

czwartek, 23 października 2014 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 3Q 2014

Rynek akcji

Finanse

Oczekujemy spadku wyniku analizowanych przez nas polskich banków o 3,2% Q/Q. Spadek wynika w części z powodu obniżonej opłaty interchange negatywnie wpływającej na wynik prowizyjny, a w części z niższego wyniku na działalności handlowej. Pośród banków zagranicznych oczekujemy kolejnej straty w Erste Bank oraz niższego zysku netto w Komercj Banku, która nastąpi wraz z normalizacją kosztów ryzyka. W 3Q'14 oczekujemy rekordowo dobrych wyników Banku Millennium oraz solidnych od PKO BP i GNB.

Paliwa

Korzystne otoczenie makro powinno być widoczne w wynikach rafinerii, aczkolwiek raportowane wyniki mogą być zainfekowane stratami na zapasach i różnicami kursowymi. W przypadku PGNiG wsparciem może być przeszacowanie zapasów gazu.

Energetyka

Wyniki w sektorze powinny odzwierciedlać tendencje widoczne już w pierwszej połowie roku, a dynamiki roczne będą w dużym stopniu determinowane bazą odniesienia. Najlepiej w odniesieniu do 3Q'13 może wypaść Energa.

Telekomunikacja, Media, IT

TVN powinien odnotować wzrost zysku EBITDA dzięki dobrym wynikom oglądalności oraz zyskom w nC+ i Onet. Asseco Poland zaraportuje wzrost zysku netto R/R dzięki stabilizacji na rynku polskim. Stagnację wyników odczuje ABC Data pomimo istotnego wzrostu obrotów. EBITDA Cyfrowego Polsatu spadnie o ponad 10%. Także Netia odczuje spadki zysków, a Agora powiększy stratę netto R/R pomimo stabilizacji przychodów.

Górnictwo i metale

Spółki górnicze, dzięki wyższemu wolumenom wydobycia w przypadku branży węglowej oraz wyższymi cenami złotówkowymi w przypadku KGHM, poprawią wyniki w ujęciu Q/Q. Tradycyjnie kluczem w ocenie raportów kwartalnych nie będzie wynik historyczny, ale ocena Zarządu co do perspektyw kolejnych kwartałów – tu oczekiwania są nadal słabe.

Przemysł

W 3Q'14 oczekujemy, że jedynie 45% obserwowanych spółek przemysłowych poprawi zeszlatoroczne rezultaty (przemysł w 3Q'14 wchodzi w wysoką bazę; najniżej od 1Q'13). Oczekujemy jednocześnie, że jedynie 17% spółek pogorszy ubiegłoroczne rezultaty, a 39% spółek zaraportuje zbliżone wyniki. Wśród kandydatów do pozytywnych zaskoczeń widzielibyśmy spółki: Apator, Cognor, Grajewo, Ferro, Forte, Kernel, Libet, Tarczyński, Ursus, Pozbud i Zetkama.

Budownictwo

W 3Q pozytywnie wyróżni się Elektrobudowa, gdzie dobrym wynikiem towarzyszyć będzie niska baza. Dobre wyniki w Budimeksie i Erbudzie, zaś przeciętne w Unibepie.

Deweloperzy

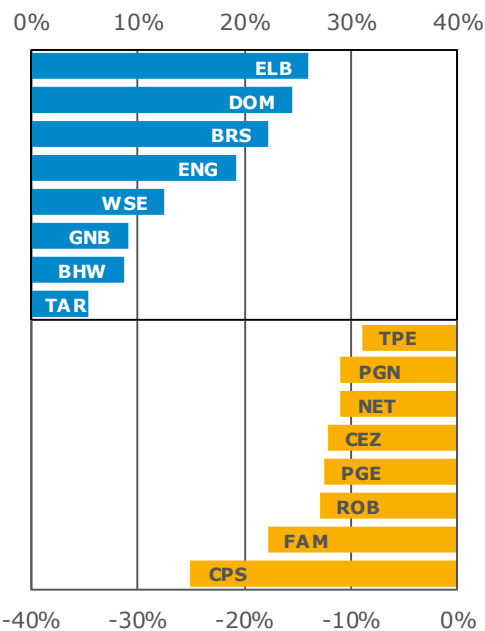
Nie spodziewamy się istotnych kwot z wyceny nieruchomości komercyjnych. Wśród wielu deweloperów mieszkaniowych okres niskiej liczby przekazania i słabych wyników. Lepiej powinien wyglądać czwarty kwartał.

Inne

Work Service zaraportuje istotny wzrost zysku netto (+107% r/r) dzięki konsolidacji czterech przejętych spółek.

WIG 53 302
 Średnie P/E 2014 13,5
 Średnie P/E 2015 12,2
 Średni dzienny obrót (3 m-ce) .. 817 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



*liczone za okres: 4Q'13-3Q'14 / 3Q'13-2Q'14

Departament Analiz:

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

Kamil Kliszcz
 +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 Szpigel
 +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl

Piotr Zybala
 +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl

Spis treści

1. Banki	3
1.1. BZ WBK	3
1.2. Getin Noble Bank	3
1.3. Handlowy	4
1.4. ING BSK	4
1.5. Millennium	5
1.6. Pekao	5
1.7. PKO BP	6
1.8. Komerční Banka	6
1.9. Erste Bank	7
2. Ubezpieczyciele	8
2.1. PZU	8
3. Usługi finansowe	9
3.1. Kruk	9
4. Paliwa, chemia	10
4.1. Ciech	10
4.2. Lotos	10
4.3. MOL	11
4.4. PGNiG	11
5. Energetyka	12
5.1. CEZ	12
5.2. Enea	12
5.3. Energa	13
5.4. PGE	13
5.5. Tauron	14
6. Telekomunikacja	15
6.1. Netia	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. Astarta	21
10.2. Boryszew	21
10.3. Famur	22
10.4. Impexmetal	22
10.5. Kernel	23
10.6. Kopex	23
10.7. Rovese	24
10.8. Tarczyński	24
10.9. Vistal	25
11. Budownictwo	26
11.1. Budimex	26
11.2. Elektrobudowa	26
11.3. Erbud	27
11.4. Unibep	27
12. Deweloperzy	28
12.1. Capital Park	28
12.2. Dom Development	28
12.3. Echo Investment	29
12.4. GTC	29
12.5. Robyng	30
13. Inne	31
13.1. Work Service	31
14. Terminy publikacji raportów	32
15. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	33
16. Statystyki rekomendacji	34

Banki

Banki BZ WBK		Sprzedaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	375,30 PLN		P/E 2014	16,7		P/BV 2014	2,5
		Cena docelowa	344,95 PLN		P/E 2015	15,3		P/BV 2015	2,3
(mIn PLN)		3Q'14P	2Q'14	3Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		1 127,2	905,3	864,3	24,5%	30,4%	3 896,4	3 276,6	18,9%
Wynik prowizyjny		473,7	451,2	445,2	5,0%	6,4%	1 844,0	1 778,6	3,7%
WNDB		1 697,6	1 540,1	1 480,4	10,2%	14,7%	6 455,0	6 089,8	6,0%
Koszty operacyjne		-808,6	-715,6	-636,2	13,0%	27,1%	-2 891,9	-2 826,9	2,3%
Wynik operacyjny*		872,4	807,9	837,3	8,0%	4,2%	3 526,8	3 227,7	9,3%
Saldo rezerw		217,4	173,9	159,2	25,0%	36,6%	772,8	729,3	6,0%
Zysk brutto		655,0	634,0	678,1	3,3%	-3,4%	2 754,0	2 498,4	10,2%
Zysk netto		458,8	504,1	537,4	-9,0%	-14,6%	2 136,8	1 982,3	7,8%

*przed kosztami rezerw

Gorsze wyniki pomimo konsolidacji SCB

BZ WBK zaraportuje wyniki za 3Q'14 4 listopada. Zysk netto za 3Q'14 prognozujemy na poziomie 458,8 mln PLN, -9,0% Q/Q oraz -14,6% R/R. Wyniki w 3Q'14 zostaną wsparte przez konsolidację Santander Consumer Bank (SCB). Ponadto, oczekujemy znacznie słabszego wyniku na działalności handlowej w 3Q'14 wobec 2Q'14 (-45% Q/Q). Oczekujemy, iż wynik odsetkowy wzrośnie o 24,5% Q/Q w 3Q'14 przy

jednoczesnym wzroście marży odsetkowej o 40 p.b. Q/Q ze względu na konsolidację SCB. Pomimo spadku opłaty interchange, wynik prowizyjny wspierany przez konsolidację SCB wzrośnie w kwartale o 5,0%. Koszty, które zostaną również dotknięte przez SCB, powinny wzrosnąć do poziomu 809 mln PLN ze względu na nadal wysokie koszty integracji związane z migracją IT. Oczekujemy wzrostu kosztów ryzyka w 3Q'14 z poziomu 94 p.b. w 2Q'14 do 107 p.b.

Banki Getin Noble Bank		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	2,34 PLN		P/E 2014	11,5		P/BV 2014	1,2
		Cena docelowa	2,95 PLN		P/E 2015	9,7		P/BV 2015	1,1
(mIn PLN)		3Q'14P	2Q'14	3Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		378,0	364,5	311,1	3,7%	21,5%	1 536,5	1 297,8	18,4%
Wynik prowizyjny		105,5	106,6	112,4	-1,0%	-6,2%	461,5	421,2	9,6%
WNDB		528,0	510,6	448,2	3,4%	17,8%	2 091,9	1 887,4	10,8%
Koszty operacyjne		239,7	237,3	220,9	1,0%	8,5%	942,2	880,1	7,1%
Wynik operacyjny*		288,3	273,2	227,3	5,5%	26,8%	1 149,7	1 007,4	14,1%
Saldo rezerw		164,9	163,3	131,6	1,0%	25,3%	649,7	624,4	4,0%
Zysk brutto		123,4	109,9	95,7	12,2%	28,9%	500,0	382,9	30,6%
Zysk netto		135,8	135,9	89,1	-0,1%	52,3%	541,1	399,7	35,4%

*przed kosztami rezerw

Niska wrażliwość na obniżkę opłaty interchange

Getin Noble Bank opublikuje wyniki za 3Q'14 14 listopada. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 135,8 mln PLN (płasko Q/Q oraz +52,3% Q/Q). Podobnie jak w poprzednim kwartale wyniki będą pod wpływem pozytywnego efektu podatkowego związanego ze spółką leasingową, który szacujemy na około 31 mln PLN. Zakładamy relatywnie wysoki wzrost przychodów z działalności podstawowej (+2,6% Q/Q) ze względu na niską wrażliwość spółki na obniżkę opłaty interchange. Według naszych prognoz, marża odsetkowa

zanotuje wzrost o 4 p.b. (wobec średnich aktywów) do poziomu 2,19% dzięki niższemu kosztowi depozytów, co jednocześnie przełoży się na wzrost wyniku odsetkowego o 3,7% Q/Q. Wynik prowizyjny spadnie w 3Q'14 o 1,0% Q/Q do poziomu 106 mln PLN. Koszty operacyjne pozostaną mocną stroną banku (+1,0% Q/Q), co przełoży się na spadek wskaźnika C/I z poziomu 46% na koniec 2Q'14 do 45% w 3Q'14. Jednocześnie prognozujemy, że saldo rezerw nieznacznie wzrośnie o 1,0% Q/Q do poziomu 165 mln PLN (koszt ryzyka na poziomie 124 p.b.).

Banki Handlowy		Sprzedaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	114,00 PLN		P/E 2014	17,6		P/BV 2014	2,1
		Cena docelowa	103,37 PLN		P/E 2015	15,3		P/BV 2015	2,0
(mIn PLN)		3Q'14P	2Q'14	3Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		303,9	302,1	306,2	0,6%	-0,7%	1 178,6	1 242,2	-5,1%
Wynik prowizyjny		156,9	167,1	153,0	-6,1%	2,6%	611,4	642,3	-4,8%
WNDB		618,8	651,3	519,3	-5,0%	19,2%	2 368,7	2 546,1	-7,0%
Koszty operacyjne		321,8	328,3	312,9	-2,0%	2,8%	1 239,7	1 364,6	-9,2%
Wynik operacyjny*		297,0	322,9	206,4	-8,0%	43,9%	1 072,8	1 181,4	-9,2%
Saldo rezerw		4,6	4,4	1,6	n.m.	193,9%	27,4	-36,2	n.m.
Zysk brutto		292,4	318,6	204,8	-8,2%	42,8%	1 045,4	1 217,6	-14,1%
Zysk netto		237,2	266,2	165,2	-10,9%	43,6%	847,3	970,9	-12,7%

*przed kosztami rezerw

Wynik handlowy wesprze wyniki

Bank Handlowy opublikuje swoje wyniki 5 listopada. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 237,2 mln PLN (-10,9% Q/Q, ale +43,6% R/R). Oczekujemy, iż wyniki kolejny kwartał z rzędu będą wspierane przez wynik handlowy, który prognozujemy na poziomie 152,7 mln PLN (-11,0% Q/Q). Oczekujemy również spadku wyniku z działalności podstawowej, gdzie wynik odsetkowy

(+0,6% Q/Q) wspierany przez rosnące wolumeny kredytów konsumenckich nie zrekompensuje spadku wyniku prowizyjnego (-6,1% Q/Q) wynikającego z niższej opłaty interchange. Salda rezerw oczekujemy na poziomie 4,6 mln PLN, dzięki nadal wysokiej jakości aktywów. Oczekujemy, iż koszty operacyjne w 3Q'14 pozostaną pod kontrolą (-2,0% Q/Q).

Banki ING BSK		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	141,90 PLN		P/E 2014	16,1		P/BV 2014	2,0
		Cena docelowa	144,12 PLN		P/E 2015	14,2		P/BV 2015	1,9
(mIn PLN)		3Q'14P	2Q'14	3Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		592,9	582,2	526,1	1,8%	12,7%	2 269,0	2 042,6	11,1%
Wynik prowizyjny		254,4	279,6	233,7	-9,0%	8,9%	1 038,6	999,3	3,9%
WNDB		875,4	896,6	790,5	-2,4%	10,7%	3 430,0	3 267,8	5,0%
Koszty operacyjne		491,6	480,5	447,1	2,3%	9,9%	1 866,1	1 845,4	1,1%
Wynik operacyjny*		383,8	416,1	343,0	-7,8%	11,9%	1 564,0	1 422,0	10,0%
Saldo rezerw		53,3	33,3	63,7	60,0%	-16,4%	337,6	267,2	26,3%
Zysk brutto		330,5	382,8	279,3	-13,7%	18,3%	1 226,4	1 154,8	6,2%
Zysk netto		269,0	282,3	234,4	-4,7%	14,7%	1 035,3	961,5	7,7%

*przed kosztami rezerw

Spadek wyniku w ujęciu kwartalnym

ING Bank Śląski raportuje wyniki za 3Q'14 5 listopada. Prognozujemy, że zysk netto za 3Q 2014 wyniesie 269,0 mln PLN, czyli spadnie o 4,7% Q/Q, ale wzrośnie o 14,7% R/R. W porównaniu do 2Q'14, oczekujemy gorszych przychodów z działalności podstawowej, gdzie wzrost wyniku odsetkowego (+1,8% Q/Q) nie zrekompensuje spadku wyniku prowizyjnego (-9,0% Q/Q) ze względu na niższą

opłatę interchange. Oczekujemy, iż marża odsetkowa pozostanie w 3Q'14 na niezmiennym poziomie 2,44%. Prognozujemy dalszy wzrost kosztów operacyjnych w 3Q'14 (+2,3% Q/Q) ze względu na wdrożenie nowej platformy IT. Chociaż oczekujemy znacznego wzrostu salda rezerw w 3Q'14 (+60% Q/Q) to koszt ryzyka nadal będzie się znajdował na bardzo niskim poziomie 36 p.b.

Banki Millennium		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	8,70 PLN		P/E 2014	16,1		P/BV 2014	1,8
		Cena docelowa	8,46 PLN		P/E 2015	14,2		P/BV 2015	1,7
(mIn PLN)		3Q'14P	2Q'14	3Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		379,0	375,8	311,8	0,8%	21,6%	1 411,6	1 220,1	15,7%
Wynik prowizyjny		146,8	163,1	141,9	-10,0%	3,4%	597,4	588,7	1,5%
WNDB		579,0	594,1	513,3	-2,5%	12,8%	2 272,8	2 080,1	9,3%
Koszty operacyjne		276,7	279,5	262,7	-1,0%	5,4%	1 110,4	1 089,6	1,9%
Wynik operacyjny*		274,3	288,0	232,5	-4,7%	18,0%	1 087,1	916,8	18,6%
Saldo rezerw		68,2	74,1	56,6	-8,0%	20,4%	266,7	234,1	13,9%
Zysk brutto		206,1	213,9	175,9	-3,6%	17,2%	820,5	682,7	20,2%
Zysk netto		167,0	163,6	138,5	2,1%	20,5%	654,2	535,8	22,1%

*przed kosztami rezerw

Kolejny rekordowy kwartał

Bank Millennium zaraportuje wyniki za 2Q'14 w dniu 24 października. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 167,0 mln PLN, czyli wzrośnie o 2,1% Q/Q oraz 20,5% R/R. Oczekujemy, iż na kwartalną poprawę wyników wpływ będzie mieć spadek całkowitych kosztów o 0,5% Q/Q oraz salda rezerw o 8,0% Q/Q. Jednocześnie oczekujemy lekkiego

wzrostu wyniku odsetkowego (+0,8% Q/Q) wspomaganego przez rosnący portfel kredytów konsumenckich. Wynik na prowizjach i opłatach powinien znaleźć się pod presją w 3Q'14 (-10% Q/Q) ze względu na obniżkę opłaty interchange. Oczekujemy, iż koszt ryzyka spadnie z poziomu 67 p.b. w 2Q'14 do 61 p.b. w 3Q'14.

