6	59,9	34,6%	163,3	153,5	6,4%

Wyniki wyraźnie lepsze r/r, Zarząd podwyższy całoroczną prognozę

Według prognozy Zarządu w 2Q'14 przychody ze sprzedaży Grupy Kęty wyniosą 430-440 mln PLN i będą o około 14% r/r wyższe. Zysk operacyjny 2Q'14 wyniesie około 60 mln PLN (+80% r/r), a zysk EBITDA 80 mln PLN (+51% r/r). Według przedstawionych informacji zysk netto 2Q'14 wyniesie 49 mln PLN (+14% r/r). W związku z bardzo dobrymi prognozami wyników drugiego kwartału i wiążącym się z nimi znacznym zaawansowaniem realizacji budżetu na rok 2014

Zarząd Spółki zapowiedział, że odniesie się do prognoz rocznych przy okazji publikacji skonsolidowanego sprawozdania finansowego za 1H'14 (7 sierpnia 2014). Naszym zdaniem przy okazji wyników finansowych za 1H'14 Zarząd podniesie całoroczną prognozę EBITDA do 292 mln PLN (+17%) oraz zysku netto do 163 mln PLN (+29%). Przy takim założeniu po 1H'14 całoroczną prognozę rezultatów będzie wykonana na poziomie EBITDA w 51%, a zysku netto 49%. Na koniec 2Q'14 dług netto Grupy Kęty wyniesie około 180 mln PLN (174,2 mln PLN na koniec 1Q'14).

Przemysł elektromaszynowy
Kopex Kupuj

Analzyk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	11,21 PLN		P/E 2014	12,4		EV/EBITDA 2014	5,6	
	Cena docelowa	14,50 PLN		P/E 2015	9,7		EV/EBITDA 2015	5,2	
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	355,0	324,1	9,6%	732,3	711,7	2,9%	1413,4	1 395,1	1,3%
EBITDA	67,7	39,1	73,4%	139,9	21,0	565,2%	216,9	235,6	-8,0%
marża	19,1%	12,1%	-	19,1%	3,0%	-	15,3%	16,9%	-
EBIT	30,7	2,6	-	65,7	21,0	212,1%	97,7	91,2	7,1%
Zysk brutto	24,9	-1,3	-	60,0	13,8	336,2%	84,4	80,5	4,8%
Zysk netto	20,3	2,4	-	46,2	12,1	282,0%	67,2	67,2	0,0%

Kolejny kontrakt argentyński w wynikach

W 2Q'14 spodziewamy się, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą 355,0 mln PLN i będą o 9,6% r/r wyższe. Oczekujemy, że największa dynamika wzrostu przychodów będzie miała miejsce w segmentach maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (+64,5% r/r – efekt wykonywania kolejnej części kontraktu argentyńskiego) oraz usług górniczych (+12,0% r/r – efekt wysokiego portfela zamówień dla prac pionowych i poziomych). Spadku sprzedaży oczekujemy w segmencie urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-50,4% r/r – efekt słabej koniunktury na

rynku rosyjskim). Oczekujemy 66,8% r/r wzrostu wyniku brutto ze sprzedaży w efekcie realizacji wysoko marżowego kontraktu eksportowego do Argentyny. Szacujemy, że skonsolidowany wynik EBITDA Grupy wyniesie w 2Q'14 67,7 mln PLN i będzie o 73,4% r/r wyższy. Wysoka pozytywna dynamika wzrostu wyników wynika również z bardzo niskiej bazy roku ubiegłego. Spodziewamy się, że dług netto na koniec 2Q'14 wyniesie około 0,4 mld PLN i będzie stanowił 1,4x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy. Po pierwszej połowie roku, nasza skonsolidowana prognoza przychodów wykonana będzie w 51,8%, a wyniku EBITDA 64,5%.

Materiały budowlane Rovese		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	1,34 PLN		P/E 2014	-	EV/EBITDA 2014	8,2	
		Cena docelowa	1,22 PLN		P/E 2015	29,8	EV/EBITDA 2015	6,8	
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	494,3	511,6	-3,4%	883,7	932,9	-5,3%	2 059,5	1 870,5	10,1%
EBITDA	60,1	50,2	19,8%	102,2	85,3	19,9%	214,3	213,9	0,2%
marża	12,2%	9,8%	-	11,6%	9,1%	-	10,4%	11,4%	-
EBIT	15,7	12,5	25,7%	14,7	4,3	243,6%	42,4	37,4	13,5%
Zysk brutto	-3,2	-27,6	-	-223,6	-23,9	-	-15,1	-66,2	-
Zysk netto	-2,6	-29,5	-	-200,4	-22,4	-	-12,2	-64,4	-

Wyniki pod presją słabej sprzedaży na Ukrainie oraz dużej konkurencji na rynku lokalnym

W 2Q'14 oczekujemy, że przychody ze sprzedaży płytek ceramicznych spadną o 2% r/r, ceramiki sanitarnej o 5% r/r oraz artykułów około ceramicznych o 10% r/r. Wyniki sprzedażowe Grupy Rovese będą pod presją spadającej sprzedaży na Ukrainie oraz dużej konkurencji na rynku lokalnym (przez spadek eksportu na wschód). Naszym zdaniem marża brutto ze sprzedaży pozostanie na poziomie

bliskim 31%, co powodować będzie, że po uwzględnieniu kosztów obsługi zadłużenia wynik netto będzie na poziomie bliskim progno rentowności. W wyniku osłabienia o 6,7% UAH do EUR na przestrzeni kwartału, Rovese w 2Q'14 zanotuje 8,1 mln PLN ujemnych różnic kursowych. Zadłużenie netto do EBITDA za ostatnie cztery kwartały wyniesie według naszych szacunków 3,3x EBITDA. Po pierwszej połowie roku nasza całoroczna prognoza przychodów ze sprzedaży wykonana będzie w 49%, a na EBITDA w 43%.

