

piątek, 5 grudnia 2014 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: grudzień 2014

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Czynnikami, który mógłby wyrwać GPW z marazmu jest potwierdzenie w kolejnych tygodniach pozytywnych zaskoczeń makro z grudnia. W takim scenariuszu możliwe, że nie dojdzie do dalszych obniżek stóp procentowych ze strony RPP, a tym samym obniżek prognoz wyników banków.

Ze spółek

Finanse

Podtrzymujemy negatywne nastawienie do polskiego sektora bankowego. Uważamy, iż rynek będzie dalej czekał na obniżki stóp procentowych, co będzie miało przełożenie na sentyment do sektora bankowego. Oczekujemy, iż stopy procentowe w Polsce zostaną obniżone jeszcze o kolejne 50 p.b. Z drugiej strony oczekujemy poprawy sentymentu wobec banków regionalnych po ogłoszeniu planu przewalutowania kredytów FX na Węgrzech.

Paliwa

Akcje Orlenu w końcu zareagowały na mocne otoczenie makro utrzymujące się od prawie pół roku i dodatkowo wzmocnione ostatnimi spadkami cen ropy. Wzrost kursu skutkuje obniżeniem naszej rekomendacji do akumuluj. Utrzymujemy negatywne nastawienie do PGNiG.

Energetyka

Sezon wyników przyniósł pozytywne zaskoczenia w Enei i Tauronie. W reakcji na wzrosty kursów tych spółek obniżamy nasze zalecenia inwestycyjne odpowiednio do trzymaj i akumuluj. W przypadku PGE z uwagi na spadek notowań zamykamy już negatywną rekomendację.

Telekomunikacja, Media, IT

Po wzroście notowań od początku listopada, widzimy pole do dalszego umacniania się kursu TVN. Potencjał do spadków ma Orange Polska ze względu na ryzyko wysokiego CAPEXu w aukcji LTE, co spowoduje spadek r/r dywidendy za 2014 r. Podtrzymujemy negatywne podejście do Agory.

Górnictwo i metale

Skala przeceny surowców w poprzednim miesiącu zaskoczyła większość inwestorów. Naszym zdaniem fundamenty rynku miedzi (niskie zapasy, zbilansowany rynek) są lepsze niż ropy, dlatego w grudniu oczekujemy korekty wzrostowej cen na LME, co powinno wspierać notowania KGHM.

Przemysł

W 3Q'14 na 49 obserwowanych przez nas spółek przemysłowych jedynie 37% zaraportowało wyniki finansowe lepsze r/r (najgorzej od 1Q'13 i gorzej niż w 2Q'14). Równie źle rezultaty 3Q'14 wypadają jeśli zestawimy je z naszymi oczekiwaniami (aż 49% gorzej od naszych oczekiwań).

Budownictwo

Elektrotim i Torpol prezentują się najciekawiej w grupie mniejszych spółek budowlanych. Dobre wyniki Elektrobudowy wzmocniły naszą pozytywną rekomendację dla tej spółki. Po silnym wzroście kursu Herkulesa w ostatnich miesiącach zalecamy neutralne podejście do akcji Herkulesa.

Deweloperzy

W grupie deweloperów mieszkaniowych pozytywnie wyróżnia się LC Corp. Na uwagę zasługuje Polnord, systematycznie poprawiający bilans. Capital Park i Echo oferują największy potencjał wśród deweloperów komercyjnych.

Handel

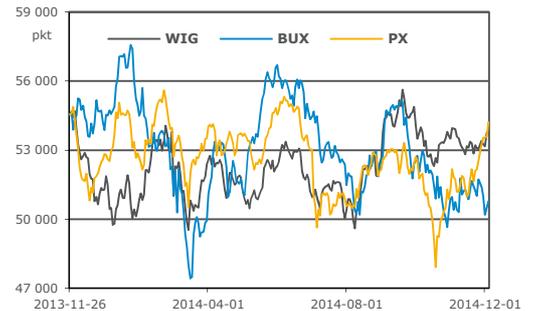
Kontynuacja dewaluacji RUB oraz UAH względem PLN r/r będzie dalej wywierała presję na wyniki sprzedażowe LPP. Co więcej wzrost USDPLN r/r będzie wywierać presję na rentowność sprzedaży w LPP. Utrzymująca się deflacja cen żywności nie będzie sprzyjała Eurocash.

Inne

Widzimy potencjał do wzrostów w przypadku Work Service. Oczekujemy wysokiej dynamiki wyników finansowych w 2015 r.

WIG 53 347
 Średnie P/E 2014 14,1
 Średnie P/E 2015 11,8
 Średni dzienny obrót (3 m-ce) ... 802 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
ABC Data	Zawieszona	
Cyfrowy Polsat	Trzymaj	▼
Enea	Trzymaj	▼
Famur	Kupuj	▲
Pekao	Redukuj	▼
PGE	Trzymaj	▲
PKN Orlen	Akumuluj	▼
Tauron	Akumuluj	▼

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

Piotr Bogusz
 +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	5
3. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	7
4. Statystyki rekomendacji	8
5. Banki	9
5.1. BZ WBK	12
5.2. Getin Noble Bank	13
5.3. Handlowy	14
5.4. ING BSK	15
5.5. Millennium	16
5.6. Pekao	17
5.7. PKO BP	18
5.8. Komerční Banka	19
5.9. Erste Bank	20
5.10. RBI	21
5.11. OTP Bank	23
6. Ubezpieczyciele	24
6.1. PZU	24
7. Usługi finansowe	25
7.1. Kruk	25
8. Paliwa, chemia	26
8.1. Ciech	27
8.2. Lotos	28
8.3. MOL	29
8.4. PGNiG	30
8.5. PKN Orlen	31
8.6. Polwax	32
9. Energetyka	33
9.1. CEZ	34
9.2. Enea	35
9.3. Energa	36
9.4. PGE	37
9.5. Tauron	38
10. Telekomunikacja	39
10.1. Netia	39
10.2. Orange Polska	41
11. Media	42
11.1. Agora	42
11.2. Cyfrowy Polsat	43
11.3. TVN	44
12. IT	46
12.1. ABC Data	46
12.2. Asseco Poland	47
13. Górnictwo i metale	48
13.1. JSW	48
13.2. KGHM	49
13.3. LW Bogdanka	50
14. Przemysł	51
14.1. Astarta	54
14.2. Boryszew	55
14.3. Famur	56
14.4. Impexmetal	57
14.5. Kernel	58
14.6. Kęty	59
14.7. Kopex	60
14.8. Rovese	61
14.9. Tarczyński	62
14.10. Vistal	63
15. Budownictwo	64
15.1. Budimex	69
15.2. Elektrobudowa	71
15.3. Erbud	72
15.4. Unibep	73

16. Deweloperzy	74
16.1. Capital Park	77
16.2. Dom Development	79
16.3. Echo Investment	80
16.4. GTC	81
16.5. Robyg	82
17. Handel	83
18. Inne	87
18.1. Work Service	87

Rynek akcji

Konsensusowo strategię na 2015 przygotowywane przez globalne banki inwestycyjne są optymistyczne i zakładają kontynuację wzrostów na rynku akcji. Strategia z Commerzbanku również zakłada dobry rok dla rynku akcji (do 10% stopy zwrotu na rynkach bazowych), przy czym ze względu na działania banków centralnych kolejny rok będzie cechowała zdecydowanie większa zmienność niż 2014. Dobra koniunktura na giełdach utrzyma się do przełomu 1. i 2. kwartałów, kiedy inwestorzy będą oczekiwali na europejskie QE (decyzja na posiedzeniu marcowym lub kwietniowym), a dane makro w USA nadal będą wspierały wyniki spółek. Do tego czasu rentowności obligacji pozostaną na bardzo niskich poziomach. Po decyzji ECB inwestorzy skoncentrują się na nadchodzącym normalizowaniu polityki monetarnej w USA (nie później niż w czerwcu). Podwyżki będą znacząco szybsze niż zakłada dziś rynek (25 pb. na każdym kolejnym posiedzeniu), co spowoduje szybkie wypłaszczenie się krzywej rentowności (wzrost rentowności na krótkim końcu do 150 pb. na koniec grudnia 2015, na 10Y obligacjach do 270 pb.) i wpłynie na straty funduszy obligacyjnych. Nie pozostanie to również bez wpływu na rentowności obligacji w strefie euro. W obawie o wpływ podwyżek na kondycję gospodarki negatywnie zareagują rynki akcji (15-20% korekta na S&P500 rozłożona w czasie na kilka miesięcy). Podwyżki stóp w USA nie spowodują jednak „wykolejenia” gospodarki amerykańskiej ze ścieżki wzrostu – należy pamiętać, że w ujęciu historycznym stopy nadal pozostaną na bardzo niskim poziomie. Z kolei w Europie niskie ceny ropy, osłabione euro i działania ECB powinny wspierać ożywienie w gospodarce niemieckiej oraz krajów peryferyjnych, które przeprowadziły reformy (Hiszpania, nadal słabo we Francji i Włoszech). W ostatnich miesiącach roku rynki akcji powrócą do trendów wzrostowych.

Dynamiczny spadek cen surowców powoduje wyraźny spadek wartości rynków wchodzących na beneficjentów (importerzy surowców: kraje azjatyckie z Chinami na czele) i przegranych (kraje Ameryki Południowej z Brazylią, a dodatkowo ryzyka polityczne oraz Rosja). Taki obraz rynku powinien dominować również w pierwszej połowie 2015 roku. Giełda warszawska znajduje się pomiędzy tymi dwoma skrajnymi wariantami, przy czym bliskie relacje z odbudowującą się gospodarką niemiecką powinny wspierać pozytywny obraz GPW (top-down).

W krótkim terminie w naszym scenariuszu bazowym zakładaliśmy, że RPP będzie dalej obniżać stopy procentowe, co wywrze presję na ceny akcji banków oraz że ceny surowców w tym metali utrzymają trend spadkowy (przecena spółek surowcowych). Ostatnie dni przyniosły jednak pozytywne zaskoczenia. Lepsze dane makro z polskiej gospodarki (PKB, PMI w przemyśle) oraz grudniowa decyzja Rady o pozostawieniu stóp na niezmiennym poziomie zmniejszają oczekiwania rynkowe na dalsze cięcia, co poprawia sentyment do sektora finansowego. Z kolei ceny surowców spadły tak dynamicznie, że obecnie inwestorzy mogą spekulować pod odciążeniem spadków. Argumentem za dalszymi obniżkami stóp nadal pozostaje inflacja, która według naszych makroekonomistów będzie wskazywać ujemne odczyty aż do połowy przyszłego roku. RPP powróci do obniżek pod koniec 1Q. Jeżeli pozytywne momentum zaskoczeń makro utrzyma się i inwestorzy uwierzą, że obniżki stóp nie są konieczne, a koniunktura poprawia się to można oczekiwać powrotu pozytywnego sentymentu

na bankach (koniec cięcia prognoz), w tym powrotu inwestorów zagranicznych.

PMI i PKB w Polsce wbrew trendowi w Europie

Nieoczekiwanie PMI w polskim przemyśle wzrósł do 53,2 pkt z 51,2 w poprzednim miesiącu. Motorem wzrostu wskaźnika przyszłej koniunktury były wyższe oceny bieżącej wielkości produkcji (55,0 vs. 52,0) oraz nowych zamówień (54,6 vs. 51,4), które rosły zarówno po stronie zleceń krajowych, jak i zagranicznych. Odczyt dla Polski kontrastuje ze słabymi danymi w strefie euro, gdzie PMI dla przemysłu obniżył się do 50,1 pkt (50,4 pkt. w poprzednim miesiącu), w tym dla Niemiec spadł do zaledwie 49,5 pkt, we Włoszech wyniósł 49,0, a we Francji 48,4 pkt. Jeszcze większym zaskoczeniem dla inwestorów powinny być odczyty PKB za 3Q, gdzie przy pozytywnej strukturze gospodarki polska wzrosła o 3,3%. Zaskakują przede wszystkim konsumpcja wewnętrzna i inwestycje, które nieoczekiwanie równoważą stagnację w przemyśle i budownictwie.

Pomimo tak pozytywnych zaskoczeń giełda warszawska nadal nie może wyrwać się z trendu bocznego. Odpowiada za to kilka nakładających się na siebie czynników. Z punktu widzenia inwestorów zagranicznych brakuje atrakcyjnych inwestycji bottom-up, spełniających kryterium płynności (de facto WIG20). Prognozy wyników sektora bankowego na rok 2015 obniżają się ze względu na obniżki stóp procentowych, poza tym na tle sektora finansowego polskie instytucje nadal trudno uznać za wyceniane tanio (utrzymująca się „premia z czasów OFE”). Sentyment do sektora górniczego globalnie jest negatywny. Pozostają spółki sektora energetycznego, tu jednak większy wzrost ogranicza oczekiwany DY. Fundusze dedykowane na rynki wschodzące, w tym na EMEA, w dalszym ciągu odnotowują odpływ kapitału – w przeciwieństwie do funduszy głównych rynków rozwiniętych. Przenoszące się małe i średnie spółki (przy obecnej płynności w dużej mierze poza zainteresowaniem funduszy zagranicznych) to efekt braku nowego kapitału w krajowych funduszach oraz słabszej koniunktury w przemyśle i budownictwie (presja na wyniki). Przy braku trendu wzrostowego na GPW i realnym oprocentowaniu depozytów/lokata na poziomie 3%+ trudno zakładać, że w najbliższych tygodniach kapitał zacznie płynąć do TFI akcyjnych szerszym strumieniem.

Nasi makroekonomiści uważają, że pomimo lepszych danych makro w końcu 1Q'15 RPP powróci do obniżek stóp procentowych (cel inflacyjny, obniżki stóp w CEE, Azji, QE w strefie euro). Kluczowe wydają nam się dane makro, które będą opisywały sytuację gospodarczą w najbliższych tygodniach. Jeżeli pozytywne momentum zaskoczeń makro utrzyma się i inwestorzy uwierzą, że obniżki stóp nie są konieczne, a koniunktura poprawia się, można oczekiwać powrotu pozytywnego sentymentu na bankach (koniec cięcia prognoz), w tym powrotu inwestorów zagranicznych. Scenariusz słabego makro i oczekiwania na decyzję Rady może skutkować dalszym marazmem na GPW (QE w strefie nie będzie „grane” polskimi spółkami).

Odpływy z funduszy dedykowanych na EMEA

Ostatnie cztery tygodnie przyniosły dalszy odpływ kapitału z funduszy dedykowanych na rynki wschodzące, w tym przede wszystkim z obszaru EMEA i Ameryki Łacińskiej. Rynki wschodzące tracą środki na rzecz rynków rozwiniętych. W grupie EM beneficjentem napływu funduszy są rynki azjatyckie. Szczególną uwagę przyciąga rynek chiński, gdzie od połowy roku indeks w Szanghaju wzrósł o 40% przy blisko 3-krotnym wzroście obrotów na rynku akcji.

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

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła o 2,3% w październiku (1,6% poprzedni), co jest rezultatem zgodnym i z naszą prognozą, i z konsensusem rynkowym. Jakkolwiek wynik jest zgodny z konsensusem, kompozycję należy uznać za raczej słabą. Wysoka sprzedaż utrzymała się dzięki wysokim zakupom żywności (dynamika zbliżona do tej sprzed miesiąca), mniejszej dynamice sprzedaży samochodów (znów na minusie), niewielkim przyspieszeniu sprzedaży odzieży i obuwi (temperatura temperaturą, ale przyspieszenie jest łyche i dynamika tej sprzedaży plasuje się poniżej poziomów z miesięcy letnich). Rozczarowała także sprzedaż RTV i AGD, a także kategoria „pozostałe” (w obu przypadkach widzimy związek z rynkiem nieruchomości). Zaskoczenia pozytywne i negatywne rozpatrujemy w kontekście odchylenia od (skorygowanego) wzorca sezonowego i prostej arytmetyki dni roboczych. Skoro zaskoczeń pozytywnych nie ma, momentum w gospodarce pozostaje słabe i nie widać na horyzoncie sygnałów przyspieszenia konsumpcji towarów. Nieco lepsze wskaźniki „po wyłączeniach” traktujemy w tym miejscu na razie jako szum. Słowo osobnego komentarza należy się efektom cenowym. W całym agregacie ceny spadają o 1,4% w ujęciu rocznym. Po wyłączeniu paliw i żywności (a więc niejako egzogenicznych kotwic dla cen względnych) notujemy ujemną inflację na poziomie -2,2%. Spadające ceny sprawiają, że sprzedaż realna jako tako się trzyma, jednak wkład de facto tego statystycznego czynnika rośnie w czasie, co może oznaczać rychłe problemy przedsiębiorców, o ile polityka cenowa nie ulegnie zmianie oraz problemy odkładania w czasie wydatków konsumenckich na dobra trwałe (przy wciąż realnie wysokich stopach procentowych). Na bieżącym etapie przedsiębiorstwa rezygnują prawdopodobnie z marż (lub tną koszty), co w przypadku kontynuacji spadkowej tendencji w cenach może w końcu negatywnie odbić się na płacach nominalnych (lub zatrudnieniu). Sytuacja nie jest być może alarmująca, jednak powoli gospodarka dryfuje w kierunku równowagi ze spadającymi cenami. Jak pisaliśmy nie raz komentując ceny producentów, przydałby się jednorazowy impuls w postaci osłabienia złotego (skokowego i znaczącego), który umożliwiłby korektę cen w górę na ciasnym przecież już rynku oraz pobudził eksport (czy przynajmniej jego złotowe przychody), generując nieco więcej luzu cenowego dla przedsiębiorców. W otoczeniu europejskiego QE osłabienia złotego nie da się osiągnąć inaczej niż przez obniżki stóp procentowych. Z tego powodu o nich nie zapominamy i wskazujemy na wznowienie cyklu obniżek stóp w Polsce. W tym scenariuszu wsparcie powinny otrzymać również polskie obligacje.

Produkcja przemysłowa

W październiku produkcja przemysłowa wzrosła o 1,6% r/r po 4,2% wzroście we wrześniu (zgodnie z oczekiwaniami analityków i naszą prognozą, wynoszącymi ok. 2%). W ujęciu odsezonowanym wzrost był podobny do tego w poprzednim miesiącu i wyniósł 1,5%. Wynik taki interpretujemy jako potwierdzenie neutralnego momentum w polskim przemyśle (nasza ulubiona miara, czyli średnia ruchoma dynamik m/m wynosi efektywnie zero). Wzrost zanotowano w 20 spośród 34 sekcji. Sekcje wzrostowe to w większości sekcje eksportowe. Dołączają natomiast takie sekcje jak produkcja koksu i produktów ropy naftowej czy energetyka (efekt ciepłego października), a także produkcja sprzętu transportowego, najsilniej dotknięta przez załamanie popytu za wschodnią granicą Polski. Naszą diagnozą pozostaje, że gospodarka polska być może przeszła przez najdotkliwszą fazę usterek cyklu, jednak na bardziej dynamiczne ożywienie trzeba będzie jeszcze poczekać. Płaskie momentum w gospodarce implikuje, że dno cyklu w danych PKB r/r powinno wypaść na przełomie roku (IV kwartał 2014 i I

kwartał 2015, kiedy efekty bazowe będą najsilniejsze). Ciągłe też przedsiębiorstwa nie są w stanie narzucić wyższych cen odbiorcom, co niekorzystnie wpływa na ich marże i może hamować dynamikę inwestycji. Nie widać również rosnącej presji kosztowej (a może nawet wprost przeciwnie). Produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu rocznym o 1% (po wyłączeniu czynników sezonowych zanotowano spadek o 0,2% r/r i wzrost o 0,9% m/m), poniżej prognoz wskazujących na skromny wzrost. W szerszej perspektywie widać, że produkcja budowlano-montażowa przeżywa stagnację i nie zrealizowała się nadzieje, że wsparcia sektorowi budowlanemu udzieli perspektywa wyborów samorządowych. Tak się jednak nie stało i powody ku temu są jasne ex post (z porównania poprzednich wyborów wynikało, że nie ma istotnego statystycznie efektu wyborczego) – przedwyborcze inwestycje samorządów są z reguły niewielkie, a prace rozłożone w czasie – efekt ten niknie w ogólnym stanie sektora. Wydaje się, że na większy wzrost aktywności budowlanej można liczyć dopiero w marcu / kwietniu 2015 roku, kiedy to rozpoczną się inwestycje finansowane z nowej perspektywy UE, na które przetargi są właśnie rozstrzygane.

Rynek pracy

Przeciętne wynagrodzenie wzrosło w październiku o 3,8% r/r wobec 3,4% zanotowanych we wrześniu. Wynik jest nieco lepszy od prognoz analityków, mieści się jednak w trendzie, a zaburzenie może wiązać się ze zmiennością w takich sekcjach jak choćby górnictwo czy energetyka. W kolejnych miesiącach (no może poza listopadem i grudniem, gdzie dana może być pod wpływem opóźnień w wypłacie barbórek, a takie doniesienia medialne się pojawiają) nie należy oczekiwać istotnych spadków dynamiki wynagrodzeń. Utrzymanie obecnych dynamik wynagrodzeń byłoby spójne z obserwowanym obecnie neutralnym momentum w większości sektorów gospodarki (o silnym odbiciu nie ma jeszcze mowy, jednak prawdopodobnie przeszliśmy już przez najbardziej dotkliwą fazę usterek w cyklu koniunkturalnym). Przyzwoita dynamika wynagrodzeń, funduszu płac i dalej dochodu do dyspozycji (niska inflacja żywnościowo-paliwowa sprzyja temu ostatniemu) powinny być wsparciem dla popytu konsumpcyjnego i to pomimo obserwowanego ostatnio wzrostowi stopy i skłonności do oszczędzania. Zatrudnienie w październiku wzrosło o 7 tys. etatów w ujęciu m/m (najlepszy październik od 2010 roku), co przełożyło się na dynamikę roczną na poziomie +0,8% (a więc zgodnie z konsensusem). Odczyt, choć sugerujący stabilizację, powinien być interpretowany raczej pozytywnie. Już w strukturze wzrostów zatrudnienia w poprzednim miesiącu dostrzegaliśmy wiele pozytywnych sygnałów – przyrosty odnotowywano w sekcjach typowo cyklicznych (produkcja komputerów, mebli, urządzeń elektrycznych). Jednocześnie, na solidny popyt na pracę ze strony przedsiębiorstw wskazywały badania koniunktury (PMI, wskaźniki GUS). Wreszcie, jednorazowego wsparcia danym o zatrudnieniu mogło udzielić otwarcie centrów dystrybucyjnych Amazona (łącznie kilka tys. etatów – nie jest jednak jasne, w jakim momencie i w jaki sposób zostały one zaksięgowane przez GUS). Spodziewamy się, że rynek pracy w kolejnych miesiącach utrzyma stabilne, choć nie spektakularne tempo wzrostu (do 1% r/r).