Banki Pekao		Redukuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	182,00 PLN		P/E 2014	17,9		P/BV 2014	2,1
		Cena docelowa	173,34 PLN		P/E 2015	15,5		P/BV 2015	2,0
(mIn PLN)		3Q'14P	2Q'14	3Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		1 157,7	1 139,9	1 091,8	1,6%	0,1%	4 575,6	4 443,9	3,0%
Wynik prowizyjny		510,9	526,2	536,2	-2,9%	-4,7%	2 103,0	2 131,7	-1,3%
WNDB		1 835,7	1 837,7	1 825,3	-0,1%	0,6%	7 354,0	7 475,6	-1,6%
Koszty operacyjne		-864,1	-865,1	-864,9	-0,1%	-0,1%	-3 502,6	-3 443,7	1,7%
Wynik operacyjny*		971,6	972,6	960,3	-0,1%	1,2%	3 851,4	4 031,9	-4,5%
Saldo rezerw		-146,9	-142,7	-169,8	3,0%	-13,4%	-614,3	-658,4	-6,7%
Zysk brutto		824,7	829,9	790,6	-0,6%	4,3%	3 237,1	3 373,5	-4,0%
Działalność zaniechana		0,0	0,0	1,3	n.m.	n.m.	0,0	17,5	n.m.
Zysk netto		678,1	685,1	648,9	-1,0%	4,5%	2 675,8	2 784,8	-3,9%

*przed kosztami rezerw

Spadek wyniku ze względu na interchange

Bank Pekao opublikuje wyniki za 3Q'14 10 listopada. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 678,1 mln PLN, czyli spadnie o 1,0% Q/Q, ale wzrośnie o 4,5% R/R. Oczekujemy, iż płaska marża odsetkowa netto na poziomie 2,94% przełoży się na lekki wzrost wyniku odsetkowego w kwartale (+1,6% Q/Q). Jednocześnie oczekujemy, iż wynik prowizyjny spadnie

o 2,9% Q/Q ze względu na obniżkę opłaty interchange. Uważamy, iż w 3Q'14 bank zrealizuje zyski z obligacji, a wynik handlowy spadnie jedynie o 5% Q/Q. Oczekujemy, iż koszty ogółem w kwartale pozostaną na niezmiennym poziomie również w ujęciu rocznym. Ponadto oczekujemy, iż koszt ryzyka pozostanie na niezmiennym poziomie 50 p.b.

Banki		Kupuj							
PKO BP									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca	36,85 PLN		P/E 2014	14,1		P/BV 2014	1,7
		Cena docelowa	43,20 PLN		P/E 2015	11,4		P/BV 2015	1,5
(mIn PLN)		3Q'14P	2Q'14	3Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		1 967,2	1 939,0	1 626,9	1,5%	20,9%	7 456,4	6 722,0	10,9%
Wynik prowizyjny		760,1	783,6	756,5	-3,0%	0,5%	3 157,6	3 005,8	5,1%
WNDB		3 034,5	3 052,8	2 653,0	-0,6%	14,4%	11 614,8	11 178,1	3,9%
Koszty operacyjne		-1 360,2	-1 342,8	-1 115,6	1,3%	21,9%	-5 255,6	-4 622,5	13,7%
Wynik operacyjny*		1 571,3	1 607,6	1 409,2	-2,3%	11,5%	5 878,6	6 084,3	-3,4%
Saldo rezerw		541,0	557,7	487,8	-3,0%	10,9%	1 842,0	2 037,9	-9,6%
Zysk brutto		1 030,4	1 049,9	921,5	-1,9%	11,8%	4 036,6	4 046,4	-0,2%
Zysk netto		853,5	855,6	752,3	-0,2%	13,5%	3 266,0	3 229,8	1,1%

*przed kosztami rezerw

Ostatni dobry kwartał przed obniżką stóp procentowych

PKO BP opublikuje wyniki za 3Q'14 6 listopada. Prognozujemy, że zysk netto PKO BP za 3Q 2014 wyniesie 853,5 mln PLN, płasko Q/Q oraz +13,5% R/R. Wzrost wyniku R/R będzie wspierany przez konsolidację aktywów Nordea. Oczekujemy, iż marża odsetkowa netto spadnie o 2 p.b. w 3Q kwartale ze względu na presję zarówno po stronie nowych kredytów, jak i presję po stronie finansowania. Niemniej

jednak, wynik odsetkowy w 3Q'14 powinien się poprawić o 1,5% Q/Q oraz o 20,9% R/R ze względu na lepsze wolumeny kredytów. Oczekujemy, iż wynik prowizyjny (-3,0% Q/Q) znajdzie się w obecnym kwartale pod presją ze względu na obniżkę opłaty interchange. Wzrost kosztów operacyjnych o 1,3% Q/Q spowodowany będzie głównie przez wyższe koszty integracji na poziomie około 30 mln PLN. Oczekujemy, iż koszt ryzyka dla PKO BP powinien się kształtować na poziomie 117 p.b. wobec 131 p.b. w 2Q'14.

Banki		Sprzedaj							
Komerční Banka									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca	4770 CZK		P/E 2014	14,5		P/BV 2014	1,8
		Cena docelowa	4115 CZK		P/E 2015	13,6		P/BV 2015	1,7
(mIn CZK)		3Q'14P	2Q'14	3Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		5 352,7	5 335,0	5 293,0	0,3%	1,1%	21 633,7	21 207,0	2,0%
Wynik prowizyjny		1 719,6	1 711,0	1 790,0	0,5%	-3,9%	7 039,8	7 076,0	-0,5%
WNDB		7 632,4	7 588,0	7 774,0	0,6%	-1,8%	31 264,9	30 895,0	1,2%
Koszty operacyjne		-3 224,8	-3 201,0	-3 266,0	0,7%	-1,3%	-13 147,4	-13 148,0	0,0%
Wynik operacyjny*		4 407,6	4 387,0	4 508,0	0,5%	-2,2%	18 117,6	17 747,0	2,1%
Saldo rezerw		-396,7	-262,0	-380,0	51,4%	4,4%	-2 248,7	-1 739,0	29,3%
Zysk brutto		3 935,3	4 053,0	4 038,0	-2,9%	-2,5%	15 555,4	15 731,0	-1,1%
Zysk netto		3 112,5	3 305,0	3 248,0	-5,8%	-4,2%	12 405,2	12 528,0	-1,0%

*przed kosztami rezerw

Wyższy koszt ryzyka w 3Q'14

Komerční Banka opublikuje swoje wyniki za 3Q'14 w dniu 6 listopada. Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 3 113 mln CZK (-5,8% Q/Q oraz -4,2% R/R). Oczekujemy, iż wyniki na działalności podstawowej pozostaną na prawie niezmiennym poziomie. Marża odsetkowa, według naszych prognoz, wzrośnie o 2 p.b. do poziomu 2,46% (do średnich

aktywów) ze względu na obniżenie kosztów finansowania. Zgodnie z zapowiedzią Zarządu, po stronie kosztowej oczekujemy spadku o 1,3% R/R. Jednocześnie oczekujemy, iż saldo rezerw wzrośnie z bardzo niskiego poziomu w 2Q'14 (+51,4%), ale koszt ryzyka (do średnich kredytów brutto) pozostanie w 3Q'14 na niskim poziomie 32 p.b.

Banki		Trzymaj							
Erste Bank									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	18,02 EUR		P/E 2014	9,5		P/BV 2014	0,6
		Cena docelowa	29,60 EUR		P/E 2015	7,0		P/BV 2015	0,6
(mln EUR)		3Q'14P	2Q'14	3Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Wynik odsetkowy		1 126,4	1 119,7	1 175,9	0,6%	-4,2%	4 917,8	4 673,5	5,2%
Wynik prowizyjny		457,1	454,9	449,5	0,5%	1,7%	1 813,9	1 810,0	0,2%
WNDB		1 641,5	1 686,0	1 733,8	-2,6%	-5,3%	7 051,4	6 812,0	3,5%
Koszty operacyjne		-914,4	-933,1	-964,2	-2,0%	-5,2%	-3 617,9	-3 896,1	-7,1%
Wynik operacyjny*		401,6	-349,1	680,3	n.m.	-41,0%	2 768,2	2 148,7	28,8%
Saldo rezerw		-899,2	-431,9	-460,7	108,2%	95,2%	-1 393,7	-1 774,4	-21,5%
Zysk brutto		-497,6	-781,0	219,6	-36,3%	n.m.	1 374,5	374,3	267,2%
Zysk netto		-613,3	-1 033,0	93,1	-40,6%	n.m.	818,4	-23,7	n.m.

*przed kosztami rezerw

Kolejny kwartał ze stratą

Erste Bank opublikuje wyniki za 3Q'14 30 października. Wyniki za 3Q'14 będą zawierać część odpisów utworzonych na poczet operacji węgierskich oraz wysokie saldo rezerw w Rumunii. Wyższe odpisy w 2014 roku zostały już wcześniej ogłoszone przez bank. Oczekujemy, iż strata netto w 3Q'14 zamknie się na poziomie 613 mln EUR, co jest zgodne z całoroczną prognozą banku na poziomie około 1,4-1,6 mld EUR. Oczekujemy, iż wynik na działalności

podstawowej wzrośnie o 0,6% Q/Q ze względu na wyższy wynik odsetkowy (+0,6% Q/Q) oraz wzrost wyniku prowizyjnego (+0,5% Q/Q). Oczekujemy, iż koszty operacyjne pozostaną pod kontrolą oraz spadną względem 2Q'14 o 2,0% przy jednoczesnym drobnym spadku obciążeń z tytułu podatków bankowych (-2,3% Q/Q). Saldo rezerw zanotuje 108% wzrost Q/Q w kwartale ze względu na dodatkowe rezerwy w Rumunii.

Ubezpieczyciele

Ubezpieczyciele PZU		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	493,00 PLN		P/E 2014	15,5		P/BV 2014	3,4
		Cena docelowa	425,00 PLN		P/E 2015	15,4		P/BV 2015	3,3
(mln PLN)		3Q'14P	2Q'13	3Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym		3 887,8	4 083,9	3 907,3	-4,8%	-0,5%	17 712,4	16 480,0	7,5%
ubezpieczenia majątkowe		1 911,4	2 012,0	1 999,4	-5,0%	-4,4%	9 056,2	8 656,6	4,6%
ubezpieczenia na życie		1 976,4	2 071,9	1 907,9	-4,6%	3,6%	8 656,2	7 823,4	10,6%
Odszkodowania i świadczenia netto		-2 833,9	-2 753,9	-2 750,9	2,9%	3,0%	-12 750,3	-11 161,2	14,2%
Koszty		-887,0	-896,9	-818,3	-1,1%	8,4%	-3 650,0	-3 422,4	6,7%
Wynik techniczny		324,5	392,0	493,8	-17,2%	-34,3%	1 013,3	1 665,1	-39,1%
Wynik na działalności lokacyjnej		755,9	822,6	889,3	-8,1%	-15,0%	2 385,7	2 488,1	-4,1%
Zysk brutto		1 024,6	1 196,6	1 346,5	-14,4%	-23,9%	3 428,2	4 120,7	-16,8%
Zysk netto		829,9	959,9	1 090,1	-13,5%	-23,9%	2 745,6	3 293,7	-16,6%

Nadal silny wynik na działalności lokacyjnej

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 829,9 mln PLN, czyli spadnie o 13,5% Q/Q i 23,9% R/R. Kwartalny spadek wyników determinowany będzie przez niższy aczkolwiek nadal silny wynik na działalności lokacyjnej w 3Q'14 (-8,1% Q/Q). Składka przypisana brutto jest prognozowana przez nas na poziomie 3 888 mln PLN, oznacza to 0,5% spadek R/R. Oczekujemy iż w segmencie majątkowym składka

przypisana brutto spadnie 4,4% R/R jako pochodna silnej konkurencji na rynku zaś w segmencie życiowym oczekujemy wzrostu na poziomie 3,6% R/R. Oczekujemy, iż odszkodowania netto wzrosną o 2,9% Q/Q oraz 3,0% R/R z niskiego poziomu w 2Q'14 oraz w 3Q'13. Finalnie prognozujemy, że skonsolidowane koszty ogółem spadną o 1,1% R/R za sprawą niższych kosztów administracji.

Usługi finansowe

Usługi finansowe Kruk		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca	108,00 PLN		P/E 2014	13,0	P/BV 2014	3,3	
		Cena docelowa	113,29 PLN		P/E 2015	12,0	P/BV 2015	2,6	
(mln PLN)		3Q'14P	2Q'13	3Q'13	zm. Q/Q	zm. R/R	2014P	2013	zmiana
Przychody ogółem		111,1	143,6	103,3	-23%	8%	513,8	405,6	27%
zakup wierzytelności		100,1	132,1	91,6	-24%	9%	465,7	355,7	31%
inkaso		8,4	8,3	9,3	1%	-10%	36,4	39,9	-9%
Koszty bezpośrednie i pośrednie		45,8	45,3	43,5	1%	5%	227,8	182,8	25%
Marża pośrednia		65,3	98,4	59,8	-34%	9%	286,0	222,9	28%
Zysk operacyjny		44,1	76,8	42,1	-43%	5%	195,9	152,9	28%
Zysk brutto		31,2	60,4	28,8	-48%	8%	144,9	98,5	47%
Zysk netto		29,6	60,1	29,5	-51%	1%	140,6	97,8	44%

Spadek zysku netto w 3Q'14

Kruk udostępnił wyniki za 3Q'14 14 listopada br. Oczekujemy, iż zysk netto Kruka wyniesie 29,6 mln PLN, -50,7% Q/Q ale +0,6% R/R. Znaczący spadek zysku w 3Q'14 wynikał z zaksięgowania zdarzenia jednorazowego w wynikach za 2Q'14 (około 19 mln PLN). Dodatkowo, oczekujemy, iż Kruk po wypracowaniu 100 mln PLN zysku netto w 1H'14 podejdzie z większym konserwatyzmem do krzywej spłat, a w szczególności do zakupionego portfela hipotecznego.

Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Kruka, wartość nakładów na wierzytelności nabyte łącznie w Polsce i zagranicą w 3Q'14 roku wyniosła 42 mln PLN zaś wartość nominalna wierzytelności nabytych wyniosła 519 mln PLN. Oczekujemy, iż marża pośrednia na nabytych pakietach wierzytelności spadnie o 16% Q/Q. Jednocześnie oczekujemy wzrostu kosztów operacyjnych w 3Q'14 o 4,0% Q/Q oraz spadku kosztów finansowania (-23% Q/Q).

Paliwa, chemia

Chemia		Trzymaj							
Ciech									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	41,74 PLN	P/E 2014	24,5	EV/EBITDA 2014	6,9		
		Cena docelowa	41,60 PLN	P/E 2015	15,4	EV/EBITDA 2015	6,5		
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	751,3	823,4	-9%	2 410,3	2 705,9	-11%	3 137,7	3 501,0	-10%
EBITDA	121,2	108,7	11%	372,4	334,3	-	497,0	356,3	39%
Marża	16,13%	13,21%	-	15,45%	12,36%	-	15,84%	10,18%	-
EBIT	70,6	55,1	28%	221,1	175,8	26%	296,6	139,7	112%
Zysk brutto	42,2	7,9	434%	92,0	60,3	-	128,5	-6,2	-2162%
Zysk netto	34,2	6,3	444%	61,2	68,2	-10%	90,0	49,4	82%

Spadek EBIT q/q

W 3Q'14 wynik operacyjny Ciechu powinien być słabszy q/q, co częściowo wynika ze standardowej sezonowości w obszarze środków ochrony roślin, a częściowo z niższych wolumenów w segmencie sodowym. Na spadek sprzedaży ilościowej sody wpłynęły planowe przestoje remontowe w Niemczech i Rumunii oraz kilka awarii instalacji, a także mniejsza elastyczność po stronie stanów magazynowych. Spadek wolumenów w pewnym stopniu powinien być jednak neutralizowany przez wyższą średnią cenę (mniejszy udział sprzedaży spotowej) i w efekcie oczekujemy tylko

nieznacznego obniżenia EBIT segmentu (71 mln PLN vs. 80 mln PLN kwartał wcześniej). W przypadku organiki wynik powinien być zbliżony w ujęciu r/r po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe, co oznacza tylko symboliczny zysk operacyjny (3,5 mln PLN). Słabiej q/q wypadnie również obszar krzemianowy, głównie z uwagi na mniejszą kontrybucję z handlu siarką (EBIT 6,6 mln PLN vs. 8,2 mln PLN w 2Q'14). Na działalności finansowej nie oczekujemy istotnych pozycji poza standardowym kosztem odsetkowym. Ostatecznie więc Spółka powinna zaraportować 34 mln PLN zysku netto nawet przy uwzględnieniu standardowej stawki podatkowej.