Przemysł spożywczy Tarczyński		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	9,90 PLN		P/E 2014	14,4	EV/EBITDA 2014	6,7	
		Cena docelowa	12,20 PLN		P/E 2015	11,9	EV/EBITDA 2015	5,4	
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	131,5	109,7	19,8%	240,3	209,2	14,9%	513,1	448,3	14,5%
EBITDA	6,5	7,3	-9,9%	16,4	16,2	1,8%	36,2	32,9	9,9%
marża	5,0%	6,6%	-	6,8%	7,7%	-	7,1%	7,3%	-
EBIT	1,5	3,9	-60,5%	6,3	9,6	-33,9%	15,8	17,3	-9,0%
Zysk brutto	0,1	2,4	-94,4%	3,5	6,6	-46,9%	10,0	11,9	-16,4%
Zysk netto	0,1	2,1	-94,8%	2,8	5,4	-48,5%	7,8	9,3	-16,2%

Koszty kampanii reklamowej i wyższej amortyzacji obniżają wyniki

W 2Q'14 spodziewamy się, że wolumen sprzedaży produktów przetworzonych w Grupie Tarczyński wzrośnie o 7% r/r, czemu sprzyjać będzie wyższa sprzedaż w kanale nowoczesnym oraz obecność Świąt Wielkanocnych w 2Q'14 (w 2013 święta miały miejsce w 1Q). Oczekujemy, że wraz ze wzrostem proporcji sprzedaży produktów bardziej przetworzonych przychód na tonę sprzedanego wyrobu wzrośnie o 15,9% r/r. Spodziewamy się, że wzrost cen mięsa wieprzowego w 2Q'14 będzie amortyzowany przez

konsumpcję zapasów mięsa zakupionego w 1Q'14. W efekcie mimo wyraźnego wzrostu cen mięsa wieprzowego rentowność brutto ze sprzedaży spadnie tylko o 0,3p.p. do 18,6%. W 2Q'14 oczekujemy, że obciążeniem dla osiąganych rezultatów stanowiąc będą koszty kampanii reklamowej (3 mln PLN). W ubiegłym roku główne koszty kampanii zostały poniesione w 1Q'13. Oczekujemy, że wynik EBITDA 2Q'14 wyniesie 6,5 mln PLN -9,8% r/r, a zysk netto wyniesie 0,1 mln PLN vs. 2,1 mln PLN w 2Q'13. Na poziom wyniku operacyjnego duży wpływ będzie miała amortyzacja, która w 2Q'14 wzrośnie o 49% r/r do poziomu 5,0 mln PLN.

Metale									
Vistal									
Kupuj									
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	13,53 PLN		P/E 2014	7,5	EV/EBITDA 2014	7,3		
	Cena docelowa	24,30 PLN		P/E 2015	5,6	EV/EBITDA 2015	5,5		
(mln PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	77,3	72,5	6,5%	148,7	131,8	12,8%	360,5	283,4	27,2%
EBITDA	10,1	14,0	-28,1%	19,4	17,5	10,7%	49,8	34,2	45,3%
marża	13,1%	19,3%	-	13,0%	13,3%	-	13,8%	12,1%	-
EBIT	7,0	11,4	-39,0%	13,1	12,3	6,2%	34,4	23,5	46,3%
Zysk brutto	4,6	7,5	-39,2%	9,8	7,4	32,0%	28,1	15,5	81,5%
Zysk netto	3,7	5,1	-26,7%	7,1	6,2	14,4%	25,7	20,4	25,8%

Wyniki obciążone rozruchem nowego zakładu

W 2Q'14 oczekujemy, że przychody segmentu infrastruktury wzrosną o 14,5% r/r (co związane jest z dużym zaangażowaniem prac na Moście Grota w Warszawie), a Marine&Offshore o 28,0% r/r (co związane jest z oddaniem do użytku nowej hali na Nabrzeżu Indyjskim). W sumie oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wzrosną o 6,5% r/r (niższe przychody segmentu budownictwa i inne). Spodziewamy się wysokiej marży ze sprzedaży w segmencie infrastruktury (26,4% vs. 24,6% w 2Q'13 – efekt rozpoczęcia wyżej marżowych montażu na

moście Grota). Oczekujemy również, że marża brutto ze sprzedaży w segmencie Marine&Offshore wyniesie 13,7% vs. 38,1% w 2Q'13, co z jednej strony wynika ze wzrostu amortyzacji segmentu (o ponad 13%), z drugiej zaś z wysokiej bazy 2Q'13 i nadzwyczaj wysokiej rentowności wykonywanych wówczas zleceń. Dodatkowym elementem wpływającym na niższą marżę brutto ze sprzedaży segmentu Marine&Offshore jest nadal niskie wykorzystanie bieżących mocy produkcyjnych. Po pierwszej połowie roku nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 41% na poziomie przychodów i 39% na poziomie EBITDA.

Budownictwo

Budownictwo Budimex		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	115,70 PLN	P/E 2014	18,3	EV/EBITDA 2014	7,9		
		Cena docelowa	139,95 PLN	P/E 2015	14,2	EV/EBITDA 2015	6,2		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 158,1	1 234,6	-6,2%	1 992,1	2 087,7	-4,6%	4 529,3	4 749,5	-4,6%
EBITDA	51,6	53,7	-3,9%	110,2	103,5	6,5%	210,4	362,2	-41,9%
Marża	4,5%	4,4%	-	5,5%	5,0%	-	4,6%	7,6%	-
EBIT	46,2	46,0	0,3%	98,7	88,6	11,3%	189,2	333,3	-43,2%
Zysk brutto	45,5	44,1	3,2%	99,9	87,2	14,5%	198,8	331,3	-40,0%
Zysk netto	36,8	32,8	12,2%	79,6	67,8	17,4%	161,1	300,5	-46,4%

Wzrost wyników r/r

Ogólnych informacji na temat wyników Q2'14 dostarczył Prezes Blocher w wywiadzie udzielonym w drugiej połowie czerwca. Spodziewał się on poprawy wyników r/r, jak również poprawy pozycji gotówkowej. Uważamy, że poprawa wyników będzie następstwem wzrostu rentowności działalności budowlanej i niewielkiego wzrostu wyników działalności deweloperskiej. Liczymy także na pierwszy od wielu kwartałów, nieznaczny wzrost przychodów w budownictwie. Ze względu na sprzedaż spółki Danwood w drugiej połowie ubiegłego roku, Budimex raczej nie ma szans na wzrost skonsolidowanych przychodów w ujęciu r/r,

niemniej spadek nie powinien być znaczny (prognoza: 1 158 mln PLN, -6% r/r). Korzystnie na wyniki Q2 wpłynęły spodziewany brak strat na wycenie instrumentów pochodnych oraz nieco lepszy wynik na działalności finansowej. Prognozujemy, że koszty SG&A nie ulegną istotnej zmianie r/r. Zysk netto Budimeksu za Q2'14 szacujemy na 36,8 mln PLN vs. 32,8 mln PLN w Q2'13 (+12% r/r). Poziom gotówki netto szacujemy na około 900 mln PLN vs. 680 mln PLN na koniec czerwca '13. Osiągnięcie przez spółkę prognozowanego poziomu gotówki uznalibyśmy za bardzo dobry wynik, biorąc pod uwagę, że Budimex wypłacił dywidendę w wysokości ok. 300 mln PLN.