Inflacja

W październiku inflacja spadła z -0,3 do -0,6% r/r. Jest to wynik nieco niższy od oczekiwań analityków i najniższy wynik w historii badania. Na spadku inflacji zaważyły spadki żywności oraz (tu niespodzianka) cen usług. Ceny żywności spadły o 0,2% m/m (to odczyt niski – październik charakteryzuje się historycznie dużą rozbieżnością wskaźników rynków rolnych i cen faktycznie odnotowanych przez GUS;

tym razem była ona dużo większa niż zwykle). Ceny paliw spadły o 1% m/m. Spadki cen zanotowano w takich kategoriach, jak zdrowie, łączność, rekreacja i kultura oraz tzw. innych wydatkach (głównie usługi). Inflacja bazowa obniżyła się w październiku do 0,2% r/r z 0,7% r/r zanotowanych we wrześniu. W kolejnych miesiącach inflacja ciągle będzie ujemna. Utrzyma się też historycznie niski (chyba za niski z punktu widzenia polityki pieniężnej) wskaźnik inflacji bazowej. Ostatnie dane wskazują, że nie można mówić o zmianie trendów inflacyjnych (dezinflacja postępuje). Pamiętajmy, że jeszcze nie przefiltrował się przez ceny na stacjach benzynowych globalny spadek cen ropy. Uwzględniając nawet sztywność krajowych cen paliw i wzrost marż firm paliwowych, w kolejnych miesiącach możemy liczyć na dalszy, 3-4% spadek cen paliw w koszyku CPI. Najnowsza inflacja oczywiście jest daną pro-obniżkową. Pisaliśmy w notatce po posiedzeniu RPP, że właśnie ujemna inflacja nie pozwoli zapomnieć inwestorom o możliwości dalszych obniżek w Polsce. Czy i kiedy do obniżek dojdzie, to już inna kwestia. Fakt prawdopodobnego przegłosowania Prezesa Belki na listopadowym posiedzeniu i walny w tym udział dotychczas gołębij prof. Chojny-Duch bardzo komplikuje przepowiedzenie wyniku grudniowego posiedzenia Rady.

Deficyt na rachunku bieżącym

Rachunek bieżący we wrześniu odnotował deficyt w wysokości 235 mln EUR, czyli niższy niż miesiąc wcześniej. Saldo bilansu handlowego wyładowało w nadwyżce wysokości 614 mln EUR (wobec deficytu w poprzednim miesiącu w wysokości 69 mln EUR); poprawa to w głównie wynik przyspieszenia eksportu, który z dużą nawiązką odreagował dołek z sierpnia (a nawet przerósł poziom lipcowy o 868 mln EUR); import odreagował w mniejszej skali i zatrzymał się 325 mln EUR powyżej poziomu z lipca. Pozostałe salda nie przyniosły niespodzianek: sezonowo pogorszyło się saldo usług i dochodów pierwotnych; wyższy transfer z UE pozwolił na niewielkie odreagowanie salda dochodów wtórnych. Bolączką nowych danych NBP jest wysokie saldo błędów i opuszczeń (deficyt) tkwiące uparczywie na poziomie 165% rachunku bieżącego na bazie 12 miesięcznej sumy.

Deficyt budżetowy

Po październiku budżet państwa zamknął się deficytem w wysokości 27,2 mld PLN, co oznacza wzrost o 4,8 mld PLN w stosunku do wartości po wrześniu. Choć październik zazwyczaj przynosi rozszerzenie deficytu (jeden z dwóch miesięcy, w których zapadają obligacje SPW), tym razem okazało się ono być relatywnie niewielkie. W efekcie,

procentowe wykonanie budżetu względem planu w dalszym ciągu nie przekracza 60%. Szczegółowa analiza finansów państwa w październiku sugeruje ponadto, że budżet państwa może w tym roku zamknąć się kwotą ok. 30 mld PLN, a więc jeszcze lepszą od ostatnich prognoz przedstawicieli MF. Wyniki po stronie dochodowej należy określić jako co najmniej przyzwoite, biorąc pod uwagę przebieg procesów cenowych (pogłębiająca się ujemna inflacja) i realnych (spowolnienie niektórych aspektów aktywności ekonomicznej) w ostatnich miesiącach. Dochody podatkowe wzrosły o 2,2% r/r, przy czym wzrosty odnotowano w PIT (5,4%), CIT (4,9%) i VAT (4,0%), spadki zaś – w dochodach z akcyzy (o 4,1%). Ich dotychczasowa trajektoria wskazuje, że kasa państwa zamknie rok 2014 kwotą większą o ok. 4% od planu, co oznacza oszczędności na poziomie 10 mld PLN. Podobnie, jak w poprzednich miesiącach, również niższe wydatki od założonych w ustawie budżetowej wpływają pozytywnie na wielkość deficytu. Po październiku zrealizowano 80,9% planu – mniej niż przewidywano w harmonogramie (83,3%) i tyle samo, ile w analogicznym okresie poprzedniego roku. Tradycyjnie już, obok mniejszej subwencji dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych walną rolę w dyscyplinie wydatkowej odgrywają niskie koszty obsługi zadłużenia Skarbu Państwa. Na bazie 12 -miesięcznej sumy wynoszą one już tylko 1,98% PKB, najniżej od 2008 roku. Można oczekiwać, że efekty reformy OFE i środowisko niskich stóp procentowych będą również w kolejnych miesiącach sprzyjać spadkowi kosztów obsługi długu publicznego, a ustanowienie nowych historycznych minimów jest tylko i wyłącznie kwestią czasu. Wspomniane wyżej procesy czynią nawet ostatnie prognozy MF zbyt pesymistycznymi. Przewidujemy, że deficyt budżetu państwa może na koniec roku wynieść nawet 30 mld PLN (o 18 mld mniej niż przewiduje plan). Biorąc pod uwagę skalę możliwego wzrostu dochodów podatkowych w części kategorii, które obecnie cierpią z powodu rekordowo niskiej inflacji, a także strukturalny charakter oszczędności, jakie w tym roku ujawniły się po stronie wydatkowej, można spodziewać się, że podsektor centralny w kolejnych latach będzie w dalszym ciągu zmniejszał skalę nierównowagi. Jednocześnie, średniookresowy cel budżetowy (nawet przy założeniu pewnej przestrzeni na zwiększenie wydatkowania w roku wyborczym – tutaj przestrzeń jest bardzo duża) i usunięcie procedury nadmiernego deficytu wydają się niezagrażone.

Departament Analiz Ekonomicznych mBanku
(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)
research@mBank.pl

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	386,00	-10,6%	17,1	15,7		
GETIN NOBLE BANK	Akumuluj	2014-12-01	2,23	2,38	2,22	+7,2%	13,1	13,5		
HANDLOWY	Sprzedaj	2014-09-08	118,00	103,37	109,00	-5,2%	16,8	14,6		
ING BSK	Trzymaj	2014-10-07	144,00	144,12	150,45	-4,2%	18,9	15,1		
MILLENNIUM	Trzymaj	2014-10-07	8,77	8,46	8,19	+3,3%	15,2	13,3		
PEKAO	Redukuj	2014-12-05	186,45	173,34	186,45	-7,0%	18,3	15,9		
PKO BP	Kupuj	2014-07-14	38,20	43,20	37,62	+14,8%	14,4	11,6		
KOMERCNI BANKA	Sprzedaj	2014-10-07	5000,00	4115 CZK	5000,00	-17,7%	15,2	14,3		
ERSTE BANK	Trzymaj	2014-01-15	28,59	29,6 EUR	21,18	+39,8%	11,1	8,3		
RBI	Kupuj	2014-01-15	26,70	32,1 EUR	15,82	+102,9%	5,4	3,6		
OTP BANK	Trzymaj	2014-01-15	4440,00	4618 HUF	4001,00	+15,4%	7,2	6,1		
Ubezpieczyciele										
PZU	Trzymaj	2013-11-06	468,00	425,00	470,30	-9,6%	14,8	14,7		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2014-06-06	95,49	113,29	117,00	-3,2%	14,1	13,0		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzymaj	2014-09-29	41,35	41,60	46,39	-10,3%	27,2	17,1	7,4	7,0
LOTOS	Trzymaj	2014-03-26	36,31	38,60	26,90	+43,5%	6,0	5,6	5,1	4,6
MOL	Kupuj	2014-03-07	171,20	211,90	163,50	+29,6%	8,5	6,4	3,9	3,2
PGNIG	Redukuj	2014-11-28	5,07	4,60	4,79	-4,0%	11,3	10,3	5,3	5,0
PKN ORLEN	Akumuluj	2014-12-05	48,03	49,10	48,03	+2,2%	-	9,0	-	5,9
POLWAX	Kupuj	2014-11-06	15,05	24,20	16,75	+44,5%	7,8	7,3	7,3	6,5
Energetyka										
CEZ	Redukuj	2014-10-31	90,20	83,60	92,75	-9,9%	11,1	13,2	7,2	7,7
ENEA	Trzymaj	2014-12-05	17,00	17,20	17,00	+1,2%	8,2	9,8	4,8	5,9
ENERGA	Trzymaj	2014-10-31	24,66	23,60	23,99	-1,6%	10,1	10,8	5,8	6,0
PGE	Trzymaj	2014-12-05	20,02	20,10	20,02	+0,4%	9,5	11,4	4,6	5,9
TAURON	Akumuluj	2014-12-05	5,27	6,00	5,27	+13,9%	7,9	8,1	4,5	5,1
Telekomunikacja										
NETIA	Trzymaj	2014-07-07	5,27	5,60	5,69	-1,6%	39,0	42,9	4,6	4,9
ORANGE POLSKA	Redukuj	2014-11-05	9,98	8,90	9,30	-4,3%	24,2	27,8	4,1	4,6
Media										
AGORA	Redukuj	2014-08-27	8,24	7,60	8,08	-5,9%	202,0	-	4,4	4,2
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2014-12-05	24,14	23,84	24,14	-1,2%	23,9	17,2	10,9	6,3
GLOBAL CITY HOLDINGS	w trakcie aktualizacji	2014-05-13	34,30	-	39,41	-	-	-	-	-
TVN	Kupuj	2014-09-11	14,98	17,50	16,20	+8,0%	16,6	15,4	12,9	12,0
IT										
ASSECO POLAND	Akumuluj	2014-07-08	40,75	45,60	53,65	-15,0%	12,8	13,4	7,3	7,3
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	113,75	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	16,39	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Trzymaj	2014-01-15	50,73	55,00	19,99	+175,1%	-	-	1,5	1,4
KGHM	Trzymaj	2014-11-05	127,25	139,00	117,40	+18,4%	9,2	8,1	4,8	4,2
LW BOGDANKA	Trzymaj	2014-07-07	116,00	136,90	107,75	+27,1%	12,3	9,9	5,7	4,9
Przemysł										
ASTARTA	Trzymaj	2014-06-06	47,40	48,60	18,75	+159,2%	6,9	2,5	3,5	3,1
BORYSZEW	Redukuj	2014-08-06	5,84	5,20	6,30	-17,5%	15,9	14,0	9,3	8,4
FAMUR	Kupuj	2014-12-05	3,16	3,80	3,16	+20,3%	14,6	11,8	5,8	4,9
IMPEXMETAL	Kupuj	2014-08-18	2,31	3,40	2,72	+25,0%	10,1	8,9	7,4	6,5
KERNEL	Trzymaj	2014-07-07	32,15	32,50	29,74	+9,3%	-	4,3	8,5	3,7
KĘTY	Trzymaj	2014-07-01	226,95	226,80	291,00	-22,1%	16,7	15,8	10,2	9,4
KOPEX	Kupuj	2014-07-07	10,75	14,50	10,84	+33,8%	12,0	9,4	5,5	5,0
ROVESE	Sprzedaj	2014-11-26	1,41	1,37	1,41	-2,8%	-	21,0	7,1	6,4
TARCZYŃSKI	Kupuj	2014-12-03	11,55	14,60	11,85	+23,2%	14,1	9,3	7,2	6,0
VISTAL	Kupuj	2014-10-15	13,78	16,90	11,19	+51,0%	11,1	6,3	8,3	6,1
Budownictwo										
BUDIMEX	Kupuj	2014-11-19	132,00	160,60	138,05	+16,3%	19,8	19,6	7,7	8,4
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2014-05-20	72,50	105,00	76,30	+37,6%	15,1	9,9	6,9	5,6
ERBUD	Kupuj	2014-03-06	28,23	35,90	24,41	+47,1%	12,0	9,7	4,3	3,5
UNIBEP	Kupuj	2014-01-21	7,89	10,20	7,98	+27,8%	12,1	9,5	7,8	6,5
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Kupuj	2014-10-22	4,59	6,70	4,20	+59,5%	47,0	26,8	37,1	41,8
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2014-06-23	46,00	57,80	46,20	+25,1%	20,0	15,8	18,1	13,4
ECHO	Kupuj	2014-10-22	6,25	8,00	6,60	+21,2%	5,4	20,1	7,8	26,7
GTC	Kupuj	2014-10-22	5,85	7,00	5,95	+17,6%	-	9,0	-	10,3
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	18,50	+21,6%	30,8	18,7	15,2	10,8

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BUDIMEX	Kupuj	Akumuluj	160,60	2014-11-19
GETIN NOBLE BANK	Akumuluj	Trzymaj	2,38	2014-12-01
KGHM	Trzymaj	Kupuj	139,00	2014-11-05
ORANGE POLSKA	Redukuj	Sprzedaj	8,90	2014-11-05
PEKAO	Trzymaj	Redukuj	173,34	2014-11-05
PGNiG	Redukuj	Trzymaj	4,60	2014-11-28
POLWAX	Kupuj	-	24,20	2014-11-06
ROVESE	Sprzedaj	Trzymaj	1,37	2014-11-26
TARCZYŃSKI	Kupuj	Kupuj	14,60	2014-12-03

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ABC DATA	Zawieszona	Kupuj	-	2014-12-05
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	Akumuluj	23,84	2014-12-05
ENEA	Trzymaj	Akumuluj	17,20	2014-12-05
FAMUR	Kupuj	Trzymaj	3,80	2014-12-05
PEKAO	Redukuj	Trzymaj	173,34	2014-12-05
PGE	Trzymaj	Redukuj	20,10	2014-12-05
PKN ORLEN	Akumuluj	Kupuj	49,10	2014-12-05
TAURON	Akumuluj	Kupuj	6,00	2014-12-05

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	4	7,7%	2	6,7%
Redukuj	6	11,5%	5	16,7%
Trzymaj	18	34,6%	10	33,3%
Akumuluj	4	7,7%	3	10,0%
Kupuj	21	40,4%	11	36,7%

Banki

Statystyki NBP dla kredytów oraz depozytów sektora MFI za październik

Kredyty monetarnych instytucji finansowych pozostały w październiku bez zmian (-0,1% M/M) ale wzrosły o 6,0% R/R. W październiku, wzrost kredytów detalicznych (+0,3% M/M) został zrównoważony przez spadek kredytów korporacyjnych (-0,7% M/M). Na wzrost kredytów detalicznych w miesiącu wpływ miały kredyty hipoteczne (+0,6% M/M). W ujęciu rocznym, kredyty ogółem napędzane są zarówno przez kredyty korporacyjne (+6,3% R/R) jak i detaliczne (+5,7% R/R). Wysoką dynamiką charakteryzują się nadal kredyty konsumenckie, które wzrosły w październiku o 6,6% R/R. Depozyty monetarnych instytucji finansowych w październiku wzrosły o 0,7% M/M oraz 8,3% R/R. W ujęciu rocznym wzrost depozytów był zasługą zarówno klientów detalicznych (+8,2% R/R oraz +0,8% M/M) jak i klientów korporacyjnych (+8,5% R/R oraz +0,5% M/M). Wskaźnik kredytów do depozytów spadł z poziomu 103,8% we wrześniu do 102,9% w październiku. Wzrost kredytów jest zgodny z naszymi oczekiwaniami na poziomie 6,4% R/R w 2014. W 2015 roku oczekujemy przyspieszenia akcji kredytowej do poziomu 8,9% R/R.

Sprzedaż kredytów hipotecznych w 3Q'14

Według raportu Amron-Sarfin, polskie banki w 3Q'14 udzieliły 43 653 kredyty hipoteczne o łącznej wartości 9,232 mld PLN. Oznacza to spadek wartości udzielonych kredytów o 3,6% Q/Q oraz 3,1% R/R. W przeciągu 9M'14 wartość sprzedaży kredytów hipotecznych wzrosła o 3,6% R/R zaś wyłączając programy „Rodzina na Swoim” oraz „Mieszkanie dla Młodych” o 10,9% R/R. Według raportu, średnia marża kredytu hipotecznego wzrosła do poziomu 1,81% z 1,76% w 2Q'14 oraz z 1,60% w 4Q'13. Niemniej jednak w miesiącu wrzesień po raz pierwszy od lutego 2013 średnia marża zanotowała spadek o 2 p.b. M/M. Najwięcej nabywców znalazły kredyty ze wskaźnikiem LTV powyżej 80% (47% sprzedanych kredytów) oraz w przedziale pomiędzy 50%-80% (40% sprzedanych kredytów). Ponadto, największą popularnością cieszyły się kredyty na 25-35 lat (62% sprzedanych kredytów). Uważamy, iż dane są lekko rozczarowujące, szczególnie po stronie programu „MdM”. Gorsza sprzedaż w 3Q'14 jest sezonowo słabsza ze względu na miesiące wakacyjne. Dla całego roku, oczekujemy, iż saldo kredytów hipotecznych wzrośnie o 5,3% co jest zbieżne z obecnym wzrostem kredytów na poziomie 5% R/R. Niemniej jednak, oczekujemy iż banki przyspieszą akcję kredytową w 2015 roku dzięki rekordowo niskim stopom procentowym oraz niskiej penetracji rynku dzięki czemu kredyty hipoteczne wzrosną o 11,6% R/R.

Oprocentowanie kredytów i depozytów w październiku

Według danych NBP, średnie oprocentowanie nowych kredytów konsumenckich spadło w październiku do 11,0% z 12,5% we wrześniu, kredytów hipotecznych z 5,2% do 4,8% M/M zaś dla korporacji ogółem wzrosło z 4,1% do 4,2% M/M. Średnie oprocentowanie nowych detalicznych umów depozytowych spadło z 2,8% we wrześniu do 2,5% w październiku zaś korporacji z 2,4% do 2,0%. Spadek oprocentowania na kredytach nie powinien dziwić ze względu na obniżki stóp procentowych w październiku. Niemniej jednak, w październiku banki ferowały depozyty o 53 p.b. powyżej WIBORU (3M) wobec 42 p.b. we wrześniu oraz 15 p.b. w sierpniu. Wskazuje to na rosnącą konkurencję po stronie depozytowej w polskim sektorze bankowym.

Jakość kredytów polskiego sektora bankowego w październiku

Według danych NBP wskaźnik NPL w polskim sektorze bankowym w październiku pozostał na prawie niezmiennym poziomie 7,4%. Poprawa jakości kredytów była widoczna po stronie kredytów detalicznych (z 6,94% we wrześniu do 6,77% w październiku) przy gorszej jakości po stronie korporacyjnej (z 8,08% do 8,26%). Gorsza jakość aktywów w segmencie korporacji to wina segmentu dużych korporacji, gdzie wskaźnik NPL zanotował wzrost z poziomu 8,39% we wrześniu do 8,62% w październiku przy stabilnej jakości segmentu MŚP (12,25%). Jakość kredytów hipotecznych uległa nieznacznemu pogorszeniu (z 3,19% we wrześniu do 3,26% w październiku), zaś pozostałych detalicznych poprawie z poziomu 13,9% we wrześniu do 13,2% w październiku.

Wyniki sektora bankowego – październik (KNF)

W październiku polski sektor bankowy zaraportował zysk netto w wysokości 1 324 mln PLN, -1,8% M/M, ale +10,1% R/R. Spadek zysku netto w ujęciu miesięcznym jest spowodowany spadkiem wyniku odsetkowego w miesiącu (-15,5% M/M) ze względu na niższe środowisko stóp procentowych. Spadek kosztów odsetkowych w miesiącu (-14,1% M/M) nie był wystarczający, aby pokryć spadek przychodów odsetkowych (-15% M/M). Marża odsetkowa (do średnich aktywów, skorygowana o liczbę dni w miesiącu) spadła z poziomu 2,23% we wrześniu do 1,81% w październiku. Dodatkowo, sektor bankowy zanotował w październiku spadek wyniku prowizyjnego o 7,9% M/M oraz 19,2% R/R. Saldo rezerw w październiku pozostało na prawie niezmiennym poziomie (+1,7% M/M oraz +1,4% R/R) tak samo jak koszt ryzyka (100 p.b.). Koszty ogółem zanotowały znaczący spadek w miesiącu o 24,4%, głównie dzięki kosztom administracyjnym (-17,2% M/M), a w tym kosztom osobowym (-15,2% M/M).

W ujęciu zagregowanym (styczeń-październik) zysk netto wzrósł o 10,3% R/R do poziomu 14,4 mld PLN. Na wzrost zysku netto wpływ ma przede wszystkim wynik odsetkowy (+11,2% R/R), który niweluje negatywny wynik prowizyjny (-3,8% R/R) oraz wzrastające saldo rezerw (+6,3% R/R).

KNF przedstawia regulacje hipoteczne dla SKOKów

Według PAP, KNF przedstawiła zbiór rekomendacji dla SKOKów wśród, których znalazły się zasady dla udzielania kredytów hipotecznych. KNF proponuje żeby wskaźnik LtV wynosił 95% do końca września 2016 a następnie 90% do września 2017 oraz najwyżej 85% od października 2017 (warunkowo 90%). Zasady te różnią się od zasad przedstawionych dla banków gdzie wskaźnik LtV na poziomie 90% zostanie wprowadzony od stycznia 2015 roku zaś 85-90% od stycznia 2016 roku. Nowe zasady stwarzają racjonalne przesłanki dla banków w Polsce do przejść kas. Do tej pory, Alior bank przejął jedną z kas zaś o kolejną starają się PKO BP oraz Pekao SA.