Paliwa		Trzymaj							
Lotos									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	27,51 PLN	P/E 2014	6,1	EV/EBITDA 2014	5,2		
		Cena docelowa	38,60 PLN	P/E 2015	5,7	EV/EBITDA 2015	4,7		
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	7 639,1	7 796,3	-2%	22 015,3	21 092,5	4%	31 273,0	28 597,3	9%
EBITDA	443,3	497,5	-11%	432,6	700,7	-38%	1 846,0	802,6	130%
Marża	5,80%	6,38%	-	1,97%	3,32%	-	5,90%	2,81%	-
EBIT	243,7	340,8	-28%	-153,9	214,4	-	1 152,8	146,5	-
Zysk brutto	151,8	387,6	-61%	-375,2	-5,0	-	933,0	-62,0	-
Zysk netto	123,0	337,2	-64%	-31,9	63,8	-	582,6	39,4	-

Podwyższona baza odniesienia na EBIT LIFO

W ubiegłym roku Lotos wypracował aż 396 mln PLN zysku operacyjnego wg LIFO, a w 3Q'2014 prognozujemy na tym poziomie 310 mln PLN mimo znacznej poprawy warunków makro w rafinerii. Spadek na tej pozycji to jednak efekt zawyżonej bazy odniesienia, gdyż w 3Q'2013 wyniki zostały wzmocnione przerobem „tańszej” ropy z zapasów (102 mln PLN) oraz dodatnimi operacyjnymi różnicami kursowymi (+64 mln PLN), które tym razem będą obciążeniem (efekt ten szacujemy na -49 mln PLN). Po oczyszczeniu o te elementy segment rafinerijny powinien zanotować poprawę r/r rzędu 107 mln PLN. Raportowany rezultat będzie jednak

jeszcze zainfekowany stratą na zapasach, którą szacujemy na -66 mln PLN. W obszarze wydobywczym spodziewamy się 57,9 mln PLN na poziomie EBIT z czego około 10 mln PLN powinno pochodzić z norweskiego projektu Heimdal, którego kontrybucja kwartał wcześniej była ograniczona z uwagi na przestój remontowy. W segmencie detalicznym oczekujemy kontynuacji pozytywnych tendencji z poprzedniego kwartału i poprawy EBIT do 10 mln PLN. Na działalności finansowej saldo będzie ujemne i szacujemy je na -91 mln PLN, na co obok kosztów odsetkowych złożą się różnice kursowe na kredytach dolarowych (częściowo zneutralizowane przez wycenę pożyczki w spółce norweskiej). Ostatecznie więc zysk netto sięgnie 123 mln PLN.

Paliwa MOL		Kupuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	11 800 HUF	P/E 2014	8,0	EV/EBITDA 2014	3,8		
		Cena docelowa	15 652 HUF	P/E 2015	6,1	EV/EBITDA 2015	3,1		
(mld HUF)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 267,6	1 428,9	-11%	3 642,9	4 074,8	-11%	5 723,0	5 401,1	6%
EBITDA	118,6	157,7	-25%	332,0	389,5	-15%	568,2	520,4	9%
Marża	9,36%	11,03%	-	9,11%	9,56%	-	9,93%	9,63%	-
EBIT	52,3	-57,0	-	131,4	19,6	-	236,8	-18,7	-
Zysk brutto	44,0	-67,6	-	102,7	-5,6	-	218,9	-50,4	-
Zysk netto	35,2	-30,0	-	80,1	16,7	-	149,0	27,1	-

Mocne makro widoczne w rafinerii

Oczyszczona EBITDA LIFO powinna w tym kwartale sięgnąć około 133 mld HUF vs. 137 mld HUF wypracowane rok wcześniej i 95 mld HUF w 2Q'14. Wyraźna poprawa q/q to głównie efekt bardzo sprzyjającego otoczenia makro w rafinerii (benchmark poprawił się o 5 USD/Bbl). Przy wsparciu programu oszczędnościowego Spółka powinna dzięki temu wypracować w segmencie rafineryjnym niecałe 35 mld HUF oczyszczonego EBIT vs. -2,6 mld HUF w 2Q'2014 i 15,7 mld HUF rok wcześniej. Raportowane zyski będą jednak niższe z uwagi na straty na operacyjnych różnicach kursowych i ujemny efekt LIFO, które łącznie szacujemy na -14,7 mld HUF. Dodatkowo skonsolidowane wyniki wesprze wciąż mocny segment petrochemiczny (5,4 mld HUF vs.

4,4 mld HUF w 2Q'14 i 2 mld HUF). W segmencie wydobywczym oczekujemy poprawy q/q (31 mld HUF vs. 28,7 mld HUF) głównie dzięki wyższym wolumenom (wydobycie 94 mboe/d vs. 92,4 mboe/d), które powinny zneutralizować spadek cen ropy (w przeliczeniu na HUF nie był one jednak znaczący). Zwracamy też uwagę, że kwartał wcześniej MOL zaksięgował znaczne odpisy należności w Egipcie (4-5 mld HUF). W segmencie gazowym zakładamy lekkie pogorszenie q/q wynikające z sezonowości. Na działalności finansowej oczekujemy negatywnego wpływu ujemnych różnic kursowych na kredytach walutowych. Efektywna stopa podatkowa powinna być podwyższona z uwagi na wyższą podstawę opodatkowania na Węgrzech (dobre wyniki rafinerii).

Paliwa PGNiG		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	4,88 PLN	P/E 2014	9,3	EV/EBITDA 2014	4,9		
		Cena docelowa	5,07 PLN	P/E 2015	11,0	EV/EBITDA 2015	5,5		
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	6 963,2	6 213,0	12%	23 346,2	23 003,0	1%	31 224,8	32 120,0	-3%
EBITDA	1 334,2	1 472,0	-9%	4 801,2	4 808,0	0%	6 755,6	5 612,0	20%
Marża	19,16%	23,69%	-	20,57%	20,90%	-	21,64%	17,47%	-
EBIT	723,2	881,0	-18%	2 892,2	3 055,0	-5%	4 291,9	3 149,0	36%
Zysk brutto	578,1	810,0	-29%	2 641,1	2 709,0	-3%	4 079,3	2 709,0	51%
Zysk netto	433,6	654,0	-34%	1 952,6	2 079,0	-6%	3 110,4	1 918,0	62%

Wyniki wsparte przeszacowaniem zapasów

Wyniki PGNiG za 3Q'14 dzięki mocnemu wrześniowemu odbiciu cen gazu na giełdach powinny zostać wsparte przeszacowaniem surowca na zapasach. Szacujemy, że skala tego efektu sięgnie +170 mln PLN dzięki czemu segment obrotu osiągnie dodatni wynik (EBIT 125 mln PLN) mimo zwiększonej sprzedaży giełdowej poza Grupę po cenach poniżej taryfy. Nie oczekujemy aby wrześniowe osłabienie złotego miało już negatywny wpływ na marżę w 3Q z uwagi na transakcje zabezpieczające. W obszarze wydobywczym oczekujemy spadku oczyszczonych wyników q/q, co będzie oczywiście pochodną niższych wolumenów sprzedaży ropy i spadku jej cen. Raportowany EBIT będzie jednak wyższy

(716 mln PLN vs. 471 mln PLN) z uwagi na brak jednorazowych odpisów z 2Q'14. Znacznie słabszych rezultatów r/r oczekujemy w przypadku dystrybucji gdzie obok niższych wolumenów (-9%) pojawią się koszty premii dla pracowników, które zostały przesunięte z 2Q. Dodatkowo wyniki obszaru mogą zainfekować wyższe koszty usług przesyłowych z Gaz-Systemu, które są fakturowane po średnich historycznych wolumenach. Niższa sprzedaż ciepła i energii odbije się na segmencie energetycznym, gdzie prognozujemy pogłębienie straty operacyjnej z -46 mln PLN do -60 mln PLN. Na działalności finansowej obok kosztów finansowych mogą pojawić się ujemne różnice kursowe na kredycie dolarowym w spółce norweskiej na około -70 mln PLN.

Energetyka

Energetyka CEZ		Sprzedaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	90,96 PLN	P/E 2014	11,0	EV/EBITDA 2014	7,1		
		Cena docelowa	76,00 PLN	P/E 2015	13,0	EV/EBITDA 2015	7,6		
(mIn CZK)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	46 644,6	48 805,0	-4%	148 350,6	161 811,0	-8%	196 961,0	217 273,0	-9%
EBITDA	16 685,2	10 232,0	63%	54 557,2	59 483,0	-8%	70 462,0	73 699,0	-4%
Marża	35,77%	20,97%	-	36,78%	36,76%	-	35,77%	33,92%	-
EBIT	9 775,2	3 358,0	191%	33 873,2	38 502,0	-12%	42 415,0	45 755,0	-7%
Zysk brutto	8 575,2	4 192,0	105%	30 072,2	38 720,0	-22%	36 927,0	44 440,0	-17%
Zysk netto	6 945,9	3 818,0	82%	24 217,9	32 410,0	-25%	29 219,0	35 885,0	-19%

Baza odniesienia zaniżona przez odpisy

W 3Q'2013 CEZ zaksięgował odpisy aktywów sięgające 4,8 mld CZK, stąd w 3Q'14 Spółka powinna zanotować wyraźnie dodatnią dynamikę zysków. W segmencie wytwórczym mimo spadku średniej ceny sprzedaży i braku zielonych certyfikatów na części projektu wiatrowego w Rumunii EBIT szacujemy na 4,8 mld CZK vs. 0,1 mld CZK rok wcześniej. Dodatkowym wsparciem będzie brak kosztów przeszacowania kontraktu gazowego, które obniżyło wynik o 1 mld CZK rok wcześniej. W prognozach nie zakładamy

żadnych odpisów aktywów, choć Spółka ich nie wykluczyła. W obszarze dystrybucji nie oczekujemy żadnych niespodzianek i prognozujemy EBIT płaski q/q na poziomie 4 mld CZK. Istotnych zmian nie zakładamy również w obszarze wydobywczym. Na działalności finansowej obok standardowych kosztów odsetkowych mogą pojawić się straty na różnicach kursowych w spółkach tureckich. Ostatecznie więc na poziomie zysku netto wynik powinien przekroczyć 6 mld CZK. Nie spodziewamy się aby przy okazji publikacji raportu Zarząd rewidował swoje tegoroczne prognozy.

Energetyka Enea		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	15,95 PLN	P/E 2014	9,1	EV/EBITDA 2014	4,3		
		Cena docelowa	17,33 PLN	P/E 2015	10,7	EV/EBITDA 2015	5,5		
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	2 187,0	2 191,6	0%	7 027,2	6 787,2	4%	8 850,3	9 150,5	-3%
EBITDA	360,9	466,3	-23%	1 464,4	1 385,9	6%	1 810,5	1 658,8	9%
Marża	16,50%	21,27%	-	20,84%	20,42%	-	20,46%	18,13%	-
EBIT	192,6	277,8	-31%	951,5	811,5	17%	1 032,0	897,0	15%
Zysk brutto	207,6	292,7	-29%	975,5	848,2	15%	989,7	945,2	5%
Zysk netto	168,2	215,1	-22%	792,4	655,0	21%	772,0	715,4	8%

Bez zdarzeń jednorazowych

Po bardzo dobrym 2Q'2014, który został wyraźnie wzmocniony zdarzeniami jednorazowymi (rozwiązanie rezerw na majątek sieciowy i świadczenia pracownicze oraz przychody z KDT) tym razem Enea powinna zaraportować wyniki znacznie słabsze w ujęciu r/r. Gorszego rezultatu oczekujemy przede wszystkim w obszarze wytwarzania (EBIT 28 mln PLN vs. 62 mln PLN w 3Q'2013), co będzie pochodną niższych cen energii oraz mniejszych zysków na tradingu. W prognozach uwzględniliśmy niższą r/r amortyzację w Elektrowni Kozienice (efekt wydłużenia okresu amortyzacji),

aczkolwiek na poziomie skonsolidowanym efekt ten może być neutralizowany przez inne segmenty. W segmencie dystrybucji zakładamy stabilny EBIT r/r (166 mln PLN) gdyż niższy WACC powinien być kompensowany oszczędnościami kosztowymi. W tym kwartale nie powinny pojawić się w tym obszarze większe przeszacowania rezerw aktuarialnych. Na działalności handlowej zakładamy dalszy spadek rentowności q/q głównie z uwagi na wyższe koszty umarzenia żółtych certyfikatów. Na działalności finansowej saldo powinno być lepsze q/q (+10 mln PLN), co będzie efektem wprowadzonego cash pooling.

Energetyka Energia		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	24,50 PLN	P/E 2014	12,4	EV/EBITDA 2014	6,2		
		Cena docelowa	19,90 PLN	P/E 2015	12,2	EV/EBITDA 2015	6,1		
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	2 397,1	2 747,9	-13%	7 683,7	8 537,5	-10%	11 153,0	11 429,2	-2%
EBITDA	547,9	373,5	47%	1 829,2	1 501,4	22%	2 225,6	1 965,5	13%
Marża	22,86%	13,59%	-	23,81%	17,59%	-	19,96%	17,20%	-
EBIT	332,3	182,4	82%	1 190,0	933,1	28%	1 388,5	1 194,8	16%
Zysk brutto	273,8	113,4	141%	1 031,5	815,5	26%	1 077,0	1 022,4	5%
Zysk netto	221,3	65,2	240%	816,7	610,8	34%	816,6	764,0	7%

Zaniżona baz odniesienia

W 3Q'2014 Energia powinna wypracować znacznie lepsze wyniki finansowe niż przed rokiem, ale w istotnym stopniu będzie to pochodną zaniżonej bazy odniesienia w segmencie dystrybucji, gdzie rok temu pojawiły się rezerwy na PDO obniżające EBIT o ponad 70 mln PLN. Stąd w tym roku zakładamy poprawę w tym obszarze na poziomie zysku operacyjnego ze 159 mln PLN do 202 mln PLN (obciążeniem będzie spadek WACC). Znacznej poprawy oczekujemy również w segmencie wytwarzania, gdzie EBIT szacujemy na 114 mln PLN vs. 62 mln PLN rok wcześniej. Będzie to pochodna tańszego węgla, większych wolumenów sprzedaży (szczególnie na drogim rynku bilansującym i w szczycie),

przychodów z ORM oraz przeszacowania zapasów zielonych certyfikatów (choć mniejszego niż to miało miejsce w 1H'2014). W segmencie obrotu zakładamy spadek wyniku q/q (25,7 mln PLN vs. 69,2 mln PLN) z uwagi na zawyżoną bazę odniesienia (rozwiązane rezerwy na należności w 2Q'14) oraz wzrost kosztów umarzania żółtych certyfikatów. Na działalności finansowej nie oczekujemy istotnych odchyłeń q/q, a stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19% (rok temu było to 40% co dodatkowo zaniżyło wyniki). Wyniki za 3Q teoretycznie mogą sugerować konieczność podniesienia konsensusu, ale Zarząd konsekwentnie schładza oczekiwania obawiając się zapewne obciążenia ze strony rezerw i odpisów w 4Q.