Budownictwo Elektrobudowa		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	74,30 PLN	P/E 2014	14,7	EV/EBITDA 2014	6,7		
		Cena docelowa	105,00 PLN	P/E 2015	9,6	EV/EBITDA 2015	5,5		
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	299,6	216,3	38,5%	484,0	382,8	26,4%	1 212,3	905,6	33,9%
EBITDA	10,6	1,7	535,8%	13,2	9,1	45,9%	52,5	38,7	35,6%
Marża	3,5%	0,8%	-	2,7%	2,4%	-	4,3%	4,3%	-
EBIT	7,3	-1,9	-	6,7	1,9	251,2%	39,4	24,6	60,2%
Zysk brutto	5,7	-1,6	-	4,0	1,6	144,7%	32,8	25,9	26,6%
Zysk netto	4,5	-3,0	-	1,2	0,8	48,5%	24,1	17,2	40,0%

Powrót do pozytywnych dynamik wyników

W drugim kwartale ubiegłego roku wyszło na jaw, że segment przemysłu w Elektrobudowie jest w dużo gorszej kondycji niż można było przypuszczać. W konsekwencji Zarząd Elektrobudowy był zmuszony do obniżenia prognoz finansowych. Straty segmentu przemysłu ciągnęły się nieprzerwanie przez ostatnie cztery kwartały. Spodziewamy się, że w Q2'14 segment nie osiągnie jeszcze dodatniej rentowności, niemniej spółce uda się istotnie zredukować straty w stosunku do ubiegłego roku. W podstawowych segmentach działalności: wytwarzanie energii oraz dystrybucja energii szacujemy wzrost przychodów w związku

z realizacją dużych zleceń dla Tauronu i PSE. Skonsolidowane przychody Elektrobudowy za Q2'14 szacujemy na 300 mln PLN (+38% r/r), natomiast zysk operacyjny na 7,3 mln PLN vs. -1,9 mln PLN w Q2'13. Zdecydowanej poprawy spodziewamy się również na poziomie zysku netto, który szacujemy na 4,5 mln PLN vs. -3,0 mln PLN w Q2'13. Q2'14 powinien być pierwszym kwartałem od ponad roku, w którym Elektrobudowa poprawia wyniki. Zakładając, że zgodnie z oczekiwaniami zarządu, w drugiej połowie roku zakończy się restrukturyzacja segmentu przemysłu, dodatnie dynamiki wyników powinny być również widoczne w dalszej części roku.

Budownictwo										
Erbud										
Kupuj										
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	24,80 PLN		P/E 2014	12,2	EV/EBITDA 2014	4,4		
		Cena docelowa	35,90 PLN		P/E 2015	9,9	EV/EBITDA 2015	3,6		
(mln PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	
Przychody	361,4	319,5	13,1%	645,0	525,9	22,6%	1 329,0	1 225,1	8,5%	
EBITDA	11,1	8,2	34,9%	18,7	11,9	57,8%	47,3	40,1	18,0%	
Marża	3,1%	2,6%	-	2,9%	2,3%	-	3,6%	3,3%	-	
EBIT	9,2	5,8	56,7%	15,3	8,2	87,5%	39,3	32,4	21,2%	
Zysk brutto	7,7	4,3	77,2%	11,0	5,2	112,7%	36,3	23,8	52,3%	
Zysk netto	4,4	2,0	122,4%	5,7	2,4	144,5%	25,8	17,5	47,7%	

Wyraźna poprawa wyników w Q2

Na koniec marca '14 Erbud posiadał o 16% większy portfel zamówień niż w roku ubiegłym. Uważamy, że przełoży się to na wzrost przychodów ze sprzedaży w minionym kwartale. Nie liczylibyśmy na tak silną dynamikę przychodów, jaka miała miejsce w pierwszym kwartale, niemniej szacowana przez nas dynamika na poziomie 13% i przychody w wysokości 361 mln PLN są w zasięgu Erbudu. Największej dynamiki spodziewamy się w segmentach inżynieryjnym i energetycznym, których portfele zamówień przyrosły

najsilniej. Q2'14 był pod względem marż najniższym segmentem ubiegłego roku, dlatego spodziewamy się również poprawy r/r na tym froncie. EBIT Erbudu szacujemy na 9,2 mln PLN (+57% r/r), natomiast zysk netto na 4,4 mln PLN (+122% r/r). Dynamiki zysków powinny wyglądać imponująco, zwracamy jednak uwagę, że ponad 3/4 zysku Erbud powinien wypracować w drugiej połowie roku. W 2013 r. zaledwie 13% zysku netto spółka zarobiła w pierwszych sześciu miesiącach roku.