BFG podwyższa stawki opłaty rocznej oraz ostrożnościowej

Według oficjalnego komunikatu Bankowego Funduszu Gwarancyjnego (BFG), stawka opłaty rocznej została ustalona na poziomie 0,189% aktywów ważonych ryzykiem (RWA) na rok 2015 zaś stawka opłaty ostrożnościowej na poziomie 0,05% (RWA). W poprzednim roku stawki te zostały ustalone na poziomie odpowiednio 0,1% (RWA) oraz 0,037% (RWA). Oznacza to wzrost całościowego obciążenia banków z poziomu 0,137% (RWA) w 2014 roku do 0,239% (RWA). W naszych założeniach nie uwzględnialiśmy wyższych opłat na

BFG. Wyższe stawki oznaczają wyższe koszty operacyjne o 205 mln PLN dla PKO BP (5,1% zysku netto na 2015 rok), 115,8 mln PLN dla Pekao (3,8% zysku netto za 2015 rok), 103,6 mln PLN dla BZ WBK (4,3% zysku netto za 2015 rok), 49,1 mln PLN dla ING BSK (3,8% zysku netto za 2015 rok), 39,4 mln PLN dla Banku Millennium (5,3% zysku netto za 2015 rok), 30,7 mln PLN dla Banku Handlowego (3,2% zysku netto za 2015 rok) oraz 49,5 mln PLN dla GNB (7,7% zysku netto za 2015 rok).

Niższa stawka interchange od 2015 roku

Według PAP, Polska obniży stawkę interchange do 0,3% od początku przyszłego roku. Uważamy, iż informacja nie powinna być zaskoczeniem. Niższa stawka interchange została wprowadzona w Unii Europejskiej. Chociaż spadek stawki interchange oceniamy na 40% to obecny poziom jest już niski po wprowadzeniu cięcia w roku 2014. Uważamy, iż po wyższej opłacie BFG oraz cięciach stóp procentowych jest to kolejna negatywna informacja, która obciąży wynik sektora bankowego w 2015 roku.

KNF opublikował stanowisko w sprawie wypłaty dywidend

Według KNF, banki ze znaczącym udziałem w rynku depozytów niefinansowych będą mogły wypłacić 100% zysku netto w formie dywidendy jeżeli ich wskaźnik wypłacalności Tier 1 jest wyższy od 12%, wskaźnik CAR powyżej 15,5%, a ocena BION wynosi 1-2. Banki ze znaczącym udziałem w rynku depozytów niefinansowych ze wskaźnikiem CAR w przedziale 12,5-15,5% będą mogły wypłacić do 50% zysku netto. Pozostałe banki będą mogły wypłacić do 100% zysku netto jeżeli ich wskaźnik wypłacalności Tier jest wyższy od 9%, CAR od 12,5%, zaś ocena BION pomiędzy 1-2. W przypadku ubezpieczycieli, wskaźnik pokrycia wymagań kapitałowych musi znajdować się na poziomie co najmniej 160% (dział I) oraz 200% (dział II) oraz wskaźnik pokrycia rezerw techniczno-ubezpieczeniowych na poziomie co najmniej 110%. Aby wypłacić 100% dywidendy ubezpieczyciele muszą spełniać wymagania także po wypłacie dywidendy. Z banków ważnych systemowo Bank Pekao będzie mógł wypłacić do 100% zysku netto, zaś PKO BP do 50% zysku netto. Jeżeli potraktujemy pozostałe banki jako mniej istotne systemowo to wszystkie, łącznie z GNB, będą mogły wypłacić dywidendę z zysku za 2014 rok. Niemniej jednak oczekujemy, iż jedynie Bank Pekao oraz Bank Handlowy wypłacą 100% zysku netto, zaś pozostałe 60% w przypadku ING BSK, 50% w przypadku PKO BP, Banku Millennium oraz BZ WBK oraz 0% w przypadku GNB oraz Alior Banku.

Fitch potwierdza rating dla Pekao, ING, BZ WBK oraz Banku Handlowego

Agencja Fitch, podtrzymała ratingi dla PKO BP, Pekao, ING, BZ WBK oraz Banku Handlowego oraz dla banku hipotecznego banku Pekao. Potwierdzony rating wsparcia oraz IDR obrazują duże prawdopodobieństwo pomocy od głównych właścicieli w razie konieczności. Jednocześnie Fitch zauważa, że rating IDR w przypadku Banku Handlowego, ING oraz BZ WBK w dużej mierze uzależnione są od ratingu właścicieli.

Szczegóły konwersji hipotecznych kredytów walutowych na Węgrzech

Parlament węgierski przyjął ustawę o konwersji kredytów hipotecznych oraz zabezpieczonych hipoteką do waluty lokalnej. Według ustawy, konwersją zostaną objęte kredyty udzielone od 1 maja 2004 roku zaś kurs po jakim kredyty będą konwertowane to 256,47 do CHF oraz 308,97 do EUR. Konwersja nastąpi 1 lutego 2015 roku. Odsetki od kredytów powiązane będą z 3-miesięcznym Wiborem, zaś marża ma pozostać na oryginalnym poziomie (np. w przypadku

kredytów w CHF oprocentowanie kredytu minus CHF Libor) ale nie może być niższa niż 1%. Marża odsetkowa na kredytach nie może przekraczać 4,5% w przypadku kredytów hipotecznych oraz 6,5% w przypadku kredytów zabezpieczonych hipoteką. Banki nie mogą pobierać żadnych dodatkowych opłat związanych z konwersją. Według przedstawiciela partii Fidesz, Antala Rogana, raty na przekonwertowanych kredytach powinny być o 25-30% niższe a ponad 90% kredytobiorców powinno skorzystać na konwersji. Według Rogana, zaproponowane rozwiązania wraz z ustawą o rekompensatach w związku z jednostronnymi zmianami w umowach równają się z konwersją kredytów po kursie 190 do CHF.

FM Bank PBP

KNF ustaliła nową datę sprzedaży FM Banku

Według Parkietu, KNF do 30 kwietnia 2015 roku oczekuje, iż fundusz private equity Abris sprzeda swój 99,6% udział w FM Banku PBP. Swoją decyzję KNF uzasadnia przez niewypełnienie przez właściciela FM Banku zaleceń komisji. Jest to już drugi termin w jakim KNF nakazał sprzedaż Abrisowi FM Banku. Pierwszy termin, został wyznaczony na lipiec obecnego roku ale KNF z niego zrezygnowała. Według doniesień prasowych, FM Bankiem zainteresowany jest między innymi OTP Bank.

Abris planuje sprzedaż do końca 2014 roku

Według Pawła Gieryńskiego, partnera w funduszu Abris, Abris zamierza sprzedać FM Bank PBP do końca obecnego roku.

Alior

Alior oczekuje wzrostu portfela kredytowego i stabilnej marży odsetkowej

Zarząd Alior Banku liczy, że kolejne miesiące przyniosą wzrost sprzedaży nowych kredytów o 350-380 mln PLN miesięcznie. Ponadto, bank chce utrzymać marżę odsetkową w 4Q'14 na poziomie 4,7 %.

Zgoda na podwyższenie kapitału oraz wyższe salda rezerw w 4Q'14

NWZA udzieliło zgody na emisję akcji przez Alior Bank. Podniesienie kapitału ma pomóc Alior Bankowi w przejściu Meritum Banku. Jednocześnie, zarząd Alior Banku oczekuje dotworzenia 10 mln PLN dodatkowych rezerw w 4Q'14 w wyniku badania jakości aktywów przeprowadzonego przez KNF.

Bank BPH

Prasa wymienia pierwszych zainteresowanych Bankiem BPH

Według prasy, Intesa, Credit Mutuel i Societe Generale to pierwsi zainteresowani Bankiem BPH. Według wcześniejszych doniesień prasowych GE Money wycofuje się z rynków Europy wschodzącej a w tym z Polski.

Sberbank

Duży wzrost salda rezerw w 3Q'14

Sberbank zaraportował w 3Q'14 zysk netto w wysokości 71,3 mld RUB, -26,9% Q/Q oraz -24,6% R/R, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi na poziomie 70,1 mld RUB (źródło Sberbank). Wyniki znalazły się pod negatywnym wpływem salda rezerw, które w 3Q'14 wzrosło o 41,6% Q/Q. Jednocześnie doceniamy silne wolumeny kredytowe, które wzrosły o 28,2 R/R oraz 7,0% Q/Q. Uważamy, iż wyniki mogą pociągnąć za sobą negatywną korektę średnich oczekiwań rynkowych, które obecnie znajdują się na

poziomie 342 mld RUB, zaś zanualizowany zysk netto Sberbanku na poziomie 323 mld RUB.

Wynik odsetkowy w 3Q'14 wzrósł o 2,0% Q/Q oraz 17,4% R/R do poziomu 255,2 mld RUB, 1,6% poniżej średnich oczekiwań rynkowych. Marża odsetkowa spadła o 11 p.b. do poziomu 5,10% (do średnich aktywów). Wzrost przychodów odsetkowych (+3,7% Q/Q) więcej niż zrównoważył silny wzrost kosztów odsetkowych w kwartale (+5,9% Q/Q) szczególnie po stronie depozytów międzybankowych.

Kredyty brutto wzrosły w 3Q'14 o 7,0% Q/Q oraz 28,2% R/R. Kredyty detaliczne wzrosły w 3Q'14 o 7,3% Q/Q oraz 30,3% R/R, głównie dzięki kredytom konsumenckim (+13,0% Q/Q). Depozyty wzrosły w 3Q'14 o 4,8% Q/Q oraz 17,3% R/R. Wskaźnik kredytów do depozytów wzrósł w 3Q'14 do poziomu 114,0% z 112,0% w 2Q'14.

Wynik prowizyjny wzrósł w 3Q'14 do poziomu 69,6 mld RUB, +7,6% Q/Q oraz 23,2% R/R. Wynik znalazł się powyżej średnich oczekiwań na poziomie 68,1 mld RUB. Kwartalny wzrost wyniku to efekt poprawy przychodów prowizyjnych z

tytułu dokumentów (+36,4% Q/Q), rozliczeń z klientami indywidualnymi (+6,7% Q/Q), kart (+4,8% Q/Q) oraz spadku kosztów prowizyjnych z tytułu rozliczeń ogółem (-6,8% Q/Q).

Saldo rezerw wzrosło do poziomu 104,5 mld RUB, +41,6% Q/Q oraz 137,0% R/R, lekko poniżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 106,9 mld RUB. Wzrost salda rezerw związany jest ze spowolnieniem gospodarki rosyjskiej, utworzeniem dodatkowych rezerw na duże ekspozycje w Rosji, zwiększone saldo rezerw z operacji zagranicznych związane z osłabieniem waluty oraz utworzeniem dodatkowych rezerw na Ukrainę. Koszt ryzyka (do średnich kredytów brutto) wzrósł z poziomu 202 p.b. w 2Q'14 do 272 p.b. w 3Q'14. Wskaźnik kredytów niepracujących uległ w 3Q'14 nieznacznemu pogorszeniu z poziomu 3,4% w 2Q'14 do 3,5% w 3Q'14, zaś wskaźnik pokrycia rezerwami lekko wzrósł z poziomu 141% w 2Q'14 do 146% w 3Q'14. Gorsza jakość aktywów zaskoczyła przede wszystkim w segmencie kredytów hipotecznych, gdzie wskaźnik wzrósł z 1,8% w 2Q'14 do 2,1% w 3Q'14 oraz w segmencie kart kredytowych (z 3,6% do 4,2%).

BZ WBK
Sprzedaj

Analitik: Michał Konarski	Cena bieżąca: 386,00 PLN		Cena docelowa: 344,95 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-09-08				
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	3 346,4	4 682,5	39,9%	3 896,4	-16,8%	4 504,6	15,6%	Liczba akcji (mln)	98,9
Marża odsetkowa	5,6%	3,9%		3,4%		3,6%		MC (cena bieżąca)	38 186,6
WNDB	4 136,3	6 089,8	47,2%	6 455,0	6,0%	7 002,3	8,5%	Free float	30,0%
Wynik operacyjny*	2 194,5	2 670,9	21,7%	3 526,8	32,0%	4 015,8	13,9%		
Zysk brutto	1 704,0	1 969,4	15,6%	2 754,0	39,8%	3 192,0	15,9%		
Zysk netto	1 367,6	1 611,5	17,8%	2 136,8	32,6%	2 431,1	13,8%		
ROE	16,8%	11,9%		14,8%		15,6%		Zmiana ceny: 1m	2,9%
P/E	20,6	22,4		17,9		15,7		Zmiana ceny: 6m	-0,5%
P/BV	3,2	2,6		2,6		2,3		Zmiana ceny: 12m	-1,3%
DPS	8,0	7,6		10,7		11,4		Min (52 tyg.)	345,0
Dyield (%)	2,1	2,0		2,8		3,0		Max (52 tyg.)	422,0

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację sprzedaj dla walerów BZ WBK. W listopadzie kurs akcji wzrósł o 2,6% wobec wzrostu indeksu WIG Banki na poziomie 1,0%. Oczekujemy, iż wyniki banku BZ WBK wspierane będą w przyszłości przez zdarzenia jednorazowe takie jak sprzedaż AM czy sprzedaż biznesu ubezpieczeniowego Aviva. Z drugiej strony konsolidacja SCB sprawi, iż BZ WBK stanie się znacznie bardziej wrażliwym na cięcia stóp procentowych, przez co wyniki w kolejnych kwartałach mogą znaleźć się pod presją. Naszym zdaniem, ze względu na ponadprzeciętne ROE bank nadal zasługuje na premię do polskiego sektora bankowego, ale obecny jej poziom jest zbyt wysoki.

Agencja Fitch podtrzymuje rating

Agencja Fitch podtrzymała dla BZ WBK długoterminowy rating IDR oraz rating Viable na poziomie odpowiednio 'BBB+' oraz 'bbb'. Perspektywa dla długoterminowego ratingu IDR pozostaje stabilna. Agencja Fitch uważa, iż istnieje duże prawdopodobieństwo pomocy w razie potrzeby dla BZ WBK od głównego akcjonariusza Santander Bank. Zdaniem agencji Fitch rating Viable BZ WBK może zostać podniesiony o jeden stopień do poziomu 'bbb+' jeżeli sytuacja finansowa banku pozostanie silna po ujęciu innych banków w grupie BZ WBK.

Getin Noble Bank		Akumuluj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 2,22 PLN						Data ostatniej aktualizacji: 2014-12-01	
		Cena docelowa: 2,38 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 348,6	1 297,8	-3,8%	1 465,2	12,9%	1 470,0	0,3%	Liczba akcji (mln)	2 650,1
Marża odsetkowa	2,4%	2,1%		2,2%		2,1%		MC (cena bieżąca)	5 883,3
WNDB	2 190,8	1 886,0	-13,9%	1 983,0	5,1%	2 006,6	1,2%	Free float	49,8%
Wynik operacyjny*	1 356,9	1 007,3	-25,8%	1 060,3	5,3%	1 047,3	-1,2%		
Zysk brutto	409,1	388,0	-5,2%	358,7	-7,5%	448,3	25,0%		
Zysk netto	333,2	399,7	20,0%	447,7	12,0%	435,3	-2,8%		
ROE	7,9%	8,8%		9,0%		8,0%		Zmiana ceny: 1m	-10,5%
P/E	17,7	14,7		13,1		13,5		Zmiana ceny: 6m	-30,6%
P/BV	1,4	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-21,3%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	3,7

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Getin Noble Banku z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 2,38 PLN/akcję. Od osiągniętego szczytu w 2014 roku kurs akcji spadł o 39% dyskontując obawy rynku odnośnie ryzyka podniesienia kapitałów oraz pogarszającej się perspektywy wyników w kolejnych latach. Jednocześnie widzimy ograniczone ryzyko dla kolejnych negatywnych niespodzianek w wynikach, zaś sam bank powinien pozytywnie zaskoczyć dynamiką zysków w 2016 roku. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż GNB nadal zasługuje na najwyższe dyskonto do grupy porównawczej ze względu na najniższy poziom ROE oraz wskaźników wypłacalności.

Wyniki GNB pod wpływem jednorazowych odpisów

Getin Noble Bank zaraportował zysk netto za 3Q 2014 w wysokości 79,7 mln PLN, -41,3% Q/Q oraz -5,3% R/R, poniżej średnich oczekiwań rynkowych (126,3 mln PLN, -36,9%) oraz naszej prognozy (135,8 mln PLN). Niższy od oczekiwań wynik netto to efekt wyższego salda rezerw w 3Q'14 związanego z badaniem jakości aktywów przeprowadzonego przez KNF. Z drugiej strony pomijając wysokie saldo rezerw w 3Q'14, Getin Noble Bank zanotował znaczną poprawę marży odsetkowej oraz dalszy spadek kosztów operacyjnych.

Przychody z działalności podstawowej wzrosły w 3Q'14 o 3,0% Q/Q oraz 14,6% R/R, zgodnie ze średnimi oczekiwaniami rynkowymi. W 3Q'14 wynik odsetkowy banku wzrósł o 4,1% Q/Q przy jednoczesnym lekkim spadku wyniku prowizyjnego (-0,8% Q/Q).

Wynik odsetkowy w 3Q'14 wyniósł 379,6 mln PLN, +4,1% Q/Q i +22,0% R/R. Wzrost przychodów odsetkowych (+0,8% Q/Q) w kwartale został dodatkowo poparty przez spadek kosztów odsetkowych (-1,5% Q/Q). Marża odsetkowa (do średnich aktywów) wzrosła w kwartale o 9 p.b. do poziomu 2,24%.

Wolumen kredytów brutto spadł o 1,0% Q/Q oraz 1,2% R/R. Spadek był widoczny zarówno po stronie kredytów korporacyjnych (-2,9% Q/Q), jak i kredytów detalicznych (-0,7% Q/Q). Wolumen kredytów hipotecznych spadł w kwartale o 0,5% Q/Q, samochodowych o 2,0% Q/Q, zaś konsumenckich o 1,1% Q/Q.

Saldo depozytów spadło w 3Q'14 o 1,9% Q/Q, ale wzrosło o 0,6% R/R. Udział depozytów terminowych w depozytach ogółem nieznacznie spadł z poziomu 84,8% w 2Q'14 do 84,6% w 3Q'14. Wskaźnik kredyty/depozyty nieznacznie wzrósł z poziomu 89,8% w 2Q'14 do 91,1% w 3Q'14.

Jakość aktywów pozostała bez zmian ze wskaźnikiem NPL na poziomie 13,7% w 3Q'14. Wskaźnik pokrycia rezerwami również pozostał bez zmian wobec 2Q'14 (59%), chociaż zanotował znaczący spadek wobec 3Q'13 (65%). Gorsza jakość aktywów 3Q'14 w kredytach korporacyjnych (z 8,7% w 2Q'14 do 9,6% w 3Q'14), samochodowych (z 25,2% do 26,0%) oraz hipotecznych (z 10,6% do 10,8%) została zrównoważona poprzez poprawę jakości w kredytach konsumenckich (z 31,5% do 28,9%).

Saldo rezerw wzrosło o 37,1% Q/Q oraz 70,2% R/R do poziomu 224,0 mln PLN, znacząco powyżej oczekiwań rynkowych na poziomie 163 mln PLN. Wzrost salda rezerw związany był w głównej mierze z badaniem jakości aktywów przeprowadzonym przez KNF. W 3Q'14 GNB odpisał 21,7 mln PLN przed badaniem jakości aktywów oraz dodatkowo 22,3 mln PLN po badaniu jakości aktywów (razem 44,0 mln PLN). Największy wzrost w saldzie rezerw był widoczny w kredytach hipotecznych w kwartale (+60,8 mln PLN Q/Q), a następnie korporacyjnych (+11,1 mln PLN Q/Q). Jednocześnie, w 3Q'14 bank zanotował spadek salda rezerw w kredytach samochodowych (-1,1 mln PLN Q/Q) oraz konsumenckich (-10,4 mln PLN Q/Q). Koszt ryzyka (do średnich kredytów brutto) wzrósł z 124 p.b. w 2Q'14 do 170 p.b. w 3Q'14. Niemniej jednak, wyjmując jednorazowe rezerwy w 3Q'14 koszt ryzyka nadal odnotowałby wzrost do poziomu 137 p.b.

Wskaźnik wypłacalności Tier 1 w 3Q'14 znalazł się na poziomie 8,9%, zaś wskaźnik CAR na poziomie 12,5%. Po zaliczeniu zysku netto z 1H'14 w październiku, wskaźniki wypłacalności powinny wzrosnąć do odpowiednio 9,5% oraz 13,1%.

GNB oczekuje podwyższonego poziomu rezerw jak i presji na marżę

Według Zarządu GNB, saldo rezerw banku w kolejnych kwartałach powinno się kształtować na poziomie salda rezerw z 2Q'14 (około 160 mln PLN) ze względu na dodatkowe rezerwy związane z badaniem jakości aktywów. Niemniej jednak, saldo rezerw w 4Q'14 powinno być wsparte przez znaczącą sprzedaż niepracujących kredytów. Dodatkowo, Zarząd oczekuje presji na przychody odsetkowe w 4Q'14 wielkości kilkunastu milionów PLN, które nie zostaną w pełni zrekomensowane przez spadający koszt finansowania.