Energetyka PGE		Redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca	21,23 PLN	P/E 2014	10,3	EV/EBITDA 2014	4,8		
		Cena docelowa	17,80 PLN	P/E 2015	12,3	EV/EBITDA 2015	6,0		
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	6 462,7	7 480,7	-14%	20 670,7	22 581,6	-8%	27 151,6	30 144,9	-10%
EBITDA	1 691,0	2 260,8	-25%	6 352,0	6 904,6	-8%	7 832,6	8 017,8	-2%
Marża	26,17%	30,22%	-	30,73%	30,58%	-	28,85%	26,60%	-
EBIT	894,0	1 507,6	-41%	4 019,0	4 675,0	-14%	4 863,2	5 060,4	-4%
Zysk brutto	909,0	1 539,9	-41%	4 027,0	4 656,1	-14%	4 759,3	5 059,2	-6%
Zysk netto	736,3	1 252,6	-41%	3 233,3	3 763,8	-14%	3 849,1	4 118,5	-7%

Spadek wyników wzmocniony zawyżoną bazą

PGE w 3Q'14 zanotuje mocno ujemną dynamikę wyników w ujęciu r/r, na co obok czynników rynkowych wpłynie także efekt zawyżonej bazy odniesienia (w 3Q'13 pojawiły się zyski z wygranych sporów KDT oraz odwrócone odpisy m.in. na projekt w Opolu). W segmencie wytwarzania EBIT szacujemy na 482 mln PLN vs. 960 mln PLN rok wcześniej, a spadek to oprócz wspomnianych zdarzeń jednorazowych pochodna niższej efektywnej ceny sprzedaży energii oraz niższych wolumenów produkcji w elektrowniach na węgiel brunatny (pod tym względem oczekujemy już jednak poprawy q/q). W

segmencie OZE zysk operacyjny powinien sięgnąć 37 mln PLN vs 26 mln PLN, co będzie zasługą wyższych wolumenów z farm wiatrowych. W dystrybucji zakładamy płaskie wyniki gdyż spadek WACC powinien być zneutralizowany przez oszczędności kosztowe. Na działalności handlowej oczekujemy kontynuacji negatywnych tendencji z poprzednich kwartałów, w hurcie EBIT szacujemy na 111 mln PLN vs. 229 mln PLN, a w detalu spodziewamy się straty na poziomie -79 mln PLN vs. -49 mln PLN rok wcześniej. Na działalności finansowej nie oczekujemy większych niespodzianek i w efekcie zysk netto powinien sięgnąć 736 mln PLN.

Energetyka									
Tauron									
Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca	5,32 PLN		P/E 2014	8,9	EV/EBITDA 2014	4,6		
	Cena docelowa	6,21 PLN		P/E 2015	10,1	EV/EBITDA 2015	5,3		
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	4 303,6	4 504,5	-4%	13 529,9	14 209,4	-5%	18 034,7	19 131,1	-6%
EBITDA	849,2	944,4	-10%	2 843,8	2 996,2	-5%	3 549,8	3 661,5	-3%
Marża	19,73%	20,96%	-	21,02%	21,09%	-	19,68%	19,14%	-
EBIT	398,9	520,9	-23%	1 481,3	1 709,1	-13%	1 680,3	1 934,1	-13%
Zysk brutto	318,9	456,6	-30%	1 244,4	1 541,1	-19%	1 298,6	1 683,6	-23%
Zysk netto	258,3	364,9	-29%	988,6	1 212,8	-18%	1 051,9	1 308,3	-20%

Wynik słabszy r/r głównie na segmencie sprzedaży

W 3Q'14 Tauron powinien wygenerować wyniki słabsze r/r głównie z uwagi na słabsze marże w segmencie obrotu, gdzie EBIT szacujemy na 97 mln PLN vs. 142 mln PLN rok wcześniej (pogorszenie to głównie efekt powrotu obowiązku umarzania żółtych certyfikatów oraz zmiany zasad rozliczeń z segmentem dystrybucji). Gorszych rezultatów oczekujemy również w obszarze wytwarzania (EBIT -68 mln PLN vs. -35 mln PLN), co podobnie jak w poprzednich kwartałach będzie pochodną niższych cen i wolumenów, które częściowo będą równoważone przychodami z operacyjnej rezerwy mocy. W obszarze wydobycia dynamika r/r również będzie negatywna,

ale zakładamy poprawę q/q wraz z wyższą sprzedażą sortymentów grubych (EBIT -6 mln PLN). W segmencie dystrybucyjnym mimo spadku WACC Spółka powinna utrzymać wyniki r/r (EBIT 368 mln PLN) głównie dzięki niższym kosztom i wzrostowi WRA. W przypadku OZE i ciepła zakładamy wyniki zbliżone q/q. Saldo na działalności finansowej również nie powinno odbiegać od poziomu z 2Q'2014, tak więc przy standardowej stopie podatkowej zysk netto szacujemy na 258 mln PLN. Podsumowując, 3Q powinien odwzorować tendencje z poprzednich kwartałów tego roku i nie będzie naszym zdaniem zaskoczeniem dla rynku.

Telekomunikacja

Telekomunikacja		Trzymaj							
Netia									
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	5,69 PLN	P/E 2014	39,0	EV/EBITDA 2014	4,6		
		Cena docelowa	5,60 PLN	P/E 2015	42,9	EV/EBITDA 2015	4,9		
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	415,4	457,1	-9,1%	1 271,9	1 425,3	-10,8%	1 720,0	1 876,0	-8,3%
EBITDA	121,9	142,5	-14,5%	367,6	417,5	-11,9%	483,4	532,8	-9,3%
Marża	29,3%	31,2%	-	28,9%	29,3%	-	28,1%	28,4%	-
EBIT	16,3	32,8	-50,3%	51,2	86,5	-40,8%	80,0	92,8	-13,8%
Zysk brutto	11,4	25,0	-54,5%	36,8	63,4	-41,9%	62,6	64,4	-2,8%
Zysk netto	9,2	14,1	-34,6%	28,5	35,8	-20,5%	50,7	46,3	9,5%

Gigakabłowka nie obroni przed spadkami

W 3Q'14 spodziewamy się utrzymania negatywnych tendencji z poprzedniego kwartału. ARPU z usług głosowych na własnej sieci powinno wykazać spadek do poziomu 36,0 PLN (-12% R/R), a na dzierżawionej infrastrukturze powinno być na stabilnym poziomie R/R (zakładamy 43,5 PLN). Zakładamy spadek liczby użytkowników na koniec okresu do 1,37 mln (-9,5% R/R), co wynika ze spadku abonentów na liniach dzierżawionych o blisko 36 tys. Zakładamy wpływ oferty Gigakabłowki (na sieci HFC dawnego Aster, którą Netia kupiła od UPC Polska), jednak przychody z usługi transmisji danych powinny dalej spadać R/R ze względu na

znaczne odpływy abonentów podłączonych w formule Bitstream Access i Local Loop Unbundling. ARPU z usług transmisji danych powinno wynieść 55,0 PLN (zakładamy niewielki spadek Q/Q). Spadek obrotów będzie zrekompensowany zmniejszeniem się bazy kosztowej o ponad 6,4% R/R (do poziomu 402 mln PLN). Spodziewamy się spadków zwłaszcza na linii koszty sprzedaży, którą estymujemy na 78,3 mln PLN (-10,3% R/R). Zysk EBITDA wyniesie 121,9 mln PLN (skorygowana EBITDA będzie na poziomie 130,0 mln PLN), a zysk netto będzie na poziomie 9,2 mln PLN (-34,6% R/R).

Media

Media Agora		Redukuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	7,80 PLN	P/E 2014	195,0	EV/EBITDA 2014	4,2		
		Cena docelowa	7,60 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	4,1		
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	242,1	239,9	0,9%	766,9	773,6	-0,9%	1 079,0	1 073,9	0,5%
EBITDA	9,2	23,3	-60,5%	47,5	59,8	-20,6%	77,4	103,5	-25,2%
Marża	3,8%	9,7%	-	6,2%	7,7%	-	7,2%	9,6%	-
EBIT	-14,8	11,3	-	-24,4	-7,9	-	-18,3	7,4	-
Zysk brutto	-14,8	-11,5	-	-24,9	-10,6	-	-21,5	4,9	-
Zysk netto	-13,8	-10,2	-	-24,3	-11,0	-	-21,9	0,5	-

Spadki wyniku EBITDA pomimo stabilizacji przychodów

Okres 3Q'14 może być pierwszym kwartałem, kiedy Agora zanotuje wzrost przychodów ze sprzedaży (w ciągu ostatnich 10 kwartałów Agora notowała spadki średnio o 5,7% R/R), dzięki wzrostom obrotów w segmencie Kino (estymujemy 51,2 mln PLN, tj. +8,2% R/R) i Internet (estymujemy 29,1 mln PLN, tj. + 9,8% R/R). Koszty operacyjne powinny delikatnie wzrosnąć o 2% (włączając 14,7 mln PLN wyłączeń międzysegmentowych), co przełoży się na stratę EBIT na poziomie 14,8 mln PLN. W segmencie Prasa 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 -11,4%. Obroty ze sprzedaży biletów do kin powinny wynieść 30,4 mln PLN i być 7,4% wyższe R/R. Wysokie koszty operacyjne kin przełożą się drugi kwartał z rzędu na negatywny wynik EBIT w Heliosie. Negatywnym zaskoczeniem może być segment Outdooru, gdzie po wzrostach przychodów ze sprzedaży reklam o 2,2% w 2Q'14, spodziewamy się 3% spadku na tej linii. Wynik EBIT segmentu wyniesie -2,6 mln PLN. Poprawy wyniku operacyjnego spodziewamy się w przypadku działalności internetowej oraz radiowej. Zysk EBITDA Agory w 3Q'14 wyniesie 9,2 mln PLN (-60,5% R/R). Podtrzymujemy naszą prognozę EBITDA na cały rok i negatywną rekomendację.

Media Cyfrowy Polsat		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	27,40 PLN	P/E 2014	27,1	EV/EBITDA 2014	11,8		
		Cena docelowa	23,84 PLN	P/E 2015	19,6	EV/EBITDA 2015	6,8		
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	2 324,9	677,3	243,3%	4 794,1	2 110,3	127,2%	6 163,3	2 910,8	111,7%
EBITDA	919,1	391,3	134,9%	1 910,0	894,0	113,7%	2 363,7	1 046,3	125,9%
Marża	39,5%	57,8%	-	39,8%	42,4%	-	38,4%	35,9%	-
EBIT	446,6	203,4	119,5%	1 063,7	583,1	82,4%	1 265,9	789,9	60,3%
Zysk brutto	90,3	200,8	-55,0%	261,4	203,4	28,5%	763,4	592,8	28,8%
Zysk netto	79,6	176,5	-54,9%	230,3	175,9	30,9%	658,2	525,4	25,3%

Spadki na poziomie EBITDA zarówno w starym Cyfrowym Polsacie i Polkomtelu

Ze względu na krótki okres raportowania w nowym układzie, naszą prognozę sporządziliśmy na podstawie sumy prognoz dla Polkomtela i starego Cyfrowego Polsatu. Spodziewamy się, że stary Cyfrowy Polsat wygeneruje 729,1 mln PLN przychodów (+7,6% R/R) i 223,5 mln PLN zysku EBITDA (-16,7% R/R). Spadek na linii EBITDA wynika z zaksięgowania w 3Q'13 zysku na sprzedaży RS TV na rzecz Emitela. Po oczyszczeniu o zdarzenie jednorazowe zysk EBITDA byłby 3,0% niższy R/R z powodu: (1) zaksięgowania kosztów licencji sportowych na nadawanie Mistrzostw Świata

w Siatkówce, (2) wzrost kosztów licencji programowych R/R, (3) wzrost kosztów marketingu i wynagrodzeń R/R. Z kolei przychody Polkomtel powinny wynieść 1,60 mld PLN, tj. -3,4% R/R, a wynik EBITDA ok. 695 mln PLN (-9,0% R/R). Wynik EBITDA dla Grupy wyniesie więc 919 mln PLN i będzie 10,9% mniejszy R/R (suma wyniku EBITDA Polkomtela i starego Cyfrowego Polsatu wyniosła w 3Q'13 1 032 mln PLN). Amortyzację szacujemy na poziomie 473 mln PLN, koszty finansowe na 356 mln PLN (w tym 129 mln PLN różnic kursowych). Zysk netto powinien wynieść 80 mln PLN (przy efektywnej stopie podatkowej na poziomie 11%).

Media TVN									
Kupuj									
Analityk: Paweł Szpigiel	Cena bieżąca	15,04 PLN		P/E 2014	15,4	EV/EBITDA 2014	12,2		
	Cena docelowa	17,50 PLN		P/E 2015	14,3	EV/EBITDA 2015	11,4		
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	330,0	309,9	6,5%	1 114,3	1 093,5	1,9%	1 609,1	1 554,6	3,5%
EBITDA	101,7	82,6	23,2%	380,0	338,0	12,4%	584,1	372,4	56,9%
Marża	30,8%	26,6%	-	34,1%	30,9%	-	36,3%	24,0%	-
EBIT	84,8	64,9	30,8%	329,0	278,7	18,1%	517,1	297,2	74,0%
Zysk brutto	29,1	-174,2	-116,7%	156,2	-279,8	-	404,7	-269,8	-
Zysk netto	26,1	-169,8	-115,3%	152,3	-243,5	-	336,9	-197,8	-

Dobry start jesiennej ramówki przy wzroście kosztów produkcji własnej i marketingu

TVN powinien zaraportować wzrost przychodów mln PLN. Wzrost wynika z: (1) rosnącego rynku reklamy telewizyjnej, (2) dobrych wyników oglądalności grupy kanałów TVN (+0,62 p.p. w grupie 16-49, prime time) oraz relatywnie dobrej pozycji kanału głównego (strata R/R oglądalności na poziomie 0,31 p.p.), (3) wzrostu przychodów z działalności brokerskiej przez wyraźny popyt na kanały tematyczne reprezentowane przez TVN Media. Obroty w 3Q'14 szacujemy na poziomie 330,0 mln PLN, czyli 6,5% wyżej R/R (w tym przychody z emisji reklamy będą na poziomie 222,2 mln PLN, czyli 8,0% lepiej R/R). Baza kosztowa TVN bez amortyzacji powinna wynieść 238,8 mln PLN (vs. 225,8 mln PLN rok wcześniej). Główny wzrost kosztów

zakładamy na liniach amortyzacja produkcji własnej i zakupionych licencji programowych oraz marketing, co wynika z inwestycji w ramówkę jesienną R/R oraz jej szerokiej promocji. Zwracamy uwagę, że w naszych prognozach zakładamy utrzymanie się stosunku kosztów produkcji własnej i licencji oraz obrotów na stałym poziomie R/R. Zysk EBITDA skorygowany powinien wynieść 91,2 mln PLN (+8,8% R/R). Udział w zyskach nC+ i Onetu estymujemy na poziomie 10,5 mln PLN razem. Koszty finansowe netto wyniosą 55,7 mln PLN (tym 2,0 mln PLN przychodów finansowych, 49,2 mln PLN kosztów odsetkowych oraz 8,5 mln PLN niezrealizowanych różnic kursowych). Przy podatku w wysokości 3,0 mln PLN zysk netto ostatecznie wyniesie 26,1 mln PLN.

IT

IT ABC Data		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	3,64 PLN	P/E 2014	6,7	EV/EBITDA 2014	6,7		
		Cena docelowa	5,35 PLN	P/E 2015	6,2	EV/EBITDA 2015	6,1		
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 410	1 212	16,3%	3 970	3 397	16,9%	5 816	4 823	20,6%
EBITDA	19,7	18,9	4,5%	54,9	51,2	7,4%	96,7	79,6	21,5%
Marża	1,4%	1,6%	-	1,4%	1,5%	-	1,7%	1,6%	-
EBIT	19,2	18,9	1,6%	53,3	49,6	7,5%	93,3	77,2	20,9%
Zysk brutto	16,2	16,6	-2,4%	44,6	43,6	2,3%	91,4	68,0	34,4%
Zysk netto	13,1	14,2	-7,6%	31,1	39,5	-21,2%	67,8	59,2	14,6%

Wzrosty przychodów, spadek rentowności

W 3Q'14 oczekujemy dalszej ekspansji obrotów w dwucyfrowym tempie, jednak skala wzrostu R/R powinna nieco wyhamować względem 2Q'14. Po konsolidacji obrotów iSource na poziomie 70 mln PLN, przychody ze sprzedaży estymujemy na 1 410 mln PLN. Spodziewamy się delikatnego pogorszenia rentowności brutto z poziomu 4,46% w 2Q'13 do poziomu 4,35% w 2Q'14. koszty SG&A/

obroty powinny pozostać na stabilnym poziomie R/R wynoszącym 3,0%, co przy braku przychodów z pozostałej działalności operacyjnej (rok wcześniej odnotowano zysk w sumie 1,3 mln PLN) implikuje EBIT na poziomie 19,2 mln PLN (stabilnie R/R). Przy tak dynamicznym wzroście sprzedaży, prognozujemy wzrost kosztów finansowych netto do 3,0 mln PLN. Przy 19% stopie podatku dochodowego, ABC Data powinna osiągnąć zysk netto równy 13,1 mln PLN.