Budownictwo										
Unibep										
Kupuj										
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	7,40 PLN		P/E 2014	11,3	EV/EBITDA 2014	7,3		
		Cena docelowa	10,20 PLN		P/E 2015	8,8	EV/EBITDA 2015	6,1		
(mln PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana	
Przychody	267,1	240,2	11,2%	468,4	435,7	7,5%	1 147,2	920,5	24,6%	
EBITDA	8,5	9,0	-5,8%	12,9	14,8	-12,7%	39,6	34,0	16,4%	
Marża	3,2%	3,8%	-	2,8%	3,4%	-	3,5%	3,7%	-	
EBIT	6,8	7,6	-9,6%	9,6	11,9	-19,6%	34,0	28,1	21,0%	
Zysk brutto	5,7	6,3	-9,3%	10,7	9,6	11,3%	29,7	23,1	28,6%	
Zysk netto	4,4	4,1	7,8%	7,3	6,6	9,9%	22,5	13,6	64,9%	

Wyniki porównywalne r/r

Wyniki Unibepu za Q2'14 nie powinny dostarczyć większych emocji. Spodziewamy się poprawy przychodów o ponad 10% r/r, co ma bezpośredni związek ze wzrostem portfela zamówień spółki. Jednocześnie oczekujemy niższych marż niż w Q2 roku ubiegłego. Osiągnięta w Q2'13 marża brutto ze sprzedaży w wysokości 6,7% była wyższa zarówno od marży szacowanej przez nas na bieżący rok, jak również wyższa od długoterminowej docelowej marży, którą szacujemy na 6,5%. Nasze oczekiwania niższych marż wiążą się

bezpośrednio z zakończeniem kontraktu w Mińsku, który cechował się wysoką rentownością. Nie spodziewamy się żadnych dodatkowych kosztów lub rezerw, w szczególności związanych z działalnością w Norwegii, które mogłyby negatywnie odbić się wyniku okresu. Szacujemy, że wynik operacyjny oraz zysk brutto będą o 9-10% niższe r/r. Liczymy natomiast na nieco wyższy zysk netto (4,4 mln PLN, +8% r/r), zakładając, że w Q2'14 efektywna stopa podatkowa wyniesie 21%.

Deweloperzy

Deweloperzy Capital Park		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	4,45 PLN		P/E 2014	13,5		P/BV 2014	0,46
		Cena docelowa	8,40 PLN		P/E 2015	6,8		P/BV 2015	0,43
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	10,2	10,1	1,1%	20,6	19,8	3,8%	50,1	38,8	29,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	7,6	-	-	15,2	-	-	38,9	29,3	32,9%
Marża	74,0%	-	-	74,0%	-	-	77,6%	75,4%	-
EBIT bez rewaluacji	3,8	3,3	17,5%	4,9	4,9	0,8%	24,4	16,1	51,2%
Rewaluacja	0,5	38,0	-98,8%	7,9	60,7	-87,0%	28,9	24,3	19,0%
EBIT	4,3	41,2	-89,5%	12,8	65,6	-80,5%	53,3	40,4	31,8%
Zysk brutto	1,8	28,6	-93,6%	5,8	42,8	-86,4%	43,6	28,1	55,3%
Zysk netto	0,1	34,0	-99,7%	4,5	46,3	-90,3%	34,8	25,6	36,2%

Stabilne przychody z wynajmu, rewaluacja bliska zera

W Q2'14 nie spodziewamy się istotnych zmian w poziomie przychodów z wynajmu (10,2 mln PLN, +1% r/r). Capital Park zakończył budowę Eurocentrum pod koniec drugiego kwartału, jednak zauważalnych przychodów z tego tytułu spodziewamy się dopiero w drugiej połowie roku, w szczególności w Q4. W Q2'14 r. spółka uzyskiwała dochód z zarządzania FIZ AN, którego nie było w Q2'13, stąd spodziewamy się nieco lepszych wyników operacyjnych oczyszczonych o rewaluację (3,8 mln PLN, +18% r/r). Znacznie niższy r/r będzie wynik na wycenie nieruchomości

inwestycyjnych (prognoza: 0,5 mln PLN vs. +38 mln PLN w Q2'13). Za ubiegłoroczny wysoki wynik na wycenie nieruchomości odpowiada umocnienie kursu EUR/PLN o 15 gr. W Q2'14 kurs EUR/PLN uległ niewielkiemu osłabieniu, ujemnie wpływając na wynik z wyceny nieruchomości. Ujemny wpływ zmiany kursu walutowego powinien być zrekompensowany dodatnim przeszacowaniem biurowca Eurocentrum. Wynik na działalności finansowej szacujemy na -2,5 mln PLN (dodatni wpływ przeszacowania kredytów walutowych). Wynik na netto za Q2'14 powinien być bliski zera.

Deweloperzy Dom Development		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	44,50 PLN		P/E 2014	19,3		P/BV 2014	1,28
		Cena docelowa	57,80 PLN		P/E 2015	15,3		P/BV 2015	1,26
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	159,1	119,9	32,7%	357,7	340,2	5,2%	747,6	676,4	10,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	26,0	22,7	14,5%	58,6	78,7	-25,6%	158,6	157,1	1,0%
Marża	16,4%	19,0%	-	16,4%	23,1%	-	21,2%	23,2%	-
EBIT bez rewaluacji	3,1	1,9	64,0%	11,9	34,9	-65,8%	71,3	73,3	-2,8%
Rewaluacja	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	3,1	1,9	64,0%	11,9	34,9	-65,8%	71,3	73,3	-2,8%
Zysk brutto	2,3	1,4	66,8%	14,0	34,0	-58,8%	70,7	69,7	1,4%
Zysk netto	1,9	1,1	79,9%	11,1	27,4	-59,3%	57,1	54,4	4,9%

Minimalny zysk, porównywalny r/r

W Q2'14 Dom Development przekazał 450 mieszkań, co jest wynikiem o ok. 52% wyższym r/r. Pomimo znacznego wzrostu liczby przekazanych lokali, zysk netto Dom Development powinien być w Q2'14 bardzo zbliżony r/r. Wynika to z dwóch przyczyn. Po pierwsze, przekazywane w Q2'14 przez Dom Development mieszkania mają według naszych szacunków mniejszą wartość jednostkową niż w roku ubiegłym (prognoza: 353 tys. PLN vs. 406 tys. PLN w Q2'13), stąd oczekujemy zaledwie 33% wzrostu przychodów spółki do 159 mln PLN. Po drugie spodziewamy się niższych marż

deweloperskich niż w roku ubiegłym (prognoza: 16,4% vs. 19,0% w Q2'13). Niższy przychód na mieszkanie oraz niższa marża są efektem zmiany struktury rozliczonych mieszkań. W Q2'14 Dom Development zakończył realizację dwóch niskomarżowych etapów w projektach Wilno oraz Adria. Oba projekty odpowiadały za prawie 50% przekazania. Ponadto bardzo niewiele mieszkań zostało rozliczonych w wysokomarżowym projekcie Saska. Znaczącej poprawy wyników spodziewamy się dopiero w Q4'14, w którym spółka powinna wypracować większość tegorocznego zysku.