Handlowy
Sprzedaj

Analitik: Michał Konarski	Cena bieżąca: 109,00 PLN		Cena docelowa: 103,37 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-09-08				
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 488,3	1 242,2	-16,5%	1 178,6	-5,1%	1 279,6	8,6%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,5%	2,8%		2,5%		2,6%		MC (cena bieżąca)	14 241,9
WNDB	2 780,0	2 540,9	-8,6%	2 368,7	-6,8%	2 492,7	5,2%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 297,1	1 182,2	-8,9%	1 072,8	-9,3%	1 242,6	15,8%		
Zysk brutto	1 239,0	1 218,1	-1,7%	1 045,4	-14,2%	1 199,9	14,8%		
Zysk netto	970,1	972,7	0,3%	847,3	-12,9%	972,5	14,8%		
ROE	14,0%	15,3%		11,7%		13,4%		Zmiana ceny: 1m	-4,0%
P/E	14,7	14,6		16,8		14,6		Zmiana ceny: 6m	-10,1%
P/BV	1,9	1,9		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	-5,5%
DPS	2,8	5,8		7,2		6,5		Min (52 tyg.)	98,1
Dyield (%)	2,5	5,3		6,6		5,9		Max (52 tyg.)	127,2

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację sprzedaj dla Banku Handlowego z niezmienną 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 103,37 PLN/akcję. Ze względu na obniżkę stóp procentowych, kurs akcji banku Handlowego przecenił się aż o 9,0% w październiku oraz o 5,3% w listopadzie, zachowując się gorzej od indeksu WIG Banki odpowiednio o 2,8% oraz 6,2%. Bank Handlowy jest najbardziej wrażliwym bankiem na cięcia stóp procentowych oraz reprezentuje słabą dynamikę zysku netto w roku obecnym (-9,4% R/R w 9M'14). Chociaż wysoką premię do rynku uzasadnia ponadprzeciętna możliwość wypłat dywidend poparta wskaźnikiem Tier 1, a także najniższy wskaźnik kredytów do depozytów w sektorze, to obecny jej poziom naszym zdaniem jest zbyt wysoki.

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q'14

Koszty operacyjne spadły w 3Q'14 do poziomu 303,8 mln PLN (-2,9% R/R). Zarząd banku uważa, iż obecny poziom jest satysfakcjonujący. Na spadek kwartalny kosztów (-7,5% Q/Q) miało wpływ rozwiązanie rezerwy urlopowej w wysokości 4-5 mln PLN. Zarząd uważa, iż efekt

restrukturyzacji powinien być widoczny w 2015 roku (80-100 mln PLN oszczędności rocznie) chociaż z drugiej strony bank zamierza zwiększać nakłady na marketing i inwestycje w infrastrukturę.

Koszt ryzyka: Bank Handlowy rozwiązał w 3Q'14 rezerwy w wysokości 7,8 mln PLN. Pomimo wyższej sprzedaży kredytów konsumpcyjnych, skierowanej głównie (około 70%) do nowych klientów, Zarząd nie oczekuje wzrostu kosztów ryzyka ze względu na utrzymane kryteria udzielania kredytów.

Wynik odsetkowy: Zarząd oczekuje presji na marżę w kolejnych kwartałach ze względu na coraz niższe środowisko stóp procentowych. Wpływ obniżek nie został skwantyfikowany przez Zarząd. Niższa marża odsetkowa ma zostać po części zniwelowana dzięki szybszemu wzrostowi kredytów.

Uważamy, iż wyniki Banku Handlowego mogą znaleźć się pod presją w 4Q'14 oraz w 2015 roku. Podczas ostatniego cyklu obniżek stóp procentowych, Bank Handlowy dowiódł, iż jest jednym z najbardziej wrażliwych banków na cięcia stóp. Dodatkowo, uważamy iż warunki w 2015 mogą nie sprzyjać do realizacji zysków z obligacji jak miało to miejsce w 2014 roku, zaś niższe koszty operacyjne znajdują się już w prognozach.

ING BSK		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		150,45 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-10-07	
		Cena docelowa:		144,12 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	2 048,9	2 042,6	-0,3%	2 269,0	11,1%	2 545,9	12,2%	Liczba akcji (mln)	130,1
Marża odsetkowa	2,8%	2,5%		2,5%		2,6%		MC (cena bieżąca)	19 573,5
WNDB	3 209,4	3 245,1	1,1%	3 430,0	5,7%	3 806,2	11,0%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 343,2	1 417,0	5,5%	1 564,0	10,4%	1 896,3	21,3%		
Zysk brutto	1 016,1	1 192,9	17,4%	1 226,4	2,8%	1 543,3	25,8%		
Zysk netto	832,3	961,5	15,5%	1 035,3	7,7%	1 296,2	25,2%		
ROE	11,4%	11,5%		11,8%		13,9%		Zmiana ceny: 1m	6,3%
P/E	23,5	20,4		18,9		15,1		Zmiana ceny: 6m	13,0%
P/BV	2,4	2,3		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	28,3%
DPS	0,0	0,0		4,4		4,8		Min (52 tyg.)	106,9
Dyield (%)	0,0	0,0		2,9		3,2		Max (52 tyg.)	150,5

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla ING BSK. Od początku roku (do końca listopada) kurs akcji wzrósł o 26,8%, zachowując się o 23,5% lepiej niż indeks WIG Banki. Pozytywny sentyment inwestorów odzwierciedla lepsze od oczekiwań wyniki banku. Ponadto uważamy, iż ze względu na swoją strukturę bilansu ING powinno być jednym z najmniej wrażliwych banków na cięcia stóp procentowych, zaś niski wskaźnik kredytów do depozytów daje przewagę konkurencyjną w środowisku niskich stóp. Ponadto z jednym z najwyższych wskaźników wypłacalności ING zasługuje na premię do rynku.

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q'14

Saldo rezerw w 3Q'14 wyniosło 65,2 mln PLN z czego 52,0 mln PLN w korporacjach a 13,2 mln PLN w detalu. Przy obecnej intensywnej sprzedaży kredytów konsumenckich Zarząd banku uważa, że saldo rezerw w detalu może nadal

nieznacznie wrosnąć do około 15-20 mln PLN / kwartał, zaś obecny poziom w korporacjach odzwierciedla znormalizowany poziom.

Koszty operacyjne wyniosły w 3Q'14 489,5 mln PLN (+1,9% Q/Q). Na koszty w 3Q'14 negatywnie wpłynęła rezerwa na spór sądowy w wysokości 7 mln PLN.

Prowizje i opłaty z tytułu kart spadły w 3Q'14 o 50% Q/Q lub o 26 mln PLN ze względu na niższą opłatę interchange. Zarząd oczekuje, iż spadek w całym 2014 roku powinien wynieść około 45 mln PLN.

Po aktualizacji zysku netto z 9M'14 ING BSK jest na dobrej drodze aby zrealizować prognozę rynku na poziomie 1 084 mln PLN (źródło Bloomberg). Ponadto, uważamy, iż ING BSK jest dobrze spozycjonowany na środowisko niskich stóp procentowych w 2015 roku dzięki niskiemu wskaźnikowi kredyty / depozyty (84%) pozwalającemu na szybki wzrost kredytów oraz portfelowi papierów wartościowych, które powinny pozytywnie kontrybuować do wyniku odsetkowego.

Millennium
Trzymaj

Analitik: Michał Konarski	Cena bieżąca: 8,19 PLN		Cena docelowa: 8,46 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-10-07				
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 161,2	1 270,8	9,4%	1 411,6	11,1%	1 534,9	8,7%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkowa	2,2%	2,3%		2,4%		2,4%		MC (cena bieżąca)	9 935,4
WNDB	2 008,2	2 006,4	-0,1%	2 272,8	13,3%	2 413,4	6,2%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	832,0	916,8	10,2%	1 087,1	18,6%	1 196,9	10,1%		
Zysk brutto	593,8	680,6	14,6%	820,5	20,5%	921,9	12,4%		
Zysk netto	472,2	535,8	13,5%	654,2	22,1%	744,6	13,8%		
ROE	10,0%	10,5%		11,8%		12,5%		Zmiana ceny: 1m	1,1%
P/E	21,0	18,5		15,2		13,3		Zmiana ceny: 6m	-4,7%
P/BV	2,1	1,9		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	11,4%
DPS	0,0	0,0		0,2		0,3		Min (52 tyg.)	7,0
Dyield (%)	0,0	0,0		2,7		3,3		Max (52 tyg.)	9,6

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Banku Millennium. Kurs Banku Millennium uległ przecenieniu o 7,8% w listopadzie, zachowując się 8,7% gorzej od indeksu WIG Banki. Negatywny kurs akcji banku odzwierciedla obawy inwestorów o podaż akcji ze strony głównego akcjonariusza Millennium BCP oraz wysoką wrażliwość wyników banku na podwyższone opłaty BFG. Z drugiej strony, Spółkę charakteryzują dobre wyniki finansowe, które notują poprawę Q/Q oraz niska wrażliwość na ruchy stóp procentowych. Dodatkowo, bank oczekuje na zgodę od KNF, aby stosować metodologię zaawansowaną, co w efekcie w znaczący sposób podniesie wskaźniki wypłacalności, co może się przełożyć na wyższą dywidendę.

BCP może sprzedać część Millennium

Według prasy, właściciel Banku Millennium, Millennium BCP rozważa redukcję swojego udziału. Po sprzedaży części udziału Millennium BCP miałyby zachować kontrolę nad Bankiem Millennium w Polsce. Uważamy, iż scenariusz sprzedaży mniejszościowego udziału jest prawdopodobny w przypadku każdej instytucji finansowej gdzie zagraniczny właściciel ma udział powyżej 50%. Niemniej jednak, potrzeby kapitałowe Millennium BCP zostały już spełnione w ciągu roku zaś sam bank stwierdził, iż nie zamierza sprzedawać polskiego udziału.

Pekao		Redukuj							
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		186,45 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-12-05	
		Cena docelowa:		173,34 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 862,0	4 505,6	-7,3%	4 575,6	1,6%	5 033,7	10,0%	Liczba akcji (mln)	262,5
Marża odsetkowa	3,3%	2,9%		2,8%		2,9%		MC (cena bieżąca)	48 937,5
WNDB	7 790,2	7 407,9	-4,9%	7 354,0	-0,7%	7 933,1	7,9%	Free float	49,9%
Wynik operacyjny*	4 248,7	4 055,3	-4,6%	3 851,4	-5,0%	4 401,6	14,3%		
Zysk brutto	3 619,4	3 433,2	-5,1%	3 301,3	-3,8%	3 804,7	15,2%		
Zysk netto	2 906,0	2 767,8	-4,8%	2 675,8	-3,3%	3 084,2	15,3%		
ROE	13,1%	11,9%		11,5%		13,1%		Zmiana ceny: 1m	2,9%
P/E	16,8	17,7		18,3		15,9		Zmiana ceny: 6m	-1,7%
P/BV	2,1	2,1		2,1		2,1		Zmiana ceny: 12m	1,8%
DPS	5,4	8,4		10,0		10,2		Min (52 tyg.)	166,0
Dyield (%)	2,9	4,5		5,3		5,5		Max (52 tyg.)	199,8

* przed kosztami rezerw

Obniżamy naszą rekomendację trzymaj do redukuj dla Banku Pekao. Kurs akcji Banku Pekao wzrósł w listopadzie o 5,0% wobec wzrostu indeksu WIG Banki o 1,0%. Na wskaźniku 12M forward P/E bank notowany jest ze znaczącą 19% premią względem polskiego sektora bankowego wobec historycznej 5-letniej premii na poziomie 9%. Uważamy, iż Bank Pekao powinien być notowany z premią do sektora ze względu na wysoki potencjał do wypłaty dywidendy poparty najwyższym wskaźnikiem wypłacalności, ale jej obecny poziom jest zbyt wysoki.

Lepsze od oczekiwań wyniki dzięki niższemu saldzie rezerw oraz zyskom z AFS

Bank Pekao zaraportował zysk netto za 3Q 2014 w wysokości 704,4 mln PLN, +2,8% Q/Q oraz +8,6% R/R, powyżej średnich oczekiwań rynkowych (676,1 mln PLN, +4,2%) oraz naszej prognozy (678,1 mln PLN). Lepsze od oczekiwań wyniki to zasługa niższego niż oczekiwano salda rezerw oraz zysków zrealizowanych na papierach wartościowych dostępnych do sprzedaży (95 mln PLN wobec 35 mln PLN w 2Q'14). W wynikach negatywnie postrzegamy znaczącą presję na marżę odsetkową (-12 p.b. Q/Q) w kwartale. Oczekujemy neutralnej reakcji rynku. Po osiągnięciu zysku netto na poziomie 2 023 mln PLN w 9M'14, Bank Pekao jest na dobrej drodze aby zrealizować całoroczną prognozę rynku na poziomie 2 715 mln PLN.

Spadek marży odsetkowej w kwartale (-12 p.b. do poziomu 2,83%) został odzwierciedlony w wyniku odsetkowym który w kwartale spadł o 0,5% Q/Q. Kredyty w 3Q'14 wzrosły o 0,8% Q/Q wobec wzrostu depozytów o 4,9% Q/Q, co przełożyło się na spadek wskaźnika kredyty do depozytów do poziomu 91,9% z 95,6% w 2Q'14. Wynik prowizyjny spadł w kwartale o 4,0% Q/Q oraz 5,8% R/R, zgodnie ze średnimi oczekiwaniami rynkowymi. Koszty operacyjne spadły o 0,5% Q/Q oraz 0,5% R/R, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi. Spadek kosztów to zasługa kosztów osobowych (-0,8% Q/Q) przy jednoczesnym spadku kosztów nie osobowych (-0,5% Q/Q). Saldo rezerw spadło w 3Q'14 o 5,9% Q/Q i 21,0% R/R, znacznie poniżej oczekiwań rynku. Koszt ryzyka spadł z poziomu 50 p.b. w 2Q'14 do 46 p.b. w 3Q'14. Wskaźnik kredytów nie pracujących uległ dalszej poprawie z poziomu 7,0% w 2Q'14 do 6,9% w 3Q'14.

Pekao oczekuje presji na marżę w 4Q'14

Według Prezesa, w efekcie cięcia stóp procentowych wynik odsetkowy Banku Pekao powinien spaść o około 70-80 mln PLN w 4Q'14. To powinno przełożyć się na spadek marży odsetkowej o 20-30 p.b. w 4Q'14. Niemniej jednak, duży portfel papierów wartościowych dostępnych do sprzedaży powinien stworzyć pewien bufor przed kolejnymi spadkami wyniku odsetkowego w przyszłości. Uważamy, iż prognoza zarządu co do wrażliwości banku na spadki stóp procentowych mogła negatywnie zaskoczyć rynek.

Pekao otrzymało zgodę na przejęcie SKOKu

Pekao ma zgodę UOKiK na przejęcie kontroli nad SKOK im. Mikołaja Kopernika. Taką samą zgodę otrzymało wcześniej PKO BP.

PKO BP
Kupuj

Analitik: Michał Konarski	Cena bieżąca: 37,62 PLN		Cena docelowa: 43,20 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-07-14				
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	8 089,3	6 722,0	-16,9%	7 456,4	10,9%	8 437,8	13,2%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	4,2%	3,4%		3,3%		3,3%		MC (cena bieżąca)	47 025,0
WNDB	12 007,4	10 706,9	-10,8%	11 614,8	8,5%	12 788,3	10,1%	Free float	68,6%
Wynik operacyjny*	6 939,1	6 047,4	-12,9%	5 878,6	-2,8%	7 130,6	21,3%		
Zysk brutto	4 613,9	3 959,9	-14,2%	4 036,6	1,9%	4 999,3	23,8%		
Zysk netto	3 738,6	3 233,8	-13,5%	3 266,0	1,0%	4 045,3	23,9%		
ROE	15,9%	13,0%		12,4%		14,1%		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/E	12,6	14,5		14,4		11,6		Zmiana ceny: 6m	-6,5%
P/BV	1,9	1,9		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	-5,2%
DPS	1,3	1,8		0,8		1,3		Min (52 tyg.)	35,6
Dyield (%)	3,4	4,8		2,0		3,5		Max (52 tyg.)	44,2

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla banku PKO BP. Kurs banku spadł o 4,7% od początku roku (do końca listopada) zachowując się znacznie gorzej od indeksu WIG Banki (+2,7%). Uważamy, iż negatywny sentyment inwestorów odzwierciedlają oczekiwana podaż akcji przez Skarb Państwa (6%) oraz obawy przed kolejnymi obniżkami stóp procentowych w Polsce. Niemniej jednak uważamy, iż nawet w scenariuszu nowego cyklu luzowania polityki monetarnej obecne dyskonto do średniej jest zbyt wysokie. Ponadto, fuzja z Nordeą w 2014 roku powinna pomóc bankowi zneutralizować negatywne czynniki w 2015 roku (niższe stopy, wyższe opłaty BFG, niższe opłaty interchange).

Lepszy od konsensusu wynik na niższym saldzie rezerw

Wynik netto PKO BP w 3Q'14 wyniósł 873,4 mln PLN, +2,1 Q/Q oraz 16,1% R/R, lekko powyżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 853,9 mln PLN oraz naszych prognoz na poziomie 853,5 mln PLN. Wyniki zostały wsparte przez niższe niż oczekiwano saldo rezerw, które zdołało zniwelować negatywny efekt niższych niż oczekiwano przychodów z działalności podstawowej. Oceniamy wyniki pozytywnie. Bank zrealizował 78% naszej oraz 76% rynkowej prognozy.

Wynik na działalności podstawowej spadł o 0,6% Q/Q. Wynik odsetkowy wzrósł w kwartale o 2,0% Q/Q (zgodnie z oczekiwaniami), zaś wynik prowizyjny spadł (3% poniżej oczekiwań rynku) o 7,3% Q/Q, co ma związek ze spadkiem opłaty interchange. Marża odsetkowa spadła w kwartale o 2 p.b. do poziomu 3,25%. Kredyty oraz depozyty w 3Q'14 pozostały na niezmiennym poziomie. Wskaźnik kredyty do depozytów pozostał na poziomie 104%. Koszty operacyjne pozostały w kwartale bez zmian, lekko poniżej średnich oczekiwań rynkowych. Saldo rezerw w 3Q'14 zanotowało istotną poprawę o 14,8% Q/Q, poniżej średnich oczekiwań rynkowych. Koszt ryzyka w 3Q'14 (do średnich kredytów brutto) spadł z poziomu 131 p.b. w 2Q'14 do 102 p.b. w 3Q'14.

Podsumowanie spotkania po wynikach za 3Q'14

Uważamy, iż oczekiwany przez Zarząd spadek marży odsetkowej w 4Q'14 (-30 p.b.) może zostać negatywnie odebrany przez rynek. Dodatkowo, w 4Q'14 PKO BP zakłada największe koszty integracji w kwartale (około 57 mln PLN), co wywrze presję na wyniki banku. Uważamy, iż wyniki oraz prognoza Zarządu skłonią analityków do negatywnej rewizji swoich prognoz na 2014 oraz 2015 rok. Dodatkowo uważamy, iż ze względu na wyższe niż oczekiwano obniżki stóp procentowych oraz pomimo zapewnień Zarządu wynik za 2013 rok (3,2 mld PLN) może być nie do powtórzenia.

Marża odsetkowa

Marża odsetkowa do średnich aktywów pracujących pozostała w 3Q'14 na niezmiennym poziomie 3,6%. Zarząd oczekuje, iż obniżka stóp procentowych, a w szczególności stopy lombardowej, będzie miała negatywny wpływ w wysokości - 30 p.b. Efekt obniżek stóp będzie także widoczny w 1Q'15. Zarząd uważa, iż rynek będzie cechowała niepewność w oczekiwaniu na kolejne obniżki stóp procentowych. Obecna prognoza PKO BP zakłada, iż stopy spadną jeszcze o 25 p.b. i utrzymają się na tym poziomie w 2015 roku. Negatywny wpływ obniżek stóp bank będzie chciał po części zniwelować poprzez akcję kredytową w segmentach kredytów konsumpcyjnych oraz hipotecznych, gdzie marże obecnie są na rekordowo wysokich poziomach (wg Zarządu powyżej 2%). Bank nie zamierza aktywnie rozwijać akcji kredytowej do korporacji, gdzie widzi niskie marże.

Integracja z Nordeą

PKO BP zrewidowało swoje założenia odnośnie synergii oraz kosztów integracji z Nordeą. Koszty integracji w 3Q'14 wyniosły zaledwie 15 mln PLN, poniżej oczekiwań Zarządu. Dla całego 2014 roku Zarząd zakłada koszty integracji na poziomie 85 mln PLN (57 mln PLN w 4Q'14) oraz synergii kosztowych na poziomie 6 mln PLN. W 2015 roku PKO BP oczekuje, iż koszty integracji wyniosą 115 mln PLN wobec synergii kosztowych na poziomie 105 mln PLN. W latach 2016-17 PKO BP nie oczekuje kosztów integracji, ale oczekuje synergii kosztowych na poziomie odpowiednio 174-200 mln PLN. Łączny koszt integracji wzrósł z planowanych 305 mln PLN do 325 mln PLN ze względu na przyspieszenie integracji (brak kosztów integracji w 2016 roku), zaś synergii kosztowe z 176 mln PLN w 2017 do 200 mln PLN (łącznie wraz z synergiami przychodowymi z 223,5 mln PLN do 278 mln PLN).

Koszt ryzyka

Koszt ryzyka (do średnich kredytów brutto) w PKO BP wyniósł 102 p.b. w 3Q'14 wobec 131 p.b. w 2Q'14. Zarząd uważa, że koszt ryzyka po stronie korporacji ma nadal potencjał do spadku. Jednocześnie, sprzedaż niepracujących kredytów konsumenckich w 3Q'14 wyniosła poniżej 100 mln PLN, co Zarząd uważa za wynik poniżej średniej. W 4Q'14 PKO BP powinien powrócić do trendu i sprzedać około 150-200 mln PLN złych kredytów. Oczekiwany efekt na RZIS jest na znikomym poziomie.

Kredyty do depozytów

Zarząd PKO BP czuje się komfortowo z poziomem wskaźnika kredyty do depozytów na poziomie 104%. Kredyty do stabilnych źródeł finansowych w kwartale wyniosły 87%. Bank nie planuje żadnej intensywnej kampanii depozytowej. Jednocześnie bank chciałby utrzymać udział rynkowy w sprzedaży kredytów detalicznych na poziomie 25-27%.

Zysk netto

Zarząd PKO BP uważa, iż wynik z 2014 roku może być ciężki do utrzymania w roku 2015.