IT Asseco Poland		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	46,75 PLN	P/E 2014	11,1	EV/EBITDA 2014	6,6		
		Cena docelowa	45,60 PLN	P/E 2015	11,7	EV/EBITDA 2015	6,6		
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 424,9	1 404,0	1,5%	4 337,9	4 188,4	3,6%	6 060,0	5 898,0	2,7%
EBITDA	207,8	221,5	-6,2%	638,5	683,7	-6,6%	885,0	875,0	1,1%
Marża	14,6%	15,8%	-	14,7%	16,3%	-	14,6%	14,8%	-
EBIT	150,8	154,1	-2,1%	446,1	485,7	-8,1%	624,0	611,0	2,1%
Zysk brutto	142,8	145,4	-1,8%	449,7	458,4	-1,9%	622,0	754,0	-17,5%
Zysk netto	78,0	82,4	-5,4%	261,2	371,5	-29,7%	349,0	394,0	-11,4%

Oznaki stabilizacji na kluczowym rynku polskim, lekka R/R poprawa oczyszczonego zysku netto Grupy

W 3Q'14 spodziewamy się wzrostu przychodów Asseco Poland o 1,5% R/R do poziomu 1 425 mln PLN i spadku zysku EBIT o 2,1% R/R do poziomu 151 mln PLN. Sądzymy, że 3Q'14 może przynieść mały przełom na rynku polskim. Zakładamy, że rynek wygeneruje 73 mln PLN vs. 69,3 mln PLN rok wcześniej. Kluczowa spółka matka powinna ustabilizować EBIT R/R dzięki postępującym oszczędnościom w zakresie projektów dla administracji publicznej. Asseco powinno wygenerować 661 mln PLN obrotów (+4,9% R/R) oraz 50,1 mln PLN EBITu na rynku izraelskim (+14,1% R/R),

ze względu na dobry performance spółek Sapiens International i Magic Software. Negatywnie na wyniki grupy będzie działać rynek słowacki (spodziewamy się zastojów w kontraktach IT dofinansowanych środkami z UE na rynku czeskim). Estymujemy koszty finansowe netto na poziomie 8,0 mln PLN oraz podatek w wysokości 28,6 mln PLN (efektywna stopa podatkowa = 20%). Po korekcie w dół o udziały niekontrolujące na poziomie 38 mln PLN, zysk netto wyniesie 78,0 mln PLN i będzie niższy R/R o 5,4%. Zysk netto w 3Q'13, pomijając wyniki sprzedanego w ciągu roku Slovet oraz zysku na sprzedaży zorganizowanej części przedsiębiorstwa jednej ze spółek córek Asseco CE, wyniósł 76,2 mln PLN. Linia netto w 3Q'14 jest więc 2,3% wyższa R/R.

Górnictwo i metale

Górnictwo węgla JSW		Trzymaj							
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca	28,77 PLN	P/E 2014	-	EV/EBITDA 2014	2,8		
		Cena docelowa	55,00 PLN	P/E 2015	-	EV/EBITDA 2015	2,5		
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 672,8	1 678,7	-0,3%	4 801,5	5 790,7	-17,1%	6 815,5	7 632,2	-10,7%
EBITDA	216,4	220,6	-1,9%	446,0	1 062,5	-58,0%	798,8	1 382,1	-42,2%
Marża	12,9%	13,1%		9,3%	18,3%		11,7%	18,1%	
EBIT	-95,6	-86,1	-	-478,5	172,5	-	-430,7	201,9	-
Zysk brutto	-117,6	-114,5	-	-546,2	100,6	-	-534,0	109,7	-
Zysk netto	-96,4	-97,5	-	-437,8	75,4	-	-415,3	77,3	-

Niskie ceny, ale pomaga wolumen i słabszy PLN

Po fatalnym 2Q, kiedy Spółka wykazała 253 mln PLN straty netto, wynik 3Q będzie znacząco lepszy. Będzie to efekt wyższego wolumenu produkcji (węgiel koksowy: 2,39 mln ton, +28,9% q/q; węgiel energetyczny: 0,9 mln ton, +44% q/q), a w efekcie sprzedaży. Przypominamy, że w 2Q Spółka borykała się z dużymi problemami wydobycia związanymi z geologią złoża w kilku kopalniach jednocześnie. Naszym zdaniem, Spółce nie uda się odrobić „straconego” pod względem wolumenu drugiego kwartału poprzez zwiększona produkcję w 2H, która może wzrosnąć „jedynie” do średnich poziomów historycznych. Pozytywny wpływ na wynik

powinno mieć również osłabienie PLN w relacji do USD, które powoduje, że w ujęciu q/q referencyjna cena złotówkowa węgla koksowego nieznacznie rośnie (+1,5%) – pomimo, że benchmark nadal pozostaje na poziomie 120 USD/t. W prognozie nie zakładamy dodatkowych rezerw ani zdarzeń jednorazowych. Ze względu na sezonowy wzrost popytu, oczekujemy nieznacznie lepszych wyników operacyjnych w segmencie koksowym. Ceny węgla energetycznego zakładamy na poziomie z poprzedniego miesiąca, przy czym podobnie jak w węglu koksowym wynik segmentu znacząco poprawi wyższy wolumen wydobycia.

Metale KGHM		Kupuj							
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca	125,10 PLN	P/E 2014	9,8	EV/EBITDA 2014	5,0		
		Cena docelowa	139,00 PLN	P/E 2015	8,6	EV/EBITDA 2015	4,4		
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	4 274,9	4 171,0	2,5%	12 001,9	13 674,0	-12,2%	21 593,3	24 110,0	-10,4%
EBITDA	1 092,8	933,0	17,1%	3 057,8	3 742,0	-18,3%	5 637,2	5 952,0	-5,3%
Marża	25,6%	22,4%		25,5%	27,4%		26,1%	24,7%	
EBIT	887,6	730,0	21,6%	2 433,6	3 121,0	-22,0%	3 730,1	4 372,0	-14,7%
Zysk brutto	878,6	735,0	19,5%	2 409,6	3 081,0	-21,8%	3 557,5	4 235,0	-16,0%
Zysk netto	637,3	520,0	22,6%	1 756,3	2 245,0	-21,8%	2 548,9	3 033,0	-16,0%

Wysokie ceny miedzi 3Q, ale to już historia

Średnia cena miedzi 3M na LME w 3Q była wyższa niż w poprzednim kwartale o 3,2% q/q i wyniosła 6 977 USD/t. Po uwzględnieniu średnich notowań PLN w relacji do USD oznacza to wzrost ceny złotówkowej o kolejne 3,8%. Należy przy tym zwrócić uwagę, że obecne notowania metali na LME są znacząco niższe (6 560 USD/t dla miedzi), co oznacza że satysfakcjonujące (bliskie naszej prognozie rocznej) poziomy cen z 3Q trzeba traktować jako historyczne i tak naszym

zdaniem inwestorzy potraktują całe wyniki Spółki za miniony kwartał. W prognozie zakładamy, że sprzedaż miedzi z polskich kopalń wyniesie 142 tys. ton (+10% r/r, +4% q/q), a srebra obniży się do 285 ton (-10% r/r). Przyrost wolumenu sprzedanej miedzi w ujęciu q/q w głównej mierze będzie opierał się o przerób złomów, co nie wygeneruje znaczącego wpływu na poziom wypracowanej EBITDA. Koszt jednostkowy po uwzględnieniu sprzedaży srebra szacujemy na 18 100 PLN/t.

Górnictwo węgla LW Bogdanka		Trzymaj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca	111,00 PLN		P/E 2014	12,7	EV/EBITDA 2014	5,9	
		Cena docelowa	136,90 PLN		P/E 2015	10,2	EV/EBITDA 2015	5,0	
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	522,8	539,4	-3,1%	1 468,2	1 418,3	3,5%	2 017,0	1 899,8	6,2%
EBITDA	195,0	199,9	-2,4%	498,5	548,5	-9,1%	743,2	754,9	-1,5%
Marża	37,3%	37,1%		34,0%	38,7%		36,8%	39,7%	
EBIT	103,0	119,4	-13,7%	229,7	307,6	-25,3%	381,9	424,8	-10,1%
Zysk brutto	101,4	119,0	-14,8%	218,2	301,0	-27,5%	366,8	413,7	-11,3%
Zysk netto	81,1	82,7	-1,9%	172,6	224,7	-23,2%	297,1	329,7	-9,9%

Lepiej, ale nie dobrze

W 3Q Spółka wyprodukowała 2,38 mln ton węgla handlowego, tj. o 10,4% więcej niż w poprzednim roku. Było to możliwe m.in. dzięki zwiększeniu mocy produkcyjnych zakładu przerobczego. W kolejnym kwartale, po uzyskaniu przez zakład docelowych zdolności, nastąpi dalszy wzrost produkcji do ok. 2,6 mln ton w ujęciu kwartalnym. W naszej prognozie zakładamy, że średni przychód na tonę sprzedanego węgla wyniesie 109 PLN, tj. będzie o 8,4% niższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku.

Gotówkowy koszt jednostkowy szacujemy na 136 PLN/t, co oznacza, że w ujęciu r/r pozostanie on na niezmiennym poziomie. 3Q będzie lepszy niż bardzo słaby 2Q, tym niemniej jest on już historią. Spółka wkracza w okres negocjacji cen kontraktów zawieranych z energetyką na rok przyszły. To jaki przekaz będzie miał dla inwestorów Zarząd odnośnie przyszłorocznych wyników w dużej mierze zaważy na „sentymencie powynikowym”. Biorąc pod uwagę otoczenie rynku węgla widzimy raczej wyższe ryzyko obniżania prognoz na rok przyszły (spadek cen r/r) niż pozytywnego przekazu.

Przemysł

Przemysł spożywczy		Trzymaj							
Astarta									
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	33,97 PLN	P/E 2014	10,7	EV/EBITDA 2014	4,2		
		Cena docelowa	48,60 PLN	P/E 2015	3,8	EV/EBITDA 2015	3,9		
(mln UAH)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 323,7	1 027,1	28,9%	3 974,2	2 784,6	42,7%	4 956,3	4 008,9	23,6%
EBITDA	306,6	282,8	8,4%	1 797,4	1 100,8	63,3%	1 549,5	670,4	131,1%
Marża	23,2%	27,5%		45,2%	39,5%		29,2%	16,7%	
EBIT	212,6	212,7	0,0%	1 518,7	892,9	70,1%	1 236,8	376,6	228,4%
Zysk brutto	-176,3	317,8	-	-123,4	878,1	-	324,5	232,0	39,9%
Zysk netto	-171,0	321,6	-	-122,1	880,0	-	309,7	244,0	26,9%

Wysoki wynik brutto ze sprzedaży, ujemny wpływ różnic kursowych na wynik netto

W 3Q'14 oczekujemy, że Astarta sprzeda 80 tys. ton cukru (-14% r/r), 103 tys. ton zbóż (-48% r/r) oraz 26 tys. ton mleka (+1% r/r). Dodatkowo spodziewamy się, że w 3Q'14 Astarta sprzeda 6 tys. ton oleju sojowego oraz 27 tys. ton śrutu (tłocznia rozpoczęła pracę na początku 2014 roku). Wynikiem operacyjnym sprzyjać będą wyraźnie wyższe niż w 3Q'13 ceny cukru (+62% r/r). Oczekujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosą w 3Q'14 1,3 mld UAH (+28,9% r/r).

Wyraźnie wyższe ceny cukru oraz rozpoczęcie pracy tłoczni soi naszym zdaniem przełożą się na wzrost wyniku brutto ze sprzedaży, który w 3Q'14 wzrośnie o 71% r/r (marża brutto

ze sprzedaży wzrośnie do 31,2% z 23,6% w 3Q'13). Spodziewamy się zbliżonych jak w analogicznym okresie roku ubiegłego przeszacowań aktywów biologicznych (-68,2 mln UAH vs. -116 mln UAH w 3Q'13). Saldo rewaluacji aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą wyniesie naszym zdaniem w 3Q'14 -29 mln UAH (ceny mleka w 3Q'14 spadły na przestrzeni kwartału o 3,1%).

Oczekujemy, że w 3Q'14 Astarta zaksięguje ujemne różnice kursowe (319 mln UAH) w związku osłabieniem się UAH do USD i EUR (o odpowiednio +9,5% oraz +2,2%) na przestrzeni kwartału.

Spodziewamy się, że zadłużenie netto na koniec 3Q'14 wyniesie 3,1 mld UAH (około 2,5x EBITDA'12m).

Przemysł		Redukuj							
Boryszew									
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	6,41 PLN	P/E 2014	16,2	EV/EBITDA 2014	9,3		
		Cena docelowa	5,20 PLN	P/E 2015	14,3	EV/EBITDA 2015	8,5		
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 300,2	1 249,0	4,1%	3 834,1	3 691,2	3,9%	5101,7	4 881,1	4,5%
EBITDA	75,6	86,8	-12,9%	206,4	188,5	9,5%	294,3	254,4	15,7%
Marża	5,8%	6,9%		5,4%	5,1%		5,8%	5,2%	
EBIT	47,1	45,5	3,6%	126,2	93,1	35,6%	171,8	127,0	35,3%
Zysk brutto	36,6	36,3	0,9%	99,5	61,3	62,4%	129,9	105,7	22,9%
Zysk netto	21,4	9,2	132,4%	57,8	34,6	67,2%	87,2	43,9	98,7%

Całoroczna prognoza może być zagrożona

W 3Q'14 oczekujemy 1,1% r/r wzrostu sprzedaży w Grupie Impexmetal oraz 9,0% r/r wzrostu segmentu Automotive (efekt wzrostu sprzedaży aut w Europie Zachodniej oraz przejścia Tensho). W segmencie produktów chemicznych oczekujemy 8,0% r/r spadku sprzedaży w rezultacie sprzedaży części biznesu.

Zakładamy wyraźny 31,6% wzrost wyniku brutto ze sprzedaży w segmencie Automotive (rezultat restrukturyzacji Grupy i nowych kontraktów w Maflow) oraz 22,9% r/r spadku wyniku brutto ze sprzedaży segmentu produktów chemicznych (rezultat wysokiej bazy 3Q'13 – nadzwyczaj wysoka rentowność segmentu).

Spodziewamy się pozytywnego wpływu sprzedaży certyfikatów CO₂ w Elana Energetyka (+0,5 mln PLN).

Prognozujemy, że EBITDA Grupy Boryszew w 3Q'14 spadnie o 12,9% r/r. W 3Q'13 Spółka zanotowała nadzwyczaj wysoką amortyzację, która natomiast została pomniejszona w 4Q'13.

Oczekujemy, że tym razem wynik, jak i amortyzacja zostaną równomiernie rozłożone pomiędzy oba kwartały.

Nie spodziewamy się znaczącego wpływu transakcji hedgingowych zabezpieczających zmiany cen metali (na przestrzeni 3Q'14 cena aluminium wzrosła o 3,9%, cynku wzrosła o 3,2%, a miedzi spadła o 3,5% i ołowiu spadła o 3,4%).

Po trzech kwartałach nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 75% na poziomie przychodów, 70% EBITDA oraz 66% wyniku netto. Czynnikiem, który pozytywnie może zaskoczyć w 3Q'14 jest rentowność segmentu aluminium (ogólnoświatowa tendencja do wzrostu) oraz ołowiu (konkurent Orzeł Biały na koniec 1H'14 spozstrzegając odbicie marż na rynku krajowym). Jeśli jednak wykonanie prognozy po 1-3Q'14 będzie na niskim poziomie to Spółce może być trudno odrobić ten wynik w 4Q'14, jako że w ostatnim kwartale zwykle praca ma miejsce jedynie przez 2,5 miesiąca.

Przemysł elektromaszynowy
Famur
Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	3,25 PLN		P/E 2014	15,0	EV/EBITDA 2014	6,0		
	Cena docelowa	3,80 PLN		P/E 2015	12,1	EV/EBITDA 2015	5,0		
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	159,0	284,3	-44,1%	472,0	932,5	-49,4%	839,1	1 176,4	-28,7%
EBITDA	66,9	98,1	-31,9%	194,5	309,9	-37,3%	274,2	384,7	-28,7%
Marża	42,1%	34,5%		41,2%	33,2%		24,4%	32,7%	
EBIT	28,6	57,9	-50,7%	79,1	186,0	-57,5%	132,6	224,6	-41,0%
Zysk brutto	25,3	58,5	-56,8%	78,0	184,8	-57,8%	132,3	240,8	-45,1%
Zysk netto	20,2	48,2	-58,0%	66,8	145,2	-54,0%	104,1	207,6	-49,9%

Dwucyfrowa dynamika spadku wyników finansowych

W 3Q'14 spodziewamy się lekkiego odbicia sprzedaży kompleksów ścianowych względem 2Q'14 (-56,9% r/r oraz +26,9% q/q), co wynika z realizacji wcześniej podpisanych kontraktów dla Tauronu, KHW oraz kontrahenta rosyjskiego (ten ostatni w większości znajdzie się w 4Q'14). W segmencie kombajnów chodnikowych oczekujemy lekkiego odbudowania przychodów względem 2Q'14 (-22,9% r/r oraz +10,9% q/q) efektem braku przestoju kopalni Kompanii Węglowej, jaki obserwowaliśmy w 2Q'14. Zakładamy również, że przychody segmentu systemów transportu wzrosną względem 2Q'14 o 5% q/q (-30,7% r/r), co jest efektem zaawansowania kontraktu dla kontrahenta indyjskiego.

Na poziomie brutto ze sprzedaży zakładamy częściowe odbudowanie się marży względem 2Q'14 (35,8% w 3Q'14 vs.