Deweloperzy		Kupuj							
Echo Investment									
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	6,50 PLN		P/E 2014	15,6		P/BV 2014	0,92
		Cena docelowa	8,10 PLN		P/E 2015	9,9		P/BV 2015	0,84
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	114,0	125,4	-9,1%	225,8	265,8	-15,0%	545,3	528,7	3,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	68,4	72,4	-5,6%	134,3	148,7	-9,7%	307,2	294,1	4,4%
Marża	60,0%	57,8%	-	59,5%	55,9%	-	56,3%	55,6%	-
EBIT bez rewaluacji	50,7	51,4	-1,5%	95,9	110,7	-13,3%	235,6	222,6	5,9%
Rewaluacja	-2,8	202,7	-	442,1	378,5	16,8%	-34,3	271,2	-
EBIT	47,9	254,1	-81,2%	538,0	489,2	10,0%	201,3	493,8	-59,2%
Zysk brutto	15,7	152,3	-89,7%	460,3	306,8	50,0%	180,7	312,3	-42,1%
Zysk netto	13,3	146,0	-90,9%	421,8	302,1	39,6%	171,6	309,1	-44,5%

Lepiej w komercji, słabiej w mieszkaniówce, niewielki wpływ rewaluacji

Pod koniec Q1'14 Echo oddało do użytkowania trzy nieruchomości komercyjne - A4 Business Park (E1) w Katowicach, Park Rozwoju (E1) w Warszawie oraz Galerię Amber w Kaliszu o łącznej powierzchni ok. 61 tys. m² GLA. Z tego też względu oczekujemy wzrostu przychodów z najmu w Q2'14. W Q2 spodziewamy się umiarkowanego wpływu tych nieruchomości na wynik z najmu, z uwagi na obowiązujące wakacje czynszowe i czas potrzebny do zasiedlenia nieruchomości przez wszystkich najemców. W ujęciu r/r spodziewamy się około 3% wzrostu przychodów segmentu komercyjnego (centra handlowe i biura) oraz około 6% wzrostu zysku segmentu. Zdecydowanie niższy r/r powinien być natomiast wynik segmentu mieszkaniowego, w którym oczekujemy spadku przychodów o około 2/3. Niższa powinna być także marża segmentu, która w drugim kwartale ubiegłego roku wyniosła aż 32%. Słabszy wynik segmentu

mieszkaniowego nie powinien zaskakiwać. Spółka, co prawda, intensywnie rozwija tę działalność, sprzedaje więcej mieszkań i kupuje nowe działki, niemniej efekty tych działań zobaczymy według nas w wynikach 2015 r i przede wszystkim 2016 r. Podsumowując, spodziewamy się spadku skonsolidowanych przychodów wszystkich segmentów o 9% r/r do 114 mln PLN oraz spadku zysku brutto ze sprzedaży o 6% do 68 mln PLN. Szacujemy lekko ujemny wynik na rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych (negatywny wpływ umocnienia PLN względem EUR na poziomie ok. 10 mln PLN, częściowo zrekomensowany wyceną nieruchomości w budowie. Spodziewamy się około 10% spadku kosztów finansowych r/r (spadek tej grupy kosztów był widoczny już w wynikach Q1'14). Zysk netto za Q2'14 szacujemy na 13,3 mln PLN. Po H1'14 zysk netto Echo wyniesie wyraźnie ponad 400 mln PLN - znacznie więcej niż nasza całoroczna prognoza, którą zaktualizujemy w najbliższym czasie.

Deweloperzy		Akumuluj							
GTC									
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	7,38 PLN		P/E 2014	17,6		P/BV 2014	0,79
		Cena docelowa	9,20 PLN		P/E 2015	5,3		P/BV 2015	0,69
(mIn EUR)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	30,7	32,5	-5,4%	61,7	65,7	-6,1%	120,3	131,1	-8,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	19,5	21,0	-7,2%	39,4	42,3	-6,9%	75,8	84,0	-9,8%
Marża	63,6%	64,8%	-	63,9%	64,4%	-	63,0%	64,1%	-
EBIT bez rewaluacji	13,5	15,1	-10,7%	30,4	34,2	-11,2%	57,1	68,3	-16,4%
Rewaluacja	-10,0	-44,5	-	-12,0	-70,0	-	27,9	-189,7	-
EBIT	3,5	-29,3	-	18,4	-35,8	-	85,1	-121,4	-
Zysk brutto	-11,3	-43,8	-	-8,3	-64,3	-	42,4	-172,6	-
Zysk netto	-7,6	-42,3	-	-8,7	-65,1	-	35,5	-146,8	-

Stabilny wynik na wynajmie, możliwa dewaluacja słabszych nieruchomości

Portfel nieruchomości GTC przeznaczonych na wynajem nie doświadczył istotnych zmian w Q2'14. Spodziewamy się, że przychody i zysk z wynajmu powierzchni wyniosą odpowiednio 27,5 mln EUR oraz 19,6 mln EUR, co oznacza stabilizację q/q i jednocześnie spadek o 7-8% w ujęciu r/r. Za spadek wyniku segmentu r/r odpowiada sprzedaż Galerii Kazimierz, dokonana pod koniec 2013 r. Nie liczylibyśmy na przełom w wynikach segmentu mieszkaniowego, które powinny być bliskie zera. Rewaluacja nie będzie obciążać wyników GTC w takim stopniu jak rok temu, niemniej zakładamy ujemny wpływ wyceny nieruchomości w kwiecie około 10 mln EUR. Dewaluacja może dotyczyć zarówno aktywów w Polsce jak i zagranicą, w przypadku których

spółka nie widzi dostatecznej poprawy wyników operacyjnych. Szacujemy, że podstawowe koszty SG&A, które od dłuższego czasu kształtują się na poziomie ok. 3 mln EUR, w Q2'14 zostaną powiększone o około 2 mln EUR w związku z wyceną programu motywacyjnego dla zarządu. Spodziewamy się ponadto wzrostu kosztów działalności finansowej w związku z zamknięciem instrumentów zabezpieczających obligacje. Spółka może wykazać stratę w jednostkach stowarzyszonych, szczególnie dotyczącą nieruchomości w Rosji i na Ukrainie, którą szacujemy na 1,5 mln EUR. Podsumowując, wyniki GTC za Q2'14 mogą wyglądać słabo. Stratę netto szacujemy na 7,6 mln EUR. Przełomu w wynikach należy oczekiwać dopiero po uzyskaniu pozwoleń na budowę warszawskich galerii handlowych.