Komerčni Banka		Sprzedaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		5 000,00 CZK		Data ostatniej aktualizacji:		2014-10-07	
		Cena docelowa:		4 115,00 CZK					
(mln CZK)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)	
Wynik odsetkowy	21 947,0	21 207,0	-3,4%	21 633,7	2,0%	23 125,2	6,9%	Liczba akcji (mln)	37,8
Marża odsetkowa	2,8%	2,7%		2,6%		2,7%		MC (cena bieżąca)	188 855,9
WNDB	32 689,0	30 894,0	-5,5%	31 264,9	1,2%	32 931,0	5,3%	Free float	39,6%
Wynik operacyjny*	19 178,0	17 746,0	-7,5%	18 117,6	2,1%	19 641,9	8,4%		
Zysk brutto	16 939,0	16 940,0	0,0%	15 731,0	-7,1%	16 576,2	5,4%		
Zysk netto	13 953,0	12 528,0	-10,2%	12 405,2	-1,0%	13 239,9	6,7%		
ROE	15,8%	12,7%		12,3%		12,8%		Zmiana ceny: 1m	6,6%
P/E	13,5	15,1		15,2		14,3		Zmiana ceny: 6m	8,9%
P/BV	1,9	1,9		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	15,2%
DPS	160,0	230,0		215,0		215,0		Min (52 tyg.)	4 200,0
Dyield (%)	3,2	4,6		4,3		4,3		Max (52 tyg.)	5 179,0

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację sprzedaj dla Komerčni Banka. W przeciągu ostatniego miesiąca kurs akcji wzrósł (w USD) o 6,7%, znacząco powyżej indeksu MSCI EME Financials (-2,2%). Obecnie na wskaźniku 12M forward P/E Komerčni Banka notowane jest na równi z indeksem WIG Banki, kiedy na 5-letniej historycznej średniej notowane było z 13% dyskontem. Uważamy, iż zamknięcie dyskonta jest nieusprawiedliwione ze względu na znacznie gorszą dynamikę zysku netto w porównaniu do banków w Polsce. Dodatkowo, po konferencji wynikowej Zarząd banku przedstawił mało inspirującą prognozę wyników na rok 2015.

Niskie saldo rezerw w 3Q'14

Komerčni Banka zaraportował zysk netto za 3Q 2014 w wysokości 3 268 mln CZK, -1,1% Q/Q, ale +0,6% R/R, powyżej średnich oczekiwań rynkowych (3 069 mln CZK, +6,5%) oraz naszej prognozy (3 113 mln CZK). Lepszy od oczekiwań wynik jest rezultatem niższego od oczekiwań salda rezerw w 3Q'14. Komerčni Banka po 9M'14 zrealizowała 78% zysku oczekiwanego przez rynek (źródło Bloomberg) oraz przez Dom Maklerski mBanku.

Wynik odsetkowy w kwartale wzrósł o 1,1% Q/Q oraz o 1,9% R/R do 5 395 mln CZK, lekko powyżej średnich oczekiwań rynkowych. Niemniej jednak, marża odsetkowa (do średnich aktywów) spadła Q/Q o 3 p.b. do poziomu 2,41%. Spadek marży odsetkowej wynika z presji na ceny depozytów w środowisku niskich stóp procentowych.

Kredyty brutto lekko wzrosły o 0,6% Q/Q oraz o 4,0% R/R w 3Q'14. Wzrost wolumenów w 3Q'14 był widoczny po stronie kredytów detalicznych (+1,3% Q/Q) przy braku wzrostu w korporacjach. Depozyty w 3Q'14 wzrosły o 3,4% Q/Q dzięki wzrostowi zarówno po stronie korporacji (+3,6% Q/Q), jak i klientów indywidualnych (+2,1% Q/Q). Wskaźnik kredyty do depozytów spadł z poziomu 72,0% w 2Q'14 do 70,0% w 3Q'14.

Wynik prowizyjny zanotował spadek w 3Q'14 o 3,7% Q/Q do poziomu 1 647 mln CZK. Na kwartalny spadek wyniku z prowizji miały wpływ niższe prowizje związane z kredytami (-6,3% Q/Q), ze sprzedaży związanej (-6,0% Q/Q) oraz pozostałych opłat (-9,1% Q/Q). Spadek prowizji związany był ze wzrostem udziału kredytów, od których nie pobierane są opłaty oraz kontynuacji programu lojalnościowego „MojeOdmeny”.

Koszty operacyjne wzrosły w 3Q'14 o 1,7% Q/Q do poziomu 3 254 mln CZK, zgodnie ze średnimi oczekiwaniami rynkowymi. Wzrost kosztów w kwartale bank zanotował po stronie kosztów osobowych (+3,2% Q/Q). Wskaźnik kosztów do dochodów pozostał bez zmian na poziomie 42,2% w 3Q'14.

Saldo rezerw wzrosło o 16,4% Q/Q, ale spadło o 19,7% R/R do poziomu 305 mln CZK, znacznie poniżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 389,0 mln CZK. Wzrost salda rezerw po stronie korporacyjnej (z 40 mln CZK w 2Q'14 do 88 mln CZK w 3Q'14) został prawie zrównoważony przez spadek salda rezerw po stronie detalicznej (z 230 mln CZK do 212 mln CZK). Koszt ryzyka wzrósł z 22 p.b. w 2Q'14 do 25 p.b. w 3Q'14. Jakość aktywów pozostała bez zmian ze wskaźnikiem przeterminowanych kredytów (LUSR) na poziomie 5,5% w 3Q'14, zaś wskaźnik pokrycia rezerwami wzrósł z poziomu 66,7% w 2Q'14 do 67,9% w 3Q'14.

Telekonferencja po wynikach 3Q'14

Wyniki banku w 2014 roku: Zarząd Komerčni Bank oczekuje, iż przychody w 2014 roku spadną około 2%, zaś koszty operacyjne do 1% R/R. Ponadto, zarząd uważa że w 3Q'14 roku był ponadprzeciętnie silny kwartał wyniku handlowego. Ponadto Bank oczekuje, iż koszt ryzyka utrzyma się na obecnym niskim poziomie

Wyniki banku w 2015 roku: Zarząd banku oczekuje, iż przychody w 2015 pozostaną prawie bez zmian względem 2014 roku. Na płaskie przychody składać się będzie, płaski wynik odsetkowy, spadek wyniku prowizyjnego (o około 2% R/R) oraz wyższy wynik na działalności handlowej. Bank oczekuje, iż w 2015 roku, marża odsetkowa spadnie ze względu na utrzymujące się środowisko niskich stóp procentowych. Jednocześnie Zarząd oczekuje, iż koszty operacyjne pozostaną płaskie w 2015 roku.

Dywidenda: Wzrost wskaźnika Tier 1 ratio do 17,1%, powyżej celu zarządu na poziomie 15-16%, spowodował rewizję polityki dywidendowej przez spółkę. Zarząd w latach 2014-15 zamierza wypłacić dywidendę w przedziale 70-100% zysku netto (poprzednio do 70%).

Uważamy, iż prognoza na rok 2015 jest mało inspirująca. Obecnie średnie oczekiwania rynkowe wskazują na wzrost zysku netto Komerčni Banka o 4,0% R/R w 2015 roku wobec prognozy zarządu, która wskazuje na płaski zysk netto. Dodatkowo, uważamy iż płaski zysk netto w 2015 może być zagrożony przez normalizację po stronie kosztów ryzyka. Z drugiej strony, rynek pozytywnie zareagował na informację o wyższej dywidendzie w kolejnych dwóch latach.

Erste Bank
Trzymaj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 21,18 EUR		Cena docelowa: 29,60 EUR		Data ostatniej aktualizacji: 2014-01-15			
(mln EUR)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Wynik odsetkowy	5 235,3	4 858,1	-7,2%	4 917,8	1,2%	5 141,1	4,5%	Liczba akcji (mln)	429,8
Marża odsetkowa	2,5%	2,3%		2,3%		2,3%		MC (cena bieżąca)	9 103,2
WNDB	7 229,5	6 961,3	-3,7%	7 051,4	1,3%	7 349,4	4,2%	Free float	69,5%
Wynik operacyjny*	2 781,2	2 139,3	-23,1%	2 768,2	29,4%	3 077,7	11,2%		
Zysk brutto	801,2	374,3	-53,3%	1 374,5	267,2%	1 736,4	26,3%		
Zysk netto	342,4	195,8	-42,8%	818,4	318,0%	1 100,7	34,5%		
ROE	3,2%	1,7%		6,7%		8,4%		Zmiana ceny: 1m	7,0%
P/E	24,4	46,5		11,1		8,3		Zmiana ceny: 6m	-18,9%
P/BV	0,8	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-14,3%
DPS	0,0	0,4		0,2		0,5		Min (52 tyg.)	17,0
Dyield (%)	0,0	1,9		0,8		2,4		Max (52 tyg.)	29,7

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla walorów Erste Bank. Kurs Erste Banku spadł od początku roku o 22,5% (w USD, do końca listopada). Słaby sentyment odzwierciedlają straty jakie bank poniesie w związku z wymuszoną sprzedażą kredytów niepracujących w Rumunii, a także wprowadzenie nowej ustawy o rekompensatach na Węgrzech w związku. Jednocześnie bank nadal prognozuje powrót do zyskowności w 2015 roku. Prognoza ta nie powinna być zagrożona ze względu na nową ustawę na Węgrzech, która zmusi banki do przewalutowania kredytów w walucie obcej do lokalnej.

RBI		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		15,82 EUR		Data ostatniej aktualizacji:		2014-01-15	
		Cena docelowa:		32,10 EUR					
(mln EUR)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Wynik odsetkowy	3 472,2	3 728,9	7,4%	3 785,1	1,5%	3 960,7	4,6%	Liczba akcji (mln)	194,9
Marża odsetkowa	2,5%	2,8%		2,8%		2,9%		MC (cena bieżąca)	3 084,1
WNDB	5 304,3	5 477,3	3,3%	5 523,8	0,8%	5 851,1	5,9%	Free float	21,5%
Wynik operacyjny*	2 040,4	1 990,3	-2,5%	2 196,2	10,3%	2 561,2	16,6%		
Zysk brutto	1 031,6	834,7	-19,1%	1 134,3	35,9%	1 525,2	34,5%		
Zysk netto	752,0	602,9	-19,8%	566,1	-6,1%	850,8	50,3%		
ROE	10,1%	8,0%		7,3%		10,2%		Zmiana ceny: 1m	-5,0%
P/E	4,1	5,1		5,4		3,6		Zmiana ceny: 6m	-37,7%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-34,9%
DPS	1,1	1,2		0,4		0,9		Min (52 tyg.)	15,0
Dyield (%)	6,6	7,4		2,3		5,5		Max (52 tyg.)	31,3

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla walorów RBI. Kurs akcji RBI spadł od początku roku o 32,2% (do końca listopada, w USD). Na negatywny sentyment inwestorów do walorów RBI w obecnym roku ma wpływ konflikt pomiędzy Ukrainą a Rosją przekładający się na wyższy poziom rezerw w obu krajach oraz odpisy na Węgrzech związane z nową ustawą o rekompensatach. W 9M'14 zysk brutto z Rosji stanowił aż 73% zysku brutto całej grupy. Niemniej jednak pomimo straty netto, jaką bank poniesie w roku obecnym (do 500 mln EUR), Zarząd zdecydował się na spłatę pozostałej części kapitału partycypacyjnego co może wskazywać na relatywnie silną pozycję kapitałową banku.

Niższa strata niż oczekiwano w 3Q'14

Raiffeisen Bank International (RBI) zaraportował stratę netto w 3Q'14 (przed kapitałem partycypacyjnym) na poziomie 118,9 mln EUR, poniżej straty oczekiwanej przez rynek na poziomie 137 mln EUR (źródło RBI). Lepsze od oczekiwań wyniki to przede wszystkim zasługa wyższego niż oczekiwano wyniku odsetkowego oraz prowizyjnego oraz niższego salda rezerw. RBI podwyższył prognozę na saldo rezerw w 2014 z 1,5-1,7 mld EUR do 1,8 mld EUR. Warte zauważenia jest również spłata pozostałego kapitału partycypacyjnego w wysokości 0,75 mld EUR we wrześniu oraz zaksięgowanie strat związanych z jednostronnymi zmianami umów kredytowych na Węgrzech w wysokości 205 mln EUR. Uważamy, iż wyniki powinny mieć lekko negatywny wpływ na notowania banku ze względu na zmianę prognoz, spadek wyniku w Rosji, ale również ze względu na znaczące odpisy w segmencie korporacyjnym.

Wynik na działalności podstawowej spadł w 3Q'14 o 1,5% Q/Q oraz o 1,0% R/R oraz był wyższy wobec średnich oczekiwań rynkowych wskazujących na spadek wyniku o 2,7% Q/Q. Lepszy od oczekiwań wynik to głównie zasługa wyniku prowizyjnego (+3,8% Q/Q). Marża odsetkowa (do średnich aktywów) spadła w kwartale o 19 p.b. do poziomu 2,90%, pomimo lekkiego wzrostu wolumenów kredytowych (+2,1% Q/Q). Wynik odsetkowy spadł w kwartale o 3,6% Q/Q oraz pozostał na niezmiennym poziomie R/R, głównie za sprawą niższego wyniku na derywatach. Wzrost wyniku prowizyjnego to między innymi efekt wyższych prowizji z tytułu FX, bilonu oraz metali szlachetnych.

Koszty operacyjne spadły w 3Q'14 o 4,5% R/R do poziomu 776,5 mln EUR, poniżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 784 mln EUR. W 3Q'14 koszty osobowe spadły o 3% Q/Q zaś pozostałe koszty administracyjne o 1% Q/Q.

Saldo rezerw mocno wzrosło do poziomu 515,0 mln EUR, +79,7% Q/Q oraz +55,8% R/R, lekko poniżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 525 mln EUR. Wzrost salda w kwartale był widoczny w segmencie pozostałe CIS

(+53,8% Q/Q) oraz w segmencie korporacyjnym (z 11 mln EUR do 236 mln EUR) ze względu na ekspozycję banku na rynek surowcowy w Azji. Wskaźnik NPL zanotował nieznaczny wzrost z poziomu 10,7% w 2Q'14 do 11,1% w 3Q'14, zaś wskaźnik pokrycia rezerwami pozostał na prawie niezmiennym poziomie 65,4%. Poprawa wskaźnika NPL widoczna była w segmentach CEE (z 11,7% w 2Q'14 do 11,5% w 3Q'14) oraz w SEE (z 14,5% do 14,2%) zaś pogorszenie przede wszystkim na Ukrainie (36,0% do 39,8%) oraz w korporacjach (z 6,2% do 8,6%).

W podziale na dywizje znaczący spadek wyników w kwartale segmentów CEE (strata na poziomie 139 mln EUR związana z Węgrami), w Rosji (-21,3% Q/Q) oraz pozostałych CIS (-83,7 mln EUR wobec zysku 2,4 mln EUR w 2Q'14). Jednocześnie, RBI zanotował wysoki wzrost zysku netto w segmencie SEE w 3Q'14 (+37% Q/Q). Za spadek wyniku netto w segmencie CEE odpowiedzialne jest zaksięgowanie straty na Węgrzech (205 mln EUR wobec 67 mln EUR w 2Q'14) w związku z programem rekompensat. Całkowity odpis na Węgry jest znacznie wyższy niż pierwotne oczekiwania banku na poziomie 140 mln EUR. Dodatkowo, po konwersji kredytów FX do waluty lokalnej (w 2015), RBI utraci około 20 mln EUR przychodów odsetkowych rocznie.

Segment w Rosji zanotował spadek zysku netto o 21,3% Q/Q. Poprawa wyniku odsetkowego (+11,2% Q/Q) oraz spadek kosztów operacyjnych (-2,2% Q/Q) została zniwelowana przez spadek wyniku handlowego (strata na poziomie 36 mln EUR). Wskaźnik NPL lekko wzrósł z poziomu 5,5% w 2Q'14 do 5,6% w 3Q'14 przy jednoczesnym lekkim spadku wskaźnika pokrycia rezerwami do poziomu 74,4% z 75,5% w 2Q'14. **Strata na Ukrainie** wzrosła w 3Q'14 do 105 mln EUR z 10 mln EUR w 2Q'14. Wyższa strata to efekt spadku wyniku odsetkowego (-11,4% Q/Q) oraz wzrostu kosztów operacyjnych (+57% Q/Q w związku z odpisem wartości niematerialnych) oraz salda rezerw (+56,2% Q/Q). Pomimo wzrostu wskaźnika NPL do poziomu 39,8% (z 36,0% w 2Q'14) wskaźnik pokrycia rezerwami wzrósł do 81% z 79% w 2Q'14.

Prognoza Zarządu uległa lekkiej korekcie. W 2014 roku, Zarząd RBI oczekuje stabilnego salda kredytów w 2014 roku, salda rezerw na poziomie 1,8 mld EUR (1,5-1,7 mld EUR poprzednio) oraz niższych kosztów operacyjnych w 2016 roku względem roku 2012 oraz średniego trzy-cyfrowego zysku netto w 2015 roku.

RBI oczekuje podwyższonego salda rezerw w Rosji w 2015

Zarząd RBI oczekuje, iż saldo rezerw w Rosji w 2015 znajdzie się lekko powyżej zannualizowanego poziomu salda rezerw z 3Q'14 (47 mln EUR). Oznacza to, iż zakładając równy poziom salda rezerw w Rosji przez kolejne 5 kwartałów, saldo rezerw w 2015 roku wzrośnie o 16% R/R. Bank oczekuje, iż wraz ze

wzrostem salda rezerw nastąpi wzrost wskaźnika NPL. Dodatkowo, zarząd oczekuje niskiego dwucyfrowego wpływu na wyniki banku w Polsce z tytułu niższej stopy lombardowej oraz jednocyfrowego wpływu ze względu na wyższą opłatę BFG. Uważamy, iż wyższe rezerwy w Rosji nie powinny być zaskoczeniem dla rynku biorąc pod uwagę kryzys polityczny jak i makroekonomiczny.

OTP BANK		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 4 001,00 HUF		Cena docelowa: 4 618,00 HUF		Data ostatniej aktualizacji: 2014-01-15			
(mld HUF)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mld HUF)	
Wynik odsetkowy	647,8	653,1	0,8%	671,5	2,8%	710,1	5,7%	Liczba akcji (mln)	251,7
Marża odsetkowa	6,4%	6,5%		6,5%		6,7%		MC (cena bieżąca)	1 007,0
WNDB	1 488,6	1 538,7	3,4%	1 518,1	-1,3%	1 654,1	9,0%	Free float	100,0%
Wynik operacyjny*	445,9	447,7	0,4%	466,4	4,2%	499,4	7,1%		
Zysk brutto	192,2	184,9	-3,8%	237,9	28,6%	266,3	11,9%		
Zysk netto	121,7	145,8	19,8%	140,5	-3,6%	164,1	16,8%		
ROE	8,3%	9,5%		8,8%		9,7%		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/E	8,3	6,9		7,2		6,1		Zmiana ceny: 6m	-13,6%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-6,0%
DPS	101,7	145,9		145,0		152,2		Min (52 tyg.)	3 555,0
Dyield (%)	2,5	3,6		3,6		3,8		Max (52 tyg.)	4 875,0

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendacją dla watorów OTP. Od początku roku kurs akcji banku spadł o 15,7% (w USD, na koniec listopada). Negatywne zachowanie kursu odzwierciedlają stratę netto jakiej bank oczekuje w 2014 roku w związku z kosztami nowej ustawy na Węgrzech, która ma za zadanie zrekomensować klientom jednostronne zmiany umów oraz niewłaściwe kursy walutowe stosowane do obliczania rat. Ponadto, bank utraci część wyniku odsetkowego w kolejnych latach w związku z planem przewalutowania kredytów denominowanych w walucie obcej do forinta. Wobec powyższego uważamy, iż dyskonto do sektora CEE jest uzasadnione.

Lepsze od oczekiwań wyniki w 3Q'14

OTP Bank zaraportował zysk netto za 3Q 2014 w wysokości 34,10 mld HUF (przed zyskami udziałowców mniejszościowych), +214% R/R, powyżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 28,7 mld HUF oraz naszych na poziomie 26 mld HUF. Lepszy od oczekiwań wynik to pochodna rozwiązania rezerw z tytułu jednostronnych zmian umów w wysokości 7,73 mld HUF. W 3Q'14 zostały również zaksięgowane dodatkowe rezerwy w wysokości 6,84 mld HUF na Ukrainę.

Wynik odsetkowy pozostał na prawie niezmiennym poziomie Q/Q, ale spadł o 4,3% R/R, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi. Wzrost wyniku odsetkowego w Rumunii (+7% Q/Q), Rosji (+1% Q/Q), Bułgarii (+2,4% Q/Q) oraz w Serbii (+7% Q/Q) został zrównoważony przez spadek wyniku na Ukrainie (-10,6% Q/Q). Wynik prowizyjny pozostał w kwartale na prawie niezmiennym poziomie Q/Q, ale spadł 4,5% R/R, lekko poniżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 41,7 mld HUF. Nie wliczając specjalnych odpisów na Ukrainę, saldo rezerw wzrosło w 3Q'14 o 2,8% Q/Q, ale spadło o 1,4% R/R. Wzrost salda rezerw Q/Q był widoczny na Ukrainie (+19% Q/Q), w Rosji (+8% Q/Q) oraz w Rumunii (+15% Q/Q) przy znaczących spadkach w Bułgarii (-23% R/R), Serbii (-32% Q/Q) oraz na Węgrzech (-33% Q/Q). Wskaźnik NPL wzrósł do poziomu

21,8% w 3Q'14 z poziomu 21,6% w 2Q'14 oraz 20,6% w 3Q'13. Wskaźnik pokrycia rezerwami wyniósł 84,8% i nieznacznie wzrósł z poziomu 84,1% w 2Q'14. Wskaźnik wypłacalności Core Tier 1 wzrósł w 3Q'14 do poziomu 14,5% z 14,2% w 2Q'14.

W ujęciu regionalnym wzrost zysku netto zaraportowały Węgry (+8,7% Q/Q), Bułgaria (+15,5% Q/Q), Czarnogóra (ze straty na poziomie 0,02 mld HUF w 2Q'14 do zysku 0,67 mld HUF w 3Q'14) oraz oddział w Serbii (ze straty na poziomie 0,11 mld HUF do zysku na poziomie 0,04 mld HUF w 3Q'14). Rosja oraz Ukraina zanotowały straty w 3Q'14 na poziomie odpowiednio 5,72 mld HUF (+153% Q/Q) oraz 10,86 mld HUF (+192% Q/Q). Wskaźnik NPL uległ poprawie na Węgrzech (z 19,4% w 2Q'14 do 18,4% w 3Q'14) co niemal wystarczyło, aby zniwelować negatywny efekt pogorszenia się jakości aktywów w Rosji (z 23,1% do 25,2%) oraz na Ukrainie (z 41,8% do 44,2%).