32,5% w 2Q'14 oraz 27,9% w 3Q'13), na co wpływ mają relatywnie wyższe obłożenie mocy produkcyjnych oraz oszczędności wynikające z restrukturyzacji. Zakładamy że względów ostrożnościowych, że Spółka może zawiązać około 3 mln PLN rezerw w związku z trudną sytuacją w polskim górnictwie.

Szacujemy, że na wyniki 3Q'14 negatywny wpływ może mieć wycena kontraktów zabezpieczających kursy walutowe (-2,5 mln PLN). Na koniec 1H'14 Famur posiadał 30,7 mln PLN pozycji zabezpieczającej sprzedaż w USD, a kontrakty te zapadały w 4Q'14.

Po 1-3Q'14 nasza całoroczna prognoza rezultatów powinna być wykonana w 56,3% na poziomie przychodów, 70,9% EBITDA oraz 64,2% wyniku netto.

Spodziewamy się dwucyfrowej ujemnej dynamiki wyników w 3Q'14.

Metale
Impexmetal
Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	2,64 PLN		P/E 2014	9,8	EV/EBITDA 2014	7,3		
	Cena docelowa	3,40 PLN		P/E 2015	8,7	EV/EBITDA 2015	6,4		
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	744,0	735,9	1,1%	2 105,0	2 115,9	-0,5%	2 764,1	2 728,7	1,3%
EBITDA	37,2	41,4	-10,2%	104,5	110,2	-5,2%	133,5	125,0	6,8%
Marża	5,0%	5,6%		5,0%	5,2%		4,8%	4,6%	
EBIT	24,0	27,3	-12,0%	66,2	68,1	-2,9%	77,3	72,8	6,1%
Zysk brutto	20,6	26,6	-22,7%	60,5	74,0	-18,2%	63,5	74,6	-14,9%
Zysk netto	17,3	18,0	-3,9%	49,8	61,3	-18,9%	53,8	72,7	-26,0%

Wyniki wychodzą na prostą, wysokie wykonanie całorocznej prognozy

W 3Q'14 oczekujemy 3,0% r/r spadku wolumenów sprzedaży Grupy Kapitałowej Impexmetal, głównie za sprawą niższej sprzedaży segmentów miedzi (-3,3% r/r – efekt braku kontraktu od Mennicy Polskiej na bicie monet) oraz segmentu cynku i ołowiu (-6,0% r/r – rezultat wysokiej bazy porównawczej 3Q'13 oraz ograniczonej ilości złomu ołowianego na rynku). Spodziewamy się, że wraz z zakończeniem inwestycji w Hucie Aluminium Konin wolumen sprzedaży blach aluminiowych wzrośnie w 3Q'14 o 0,5% r/r, a największy wzrost dotyczyć będzie produktów o wyższej wartości dodanej. Łączne skonsolidowane przychody 3Q'14 naszym zdaniem będą porównywalne do analogicznego okresu roku ubiegłego (+1,1% r/r).

W 3Q'14 zakładamy, że EBITDA Grupy spadnie o 10,2% r/r, głównie w segmentach miedzi (-23,2% r/r – efekt utraty intratnego kontraktu na bicie monet) oraz cynku i ołowiu

(-30,1% r/r – efekt wysokiej bazy 3Q'14). W segmencie aluminium spodziewamy się wzrostu EBITDA o 4,0% r/r, choć zważywszy na bardzo dobre wyniki Alcoa nasze szacunki mogą się okazać zbyt konserwatywne.

Nie spodziewamy się znaczącego wpływu transakcji hedgingowych zabezpieczających zmiany cen metali (na przestrzeni 3Q'14 cena aluminium wzrosła o 3,9%, cynku wzrosła o 3,2%, a miedzi spadła o 3,5% i ołowiu spadła o 3,4%).

Szacujemy, że wynik netto w 3Q'14 może wynieść 17,3 mln PLN (-3,9% r/r).

Po trzech kwartałach nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 76% na poziomie przychodów, 78% EBITDA oraz 92% wyniku netto. Czynnikiem, który pozytywnie może zaskoczyć w 3Q'14 jest rentowność segmentu aluminium (ogólnosiwiatowa tendencja do wzrostu) oraz ołowiu (konkurent Orzeł Biały na koniec 1H'14 spostrzegł odbicie marż na rynku krajowym).

Przemysł spożywczy		Trzymaj							
Kernel									
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	23,05 PLN	P/E 2014	-	EV/EBITDA 2014	7,5		
		Cena docelowa	32,50 PLN	P/E 2015	3,3	EV/EBITDA 2015	3,3		
(mIn USD)	1Q'14/15P	1Q'13/14	zmiana	2014/15P	2013/14	zmiana	2015/16P	2014/15P	zmiana
Przychody	453,7	412,9	9,9%	2 190,8	2 393,3	-8,5%	2 260,5	2 190,8	3,2%
EBITDA	44,5	3,0	-	352,2	223,2	57,8%	348,8	352,2	-1,0%
Marża	9,8%	0,7%		16,1%	9,3%		15,4%	16,1%	
EBIT	23,7	-22,8	-	252,5	128,9	95,9%	251,8	252,5	-0,3%
Zysk brutto	-5,8	-34,4	-	178,2	-90,4	-	181,4	178,2	1,8%
Zysk netto	-5,6	-33,8	-	165,7	-98,3	-	168,7	165,7	1,8%

Kernel wchodzi w niską bazę rezultatów

Według danych zaraportowanych przez Kernel w kalendarzowym 3Q'14 (fiskalny 1Q'15) wolumen sprzedaży oleju słonecznikowego luzem wyniósł 202,6 tys. ton i był o 111,7% r/r wyższy. Wolumen sprzedaży zbóż wyniósł 1,2 mln ton (+38,0% r/r), eksportu zbóż 1,2 mln ton (+55,8% r/r), a sprzedaży oleju butelkowanego 22,8 mln ton (+1,7% r/r). Zgodnie z oczekiwaniami przetwórcy nasion słonecznika korzystali w 3Q'14 (1Q'15) z wysokich nagromadzonych stanów magazynowych uprawy, co przełożyło się na wysokie wolumeny przerobu i sprzedaży oleju słonecznikowego. Ponadto, wysokie zbiory zbóż przyczyniły się do wysokich wolumenów eksportowych zarówno z terenów Ukrainy, jak i Federacji Rosyjskiej.

Na podstawie przedstawionych przez Kernel wolumenów sprzedaży szacujemy, że przychody ze sprzedaży w 3Q'14 wyniosą 453,7 mln USD (+9,9% r/r), EBITDA sięgnie 44,5 mln USD (vs. 3,0 mln USD w 3Q'13), a wynik netto -5,6 mln USD (vs. -33,8 mln USD w 3Q'13). Nasze szacunki uwzględniają efekt przeszacowania należności od podatku VAT (-13,7 mln USD) z tytułu osłabienia się wartości UAH do USD w 3Q'14 (1Q'15) (na poziomie działalności finansowej) oraz wzrost kosztów odsetkowych do 8,5%.

Oczekujemy wyraźnie wyższych rezultatów 3Q'14 (1Q'15) niż miało to miejsce w analogicznym okresie roku ubiegłego.

Przemysł elektromaszynowy		Kupuj							
Kopex									
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	10,80 PLN	P/E 2014	11,9	EV/EBITDA 2014	5,5		
		Cena docelowa	14,50 PLN	P/E 2015	9,4	EV/EBITDA 2015	5,0		
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	345,2	388,8	-11,2%	1 095,8	532,0	106,0%	1 413,4	1 395,1	1,3%
EBITDA	68,8	75,3	-8,7%	219,1	167,9	30,5%	216,9	235,6	-8,0%
Marża	19,9%	19,4%		20,0%	31,6%		15,3%	16,9%	
EBIT	31,6	39,8	-20,8%	107,0	60,2	77,8%	97,7	91,2	7,1%
Zysk brutto	24,1	39,7	-39,3%	95,6	54,7	74,9%	84,4	80,5	4,8%
Zysk netto	19,3	29,3	-33,9%	77,7	42,6	82,3%	67,2	67,2	0,0%

Wysoka baza roku ubiegłego, prognoza całoroczna wykonana po trzech kwartałach

W 3Q'14 oczekujemy wzrostu skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży w segmentach usług górniczych (+27,6% r/r i +2,0% q/q) oraz urządzeń elektrycznych i elektronicznych (+11,5% r/r oraz +6,0% q/q). Wyższa wartość obrotu wynika ze zdobywanych zamówień i wyraźnie wyższego portfela zamówień obydwu segmentów po pierwszej połowie roku. W segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego oczekujemy 24,7% r/r spadku obrotów (-13,0% q/q), na co wpływ mają wysoka baza roku ubiegłego oraz niższa wartość portfela zamówień na koniec 1H'14.

Ogólnie szacujemy, że wartość przychodów 3Q'14 spadnie o 11,2% r/r, a wynik brutto ze sprzedaży o 8,7% r/r. Na poziomie działalności finansowej szacujemy, że negatywny wpływ będzie miała wycena transakcji zabezpieczających kursy walutowe (-1,4 mln PLN). W sumie na koniec 1H'14 Kopex posiadał transakcję hedgingową na wymianę 3,1 mln USD oraz 43,7 mln EUR.

Po trzech kwartałach nasza całoroczna prognoza wyników wykonana będzie w 78% na poziomie przychodów, 101% EBITDA oraz 116% wyniku netto.

Dług netto w relacji do EBITDA za ostatnie cztery kwartały naszym zdaniem utrzyma się na poziomie 1,4x.

Materiały budowlane Rovese		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	1,43 PLN		P/E 2014	-	EV/EBITDA 2014	8,5	
		Cena docelowa	1,22 PLN		P/E 2015	31,8	EV/EBITDA 2015	7,1	
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	487,4	552,7	-11,8%	1 326,9	1 485,6	-10,7%	2 059,5	1 870,5	10,1%
EBITDA	78,6	81,0	-3,0%	180,0	166,3	8,2%	214,3	213,9	0,2%
Marża	16,1%	14,7%		13,6%	11,2%		10,4%	11,4%	
EBIT	35,1	41,3	-14,9%	49,9	45,5	9,5%	42,4	37,4	13,5%
Zysk brutto	23,3	-12,7	-	-196,5	-36,3	-	-15,1	-66,2	-
Zysk netto	18,7	-11,7	-	-187,1	-34,1	-	-12,2	-64,4	-

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

W 3Q'14 oczekujemy, że przychody ze sprzedaży płytek ceramicznych spadną o 14,5% r/r (+6,4% q/q), ceramiki sanitarnej o 6,6% r/r (+10,8 q/q) oraz artykułów około ceramicznych o 5,8% r/r (+15,0% q/q). Wyniki sprzedażowe Grupy Rovese będą pod presją spadającej sprzedaży na Ukrainie oraz dużej konkurencji na rynku lokalnym (przez spadek eksportu na Wschód). Dodatkowo, po zwiększeniu mocy produkcyjnych w Rosji, ukraińskie fabryki nie muszą już eksportować produkcji dalej na wschód. To wraz ze słabą koniunkturą na lokalnym rynku powoduje, że obłożenie ukraińskich fabryk spada.

Naszym zdaniem marża brutto ze sprzedaży pozostanie na poziomie bliskim 33% (31,7% w 3Q'13). Zakładamy, że wynik EBITDA Grupy spadnie w 3Q'14 o 3% r/r. Szacujemy, że różnice kursowe w 3Q'14 wyniosą -3,2 mln PLN. Zadłużenie netto do EBITDA za ostatnie cztery kwartały wyniesie według naszych szacunków 3,2x EBITDA.

Po dziewięciu miesiącach nasza całoroczna prognoza przychodów ze sprzedaży wykonana będzie w 64%, a EBITDA w 84%. Strata netto po 3 kwartałach wyniesie 187,1 mln PLN.

Przemysł spożywczy Tarczyński		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca	10,28 PLN		P/E 2014	14,9	EV/EBITDA 2014	6,8	
		Cena docelowa	12,20 PLN		P/E 2015	12,4	EV/EBITDA 2015	5,5	
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	140,0	120,8	15,9%	383,1	330,0	16,1%	513,1	448,3	14,5%
EBITDA	9,6	7,1	35,5%	27,3	23,3	17,4%	36,2	32,9	10,0%
Marża	6,9%	5,9%		7,1%	7,1%		7,1%	7,3%	
EBIT	4,5	3,5	31,1%	12,5	13,0	-4,1%	15,8	17,3	-8,9%
Zysk brutto	2,7	2,3	20,0%	7,5	8,9	-16,4%	10,0	11,9	-16,4%
Zysk netto	2,2	1,8	21,0%	5,7	7,2	-21,0%	7,8	9,3	-16,1%

Ceny mięsa i wcześniej zgromadzone zapasy pomagają rezultatom

W 3Q'14 spodziewamy się, że wolumen sprzedaży produktów przetworzonych w Grupie Tarczyński wzrośnie o 9% r/r, czemu sprzyjać będzie wyższa sprzedaż w kanale nowoczesnym oraz zwiększenie obłożenia inwestycji, jakie Spółka zakończyła w pierwszej połowie roku. Oczekujemy, że wraz ze wzrostem proporcji sprzedaży produktów bardziej przetworzonych przychód na tonę sprzedanego wyrobu wzrośnie o 7,3% r/r.

Spodziewamy się, że wzrost cen mięsa wieprzowego w okresie wakacyjnym będzie amortyzowany przez konsumpcję

zapasów mięsa zakupionego w 1Q'14. W końcówce kwartału Spółka korzystała z wyraźnie niższych cen surowca. Spodziewamy się, że marża brutto ze sprzedaży wzrośnie w 3Q'14 do 18,3% z 16,0% rok wcześniej (18,4% kwartał wcześniej). Oczekujemy, że na poziomie kosztów sprzedaży wynik będzie obciążony kosztami kampanii reklamowej w kwocie 1,5 mln PLN.

Liczymy, że w 3Q'14 Tarczyński poprawi wynik EBITDA o 35,5% r/r, a wynik netto o 21,0% r/r (również efekt zapasów mięsa kupionych po korzystnych cenach).

Po trzech kwartałach nasza prognoza sprzedaży wykonana będzie w 74,7%, EBITDA 75,5% oraz wyniku netto w 72,8%.

Metale									
Vistal									
Kupuj									
Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca	13,55 PLN		P/E 2014	13,5		EV/EBITDA 2014	9,2	
	Cena docelowa	16,90 PLN		P/E 2015	7,6		EV/EBITDA 2015	6,8	
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	73,4	74,7	-1,8%	223,6	206,4	8,3%	290,3	283,4	2,4%
EBITDA	11,1	11,2	-1,2%	29,3	28,7	2,1%	37,7	34,2	10,1%
Marża	15,1%	15,0%		13,1%	13,9%		13,0%	12,1%	
EBIT	6,7	8,1	-17,7%	18,4	20,4	-10,0%	22,2	23,5	-5,5%
Zysk brutto	4,8	6,5	-26,0%	14,7	13,9	5,6%	17,7	15,5	14,5%
Zysk netto	4,0	3,7	10,6%	11,7	9,8	18,7%	14,3	20,4	-29,8%

Wyniki porównywalne z rokiem ubiegłym

W 3Q'14 oczekujemy porównywalnych wyników sprzedażowych jak w 2Q'14 (-1,0% q/q oraz +17,1% r/r – efekt wysokiego backlogu segmentu) oraz spadkowych dla segmentu Marine&Offshore (-15,0% q/q oraz -15,6% r/r – rezultat niższego portfela zamówień na koniec 2Q'14 i oczekiwania na podpisanie nowych kontraktów).

W 3Q'14 spodziewamy się wyższej marży brutto ze sprzedaży segmentu infrastruktury (25,0% vs. 20,6% w 2Q'14 i 23,2% w 2Q'13), co związane jest z większą proporcją kontraktów wykonywanych dla klientów zagranicznych. Natomiast marża brutto segmentu Marine&Offshore powinna się utrzymywać na zbliżonym poziomie do zeszłego kwartału (16,5% vs. 16,9% w 2Q'14 oraz 22,7% w 3Q'13).

Na poziomie działalności finansowej zakładamy, że wpływ osłabienia się EUR do PLN w 3Q'14 wpłynie negatywnie w kwocie 190 tys. PLN. Oczekujemy zbliżonych wyników Grupy Vistal na poziomie sprzedaży i EBITDA co w 3Q'13.

Szacujemy, że po trzech kwartałach nasza prognoza rezultatów wykonana będzie w 77,0% na poziomie sprzedaży, 77,7% EBITDA oraz 81,5% wyniku netto.