Deweloperzy Robyg		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	2,17 PLN		P/E 2014	22,2		P/BV 2014	1,34
		Cena docelowa	3,07 PLN		P/E 2015	12,6		P/BV 2015	1,28
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	85,3	119,2	-28,5%	223,0	278,3	-19,9%	369,0	485,9	-24,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	14,7	20,4	-27,7%	38,6	48,0	-19,6%	65,4	90,5	-27,8%
Marża	17,3%	17,1%	-	17,3%	17,2%	-	17,7%	18,6%	-
EBIT bez rewaluacji	13,1	11,1	18,0%	31,7	31,0	2,5%	46,7	52,7	-11,5%
Rewaluacja	0,0	0,6	-100,0%	0,0	4,0	-100,0%	3,7	4,0	-7,4%
EBIT	13,1	11,7	12,4%	31,7	35,0	-9,2%	50,4	56,7	-11,2%
Zysk brutto	10,4	9,0	16,4%	26,3	28,6	-7,8%	39,7	44,1	-10,0%
Zysk netto	7,7	3,3	131,1%	15,8	12,7	24,5%	25,6	26,1	-1,9%

Duży wpływ projektów JV na wynik

Szacujemy, że w Q2'14 Robyng przekazał nabywcom około 450 mieszkań, z czego około 50% to mieszkania, w których Robyng posiada połowę udziałów, realizowane wspólnie z partnerami. Projekty te począwszy od Q1'14 nie są konsolidowane w wynikach Robynga. Zysk netto z tych projektów Spółka przedstawia je jako "udział w zysku jednostek wycenianych metodą praw własności" i prezentuje w P&L między zyskiem ze sprzedaży a zyskiem operacyjnym. Szacujemy, że przekazanie około 225 mieszkań, w których Robyng posiada 100% udziałów, przy szacowanej marży 18,0%, pozwoli na wypracowanie 13,4 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży przy przychodach na poziomie 74 mln PLN. Spodziewamy się zatem bardzo zbliżonej marży deweloperskiej w ujęciu r/r i q/q. Prognozujemy ponadto około 11 mln przychodów oraz 1,3 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży z pozostałej działalności, która obejmuje głównie zarządzanie projektami JV oraz wynajem powierzchni w biurówcu na Wilanowie. Zakładamy wzrost kosztów SG&A o 7% r/r do 9,4 mln PLN. EBIT Robynga bez udziału zysków

jednostek współkontrolowanych prognozujemy na 5,2 mln PLN. Jak wspomnieliśmy na początku, bardzo istotny udział w zyskach Q2 miały wyniki jednostek współkontrolowanych, w których liczymy na niemal 30% marżę deweloperską. Zysk netto JV szacujemy na ok. 8 mln PLN, co przekłada się na prognozowany EBIT drugiego kwartału w wysokości 13,1 mln PLN (+18% r/r). W Q2'14 podatek dochodowy będzie podwyższony o około 1 mln PLN z uwagi na korekty konsolidacyjne z projektu City Apartments (zwracamy uwagę, że podatek od projektów JV przy obecnym sposobie konsolidacji, obniża wynik już na poziomie EBIT). Pojawia się ponadto zyski akcjonariuszy mniejszościowych, również dotyczące tego projektu, które szacujemy na 1,3 mln PLN. Zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej szacujemy na 7,7 mln PLN, co oznacza wzrost o 130% r/r. Po H1'14 nasza całoroczna prognoza zysku netto Robynga powinna być wykonana w ponad 60%. Spodziewamy się słabszego Q3'14 i bardzo dobrego Q4'14, który może okazać się najlepszym kwartałem w wykonaniu spółki w tym roku.

Inne

Inne		Kupuj							
Work Service									
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	14,73 PLN		P/E 2014	15,5	EV/EBITDA 2014		10,7
		Cena docelowa	18,63 PLN		P/E 2015	11,5	EV/EBITDA 2015		8,7
(mIn PLN)	2Q'14P	2Q'13	zmiana	1H'14P	1H'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	373,9	221,4	68,8%	719,8	410,1	75,5%	1 681,0	918,4	83,0%
EBITDA	16,8	9,6	75,5%	34,8	19,8	75,8%	98,5	52,8	86,5%
Marża	4,5%	4,3%	-	9,7%	9,7%	-	5,9%	5,7%	-
EBIT	15,2	8,5	79,4%	31,4	17,6	78,4%	91,8	48,0	91,2%
Zysk brutto	9,6	3,8	152,0%	25,5	10,4	145,2%	75,6	32,9	129,7%
Zysk netto	7,7	2,5	208,9%	19,2	8,2	134,1%	56,3	26,5	112,5%

Dynamiczny wzrost wyników dzięki konsolidacji spółek przejętych, spadek rentowności sprzedaży i wzrost kosztów SG&A w biznesie organicznym

W 2Q'14 spodziewamy się wzrostu przychodów Work Service o 69% do poziomu 373,9 mln PLN, przy czym trzy spółki przejęte: Antal International, Work Express i Prohuman wygenerują 96,9 mln PLN, a przychody organiczne wzrosną o 25,1% R/R. Z kolei EBIT wyniesie 15,2 mln PLN i będzie o 80% wyższy R/R. W przypadku zysku operacyjnego rozbić na przejęcia i organikę prognozujemy na odpowiednio 7,1 mln PLN i 8,6 mln PLN. Relatywnie słaby rozwój organiczny

to wynik tąpnięcia na marży brutto ze sprzedaży (szacujemy spadek z 10,9 % do 10,2% w ciągu roku) oraz istotnie większych kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu co wynika z rozbudowy działalności spółki o struktury międzynarodowe. Dodatkowo zakładamy 1,0 mln PLN kosztów jednorazowych związanych z rozliczeniem kosztów akwizycji. Zysk EBIT powinien wynieść 15,2 mln PLN (+79% R/R). Koszty finansowe netto prognozujemy na 4,6 mln PLN, zakładamy 10%-ową stopę podatkową (średnia stopa dla 4 ostatnich kwartałów). Zysk netto estymujemy na 7,7 mln PLN (+209% R/R).