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q'14

Konwersja kredytów w walucie obcej obejmie tylko kredyty hipoteczne oraz pożyczki hipoteczne. Konwersja nastąpi najprawdopodobniej po kursie 309,0 za EUR oraz 256,5 za CHF. Oznaczać to będzie, iż z tytułu konwersji banki nie powinny ponieść znaczących jednorazowych strat. Niemniej jednak, nieznaną nadal pozostaje wysokość marży jaka zostanie ustanowiona dla banków w ustawie o „sprawiedliwej bankowości”.

Straty na **Ukrainie** sięgnęły 37 mld HUF włączając odpisy na Krym oraz wschodnią Ukrainę. Zarząd szacuje, że w całym roku straty sięgną 50 mld HUF.

Zarząd oczekuje, iż **Rosja** będzie przynosić straty również w 4Q'14. Jednocześnie, słaba waluta wobec HUF oznacza mniejszą stratę jaką bank ponosi na skonsolidowanym poziomie. Zarząd kontynuuje restrukturyzację biznesu w Rosji i uważa, że segment ten nie będzie w przyszłości tak dochodowy jak w przeszłości. Zarząd oczekuje, że bank powróci do zyskowności w jednym z kwartałów w 2015 roku. Uważamy, iż oczekiwania zarządu odnośnie Ukrainy oraz Rosji to główne negatywy konferencji po wynikach za 3Q'14.

Ubezpieczyciele

PZU		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		470,30 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2013-11-06	
		Cena docelowa:		425,00 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Składka brutto:	16 243,1	16 480,0	0,0	17 712,4	0,1	18 438,4	0,0	Liczba akcji (mln)	86,4
majątkowa	8 789,2	8 274,0	-0,1	9 056,2	0,1	9 471,8	0,0	MC (cena bieżąca)	40 611,5
życiowa	7 454,0	7 745,0	0,0	7 745,0	0,0	8 656,2	0,1	Free float	64,8%
Wynik techniczny	19 916,4	18 726,2	-6,0%	20 052,8	7,1%	20 911,0	4,3%		
Zysk brutto	4 038,7	4 159,9	3,0%	3 428,2	-17,6%	3 457,9	0,9%		
Zysk netto	3 255,2	3 295,0	1,2%	2 745,6	-16,7%	2 769,5	0,9%		
ROE	24,1%	25,1%		22,1%		21,8%		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/E	12,5	12,3		14,8		14,7		Zmiana ceny: 6m	4,3%
P/BV	2,9	3,4		3,2		3,2		Zmiana ceny: 12m	3,6%
DPS	22,4	29,7		58,6		31,8		Min (52 tyg.)	409,0
Dyield (%)	4,8	6,3		12,5		6,8		Max (52 tyg.)	511,0

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację trzymaj dla PZU. Po wzroście kursu w październiku o +4,9% kurs w listopadzie zanotował korektę (-5,0%). Uważamy, iż niskie rentowności obligacji będą w dalszym ciągu wspierać sentyment w oczekiwaniu na dobre wyniki z działalności lokacyjnej również w 4Q'14. Ponadto, w grudniu Spółka ma zaprezentować nową strategię, która ma na celu jej uniezależnienie od zmiennych zysków z tytułu działalności lokacyjnej poprzez wzrost zysku z działalności podstawowej oraz działalności w segmencie służby zdrowia.

Wyniki zgodne z oczekiwaniami

PZU zaraportowało zysk netto za 3Q 2014 w wysokości 843,5 mln PLN, -12,1% Q/Q oraz -22,6% R/R, zgodnie ze średnimi oczekiwaniami rynkowymi (847,0 mln PLN) oraz naszą prognozą (830 mln PLN). Wyższe odszkodowania w kwartale zostały zrównoważone przez wyższy od oczekiwań wynik na działalności lokacyjnej. Składka przypisana brutto PZU zaraportowało zgodnie z oczekiwaniami rynku. Uważamy, iż ze względu na to że wyniki za 9M'14 stanowią aż 81% całorocznego konsensusu (3 155 mln PLN według Bloomberg) to pomimo sezonowo słabszego wyniku w 4Q oraz wysokiego wyniku na działalności lokacyjnej w obecnym kwartale, przyczynią się do pozytywnej rewizji średnich oczekiwań rynkowych.

Składka przypisana brutto spadła do poziomu 3 971 mln PLN w 3Q'14, -2,8% Q/Q ale +1,6% R/R, zgodnie z

oczekiwaniami rynku. Według PZU, składka przypisana brutto w segmencie majątkowym (Polska) wyniosła 6 155 mln PLN w 9M'14 (-1,3% R/R) zaś w segmencie na życie (Polska) 5 846 mln PLN (+0,2% R/R). Odszkodowania netto wzrosły w 3Q'14 do poziomu 2,994 mln PLN, +8,7% Q/Q oraz +8,8% R/R, powyżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 2 852 mln PLN. Koszty operacyjne w kwartale (+8,9% R/R) pozostały na prawie niezmiennym poziomie, lekko powyżej oczekiwań rynkowych. Wynik na działalności lokacyjnej wyniósł w 3Q'14 805 mln PLN, -2,1% Q/Q oraz -9,7% R/R, powyżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 774,5 mln PLN.

PZU zamierza rozwijać biznes zarządzania aktywami oraz prywatnej opieki zdrowotnej

Według Prezesa PZU, ubezpieczyciel w nowej strategii skupi się na rozwoju biznesu zarządzania aktywami. Który ma stać się źródłem dochodów w przyszłości oraz na działalności na rynku opieki zdrowotnej. PZU poprzez inwestycje w prywatną służbę zdrowia chce przygotować się do wprowadzenia dodatkowych ubezpieczeń na zdrowie. Jednocześnie PZU nie jest zainteresowane przejęciami szpitali. Ponadto, Prezes nie chce aby powtarzalne koszty administracyjne rosły szybciej od przypisanej składki. Uważamy, iż wiadomość nie powinna być zaskoczeniem. W poprzednich wywiadach prasowych, zarząd zdradził że nowa strategia skupi się na przemodelowaniu portfela inwestycyjnego oraz na inwestycjach w prywatną służbę zdrowia.

Usługi finansowe

Kruk								Kupuj	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		117,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-06-06	
		Cena docelowa:		113,29 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody ogółem	343,0	405,6	18,3%	513,8	26,7%	579,7	12,8%	Liczba akcji (mln)	17,0
Zakupy wierzytelności	303,0	355,7	17,4%	465,7	30,9%	529,7	13,7%	MC (cena bieżąca)	1 984,2
Inkaso	32,9	39,9	21,4%	36,4	-8,8%	36,9	1,3%	Free float	87,0%
Marża pośrednia	194,1	222,9	14,8%	286,0	28,3%	318,0	11,2%		
Zysk brutto	85,1	98,5	15,7%	144,9	47,1%	162,6	12,2%		
Zysk netto	81,2	97,8	20,4%	140,6	43,8%	152,8	8,7%		
ROE	29,2%	26,7%		28,9%		24,1%		Zmiana ceny: 1m	5,3%
P/E	24,4	20,3		14,1		13,0		Zmiana ceny: 6m	22,5%
P/BV	6,2	4,8		3,6		2,8		Zmiana ceny: 12m	32,4%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	77,2
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	119,0

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla walorów Kruka. Kruk pozostaje liderem na rynku wierzytelności w Polsce i Rumunii, a nabycie portfela wierzytelności hipotecznych w 1Q'14 i 4Q'14 oraz wejście na nowy rynek Niemiecki otwiera przed Spółką nowe perspektywy rozwoju. Oczekujemy, iż dynamika zysku netto Kruka w kolejnych trzech latach znacząco przewyższy dynamikę spółek porównywalnych, jak i polskich banków. Dodatkowo, zaraportowane wyniki w 9M'14 powinny doprowadzić do podwyższenia średnich oczekiwań rynkowych dla Spółki.

Wyniki znacznie poniżej konsensusu

Kruk zaraportował w 3Q'14 zysk netto na poziomie 26,0 mln PLN, -56,7% Q/Q i +-11,6% R/R, poniżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 28 mln PLN oraz naszej prognozy (30 mln PLN). Pomijając jednorazowy zysk w wysokości 18,7 mln PLN z tytułu sprzedaży wierzytelności z portfela zabezpieczonego w 2Q'14, spadek zysku netto w 3Q'14 wyniósł 37% Q/Q. Negatywnie w kwartale zaskoczyła dynamika przychodów (-27,7% Q/Q oraz -16,9% wyłączając zdarzenia jednorazowe), 9% poniżej konsensusu, gdzie spadek był widoczny przede wszystkim po stronie nabytych pakietów wierzytelności (-30,0% Q/Q oraz 18,4% Q/Q

wyłączając zdarzenia jednorazowe). Negatywna dynamika przychodów była również widoczna po stronie inkasa (-7,9% Q/Q) w 3Q'14. Koszty bezpośrednie i pośrednie w kwartale pozostały na prawie nie zmienionym poziomie (+1,1% Q/Q). Na wynik netto negatywnie wpłynęła również rewaluacja portfeli nabytych w wysokości 13,2 mln PLN (+12,4 mln PLN w 2Q'14). W 3Q'14 nakłady na nowe portfele wyniosły 42 mln PLN, zaś w 9M'14 nakłady stanowiły 355 mln PLN. Nominalna wartość portfeli nabytych w 3Q'14 wyniosła 519 mln PLN. Spółka jest nadal na dobrej drodze aby w 2014 roku zaraportować wyższy wynik netto niż oczekuje tego konsensus rynkowy (137 mln PLN wg Bloomberg'a wobec 126 mln PLN zaraportowane w 9M'14).

Kruk kupuje kolejny portfel hipoteczny

Według PAP, Kruk kupił portfel wierzytelności hipotecznych o nominalnej wartości 443 mln PLN. Jest to już 2 portfel wierzytelności hipotecznych zakupiony przez Kruka w obecnym roku. W 1Q'14 Kruk poinformował iż nabył portfel wierzytelności hipotecznych o nominalnej wartości 710 mln PLN za 230 mln PLN. Nie oczekujemy, aby cena nowo zakupionego portfela znacząco się różniła od ceny z 1Q'14.

Paliwa, chemia

Marże rafineryjne ponownie wysoko

Marże rafineryjne w listopadzie wzrosły m/m z niecałych 5 USD/Bbl do poziomu 6,4 USD/Bbl, co było w dużej mierze pochodną mocnych spadków cen ropy (niższe koszty zużycia własnych i poprawa marż na produktach ciężkich) i mocnego popytu widocznego szczególnie w Ameryce Południowej, który rozładuje napięcie podażowe w basenie Oceanu Atlantyckiego. Taki poziom rentowności wyznacza górne ograniczenie 5-letniego przedziału wahań i nie odzwierciedla tradycyjnej sezonowości. Dyferencjał Ural Brent po spadku poniżej 1 USD/Bbl pod koniec października długo utrzymywał się na niższych poziomach z uwagi na zmniejszoną podaż ropy rosyjskiej na Bałtyku. Na przełomie listopada i grudnia dyskonto ponownie jednak zwiększyło się do 1,2 USD/Bbl. W obszarze petrochemicznym po dobrych odczytach październikowych zanotowaliśmy kolejny dobry miesiąc, zarówno w olefinach jak i poliolefinach, co wskazuje na zakończenie zjawiska redukcji zapasów u przetwórców. Jeśli chodzi o koszty biodiesla to ze względu na mocne spadki cen ropy sytuacja odwróciła się na niekorzyść rafinerii i ponownie marża na realizacji celu wskaźnikowego jest ujemna, ale na poziomach zbliżonych do średniej z pierwszego półrocza. W obszarze detalicznym w związku z wysoką sprzedażą wolumenową i niższych cenach detalicznych odnotowaliśmy poprawę średniej ważonej marży o około 8 groszy na litrze w porównaniu do 3Q.

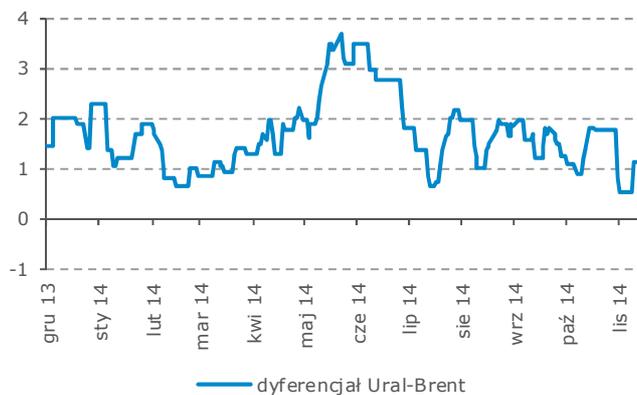
Wzrost zapasów ropy i decyzja OPEC

Zapasy ropy w USA w listopadzie wzrosły aż o 2,8 mln baryłek (+0,7%), co wynikało z dalszego wzrostu lokalnego wydobycia (+1,2% m/m), którego nie skompensował sezonowy wzrost aktywności rafinerii. Wskaźnik wykorzystania mocy przerobowych wzrósł do 90,9% z 87,8% notowanych w październiku. W efekcie zapasy benzyny wzrosły o 4,6 mln baryłek (+2,3% m/m), ale wciąż znajdują się poniżej średniej z ostatnich 5 lat (-2%). Mimo wzrostu podaży było to możliwe dzięki zaobserwowanemu zwiększeniu zapotrzebowania na to paliwo o 2,7% m/m. W przypadku średnich destylatów zapasy spadły natomiast o 6,5 mln baryłek (-5%), co było efektem wysokiego popytu wewnętrznego (+10% m/m) i eksportu. Najważniejszym wydarzeniem na rynku paliwowym była oczywiście decyzja OPEC o utrzymaniu aktualnego poziomu wydobycia, co oznacza utrzymanie obecnego stanu nadpodaży na rynku surowca. Oczekujemy, że dostosowania po stronie podażowej ze strony producentów o wyższym progu opłacalności (złoża niekonwencjonalne, morskie projekty głębinowe) będą następować powoli, szczególnie że niskie ceny ropy uderza bardziej w nowe projekty niż już prowadzone wydobycie.

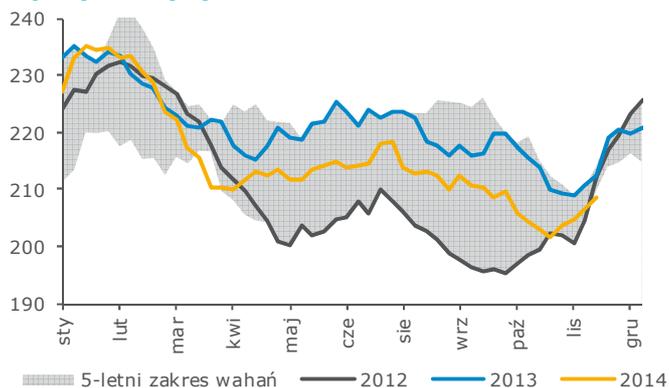
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



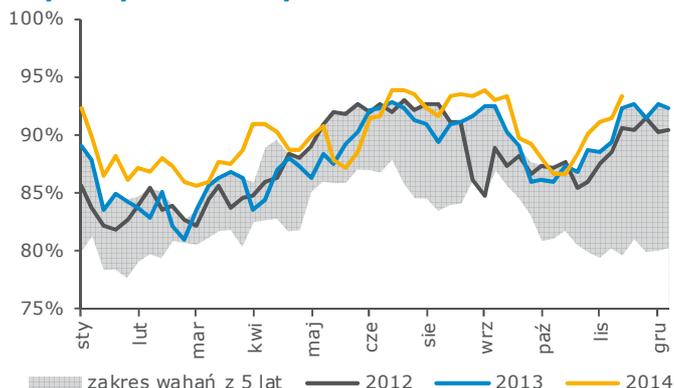
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



Zapasy benzyny w USA



Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Ciech		Trzymaj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 46,39 PLN					Data ostatniej aktualizacji: 2014-09-29		
		Cena docelowa: 41,60 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 378,0	3 501,0	-20,0%	3 137,7	-10,4%	3 090,0	-1,5%	Liczba akcji (mln)	52,7
EBITDA	38,5	356,3	826,6%	497,0	39,5%	534,8	7,6%	MC (cena bieżąca)	2 444,7
marża EBITDA	0,9%	10,2%		15,8%		17,3%		EV (cena bieżąca)	3 696,7
EBIT	-198,2	139,7		296,6	112,3%	324,1	9,2%	Free float	
Zysk netto	-430,6	49,4		90,0	81,9%	142,7	58,6%		
P/E		49,4		27,2		17,1		Zmiana ceny: 1m	9,8%
P/CE		9,2		8,4		6,9		Zmiana ceny: 6m	46,0%
P/BV	2,8	2,7		2,6		2,3		Zmiana ceny: 12m	51,7%
EV/EBITDA	95,1	10,2		7,4		7,0		Min (52 tyg.)	29,9
Dywidend (%)	0,0	0,0		2,4		0,0		Max (52 tyg.)	46,4

Akcje Ciechu w listopadzie zyskały 10%, co stanowiło reakcję na dobre wyniki 3Q oraz ambitne cele sformułowane w ogłoszonej strategii. Na ten moment nie widzimy jednak możliwości podniesienia naszych prognoz zarówno na ten, jak i przyszły rok. Zwracamy uwagę, że w 4Q Spółka może odczuć podwyżki cen gazu na rynku niemieckim. Wydaje się też, że widoczny jeszcze w 1H'14 entuzjazm branży sodowej dotyczący podwyżek cen na rok 2015 nieco osłabł, co powinno schładzać oczekiwania rynku co do poprawy wyników w tym obszarze działalności. Pozytywne zaskoczenie na poziomie środków ochrony roślin na razie nie jest jeszcze w istotny sposób przełożone na skonsolidowany strumień EBITDA. Przypominamy też o perspektywie pogorszenia przepływów pieniężnych w najbliższych kwartałach (wypłata zaległej dywidendy, wykup cichych współników, wzrost CAPEX). Na razie utrzymujemy jeszcze neutralną rekomendację, ale dalsze wzrosty kursu będą w naszej opinii okazją do realizacji zysków.

Nowa strategia ogłoszona

Ciech ogłosił założenia nowej strategii Grupy na lata 2014-2019. Zarząd zakłada wzrost przychodów w segmencie sodowym, podwojenie udziałów w polskim rynku środków ochrony roślin, wzrost EBITDA i wartości Spółki. Średnioroczne przychody ze sprzedaży w okresie mają sięgnąć 3,8 mld PLN (nasza prognoza to 3,25 mld PLN, a tegoroczna sprzedaż powinna wynieść około 3,1 mld PLN), znormalizowana EBITDA 660 mln PLN (nasza prognoza to 550 mln PLN, a tegoroczny wynik prognozujemy na 497 mln PLN), a marża 17%. Spółka założyła również wypłatę dywidendy na średniorocznym poziomie 3% i osiągnięcie wskaźnik długu netto do EBITDA poniżej 1,90x w 2019 roku (nasze szacunki to 1,6x). Przedstawione cele wydają się bardzo ambitne (szczególnie podwojenie sprzedaży na polskim rynku środków ochrony roślin) i prognozy zapewne uwzględniają wzrosty cen sody. Wydaje się, że inwestorzy powinni podejść ostrożnie do tych prognoz szczególnie, że odchylenia na średnich szacunkach dla całego okresu są naszym zdaniem zawyżone przez bardziej optymistyczne prognozy na późniejsze lata, które są oczywiście obciążone większym ryzykiem.

Oczyszczony EBIT powyżej oczekiwań

W 3Q'14 wynik operacyjny Ciechu okazał się być wyższy od naszych szacunków o 11%, ale skala pozytywnego zaskoczenia po oczyszczeniu tych rezultatów była znacznie wyższa. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło bowiem prawie -20 mln PLN i złożyły się na nie rezerwy na zobowiązania i spory (około 10 mln PLN) oraz odpis na nieruchomości na -6 mln PLN. Pozytywnie na wyniki wpłynęło natomiast rozpoznanie bonusu gazowego w niemieckiej spółce sodowej (około 3 mln EUR) związanego z wypełnieniem wolumenów kontraktowych (rok gazowy kończy się we wrześniu). Nawet jednak bez tego wsparcia segment sodowy wypracowałby EBIT o około 8 mln PLN wyższy niż zakładaliśmy, co głównie jest pochodną lepszej strony kosztowej (przychody zgodnie z założeniami były obciążone przestojami i związanymi z nimi niższymi wolumenami). W segmencie organicznym oczyszczony EBIT był wyższy od naszej prognozy również o 8 mln PLN, a wynikało to z wyższej sprzedaży środków ochrony roślin (efekt wprowadzenia nowego produktu, który zneutralizował trochę standardową sezonowość). Saldo na działalności finansowej okazało się niższe niż zakładaliśmy (-38 mln PLN vs. -28 mln PLN), co wynikało z wyższych ujemnych różnic kursowych i odpisania odsetek od pożyczki do Infrastruktury Kapuściska. W połączeniu z wyższą efektywną stopą podatkową (30%) spowodowało to ujemne odchylenie na poziomie raportowanego zysku netto w stosunku do naszych prognoz. Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 55 mln PLN, co przy nakładach inwestycyjnych rzędu 63 mln PLN i płatnościach odsetkowych wpłynęło na wzrost zadłużenia netto o 37 mln PLN do 1,1 mld PLN. Podsumowując, wyniki Ciechu są pozytywnym zaskoczeniem nawet przy założeniu, że wspomniany bonus gazowy powinien być rozłożony proporcjonalnie na 4 kwartały. Niemniej jednak, nasza roczna prognoza EBITDA w tym roku nie powinna być przekroczona.