Budownictwo

Budownictwo Budimex		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	136,50 PLN	P/E 2014	21,6	EV/EBITDA 2014	10,4		
		Cena docelowa	139,95 PLN	P/E 2015	16,8	EV/EBITDA 2015	8,1		
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	1 450,3	1 367,6	6,1%	3 603,5	3 455,2	4,3%	4 529,3	4 749,5	-4,6%
EBITDA	59,4	62,3	-4,6%	180,9	165,8	9,1%	210,4	362,2	-41,9%
Marża	4,1%	4,6%	-	5,0%	4,8%	-	4,6%	7,6%	-
EBIT	54,0	55,1	-2,0%	164,0	143,7	14,1%	189,2	333,3	-43,2%
Zysk brutto	52,7	54,7	-3,6%	162,9	141,9	14,8%	198,8	331,3	-40,0%
Zysk netto	42,7	43,2	-1,2%	129,6	111,0	16,8%	161,1	300,5	-46,4%

Kolejny kwartał dobrych wyników

Po bardzo dobrych wynikach w Q1 i Q2'14 w których Budimex wypracowywał 43-44 mln PLN zysku netto, szacujemy, że Q3'14 będzie bardzo zbliżony pod względem osiągniętego zysku (prognoza: 42,7 mln PLN). Spodziewamy się nieco innej struktury wyników niż w poprzednich dwóch kwartałach: wyższych przychodów i nieco niższej marży, która jednak wciąż będzie pozytywnie wyróżniać się na tle innych spółek z branży. Wzrost przychodów to następstwo sprzyjających warunków atmosferycznych oraz korzystnej

struktury portfela zamówień, który mimo że na koniec czerwca był niższy r/r, znajdowały się w nim krótsze zlecenia. Przychody Q3'14 szacujemy na 1,45 mld PLN, EBITDA: 59,4 mln PLN, a EBIT: 54,0 mln PLN. W okresie 9M'14 spółka zrealizowała nasze całoroczną prognozę w 80%, stąd widzimy duże szanse na przekroczenie naszych prognoz na 2014 r. W Q4'14 wyniki będzie wspierać segment mieszkaniowy, który w samym Q3'14 miał marginalny wpływ na wyniki.

Budownictwo Elektrobudowa		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	80,00 PLN	P/E 2014	15,8	EV/EBITDA 2014	7,3		
		Cena docelowa	105,00 PLN	P/E 2015	10,4	EV/EBITDA 2015	5,9		
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	341,9	251,8	35,8%	784,2	634,6	23,6%	1 212,3	905,6	33,9%
EBITDA	18,0	10,5	70,8%	29,2	19,6	49,3%	52,5	38,7	35,6%
Marża	5,3%	4,2%	-	3,7%	3,1%	-	4,3%	4,3%	-
EBIT	14,6	6,5	124,6%	19,1	8,4	127,1%	39,4	24,6	60,2%
Zysk brutto	11,9	7,1	69,3%	15,3	8,7	76,4%	32,8	25,9	26,6%
Zysk netto	9,5	4,6	103,7%	11,6	5,5	111,5%	24,1	17,2	40,0%

Silne wzrosty r/r

Q2'14 był pierwszym od ponad roku kwartałem, w którym Elektrobudowa zaprezentowała dodatnią dynamikę wyników. W Q3'14 ten trend utrzyma się. Liczymy na wzrost sprzedaży we wszystkich segmentach i przekroczenie poziomu 340 mln PLN skonsolidowanych przychodów. Wzrost pochodzi między innymi z realizacji dużych kontraktów dla Tauronu i PSE. Spodziewamy się, że Q3'14 będzie pierwszym od ponad roku kwartałem bez strat segmentu przemysłu, co wymiennie przełoży się na wynik z działalności operacyjnej (14,6 mln PLN vs. 6,5 mln PLN w Q3'13). Dostrzegamy ryzyko w związku z działalnością Elektrobudowy w Rosji. Pomimo

problemów na Wschodzie rynki te nie mają tak dużego znaczenia dla Elektrobudowy, by zachwiać jej wynikami. Realizowane przez spółkę kontrakty wymagają kapitału obrotowego. Liczymy się z pogorszeniem pozycji gotówkowej Elektrobudowy w stosunku do ubiegłego roku. Zysk netto spółki szacujemy na 9,5 mln PLN w Q3'14 i 11,6 mln PLN w okresie 9M'14, co oznacza, że nasza całoroczną prognoza powinna być zrealizowana w niespełna 50%. W działalności Elektrobudowy występuje silna sezonowość wyników (zwykle ostatni kwartał roku jest najlepszy), dlatego obecnie nie obawiamy się o realizację całoroczną prognozy.

Budownictwo									
Erbud									
		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	27,50 PLN		P/E 2014	13,5	EV/EBITDA 2014	5,1	
		Cena docelowa	35,90 PLN		P/E 2015	11,0	EV/EBITDA 2015	4,2	
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	351,5	298,7	17,7%	1 060,6	824,6	28,6%	1 329,0	1 225,1	8,5%
EBITDA	13,3	14,2	-6,4%	34,0	26,0	30,5%	47,3	40,1	18,0%
Marża	3,8%	4,8%	-	3,2%	3,2%	-	3,6%	3,3%	-
EBIT	11,3	12,5	-9,5%	27,9	20,7	35,2%	39,3	32,4	21,2%
Zysk brutto	10,3	10,1	2,6%	23,5	15,2	54,7%	36,3	23,8	52,3%
Zysk netto	7,3	7,7	-4,3%	15,4	10,0	53,5%	25,8	17,5	47,7%

Wyniki zbliżone r/r

Po dobrych wynikach H1'14, gdzie Erbud zaprezentował znaczne dynamiki przychodów i zysków, wkraczamy w okres wyższej bazy. Szacujemy, że w Q3'14 utrzyma się dodatnia dynamika na przychodach, napędzana głównie sektorami inżynierijno-drogowym i energetycznym. Liczymy również na poprawę przychodów w tych obszarach w przyszłym roku, z uwagi na nowe kontrakty, które pojawiły się w portfelu zamówień w ostatnich miesiącach. Nie liczymy na poprawę marż w ujęciu r/r (Q3'13 był pod względem rentowności bardzo udanym kwartałem). Zysk operacyjny za Q3'14 szacujemy na 11,3 mln PLN, a zysk netto na 7,3 mln PLN.

Przy realizacji naszych prognoz za Q3'14, całoroczna prognoza byłaby zrealizowana w około 60%. Potrzebny byłby bardzo silny ostatni kwartał, by osiągnąć zakładane przez nas 25,8 mln PLN. Na koniec czerwca portfel zamówień Erbudu był wyższy r/r, a w ostatnich miesiącach spółka zdobyła kilka znaczących kontraktów w wysokomarżowych segmentach (energetyka wiatrowa i konwencjonalna). Przy sprzyjających warunkach pogodowych w końcu roku, prognoza jest w zasięgu spółki, lecz bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest zakończenie roku z niższym zyskiem. W stosunku do 2013 r. poprawa wyników i tak będzie zdecydowana.

Budownictwo									
Unibep									
		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	7,70 PLN		P/E 2014	11,7	EV/EBITDA 2014	7,6	
		Cena docelowa	10,20 PLN		P/E 2015	9,2	EV/EBITDA 2015	6,3	
(mln PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	299,0	256,1	16,7%	760,9	691,8	10,0%	1 147,2	920,5	24,6%
EBITDA	9,1	9,5	-3,8%	23,8	24,3	-1,8%	39,6	34,0	16,4%
Marża	3,1%	3,7%	-	3,1%	3,5%	-	3,5%	3,7%	-
EBIT	7,5	8,0	-6,4%	18,8	19,9	-5,7%	34,0	28,1	21,0%
Zysk brutto	6,2	7,2	-12,9%	17,4	16,8	3,3%	29,7	23,1	28,6%
Zysk netto	4,8	4,5	6,9%	12,1	11,1	8,7%	22,5	13,6	64,9%

Wyniki Q3'14 tylko poprawne

W dwóch poprzednich kwartałach Unibep nieznacznie poprawiał wyniki finansowe. Spodziewamy się, że tendencja ta utrzyma się również w Q3'14. Prognozujemy wzrost przychodów spółki o 17% r/r do 299,0 mln PLN oraz wzrost zysku netto o 7% do 4,8 mln PLN. W segmencie kubaturowym może nastąpić spadek marży w stosunku do H1'14, w którym Unibep realizował wysokomarżowe zlecenie

na Białorusi. Oczekujemy niższych wyników z rynku norweskiego, który bardzo wspierał zyski w Q3'13. Wyników nie powinny natomiast obciążać rezerwy, które obniżały zyski Q3'13. Spółka najprawdopodobniej nie zrealizuje naszych całorocznych prognoz, zakładających 22,5 mln PLN zysku netto, choć wzrost zysku r/r będzie znaczący. Q4'14 powinien być najlepszym pod względem wyników kwartałem spółki (istotny wpływ segmentu mieszkaniowego w wynikach).

Deweloperzy

Deweloperzy Capital Park		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	4,59 PLN	P/E 2014	51,4	P/BV 2014	0,49		
		Cena docelowa	6,70 PLN	P/E 2015	29,3	P/BV 2015	0,48		
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	11,4	-	-	33,0	-	-	44,6	38,8	14,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	8,4	-	-	24,3	-	-	33,0	29,3	12,7%
Marża	74,0%	-	-	73,5%	-	-	74,0%	75,4%	-
EBIT bez rewaluacji	4,9	-	-	12,6	-	-	18,4	16,1	14,0%
Rewaluacja	3,0	-	-	15,9	-	-	13,0	24,3	-46,5%
EBIT	7,9	-	-	28,5	-	-	31,4	40,4	-22,3%
Zysk brutto	2,7	-	-	17,1	-	-	16,4	28,1	-41,6%
Zysk netto	1,1	-	-	9,6	-	-	9,4	25,6	-63,2%

Umiarkowana poprawa wyników operacyjnych

W czerwcu br. został oddany do użytku biurowiec Eurocentrum, którego szacunkowe NOI (7,2 mln EUR) jest niewiele niższe niż NOI dotychczasowego portfela ukończonych nieruchomości. Obiekt posiada umowy najmu na 63% powierzchni, niemniej nie wszyscy najemcy wprowadzili się do budynku, a większość tych, którzy się wprowadzili, obowiązują wakacje czynszowe. W konsekwencji, spodziewamy się, że przełożenie nowego budynku na wyniki Q3'14 będzie umiarkowane (zakładamy, że w 2015 r. biurowiec wypracuje około 2/3 docelowego

NOI). W Q3'14 zakładamy przychody: 11,4 mln PLN oraz zysk operacyjny netto: 8,4 mln PLN. Wynik na pozostałej działalności (sprzedaż mieszkań i domów, usługi zarządzania i in.) prognozujemy na 0,4 mln PLN. Koszty administracyjne szacujemy na 3,9 mln PLN, co implikuje EBIT bez rewaluacji w wysokości 4,9 mln PLN vs. 3,8 mln PLN kosztów odsetek netto. Zakładamy lekko dodatni wynik na wycenie nieruchomości inwestycyjnych (+3,0 mln PLN) oraz -1,5 mln PLN wyniku na wycenie kredytów walutowych w związku z umocnieniem kursu EUR/PLN. Zysk netto okresu, przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej szacujemy na 1,1 mln PLN.

Deweloperzy Dom Development		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	44,90 PLN	P/E 2014	19,5	P/BV 2014	1,29		
		Cena docelowa	57,80 PLN	P/E 2015	15,4	P/BV 2015	1,27		
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	157,0	123,6	27,0%	518,6	463,8	11,8%	747,6	676,4	10,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	33,5	23,9	40,1%	87,2	102,6	-15,1%	158,6	157,1	1,0%
Marża	21,4%	19,4%	-	16,8%	22,1%	-	21,2%	23,2%	-
EBIT bez rewaluacji	13,2	2,8	366,7%	25,0	37,7	-33,6%	71,3	73,3	-2,8%
Rewaluacja	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	13,2	2,8	366,7%	25,0	37,7	-33,6%	71,3	73,3	-2,8%
Zysk brutto	12,8	2,0	532,1%	27,1	36,0	-24,8%	70,7	69,7	1,4%
Zysk netto	10,4	1,1	822,1%	21,3	28,5	-25,2%	57,1	54,4	4,9%

Wzrost przychodów i powrót do przyzwoitych marż

We wstępnej informacji o wynikach 3Q'14 Dom Development poinformował o sprzedaży netto 495 mieszkań. (+20% r/r, +7% q/q). Liczba mieszkań przekazanych nabywcom, a tym samym liczba mieszkań rozliczonych w wyniku finansowym wyniosła 374 lokale. Mimo że pod względem liczby przekazanych mieszkań, 3Q'14 jest najsłabszym kwartałem w tym roku, pod względem osiągniętych wyników powinien być lepszy niż 1Q i 2Q. Wynika to ze zmiany struktury przekazywanych mieszkań, większej liczby wysokomarżowych lokali z inwestycji Saska (179 szt.) oraz mniejszej liczby przekazanych w projektach niskomarżowych: Adria (47), Młyny Królewskie (37), Wilno oraz Klasyków. Średnią cenę jednostkową mieszkań (z garażami)

przekazywanych w Q3'14 szacujemy na ok. 420 tys. PLN, co daje nam przychody w wysokości 157 mln PLN. Spodziewamy się ponad 21% marży deweloperskiej, co byłoby wynikiem lepszym w stosunku do ubiegłego roku i zdecydowanie lepszym q/q. Koszty SG&A szacujemy na zbliżonym poziomie r/r w wysokości 20,4 mln PLN. Pozostała działalność operacyjna oraz działalność finansowa nie powinny mieć istotnego wpływu na wyniki. Zysk netto okresu prognozujemy na 10,4 mln PLN, a więc na bardzo zbliżonym poziomie jak w całym 1H'14.

Po 9M'14 spodziewamy się realizacji naszej całorocznej prognozy wyniku netto w 37%. W 4Q'14 spodziewamy się najwyższej w tym roku liczby przekazanych lokali oraz najwyższych marż. Powinno to złożyć się na bardzo dobre wyniki okresu.

Deweloperzy Echo		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	6,23 PLN		P/E 2014	5,1		P/BV 2014	0,79
		Cena docelowa	8,00 PLN		P/E 2015	18,9		P/BV 2015	0,76
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	153,5	140,7	9,1%	376,9	406,6	-7,3%	565,1	528,7	6,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	80,5	83,0	-3,0%	212,8	231,7	-8,2%	304,5	294,1	3,5%
Marża	52,4%	59,0%	-	56,5%	57,0%	-	53,9%	55,6%	-
EBIT bez rewaluacji	62,5	69,8	-10,5%	157,4	180,5	-12,8%	231,4	222,6	4,0%
Rewaluacja	3,8	-75,3	-	436,0	303,3	43,8%	455,6	271,2	68,0%
EBIT	66,3	-5,4	-	593,4	483,8	22,7%	687,0	493,8	39,1%
Zysk brutto	26,2	6,0	334,2%	483,0	312,9	54,4%	561,4	312,3	79,8%
Zysk netto	23,6	5,4	339,2%	448,4	307,4	45,8%	505,2	309,1	63,4%

Wyższy wynik z mieszkaniówki, brak istotnych przeszacowań aktywów

Spodziewamy się dobrych wyników operacyjnych w Echo Investment za Q3'14. Poprawa będzie głównie zasługą segmentu mieszkaniowego, gdyż spółka będzie rozliczać pierwsze lokale z ukończonego projektu na Mokotowie. W działalności związanej z wynajmem powierzchni nie spodziewamy się istotnych zmian w stosunku do dwóch poprzednich kwartałów, jednak w porównaniu do wyników Q3'14, zysk segmentu biurowego będzie wyraźnie niższy (efekt nie tyle pogorszenia sytuacji w segmencie, co nienaturalnie wysokiej bazy). Podsumowując, nominalne wyniki operacyjne Echo powinny być dobre (przychody: 153 mln PLN, zysk brutto ze sprzedaży: 80 mln PLN). Po 9M'14 przychody i zysk brutto ze sprzedaży powinny być o około 7-

8% niższe r/r, niemniej liczymy na poprawę wyników w całym 2014 r., co jest związane z jeszcze lepszymi wynikami Echo w segmencie mieszkaniowym w Q4'14. Zysk z rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych szacujemy na 4 mln PLN (korzystny wpływ lekkiego umocnienia EUR/PLN). W Q3'14 nie zakładamy zysku z wyceny nieruchomości wskutek przeszacowania nieruchomości w budowie. Uważamy, że zyski te pojawią się w kolejnych okresach. Echo dotychczas nie przeszacowywało biurów, które obecnie są w realizacji (6 obiektów). Zysk netto kwartału szacujemy na 24 mln PLN vs. 5 mln PLN w Q3'13. Zakładając brak istotnych zmian kursu EUR/PLN w Q4'14, wyniki ostatniego kwartału powinny być lepsze niż kwartału trzeciego, a w całym 2014 r. zysk dewelopera może przekroczyć 500 mln PLN.