Terminy publikacji raportów

Spółka	1H 2014	3Q 2014
ABC DATA	2014-08-26	2014-11-10
AGORA	2014-08-14	2014-11-07
ALCHEMIA	2014-08-29	2014-11-14
ASSECO POLAND	2014-08-27	2014-11-14
ASTARTA	2014-08-18	2014-11-07
BORYSZEW	2014-08-28	2014-11-13
BUDIMEX	2014-08-29	2014-10-29
BZ WBK	2014-07-31	2014-11-04
CAPITAL PARK	2014-08-14	2014-11-14
CEZ	2014-08-12	2014-11-11
CIECH	2014-08-20	2014-11-14
CYFROWY POLSAT	2014-08-28	2014-11-13
DOM DEVELOPMENT	2014-08-21	2014-10-24
ECHO INVESTMENT	2014-08-28	2014-11-13
ELEKTROBUDOWA	2014-08-29	2014-11-14
ENEA	2014-08-27	2014-11-12
ENERGA	2014-08-13	2014-11-07
ERBUD	2014-08-27	2014-11-06
FAMUR	2014-08-29	2014-11-14
GETIN NOBLE BANK	2014-08-29	2014-11-14
GTC	2014-08-21	2014-11-13
HANDLOWY	2014-08-01	2014-11-05
IMPEXMETAL	2014-08-13	2014-11-10
ING BSK	2014-08-06	2014-11-05
JSW	2014-08-07	2014-11-06
KERNEL	2014-10-31	
KĘTY	2014-08-07	2014-10-23
KGHM	2014-08-29	2014-11-14
KOPEX	2014-08-27	2014-11-13
KRUK	2014-09-01	2014-11-14
LOTOS	2014-08-19	2014-10-29
LW BOGDANKA	2014-08-28	2014-11-06
MILLENNIUM	2014-07-28	2014-10-27
MOL	2014-08-01	2014-11-06
NETIA	2014-08-07	2014-11-06
ORANGE POLSKA	2014-07-25	2014-10-22
PEKAO	2014-08-05	2014-11-10
PGE	2014-08-27	2014-11-13
PGNiG	2014-08-14	2014-11-07
PKN ORLEN	2014-07-23	2014-10-22
PKO BP	2014-09-01	2014-11-06
PZU	2014-08-27	2014-11-13
ROBYG	2014-08-21	2014-11-13
ROVESE	2014-09-01	2014-11-14
TARCZYŃSKI	2014-08-08	2014-11-07
TAURON	2014-08-21	2014-11-13
TVN	2014-08-13	2014-11-13
UNIBEP	2014-08-29	2014-11-14
WORK SERVICE	2014-08-29	2014-11-14
VISTAL	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	
							2014	2015	2014	2015
Banki										
BZ WBK	Trzymaj	2014-07-14	348,00	344,95	361,80	-4,7%	16,1	14,7		
GETIN NOBLE BANK	Trzymaj	2014-07-14	3,00	2,95	2,99	-1,3%	14,6	12,4		
HANDLOWY	Trzymaj	2014-07-14	108,00	103,37	110,00	-6,0%	17,0	14,8		
ING BSK	Akumuluj	2014-07-14	128,70	144,12	128,50	+12,2%	16,1	12,9		
MILLENNIUM	Akumuluj	2014-07-14	7,74	8,46	7,84	+7,9%	14,5	12,8		
PEKAO	Trzymaj	2014-07-14	175,00	173,34	177,00	-2,1%	17,4	15,1		
PKO BP	Kupuj	2014-07-14	38,20	43,20	38,29	+12,8%	14,7	11,8		
KOMERCNI BANKA	Redukuj	2014-01-15	4520,00	4115 CZK	4466,00	-7,9%	13,6	12,7		
ERSTE BANK	Trzymaj	2014-01-15	28,59	29,6 EUR	18,50	+60,0%	9,7	7,2		
RBI	Kupuj	2014-01-15	26,70	32,1 EUR	22,00	+45,9%	7,6	5,0		
OTP BANK	Trzymaj	2014-01-15	4440,00	4618 HUF	4156,00	+11,1%	7,4	6,4		
Ubezpieczyciele										
PZU	Trzymaj	2013-11-06	468,00	425,00	437,50	-2,9%	13,8	13,6		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2014-06-06	95,49	113,29	89,80	+26,2%	10,8	10,0		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Akumuluj	2014-07-07	34,00	35,87	35,03	+2,4%	16,6	14,3	6,3	6,0
LOTOS	Trzymaj	2014-03-26	36,31	38,60	37,50	+2,9%	8,4	7,8	5,9	5,3
MOL	Kupuj	2014-03-07	171,20	211,90	154,65	+37,0%	8,1	6,2	3,8	3,1
PGNiG	Trzymaj	2014-07-03	5,11	5,22	5,22	+0,0%	9,9	11,7	5,2	5,8
PKN ORLEN	Kupuj	2014-02-18	41,45	50,86	42,77	+18,9%	9,6	8,4	5,5	4,9
Energetyka										
CEZ	Redukuj	2014-06-03	88,15	76,00	86,50	-12,1%	10,6	12,5	6,9	7,4
ENEA	Akumuluj	2014-06-03	16,07	17,33	14,97	+15,8%	8,6	10,0	4,1	5,2
ENERGA	Trzymaj	2014-06-03	18,85	19,90	21,01	-5,3%	11,3	13,2	5,5	5,5
PGE	Redukuj	2014-06-03	21,25	18,90	20,38	-7,3%	9,9	11,8	4,6	5,8
TAURON	Kupuj	2014-06-03	5,40	6,40	5,03	+27,2%	8,4	9,5	4,4	5,2
Telekomunikacja										
NETIA	Trzymaj	2014-07-07	5,27	5,60	5,51	+1,6%	37,8	41,6	4,4	4,8
ORANGE POLSKA	Sprzedaj	2014-04-22	10,32	8,10	9,59	-15,5%	33,3	69,2	4,7	5,0
Media										
AGORA	Trzymaj	2014-06-06	9,60	9,50	8,19	+16,0%	204,7	-	4,4	4,3
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	2014-06-06	22,10	23,84	23,35	+2,1%	23,1	16,7	10,7	6,2
GLOBAL CITY HOLDINGS	w trakcie aktualizacji	2014-05-13	34,30	-	33,55	-	-	-	-	-
TVN	Akumuluj	2014-03-06	16,00	17,90	14,30	+25,2%	14,2	12,8	11,1	10,2
IT										
AB	Zawieszona	2013-02-05	23,50	-	29,10	-	-	-	-	-
ABC DATA	Kupuj	2013-11-19	4,52	5,35	4,22	+26,8%	7,8	7,1	7,4	6,7
ACTION	Zawieszona	2013-02-05	29,70	-	42,60	-	-	-	-	-
ASBIS	Zawieszona	2013-02-05	3,21	-	2,73	-	-	-	-	-
ASSECO POLAND	Akumuluj	2014-07-08	40,75	45,60	39,80	+14,6%	9,5	9,9	6,0	5,9
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	78,50	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	16,60	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Trzymaj	2014-01-15	50,73	55,00	43,10	+27,6%	-	-	4,9	4,1
KGHM	Kupuj	2014-01-15	114,50	144,00	128,65	+11,9%	10,1	8,8	5,2	4,5
LW BOGDANKA	Trzymaj	2014-07-07	116,00	136,90	112,30	+21,9%	12,9	10,3	6,0	5,1
Przemysł										
ALCHEMIA	Sprzedaj	2014-06-12	5,03	3,30	4,97	-33,6%	41,5	25,9	15,3	12,5
ASTARTA	Trzymaj	2014-06-06	47,40	48,60	40,00	+21,5%	12,3	4,4	4,6	4,2
BORYSZEW	Trzymaj	2014-01-15	4,90	5,20	5,30	-1,9%	13,4	11,8	8,5	7,7
FAMUR	Trzymaj	2014-05-07	4,46	3,60	3,68	-2,2%	26,4	13,6	8,4	5,9
IMPEXMETAL	Trzymaj	2014-03-06	3,33	3,40	2,25	+51,1%	8,3	7,3	6,7	5,9
KERNEL	Trzymaj	2014-07-07	32,15	32,50	29,50	+10,2%	103,3	4,6	7,0	3,9
KĘTY	Trzymaj	2014-07-01	226,95	226,80	219,00	+3,6%	12,6	11,9	7,8	7,3
KOPEX	Kupuj	2014-07-07	10,75	14,50	11,21	+29,3%	12,4	9,7	5,6	5,2
ROVESE	Trzymaj	2014-05-20	1,27	1,22	1,34	-9,0%	-	29,8	8,2	6,8
TARCZYŃSKI	Kupuj	2014-07-17	10,00	12,20	9,90	+23,2%	14,4	11,9	6,7	5,4
VISTAL	Kupuj	2014-02-10	16,10	24,30	13,54	+79,5%	7,5	5,6	7,3	5,5
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2014-03-24	132,00	139,95	115,70	+21,0%	18,3	14,2	7,9	6,2
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2014-05-20	72,50	105,00	74,30	+41,3%	14,7	9,6	6,7	5,5
ERBUD	Kupuj	2014-03-06	28,23	35,90	24,80	+44,8%	12,2	9,9	4,4	3,6
UNIBEP	Kupuj	2014-01-21	7,89	10,20	7,40	+37,8%	11,3	8,8	7,3	6,1
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Kupuj	2014-01-21	5,27	8,40	4,45	+88,8%	13,5	6,8	24,3	14,1
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2014-06-23	46,00	57,80	44,50	+29,9%	19,3	15,3	17,5	12,9
ECHO	Kupuj	2014-01-21	6,23	8,10	6,50	+24,6%	15,6	9,9	25,0	13,0
GTC	Akumuluj	2014-06-06	8,00	9,20	7,38	+24,7%	17,6	5,3	15,9	7,7
ROBYG	Kupuj	2014-06-23	2,35	3,07	2,17	+41,5%	22,2	12,6	15,5	11,7
Inne										
WORK SERVICE	Kupuj	2014-03-31	14,70	18,63	14,73	+26,5%	15,5	11,5	10,7	8,7