Lotos		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		26,90 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-03-26	
		Cena docelowa:		38,60 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	33 111,0	28 597,3	-13,6%	31 273,0	9,4%	31 682,2	1,3%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	979,2	802,6	-18,0%	1 846,0	130,0%	1 919,2	4,0%	MC (cena bieżąca)	3 493,6
marża EBITDA	3,0%	2,8%		5,9%		6,1%		EV (cena bieżąca)	9 431,8
EBIT	312,8	146,5	-53,2%	1 152,8	686,9%	1 204,9	4,5%	Free float	46,8%
Zysk netto	927,8	39,4	-95,8%	582,6	1378,2%	623,7	7,0%		
P/E	3,8	88,6		6,0		5,6		Zmiana ceny: 1m	16,6%
P/CE	2,2	5,0		2,7		2,6		Zmiana ceny: 6m	-22,7%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,3		Zmiana ceny: 12m	-19,8%
EV/EBITDA	10,0	11,5		5,1		4,6		Min (52 tyg.)	23,1
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		3,3		Max (52 tyg.)	36,8

Emisja akcji, a potem rozczarowujące wyniki za 3Q pograżyły kurs Lotosu mimo sprzyjającego makro w sektorze rafineryjnym. Ostatnie spadki cen ropy dodatkowo obniżają wartość aktywów wydobywczych koncernu i NPV z projektu B8. Biorąc pod uwagę maksymalne rozwodnienie przy planowanej emisji akcji (55 mln sztuk i pozyskanie 1 mld PLN środków) wskaźnik EV/EBITDA na przyszły rok mimo ostatnich spadków kursu nie wygląda zbyt atrakcyjnie. Nadal uważamy, że najlepszą ekspozycję na aktualne trendy w sektorze paliwowym daje PKN Orlen. Do wyceny Lotosu i rekomendacji odniesiemy się w raporcie analitycznym. Na razie utrzymujemy zalecenie neutralne.

Parametry emisji z prawem poboru

Spółka wyemitowała 55 mln akcji po cenie 18,1 PLN i pozyskała w ten sposób 995 mln PLN. Zapisy z wykonania prawa poboru trwały w okresie 20-28 listopada. Spółka poinformowała, że w połowie przyszłego roku przedstawi strategię rozwoju w perspektywie 2020 roku, w której pojawią się cele dotyczące zwiększenia zasobów 2P i wydobycia (do 100 tys. boe/d wobec planowanych na koniec 2015 roku 24 tys. boe/d). Wydatki inwestycyjne w latach 2015-16 mają sięgnąć średniorocznie 2 mld PLN i Spółka nie planuje dywidendy w najbliższym czasie.

MOL		Kupuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		163,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-03-07			
		Cena docelowa:		211,90 PLN					
(mld HUF)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 521,3	5 401,1	-2,2%	5 723,0	6,0%	5 995,5	4,8%	Liczba akcji (mln)	104,5
EBITDA	524,9	520,4	-0,9%	568,2	9,2%	679,2	19,5%	MC (cena bieżąca)	17 088,9
marża EBITDA	9,5%	9,6%		9,9%		11,3%		EV (cena bieżąca)	30 059,9
EBIT	205,3	-18,7		236,8		300,0	26,7%	Free float	31,3%
Zysk netto	151,5	27,1	-82,1%	149,0	449,9%	195,7	31,4%		
P/E	8,3	46,6		8,5		6,4		Zmiana ceny: 1m	2,8%
P/CE	2,7	2,2		2,6		2,2		Zmiana ceny: 6m	-6,1%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-18,9%
EV/EBITDA	4,9	4,1		3,9		3,2		Min (52 tyg.)	149,0
Dywidend (%)	2,9	3,1		3,1		4,8		Max (52 tyg.)	206,8

Spadki cen ropy osłabiły sentyment do spółek wydobywczych, aczkolwiek w przypadku MOL-a powinno to być częściowo neutralizowane przez utrzymujące się sprzyjające otoczenie makro w segmencie rafineryjnym i oczekiwaną poprawę wyników w tym obszarze. Liczymy także na pierwsze pozytywne zaskoczenia z Kurdystanu oraz odwrócenie negatywnych tendencji na wolumenach na Węgrzech i Chorwacji, które były jeszcze widoczne w 3Q. Wszystko wskazuje też na to, że proces rozwiązywania problemu INA nabrał tempa i Spółka podjęła kroki umożliwiające sprzedaż tego aktywa, a taki scenariusz powinien spotkać się z pozytywnym odbiorem rynku. Niemniej jednak ostatnie zmiany na rynku ropy wymuszają rewizję naszych prognoz i wyceny koncernu, którą zaprezentujemy wkrótce w raporcie analitycznym.

Wyniki znacznie lepsze od oczekiwań

Oczyszczona EBITDA LIFO sięgnęła w tym kwartale 163,9 mld HUF vs. oczekiwane przez nas 133 mld HUF (konsensus 136 mld HUF). Głównym źródłem zaskoczenia okazał się segment rafineryjny, gdzie EBITDA LIFO łącznie z petrochemią sięgnęła 80,8 mld HUF vs. oczekiwane 67 mld HUF (w samej petrochemii wynik był lepszy od prognoz o około 3 mld HUF). Efekt LIFO łącznie z ujemnymi różnicami kursowymi wyniósł -13,1 mld HUF vs. oczekiwane -14,7 mld HUF. MOL w pełni wykorzystał więc bardzo sprzyjające otoczenie makro w tym obszarze. W tym kwartale nie odnotowaliśmy istotnych zdarzeń jednorazowych. W segmencie wydobywczym EBITDA oczyszczona sięgnęła 66,2 mld HUF vs. zakładane 63 mld HUF, a poziom produkcji był zbliżony do założen. Dodatkowy wynik raportowany został wzmocniony odwróconymi rezerwami na wygrany spór na Węgrzech w kwocie 6,4 mld HUF. W prezentacji Zarząd zapowiedział, że przyszłoroczna produkcja powinna wzrosnąć o 10% r/r do 105-10 kboe/d (nasza prognoza 109 kboe/d), a dodatkowo Spółka spodziewa się przeszacowania rezerw z Kurdystanu i Kazachstanu. W segmencie gazowym EBITDA wyniosła 11,9 mld HUF i była gorsza niż oczekiwaliśmy (14,3 mld HUF) z uwagi na niekorzystne zmiany w poziomie taryf. Wynik skonsolidowany został wzmocniony przez nieco niższe koszty ogólne oraz dodatnie wyłączenia międzysegmentowe. Na działalności finansowej saldo było znacznie gorsze niż zakładaliśmy (-35 mld HUF vs. -8 mld HUF) na co złożyły się znacznie wyższe ujemne różnice kursowe na kapitale obrotowym oraz te wynikające z przeliczania sprawozdań jednostek zależnych. Spółka zaksięgowała także wyższy podatek z uwagi na wyższe zyski na Węgrzech (efekt tamtejszych stawek podatkowych). Przepływy z działalności operacyjnej sięgnęły 141 mld HUF przy CAPEX na poziomie 95 mld HUF.

Prezes o INA i cenach ropy

CFO MOL Jozsef Simola zapowiedział, że mimo ostatnich spadków cen ropy Spółka nie zamierza wstrzymywać projektu inwestycyjnego w Kurdystanie, a korzystając z mocnego bilansu może wykorzystywać nadarzające się okazje na rynku przejęć w obszarze wydobywczym. Zwrócił uwagę, że MOL poprzez ekspozycję na segment rafineryjny posiada swoiste zabezpieczenie naturalne przed spadkami cen ropy poprzez niższe koszty zużycia własnych ropy na cele energetyczne. CFO powiedział również, że liczy na pozytywne rozstrzygnięcie negocjacji z chorwackim rządem na temat INA, ale na wypadek braku kompromisu MOL przygotowuje się do sprzedaży tych aktywów i otrzymał już pierwsze oferty choć nie może zdradzić szczegółów (media podają, że jednym z oferentów może być Grupa Klesch, która oprócz działalności tradingowej ma w swoim portfelu aktywa rafineryjne, chemiczne oraz jest aktywna w obszarze stalowym). Zapowiedzi dotyczące potencjalnej sprzedaży INA mogą być pozytywnym katalizatorem dla kursu, choć niczego oczywiście nie przesądzają.

MOL i MVM złożyły wstępną ofertę na Slovenske Elektrarne

Węgierski państwowy koncern energetyczny MVM wraz z MOL złożyły ofertę na zakup 66% pakietu Slovenske Elektrarne. W prasie pojawiały się w ostatnich dniach spekulacje, że spółki mogą być zainteresowane tym przejęciem, ale oficjalnego potwierdzenia nie było. Udział MOL w tym przedsięwzięciu ma zapewne charakter wsparcia finansowego i trudno to zaangażowanie ocenić pozytywnie, choć szanse na wygraną w tym procesie węgierskie spółki mają naszym zdaniem niewielkie.

Wniosek o dywidendę w INA

MOL złożył wniosek do Zarządu INA dotyczący zwołania Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy w kwestii uchwalenia specjalnej dywidendy z zatrzymanych zysków w kwocie 2 mld HRK (260 mln EUR). Pomysł wypłaty to kolejny element procesu negocjacyjnego z chorwackim rządem i być może sygnał, że sprzedaż chorwackiej spółki jest coraz bardziej prawdopodobna. Przypominamy, że MOL posiada 49,08% w akcjonariacie INA, tamtejszy rząd kontroluje 44,84%, a pozostali akcjonariusze 6,08%, tak więc teoretycznie los wniosku węgierskiego koncernu nie jest przesądzony, choć wczoraj przedstawiciel chorwackich władz ocenił, że wypłata takiej dywidendy osłabiła potencjał inwestycyjny INA. Dług netto INA na koniec 3Q wynosił 4 mld HRK, co implikuje wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 1,3x. Po ewentualnej wypłacie parametr ten wzrósłby do 2,6x. Spółka posiada linie kredytowe do sfinansowania tej płatności.

PGNiG
Redukuj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 4,79 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-11-28					
		Cena docelowa: 4,60 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	28 730,0	32 120,0	11,8%	31 566,5	-1,7%	31 686,3	0,4%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	4 609,0	5 612,0	21,8%	6 008,4	7,1%	6 356,2	5,8%	MC (cena bieżąca)	28 261,0
marża EBITDA	16,0%	17,5%		19,0%		20,1%		EV (cena bieżąca)	31 968,7
EBIT	2 540,0	3 149,0	24,0%	3 458,7	9,8%	3 811,3	10,2%	Free float	27,6%
Zysk netto	2 242,0	1 918,0	-14,5%	2 492,0	29,9%	2 753,7	10,5%		
P/E	12,6	14,7		11,3		10,3		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/CE	6,6	6,5		5,6		5,3		Zmiana ceny: 6m	-5,0%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-15,2%
EV/EBITDA	7,9	5,9		5,3		5,0		Min (52 tyg.)	4,2
Dywid (%)	0,0	2,7		3,1		4,0		Max (52 tyg.)	5,8

Na tle porównywalnych europejskich spółek z dominującym udziałem segmentu wydobywczego w EBITDA, kurs akcji PGNiG w ujęciu YTD prezentował się jeszcze do niedawna zaskakująco dobrze i zdawał się być odporny na tąpnięcie cen ropy z ostatnich miesięcy. W naszej opinii nie ma uzasadnienia dla takiej dywergencji, a kształtujące się na rynku przekonanie że Spółka posiada naturalny hedging w postaci segmentu obrotu jest nieporozumieniem (efekt ten działa z opóźnieniem i tylko przy założeniu braku reakcji regulatora na spadek kosztów importu). Wrażliwość wyników PGNiG na notowania węglowodorów powinna się ujawnić już w 4Q i może być argumentem za dalszą korektą akceptowalnych wskaźników wyceny, które uwzględniają rosnące ryzyko biznesowe i systematycznie konwergują do profilu spółki wydobywczej. Istotnym katalizatorem dla kursu może być oczekiwana jeszcze w tym roku aktualizacja strategii, ale naszym zdaniem w kluczowej kwestii dywidendy nie przyniesie ona przełomu mimo mocnego bilansu. Utrzymujemy negatywną rekomendację mimo ostatnich spadków kursu i zwracamy uwagę, że w naszym bazowym scenariuszu na rok 2015 zakładamy średnią cenę Brent na poziomie 85 USD/Bbl, co w kontekście aktualnych poziomów może oznaczać konieczność rewizji prognoz w dół.

Zaskoczenie w dystrybucji mimo spadku wolumenów

Wyniki PGNiG za 3Q okazały się zgodne z rynkowym konsensusem, ale są istotnie wyższe od naszych szacunków. Źródłem tego odchylenia jest segment dystrybucji, gdzie EBIT wyniósł 156 mln PLN, podczas gdy my zakładaliśmy -65 mln PLN. Tak duża różnica to efekt braku rezerwy na roczne premie dla pracowników, która pojawi się dopiero w 4Q (szacowaliśmy ją na 60 mln PLN) oraz dodatniego efektu bilansowania systemu na +58 mln PLN. My zakładaliśmy, że przy 10% spadku wolumenów głównie związanych z ciepłym wrześniem Spółka zaksięguje negatywny efekt bilansowania systemu i koszty usług przesyłowych będą zawyżone (efekt rozliczeń z Gaz-Systemem na bazie historycznego średniego zużycia). Może to oznaczać, że w 4Q efekt ten zaskoczy in

minus, szczególnie że pogoda również nie sprzyja na razie wolumenom. W segmencie wydobywczym EBIT wyniósł 717 mln PLN, co było zgodne z naszą prognozą (716 mln PLN), choć warto odnotować, że tym razem Spółka nie zaksięgowała żadnych kosztów na nieudane odwierty (zakładaliśmy standardowe 50 mln PLN). W obrocie EBIT wyniósł 86 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 125 mln PLN. Zgodnie z założeniami PGNiG przeszacował zapasy, ale tylko odwracając poprzedni odpis na 141 mln PLN (my zakładaliśmy +170 mln PLN). Wyniki segmentu zostały obciążone wysokimi stratami z hedgingu (-200 mln PLN). Strata na segmencie ciepła okazała się nieco niższa niż zakładaliśmy (-47 mln PLN vs. -60 mln PLN) m.in. dzięki niższej amortyzacji. Na działalności finansowej saldo wyniosło -120 mln PLN (oczekiwane -145 mln PLN). Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły w tym kwartale 721 mln PLN, co przy CAPEX rzędu 660 mln PLN i wypłaconej dywidendzie zaowocowało wzrostem długu netto do 3,4 mld PLN.

Rekompensata za obniżone dostawy i negocjacje z Gazpromem

PGNiG potwierdziło, że zgodnie z zapisami kontraktowymi uzyskało rekompensatę od Gazpromu za obniżone dostawy surowca w ostatnich tygodniach. Spółka złożyła też wniosek o renegocjacje kontraktu jamalskiego. Rekompensaty za obniżone dostawy będą zaksięgowane w 4Q, ale nie oczekujemy, aby była to znacząca kwota. Jeśli chodzi o renegocjacje kontraktu to w obecnych warunkach politycznych uzyskanie satysfakcjonujących rezultatów w dwustronnych rozmowach może być trudne i sprawa zapewne zakończy się w arbitrażu.

Rusza projekt na Żeraniu

PGNiG Termika zapowiedziała, że do końca listopada ogłosi przetarg na budowę bloku gazowo-parowego na Żeraniu o mocy 420-490 MWe i mocy cieplnej 250 MWt. Umowę Spółka chce podpisać do połowy 2016 roku. W naszym modelu uwzględnialiśmy ten projekt, ale jego uruchomienie zakładaliśmy w 2018 roku. Obecny harmonogram wskazuje na oddanie do użytku najwcześniej w 2019 roku.

PKN Orlen		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszc		Cena bieżąca: 48,03 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2014-12-05			
		Cena docelowa: 49,10 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	120 101,6	113 853,0	-5,2%	108 734,3	-4,5%	115 410,0	6,1%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	4 284,5	2 503,0	-41,6%	-1 185,0		5 084,3		MC (cena bieżąca)	20 542,9
marża EBITDA	3,6%	2,2%		-1,1%		4,4%		EV (cena bieżąca)	30 546,9
EBIT	2 024,4	333,0	-83,6%	-3 269,3		3 144,8		Free float	72,5%
Zysk netto	2 344,8	176,0	-92,5%	-3 462,5		2 290,6			
P/E	8,8	116,7				9,0		Zmiana ceny: 1m	13,3%
P/CE	4,5	8,8				4,9		Zmiana ceny: 6m	11,9%
P/BV	0,8	0,8		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	5,7%
EV/EBITDA	6,8	11,7				5,9		Min (52 tyg.)	36,9
Dywidenda (%)	0,0	3,1		3,0		3,5		Max (52 tyg.)	48,0

Kurs Orleń w listopadzie w końcu zareagował na utrzymujące się od wielu miesięcy korzystne otoczenie makro w sektorze rafineryjnym i bardzo dobre wyniki za 3Q. Ostatnie spadki cen ropy jeszcze bardziej poprawiły rentowność przerobu z uwagi na niższe koszty zużycia własnych oraz korzystniejsze marże na ciężkich produktach nieindeksowanych bezpośrednio do notowań surowca (asfalty, oleje bazowe). Spadające ceny paliw na stacjach dodatkowo wspierają marże detaliczne i stymulują wolumen sprzedaży. W petrochemii tańsza nafta poprawia pozycję konkurencyjną Spółki względem instalacji opartych na etanie. Wszystko wskazuje na to, że wyniki 4Q również będą stanowiły pozytywne zaskoczenie dla rynku również pod względem generacji środków pieniężnych, co przy mocnym bilansie będzie stanowiło dobry prognostyk dla przyszłorocznej dywidendy. Z uwagi na ostatnie wzrosty kursu w okolice naszej ceny docelowej obniżamy naszą rekomendację do akumuluj, aczkolwiek nie wykluczamy rewizji naszych prognoz w górę przy okazji najbliższej aktualizacji raportu analitycznego.

Zgoda RN na budowę nowego bloku w Płocku

PKN Orlen poinformował, że rada nadzorcza Spółki wydała zgodę na budowę bloku w Płocku o mocy blisko 600 MWe. Szacunkowy koszt inwestycji, która ma zostać oddana do użytku pod koniec 2017 r., wynosi 1,65 mld PLN. Poza produkcją energii elektrycznej obiekt będzie dostarczał również parę przemysłową dla płockiej rafinerii. Projekt znajdował się w planach inwestycyjnych Orleń i uwzględnialiśmy go w naszym modelu.

Przygotowania do zmiany systemu pracy w Płocku

Zarząd PKN Orlen przedstawił reprezentantom organizacji związkowych wyniki analiz ekonomicznych dotyczących organizacji pracy zakładu produkcyjnego w Płocku i spółek grupy Orleń oraz poinformował o rozpoczęciu przygotowań do wdrożenia czterobrygadowego systemu pracy w miejsce obowiązującego obecnie pięciobrygadowego. Nowy system, dzięki likwidacji luk wynikających z nakładania się pracy dwóch zmian, ma przyczynić się m.in. do optymalizacji zatrudnienia. Według Spółki, w samym zakładzie produkcyjnym w Płocku zidentyfikowano 184 nadprogramowe stanowiska. Obecnie w pięciobrygadowej formule pracuje ponad 3 tys. osób. Według strony związkowej nowy system oznaczałby, że docelowe zmniejszenie zatrudnienia (również poprzez odejścia emerytalne i brak zatrudniania nowych pracowników) mogłoby sięgnąć 600 osób. Ostatecznie więc, skala oszczędności wyniosłaby od 20 mln PLN do 60 mln PLN rocznie.

Polwax

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 16,75 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-11-06					
		Cena docelowa: 24,20 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	260,5	241,1	-7,4%	252,9	4,9%	257,2	1,7%	Liczba akcji (mln)	10,0
EBITDA	30,2	27,5	-8,8%	30,0	8,9%	32,7	9,0%	MC (cena bieżąca)	167,5
marża EBITDA	11,6%	11,4%		11,9%		12,7%		EV (cena bieżąca)	219,0
EBIT	27,2	24,9	-8,7%	27,3	10,0%	29,9	9,4%	Free float	51,3%
Zysk netto	19,4	20,0	2,9%	21,5	7,6%	23,6	9,7%		
P/E	8,6	8,4		7,8		7,3		Zmiana ceny: 1m	11,3%
P/CE	7,5	7,4		6,9		6,5		Zmiana ceny: 6m	11,7%
P/BV	4,5	3,2		2,6		2,2		Zmiana ceny: 12m	11,7%
EV/EBITDA	7,3	8,4		7,3		6,5		Min (52 tyg.)	14,9
Dywidend (%)	0,0	2,4		6,0		6,3		Max (52 tyg.)	17,3

Polwax to jeden z dwóch głównych producentów parafin w Polsce, a jego udział w rynku europejskim można szacować na około 5%. Produkty Spółki znajdują zastosowanie głównie w segmencie świecowo-zniczowym (80% przychodów), ale oferta obejmuje również specjalistyczne woski i parafiny dla przemysłu. Zarząd systematycznie optymalizuje koszty oraz porządkuje i uzupełnia portfel produktów w celu poprawy rentowności, a istotnym elementem tej strategii jest prężny dział badań i rozwoju współpracujący zarówno z odbiorcami Spółki, jak i zewnętrznymi jednostkami naukowymi. Wyniki finansowe Polwaxu charakteryzują się dużą stabilnością (dojrzały rynek świec i zniczy, zabezpieczone dostawy surowca, długoterminowe relacje z odbiorcami) i są mało wrażliwe na zmiany globalnej koniunktury (niska zmienność cen produktów i surowca), co kształtuje dywidendowy profil Spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj i zwracamy uwagę, że istnieje potencjał do przekroczenia przez Polwax naszych tegorocznych prognoz.