Deweloperzy GTC		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca	5,85 PLN		P/E 2014	-		P/BV 2014	0,88
		Cena docelowa	7,00 PLN		P/E 2015	8,7		P/BV 2015	0,80
(mIn EUR)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	30,7	32,6	-5,8%	94,4	98,2	-3,9%	125,1	131,1	-4,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	20,1	22,1	-8,7%	61,1	64,3	-5,1%	80,2	84,0	-4,5%
Marża	65,6%	67,7%	-	64,7%	65,5%	-	64,1%	64,1%	-
EBIT bez rewaluacji	16,1	18,4	-12,2%	50,6	52,6	-3,8%	64,6	68,3	-5,4%
Rewaluacja	-5,0	-9,8	-	-72,4	-79,7	-	-138,4	-189,7	-
EBIT	11,1	8,6	29,3%	-21,8	-27,1	-	-73,9	-121,4	-
Zysk brutto	-1,5	-2,3	-	-69,3	-66,5	-	-140,1	-172,6	-
Zysk netto	0,3	-1,0	-	-63,5	-66,1	-	-117,3	-146,8	-

Bez większych przeszacowań

Choć wciąż dostrzegamy ryzyko istotnych odpisów wartości nieruchomości GTC (szczególnie w raporcie z 22 października), nie spodziewamy się jednak, by taki zabieg miał miejsce w Q3'14. W wynikach za miniony kwartał szacujemy umiarkowaną ujemną rewaluację nieruchomości na poziomie 5 mln EUR. Odpisy mogą pochodzić z Rumunii i Chorwacji, które są według nas rynkami o największym ryzyku w portfelu GTC. Nie spodziewamy się istotnej zmiany q/q na wyniku z wynajmu powierzchni. W ujęciu r/r prognozujemy jednak spadek zysku w związku ze sprzedażą Galerii Kazimierz pod koniec 2013 r. W Q3'13 koszty zarządu były

pomniejszone przez ujemną wycenę programu motywacyjnego. W związku ze spadkiem kursu akcji GTC, w tym roku historia może się powtórzyć. Szacujemy, że koszty zarządu i sprzedaży pozostaną na zbliżonym poziomie r/r (ok. 3 mln EUR). Szacujemy umiarkowany spadek kosztów finansowych do 11,8 mln EUR, w związku z obniżeniem zadłużenia. Podsumowując, spodziewamy się nudnych wyników GTC za Q3'14. Więcej może się dzieć w Q4'14 (negatywnego, jeśli nowy zarząd postanowi silniejszą dewaluacją rozwiązać problem przewartościowanych aktywów lub pozytywnego, jeśli zgodnie z naszymi oczekiwaniami spółka otrzyma pozwolenie na budowę Galerii na Białolecie).

Deweloperzy Robyg									
Kupuj									
Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca	2,22 PLN		P/E 2014	22,7		P/BV 2014	1,37	
	Cena docelowa	3,07 PLN		P/E 2015	12,9		P/BV 2015	1,31	
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	36,0	90,6	-60,3%	276,6	368,9	-25,0%	369,0	485,9	-24,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	6,0	18,0	-66,6%	47,5	66,0	-28,0%	65,4	90,5	-27,8%
Marża	16,7%	19,9%	-	17,2%	17,9%	-	17,7%	18,6%	-
EBIT bez rewaluacji	-2,2	9,6	-	33,7	40,5	-16,8%	46,7	52,7	-11,5%
Rewaluacja	5,9	0,0	-	5,9	4,0	46,6%	3,7	4,0	-7,4%
EBIT	3,7	9,6	-61,3%	39,6	44,5	-11,1%	50,4	56,7	-11,2%
Zysk brutto	1,3	6,2	-79,5%	31,8	34,8	-8,5%	39,7	44,1	-10,0%
Zysk netto	0,6	4,8	-88,4%	20,3	17,5	16,0%	25,6	26,1	-1,9%

Najslabszy kwartał w roku

Pod względem liczby przedsprzedanych mieszkań Robyg wciąż jest liderem wśród giełdowych deweloperów mieszkaniowych (513 szt. w Q3'14). Pod względem liczby lokali rozliczonych w wynikach finansowych, Q3'14 był najslabszym kwartałem w tym roku (106 szt.). Doskonale będzie to widać po przychodach ze sprzedaży, które szacujemy na 36,0 mln PLN. Udział w zysku jednostek wycenianych metodą praw własności (zysk z projektów JV) prognozujemy na zaledwie 0,5 mln PLN. Nietypowym zdarzeniem, którego spodziewamy się w wynikach Robyga za

Q3'14 jest zysk z wyceny biurowca w Wilanowie (już w zdecydowanej większości wynajętego) w wysokości 5,9 mln PLN. Przy braku innych nietypowych zdarzeń zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej szacujemy na 0,5 mln PLN. Po 9M'14 wynik netto dewelopera prognozujemy na 20,3 mln PLN, co stanowi 79% naszej całorocznej prognozy. Liczymy na dobry Q4'14 w wykonaniu Robyga. Nasza całoroczna prognoza zysku netto (25,6 mln PLN) jest konserwatywna i spółka powinna ją wyraźnie przekroczyć.

Inne

Inne Work Service		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca	18,99 PLN		P/E 2014	31,7	EV/EBITDA 2014		15,5
		Cena docelowa	22,50 PLN		P/E 2015	19,2	EV/EBITDA 2015		11,1
(mIn PLN)	3Q'14P	3Q'13	zmiana	9M'14P	9M'13	zmiana	2014P	2013	zmiana
Przychody	477,6	238,9	100,0%	1 213,5	649,0	87,0%	1 783,3	918,4	94,2%
EBITDA	23,3	11,2	107,5%	59,6	32,3	84,1%	91,2	52,8	72,7%
Marża	4,9%	4,7%	-	4,9%	5,0%	-	5,1%	5,7%	-
EBIT	20,9	12,5	67,1%	53,3	28,8	84,7%	84,1	48,0	75,3%
Zysk brutto	15,6	6,2	152,7%	39,0	17,0	129,0%	64,4	32,9	95,8%
Zysk netto	9,2	4,4	106,8%	28,7	15,0	90,7%	40,4	29,5	37,0%

Dynamiczny wzrost wyników dzięki konsolidacji spółek przejętych

W 3Q'14 spodziewamy się wzrostu przychodów Work Service o 100% do poziomu 477 mln PLN, ze względu na konsolidację czterech spółek: Antal International, Work Express i Prohuman oraz spółki niemieckiej (sądzimy, że wygenerują one w sumie 190,8 mln PLN). Marża brutto na

sprzedaży powinna oscylować wokół 11,3% (stabilnie Q/Q). Spodziewamy się dalszego wzrostu kosztów SG&A do kwoty 33,1 mln PLN (vs. 28,5 mln PLN w 2Q'14 i 12,5 mln PLN rok wcześniej). Zysk EBIT w wysokości 20,9 mln PLN obniżamy o 4,2 mln PLN kosztów odsetek od długu oraz 1,2 mln PLN kosztów faktoringu. Przy efektywnej stopie podatkowej na poziomie 20% zysk netto powinien wynieść 9,2 mln PLN (+106,8% R/R).

Terminy publikacji raportów

	3Q 2014
ABC DATA	2014-11-10
AGORA	2014-11-07
ASSECO POLAND	2014-11-14
ASTARTA	2014-11-07
BORYSZEW	2014-11-13
BUDIMEX	2014-10-29
BZ WBK	2014-11-04
CAPITAL PARK	2014-11-14
CEZ	2014-11-12
CIECH	2014-11-14
CYFROWY POLSAT	2014-11-13
DOM DEVELOPMENT	2014-10-24
ECHO	2014-11-13
ELEKTROBUDOWA	2014-11-14
ENEA	2014-11-12
ENERGA	2014-11-07
ERBUD	2014-11-06
ERSTE BANK	2014-10-30
FAMUR	2014-11-14
GETIN NOBLE BANK	2014-11-14
GTC	2014-11-13
HANDLOWY	2014-11-05
IMPEXMETAL	2014-11-10
ING BSK	2014-11-05
JSW	2014-11-06
KERNEL	2014-11-26
KGHM	2014-11-14
KOMERCNI BANKA	2014-11-06
KOPEX	2014-11-13
KRUK	2014-11-14
LOTOS	2014-10-29
LW BOGDANKA	2014-11-06
MILLENNIUM	2014-10-27
MOL	2014-11-06
NETIA	2014-11-06
PEKAO	2014-11-10
PGE	2014-11-13
PGNiG	2014-11-07
PKO BP	2014-11-06
PZU	2014-11-13
ROBYG	2014-11-13
ROVESE	2014-11-14
TARCZYŃSKI	2014-11-07
TAURON	2014-11-13
TVN	2014-11-06
UNIBEP	2014-11-14
WORK SERVICE	2014-11-14
VISTAL	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	Sprzedaj	2014-09-08	403,00	344,95	375,30	-8,1%	16,7	15,3		
GETIN NOBLE BANK	Trzymaj	2014-07-14	3,00	2,95	2,34	+26,1%	11,5	9,7		
HANDLOWY	Sprzedaj	2014-09-08	118,00	103,37	114,00	-9,3%	17,6	15,3		
ING BSK	Trzymaj	2014-10-07	144,00	144,12	141,90	+1,6%	17,8	14,2		
MILLENNIUM	Trzymaj	2014-10-07	8,77	8,46	8,70	-2,8%	16,1	14,2		
PEKAO	Redukuj	2014-09-08	191,00	173,34	182,00	-4,8%	17,9	15,5		
PKO BP	Sprzedaj	2014-07-14	38,20	43,20	36,85	+17,2%	14,1	11,4		
KOMERCNI BANKA	Sprzedaj	2014-10-07	5000,00	4115 CZK	4770,00	-13,7%	14,5	13,6		
ERSTE BANK	Trzymaj	2014-01-15	28,59	29,6 EUR	18,02	+64,3%	9,5	7,0		
RBI	Kupuj	2014-01-15	26,70	32,1 EUR	16,70	+92,2%	5,8	3,8		
OTP BANK	Trzymaj	2014-01-15	4440,00	4618 HUF	4030,00	+14,6%	7,2	6,2		
Ubezpieczyciele										
PZU	Trzymaj	2013-11-06	468,00	425,00	493,00	-13,8%	15,5	15,4		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2014-06-06	95,49	113,29	108,00	+4,9%	13,0	12,0		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzymaj	2014-09-29	41,35	41,60	41,74	-0,3%	24,5	15,4	6,9	6,5
LOTOS	Trzymaj	2014-03-26	36,31	38,60	27,51	+40,3%	6,1	5,7	5,2	4,7
MOL	Kupuj	2014-03-07	171,20	211,90	157,20	+34,8%	8,0	6,1	3,8	3,1
PGNIG	Trzymaj	2014-07-03	5,11	5,07	4,88	+3,9%	9,3	11,0	4,9	5,5
PKN ORLEN	Kupuj	2014-08-04	36,88	49,10	41,97	+17,0%	-	7,8	-	5,4
Energetyka										
CEZ	Sprzedaj	2014-09-08	95,40	76,00	90,96	-16,4%	11,0	13,0	7,1	7,6
ENEA	Akumuluj	2014-06-03	16,07	17,33	15,95	+8,7%	9,1	10,7	4,3	5,5
ENERGA	Trzymaj	2014-06-03	18,85	19,90	24,50	-18,8%	12,4	12,2	6,2	6,1
PGE	Redukuj	2014-10-07	20,21	17,80	21,23	-16,2%	10,3	12,3	4,8	6,0
TAURON	Kupuj	2014-06-03	5,40	6,21	5,32	+16,7%	8,9	10,1	4,6	5,3
Telekomunikacja										
NETIA	Trzymaj	2014-07-07	5,27	5,60	5,69	-1,6%	39,0	42,9	4,6	4,9
ORANGE POLSKA	Sprzedaj	2014-04-22	10,32	8,10	9,95	-18,6%	34,6	71,8	4,8	5,2
Media										
AGORA	Redukuj	2014-08-27	8,24	7,60	7,80	-2,6%	195,0	-	4,2	4,1
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	2014-06-06	22,10	23,84	27,40	-13,0%	27,1	19,6	11,8	6,8
GLOBAL CITY HOLDINGS	w trakcie aktualizacji	2014-05-13	34,30	-	38,89	-	-	-	-	-
TVN	Kupuj	2014-09-11	14,98	17,50	15,04	-	15,4	14,3	12,2	11,4
IT										
AB	Zawieszona	2013-02-05	23,50	-	31,00	-	-	-	-	-
ABC DATA	Kupuj	2013-11-19	4,52	5,35	3,64	+47,0%	6,7	6,2	6,7	6,1
ACTION	Zawieszona	2013-02-05	29,70	-	46,00	-	-	-	-	-
ASBIS	Zawieszona	2013-02-05	3,21	-	1,84	-	-	-	-	-
ASSECO POLAND	Akumuluj	2014-07-08	40,75	45,60	46,75	-2,5%	11,1	11,7	6,6	6,6
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	95,69	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	16,80	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Trzymaj	2014-01-15	50,73	55,00	28,77	+91,2%	-	-	2,8	2,5
KGHM	Kupuj	2014-01-15	114,50	139,00	125,10	+11,1%	9,8	8,6	5,0	4,4
LW BOGDANKA	Trzymaj	2014-07-07	116,00	136,90	111,00	+23,3%	12,7	10,2	5,9	5,0
Przemysł										
ASTARTA	Trzymaj	2014-06-06	47,40	48,60	33,97	+43,1%	10,7	3,8	4,2	3,9
BORYSZEW	Redukuj	2014-08-06	5,84	5,20	6,41	-18,9%	16,2	14,3	9,3	8,5
FAMUR	Trzymaj	2014-07-23	3,66	3,80	3,25	+16,9%	15,0	12,1	6,0	5,0
IMPEXMETAL	Kupuj	2014-08-18	2,31	3,40	2,64	+28,8%	9,8	8,7	7,3	6,4
KERNEL	Trzymaj	2014-07-07	32,15	32,50	23,05	+41,0%	-	3,3	7,5	3,3
KĘTY	Trzymaj	2014-07-01	226,95	226,80	272,85	-16,9%	15,7	14,9	9,6	8,9
KOPEX	Kupuj	2014-07-07	10,75	14,50	10,80	+34,3%	11,9	9,4	5,5	5,0
ROVESE	Trzymaj	2014-05-20	1,27	1,22	1,43	-14,7%	-	31,8	8,5	7,1
TARCZYŃSKI	Kupuj	2014-07-17	10,00	12,20	10,28	+18,7%	14,9	12,4	6,8	5,5
VISTAL	Kupuj	2014-10-15	13,78	16,90	13,55	+24,7%	13,5	7,6	9,2	6,8
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2014-03-24	132,00	139,95	136,50	+2,5%	21,6	16,8	10,4	8,1
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2014-05-20	72,50	105,00	80,00	+31,3%	15,8	10,4	7,3	5,9
ERBUD	Kupuj	2014-03-06	28,23	35,90	27,50	+30,5%	13,5	11,0	5,1	4,2
UNIBEP	Kupuj	2014-01-21	7,89	10,20	7,70	+32,5%	11,7	9,2	7,6	6,3
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Kupuj	2014-10-22	4,59	6,70	4,59	+46,0%	51,4	29,3	38,4	42,9
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2014-06-23	46,00	57,80	44,90	+28,7%	19,5	15,4	17,6	13,0
ECHO	Kupuj	2014-10-22	6,25	8,00	6,23	+28,4%	5,1	18,9	7,6	26,0
GTC	Kupuj	2014-10-22	5,85	7,00	5,85	+19,7%	-	8,7	-	10,1
ROBYG	Kupuj	2014-06-23	2,35	3,07	2,22	+38,3%	22,7	12,9	15,8	11,9
Inne										
WORK SERVICE	Kupuj	2014-10-07	18,70	22,50	18,99	+18,5%	31,7	19,2	15,5	11,1

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CIECH	Trzymaj	Trzymaj	41,60	2014-09-29
ECHO	Kupuj	Kupuj	8,00	2014-10-22
GTC	Kupuj	Akumuluj	7,00	2014-10-22
ING BSK	Trzymaj	Akumuluj	144,12	2014-10-07
MILLENNIUM	Trzymaj	Akumuluj	8,46	2014-10-07
PGE	Redukuj	Sprzedaj	17,80	2014-10-07
WORK SERVICE	Kupuj	Akumuluj	22,50	2014-10-07
KOMERCNI BANKA	Sprzedaj	Redukuj	4115,00	2014-10-07
CAPITAL PARK	Kupuj	Kupuj	6,70	2014-10-22
VISTAL	Kupuj	Kupuj	16,90	2014-10-15

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	5	9,4%	3	10,0%
Redukuj	4	7,5%	4	13,3%
Trzymaj	18	34,0%	8	26,7%
Akumuluj	4	7,5%	2	6,7%
Kupuj	22	41,5%	13	43,3%

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgową**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

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

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, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin 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, Work Service.

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 lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, 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

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 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