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ASSECO POLAND	Akumuluj	Trzymaj	45,60	2014-07-08
BZ WBK	Trzymaj	Trzymaj	344,95	2014-07-14
CIECH	Akumuluj	Kupuj	35,87	2014-07-07
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	Kupuj	57,80	2014-06-23
GETIN NOBLE BANK	Trzymaj	Sprzedaj	2,95	2014-07-14
HANDLOWY	Trzymaj	Redukuj	103,37	2014-07-14
ING BSK	Akumuluj	Trzymaj	144,12	2014-07-14
KERNEL	Trzymaj	Akumuluj	32,50	2014-07-07
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	226,80	2014-07-01
KOPEX	Kupuj	Trzymaj	14,50	2014-07-07
LW BOGDANKA	Trzymaj	Akumuluj	136,90	2014-07-07
MILLENNIUM	Akumuluj	Redukuj	8,46	2014-07-14
NETIA	Trzymaj	Zawieszona	5,60	2014-07-07
PEKAO	Trzymaj	Trzymaj	173,34	2014-07-14
PGNiG	Trzymaj	Trzymaj	5,22	2014-07-03
PKO BP	Kupuj	Kupuj	43,20	2014-07-14
ROBYG	Kupuj	Kupuj	3,07	2014-06-23
TARCZYŃSKI	Kupuj	Trzymaj	12,20	2014-07-17

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	2	3,7%	2	6,5%
Redukuj	3	5,6%	1	3,2%
Trzymaj	21	38,9%	12	38,7%
Akumuluj	9	16,7%	4	12,9%
Kupuj	19	35,2%	12	38,7%

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:

KUPIJ - 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, Pemug, 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, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: 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 abonentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP S.A.).

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Piotr Dudziński
wicedyrektor
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

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-950 Warszawa
www.mDomMaklerski.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