Bardzo dobre wyniki 3Q'14

W 3Q'14 Polwax wygenerował 11,2 mln PLN EBITDA (wzrost 38% r/r) przy przychodach rzędu 80 mln PLN (+18% r/r dzięki wyższemu o 11% wolumenowi sprzedaży parafin i różnicom w harmonogramie dostaw zniczy do Biedronki). Tak dobry rezultat został wygenerowany przy neutralnym saldzie na pozostałej działalności operacyjnej. Naszym zdaniem poprawa wyników r/r to przede wszystkim efekt wzrostu sprzedaży eksportowej specjalistycznych produktów dedykowanych dla przemysłu (woski specjalistyczne, kleje Hotmelt, środki ochrony antykorozyjnej), zarówno w ujęciu

wolumenowym (+37%), jak i wartościowym (+50%, co przekłada się na dodatkowe przychody rzędu 4,5 mln PLN). Zgodnie ze strategią prezentowaną przy okazji IPO, Zarząd stara się zwiększać udział tych produktów w przychodach ogółem, gdyż charakteryzują się one wyższą marżą. Rentowność brutto ze sprzedaży wzrosła r/r z 19,2% do 20% i to mimo faktu większych o 7,1 mln PLN przychodów z kontraktu z siecią Biedronka, który cechuje marża poniżej średniej (przyspieszenie części dostaw do Jeronimo powinno pozytywnie przełożyć się na kapitał obrotowy w końcu roku ze względu na przesunięcie spływu tych należności na grudzień). Saldo na działalności finansowej wyniosło -0,3 mln PLN i zostało wsparte zyskami na forwardach walutowych w kwocie 0,6 mln PLN. Stopa podatkowa była nieco wyższa od nominalnej (23%), ale ostatecznie i tak zysk netto był wyższy r/r o 39%. Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły -13 mln PLN vs. -9,8 mln PLN rok wcześniej, co wynika ze wspomnianego wzrostu należności od JM. Nakłady inwestycyjne wyniosły 0,4 mln PLN i w efekcie dług netto wzrósł q/q do 51,7 mln PLN (na koniec 3Q'13 było to 52,4 mln PLN). Zwracamy uwagę, że CAPEX po trzech kwartałach wynosi 4,1 mln PLN i wszystko wskazuje na to, że w całym roku będzie niższy niż zakładaliśmy o ponad 1 mln PLN. Dodatkowo, w 4Q Spółka będzie wykorzystywać faktoring, co poprawi przepływy z kapitału obrotowego w ujęciu r/r. Podsumowując, po 3 kwartałach Spółka wykonała 75% naszej rocznej prognozy zysku netto, co mając na uwadze standardową sezonowość (rok temu w okresie 1Q-3Q zrealizowała 58% rocznego wyniku) wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo przekroczenia naszych szacunków w tym roku. Pozytywnie nastraja też wzrost przychodów w kategorii specjalistycznych produktów.

Energetyka

Zużycie energii w październiku minimalnie niższe r/r

Według danych PSE zużycie energii w październiku było o 0,05% niższe niż przed rokiem, co w dużej mierze wynikało z wyższych temperatur w pierwszej połowie miesiąca. Produkcja energii spadła o 4,5% i podobnie jak w poprzednich okresach było to związane ze zmianą salda wymiany transgranicznej o 0,6 TWh. Tym razem większy spadek generacji zanotowały elektrownie opalane węglem brunatnym (-8%) z uwagi na planowane i awaryjne remonty w Pątnowie i Turowie. Bloki na węgiel kamienny zmniejszyły produkcję o 4%, a z konwencjonalnej energetyki wzrost zanotowały tylko elektrownie gazowe (efekt powrotu wsparcia). Słabe warunki wietrzne zaowocowały też ujemną dynamiką wytwarzania na farmach wiatrowych (-19%). W przypadku elektrowni wodnych generacja była zbliżona do ubiegłorocznej. Na koniec października łącznie moc zainstalowana w turbinach wiatrowych wynosiła 3,65 GW, podczas gdy wcześniejsze plany PSE mówiły o stanie ponad 4 GW na koniec grudnia wobec 3,37 GW rok wcześniej.

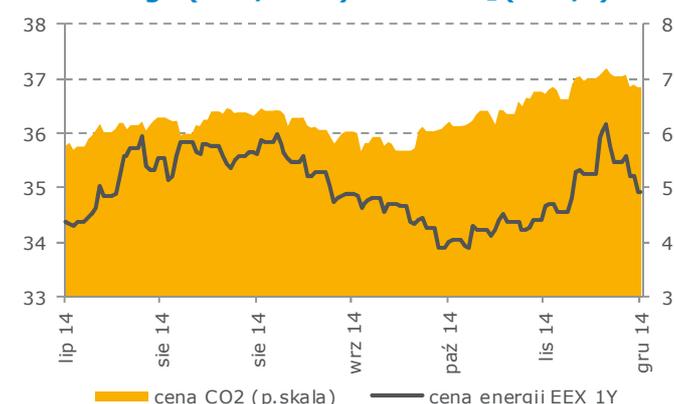
MG nie zgadza się na cenę maksymalną dla segmentu G

Ministerstwo Gospodarki nie zgadza się na pomysł URE w sprawie wprowadzenia ceny maksymalnej na rynku energii dla gospodarstw domowych. Regulator proponował, aby w ten sposób wprowadzić konkurencję w tym segmencie klientów. Decyzja MG jest naszym zdaniem neutralna dla sektora, gdyż tak naprawdę i tak w pierwszych latach takie rozwiązanie nie różniłoby się istotnie od obecnego stanu rzeczy. Trudno sobie wyobrazić, że cena maksymalna byłaby istotnie wyższa od aktualnych taryf i aby w takiej sytuacji rozpoczęła się walka o klienta. Teraz kluczowa dla sektora będzie decyzja URE w sprawie cenników na przyszły rok. Biorąc pod uwagę czynniki polityczne oczekujemy, że marża na taryfie G ulegnie w 2015 roku dalszemu zawężeniu z uwagi na wzrost cen hurtowych i całoroczny obowiązek umarzania żółtych i czerwonych certyfikatów.

Ceny energii na 2015 stabilne

W listopadzie ceny energii w Niemczech odbiły się od lokalnego minimum i w pewnym momencie przekraczały nawet 36 EUR/MWh. Głównym katalizatorem tego ruchu były doniesienia o możliwym zamknięciu kolejnych kilku GW mocy węglowych z uwagi na konieczność osiągnięcia wyznaczonych celów redukcji emisji. Informacje te zostały co prawda zdementowane, ale wpłynęły na wzrost cen notowań gazu (substytut) i energii. Dodatkowo ceny prądu były wspierane przez pozytywne trendy na rynku uprawnień do emisji dwutlenku węgla, które odzwierciedlają oczekiwania zmiany harmonogramu wprowadzenia rezerwy stabilizacyjnej. Kontrakt roczny na TGE zakończył miesiąc na poziomie 175 PLN/MWh, co oznacza odzworowanie droższych certyfikatów CO₂. Spread do rynku niemieckiego został utrzymany na średnim poziomie 26 PLN/MWh. Do tej pory na TGE wolumen obrotu na tym instrumencie sięgnął 102 TWh (rok temu o tej porze obrót na kontrakcie Y+1 wynosił 94 TWh), a średnia ważona cena to 167,6 PLN/MWh. Jeśli chodzi o sytuację na rynku spot, to utrzymywało się napięcie obserwowane w poprzednim miesiącu czego efektem była wysoka średnia premia pomiędzy szczytem a podstawą (aż 58 PLN/MWh QTD vs. 38 PLN/MWh kwartał wcześniej i 22 PLN/MWh rok wcześniej). Wynikało to z obniżenia dostępności mocy w systemie w związku z natężeniem remontów (awarie w Pątnowie, Sierszy i Jaworznie). Kwotowania zielonych certyfikatów zamknęły listopad na poziomie 160 PLN/MWh vs. jeszcze 172 PLN/MWh miesiąc wcześniej, co miało związek z niepewnością wokół nowej ustawy o OZE i potencjalnym przesunięciem w czasie ograniczeń podaży świadectw pochodzenia.

Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



Cena energii w kontrakcie na 2015 (PLN/MWh)



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

CEZ
Redukuj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 92,75 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-10-31					
		Cena docelowa: 83,60 PLN							
(mln CZK)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	215 095,0	217 273,0	1,0%	204 272,8	-6,0%	210 528,1	3,1%	Liczba akcji (mln)	538,0
EBITDA	84 779,0	73 699,0	-13,1%	71 283,1	-3,3%	65 492,2	-8,1%	MC (cena bieżąca)	49 898,6
marża EBITDA	39,4%	33,9%		34,9%		31,1%		EV (cena bieżąca)	77 214,2
EBIT	57 083,0	45 755,0	-19,8%	43 236,6	-5,5%	36 951,4	-14,5%	Free float	29,5%
Zysk netto	41 429,0	35 885,0	-13,4%	29 889,7	-16,7%	25 153,7	-15,8%		
P/E	8,0	9,2		11,1		13,2		Zmiana ceny: 1m	1,8%
P/CE	4,8	5,2		5,7		6,2		Zmiana ceny: 6m	4,1%
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	13,9%
EV/EBITDA	6,0	6,9		7,2		7,7		Min (52 tyg.)	74,5
Dyield (%)	7,3	6,5		6,5		5,4		Max (52 tyg.)	100,6

Listopadowe wzrosty cen CO₂ oraz energii na rynku niemieckim stanowiły istotne wsparcie dla notowań CEZ, które w tym czasie zyskały około 4% i przy spadkach cen akcji PGE i Energi zrównały się w ujęciu YTD z szerokim indeksem WIG Energetyka. Ostatnia korekta cen uprawnień związana z rozczarowującym rozstrzygnięciem na komisji PE w zakresie projektowanego mechanizmu rezerwy stabilizacyjnej (brak zmiany terminu wejścia w życie) powinna jednak ostudzić entuzjazm inwestorów. Zwracamy uwagę, że CEZ wyróżnia się negatywnie na tle polskich odpowiedników spadkową trajektorią wyników i dywidendy w najbliższych latach. Rynek praktycznie nie wycenia też ryzyk związanych z powrotem do programu jądrowego czy planami akwizycyjnymi. Przy utrzymującej się presji na cenę węgla nie widzimy obecnie szans na wsparcie makro dla zintegrowanych producentów. Utrzymujemy negatywną rekomendację.

Wyniki obciążone odpisami

Wyniki kwartalne CEZ okazały się gorsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu, na co duży wpływ miały odpisy aktywów na kwotę -3,2 mld CZK (2,5 mld CZK na rumuńskie farmy wiatrowe i 0,7 mld CZK na dystrybucję w Bułgarii). EBIT oczyszczony o to księgowo zdarzenie nadal byłby jednak gorszy od naszych szacunków o około 1,9 mld CZK. Negatywne zaskoczenie pojawiło się w obszarze wytwarzania (skorygowany EBIT 2,3 mld CZK vs. oczekiwane 4,8 mld CZK), co było pochodną niższych wolumenów produkcji (-1,1 TWh r/r) oraz ujemnego wpływu transakcji na rynku terminowym i CO₂ (odchylenie na 1,2 mld CZK). W segmencie dystrybucji EBIT skorygowany o wspomniane odpisy sięgnął 4 mld CZK i był zgodny z naszymi prognozami. Nieco lepiej wypadł obszar wydobywczy (+0,3 mld CZK w stosunku do prognoz) i pozostała działalność

(+0,15 mld CZK). Na działalności finansowej saldo wyniosło -1,8 mld CZK vs. zakładane -1,2 mld CZK, a różnica wynikała z wyższych niż się spodziewaliśmy ujemnych różnic kursowych w spółkach tureckich. Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +22 mld CZK, ale po uwzględnieniu wypłaty dywidendy dług netto wzrósł nieznacznie do 161 mld CZK. Zarząd podniósł tegoroczną prognozę EBITDA z 70,5 mld CZK do 72 mld CZK, głównie z uwagi na oczekiwane księgowanie w 4Q ponad 2 mld CZK z tytułu ugody z Albaniją (przypominamy, że prognoza EBITDA Zarządu uwzględnia odpisy aktywów na poziomie amortyzacji). Pozytywnym aspektem raportu za 3Q jest informacja o oczekiwanych efektach programu redukcji kosztów, który ma ograniczyć negatywny wpływ spadku cen energii na wyniki w latach 2015-16. Zarząd szacuje, że w przyszłym roku ta „poduszka” kosztowa sięgnie 4,6 mld CZK.

CEZ złożył wstępną ofertę za Slovenske Elektrarne

CEZ złożył wstępną ofertę na zakup 66% akcji Slovenske Elektrarne. Przypominamy, że ta słowacka spółka kontrolowana przez Enel posiada 5 GW mocy wytwórczych z czego 1,9 GW to elektrownie atomowe, 1,4 GW węglowe, a 1,6 GW wodne. EBITDA w ubiegłym roku wyniosła 710 mln EUR, a zysk netto 356 mln EUR, co w uproszczeniu implikowałoby wycenę na poziomie 3,0-3,5 mld EUR (pakiet 66% odpowiednio 2,0-2,3 mld EUR). Wycenę komplikuje jednak wysoki stan rezerw na zamknięcie i użycie bloków jądrowych oraz realizowany projekt rozbudowy elektrowni atomowej Mochovce (wycena poniesionych już nakładów vs. ryzyko ukończenia projektu w planowanym budżecie i harmonogramie). Udział CEZ w procesie sprzedaży SE nie jest oczywiście zaskoczeniem i kluczowe będą warunki ewentualnej akwizycji (CEZ nie jest jedynym oferentem).

Enea		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		17,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-12-05	
		Cena docelowa:		17,20 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	10 091,4	9 150,5	-9,3%	9 404,3	2,8%	9 611,5	2,2%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 574,6	1 658,8	5,3%	1 846,1	11,3%	1 772,5	-4,0%	MC (cena bieżąca)	7 504,5
marża EBITDA	15,6%	18,1%		19,6%		18,4%		EV (cena bieżąca)	8 864,8
EBIT	824,9	897,0	8,7%	1 184,7	32,1%	1 075,8	-9,2%	Free float	48,5%
Zysk netto	699,7	715,4	2,2%	909,7	27,2%	762,0	-16,2%		
P/E	10,7	10,5		8,2		9,8		Zmiana ceny: 1m	5,1%
P/CE	5,2	5,1		4,8		5,1		Zmiana ceny: 6m	5,6%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	7,6%
EV/EBITDA	3,9	3,9		4,8		5,9		Min (52 tyg.)	12,5
Dywid (%)	2,8	2,1		3,4		3,0		Max (52 tyg.)	18,1

Akcje Enei po bardzo dobrych wynikach 3Q, które w końcu przyniosły realne efekty prowadzonego programu optymalizacji kosztów, nadrobiły w dużym stopniu lukę w stosunku do szerokiego indeksu WIG Energetyka. Przy obecnym kursie obniżamy już naszą rekomendację do trzymaj. W najbliższym czasie może brakować katalizatorów wzrostu dla notowań i choć w średnim terminie Spółka może w naszej opinii jeszcze zaskoczyć skalą redukcji kosztów to na razie jest jeszcze za wcześnie, aby dyskutować to w prognozach wyników. Spadek średniej ceny węgla i poprawa marż na wytwarzaniu została już przez nas uwzględniona w szacunkach wyników na 2015. Negatywnym katalizatorem może być ewentualna większa akwizycja projektów wiatrowych, które przy ciągłej niepewności wokół systemu wsparcia OZE traktujemy jako ryzyko dla wartości Grupy. Nie zakładamy natomiast, aby realny był scenariusz pośredniego lub bezpośredniego zaangażowania Enei w pomoc dla górnictwa.

Wyniki wyraźnie powyżej oczekiwań

Wyniki za 3Q okazały się znacznie lepsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu przy neutralnym saldzie na poziomie pozostałej działalności. Odchylenie na poziomie EBIT sięgnęło 40 mln PLN, mimo wyższej o 10 mln PLN amortyzacji. W ujęciu segmentowym zaskoczenie pojawiło się w segmencie dystrybucji, gdzie EBIT wyniósł 180 mln PLN vs. prognozowane 166 mln PLN. Głównym źródłem tego odchylenia były niższe koszty pracownicze oraz wyższe wolumeny przesłanej energii. Lepiej od oczekiwań wypadł również segment wytwarzania (EBIT 44 mln PLN vs. prognoza 28 mln PLN przy wyższej o 7 mln PLN amortyzacji). Obok wyższych wolumenów i dyscypliny kosztowej wpływ na to miało dodatnie saldo na pozostałej działalności operacyjnej w obszarze wiatrowym (+10 mln PLN). Segment obrotu zaskoczył negatywnie (EBIT +5 mln PLN vs. prognoza +15 mln PLN), co wynikało prawdopodobnie z większych kosztów pozyskania nowych klientów (wolumen sprzedaży wyższy o 0,4 TWh od założeń). Korzystniej wyglądały również koszty ogólne (+9 mln PLN), co również należy wiązać z realizowanym programem oszczędnościowym. Saldo na działalności finansowej było zgodne z założeniami, ale efektywna stopa podatkowa była niższa od nominalnej (16%) i w efekcie odchylenie na zysku netto sięgnęło aż 26%. Przepływy gotówkowe z działalności operacyjnej wyniosły 323 mln PLN, ale z uwagi na CAPEX (536 mln PLN), wypłaconą dywidendę oraz zakup MPEC Białystok (260 mln PLN) dług netto wzrósł do 401 mln PLN.

Energa
Trzymaj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 23,99 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-10-31					
		Cena docelowa: 23,60 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	11 176,8	11 429,2	2,3%	10 234,5	-10,5%	10 648,2	4,0%	Liczba akcji (mln)	414,1
EBITDA	1 629,2	1 965,5	20,6%	2 307,9	17,4%	2 357,7	2,2%	MC (cena bieżąca)	9 933,5
marża EBITDA	14,6%	17,2%		22,6%		22,1%		EV (cena bieżąca)	13 336,9
EBIT	906,0	1 194,8	31,9%	1 461,0	22,3%	1 447,8	-0,9%	Free float	50,0%
Zysk netto	457,0	764,0	67,2%	982,5	28,6%	918,1	-6,6%		
P/E	21,7	13,0		10,1		10,8		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/CE	8,4	6,5		5,4		5,4		Zmiana ceny: 6m	20,0%
P/BV	1,3	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	41,1%
EV/EBITDA	7,0	6,5		5,8		6,0		Min (52 tyg.)	15,8
Dywid (%)	6,6	5,0		4,2		5,0		Max (52 tyg.)	25,1

Wyniki Energi za 3Q zaskoczyły lekko negatywnie, co być może stało się impulsem do realizacji zysków przez inwestorów (YTD +60%), szczególnie że Spółka mocno odchyliła się od indeksu sektorowego. Podtrzymujemy naszą opinię, że przy obecnych poziomach cenowych rynek nie wycenia praktycznie żadnych kluczowych ryzyk, ani regulacyjnych (potencjalny spadek WACC, zbliżająca się rewizja modelu w dystrybucji), ani politycznych (powrót do tematu fuzji, wznowienie inwestycji w bloki gazowe wobec zapowiedzi rynku mocy, sprzedaż akcji przez MSP), a jednocześnie dość chętnie dyskontuje wszystkie pozytywnie brzmiące informacje (jak chociażby bardzo mało realny scenariusz prywatyzacji Spółki). Zagrozeniem dla notowań Energi może być ewentualny wzrost rentowności obligacji w USA, który mógłby osłabić sentyment do spółek dywidendowych. Niskie rentowności obligacji polskich to z kolei zła informacja dla wyników dystrybucji w roku 2016 (aplikacja poziomu 2,5% do taryfy oznaczałaby spadek WACC o 1,5 punktu procentowego r/r i spadek modelowego EBIT nawet o 170 mln PLN). Na razie utrzymujemy jednak neutralną rekomendację.

Oczyszczone wyniki lekko poniżej oczekiwań

Raportowany EBIT Energi w 3Q'14 okazał się zgodny z naszymi prognozami i rynkowym konsensusem, aczkolwiek był wsparty przez dodatnie saldo na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie 33 mln PLN, z czego 20 mln PLN stanowiły rozwiązania rezerw na program dobrowolnych odejść, głównie w segmencie sprzedaży. Po oczyszczeniu o te elementy zysk operacyjny byłby o około 10% niższy od założeń. W rozbiciu segmentowym poza wspomnianym segmentem sprzedaży nie odnotowaliśmy większych zaskoczeń. Dystrybucja wygenerowała 198 mln PLN EBIT (prognoza 202 mln PLN), a wytwarzanie 114 mln PLN (prognoza 119 mln PLN). W obszarze generacji pojawiły się jednak odchylenia na poszczególnych liniach biznesowych. Lepiej wypadła Elektrownia Ostrołęka, natomiast niższe

przychody zanotowały elektrownie wodne. Wyższa o 10 mln PLN strata pojawiła się ponadto w segmencie „pozostałe”. Saldo na działalności finansowej było o 6 mln PLN korzystniejsze niż zakładaliśmy, ale zostało skompensowane przez wyższą efektywną stopę podatkową (23%) i w efekcie zysk netto był minimalnie niższy od prognoz. Po słabym pierwszym półroczu Spółka w tym kwartale poprawiła poziom przepływów z działalności operacyjnej, które sięgnęły 540 mln PLN, co przy nakładach inwestycyjnych rzędu 300 mln PLN pozwoliło na obniżenie zadłużenia do 3,2 mld PLN z 3,4 mld PLN.

Aktualizacja planu inwestycyjnego

W latach 2014-22 Spółka planuje CAPEX na poziomie 18,2 mld PLN (plan na lata 2013-21 zakładał 19,7 mld PLN, ale uwzględniał przejęcie farma wiatrowych za 1 mld PLN), z czego inwestycje podstawowe 11,8 mld PLN (poprzednio było to 15,9 mld PLN łącznie ze wspomnianym wydatkiem na przejęcie farm), a dodatkowe inwestycje rozwojowe uzależnione m.in. od otoczenia regulacyjnego to 6,4 mld PLN (poprzednio 3,8 mld PLN). W ramach pakietu podstawowego 9,8 mld PLN przeznaczono na dystrybucję (nasza prognoza 12,2 mld PLN), 1,1 mld PLN na wytwarzanie konwencjonalne (również blisko naszych założeń modelowych) oraz 0,6 mld PLN na sprzedaż i pozostałe obszary (nasze założenia modelowe to 0,3 mld PLN). Dodatkowo uwzględniono 0,4 mld PLN na bieżące projekty OZE, podczas gdy my w tym segmencie zakładamy dla okresu wydatki na poziomie 3,4 mld PLN (zgodnie z planami rozwoju mocy zarysowanymi przy IPO). Ta różnica wynika jednak z faktu, że Spółka środki na realizację kolejnych farm wiatrowych zalicza do wspomnianej kwoty fakultatywnej 6,4 mld PLN (oprócz OZE znalazły się tam akwizycje, projekty R&D). Ostatecznie więc, mając to na uwadze, założenia naszego modelu na poziomie CAPEX są bliskie przedstawionym planom Zarządu (16,9 mld PLN vs. 18,2 mld PLN). Nasza prognoza skumulowanego strumienia EBITDA w latach 2014-22 wynosi 23,4 mld PLN.

PGE		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		20,02 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-12-05	
		Cena docelowa:		20,10 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	30 481,1	30 144,9	-1,1%	27 589,5	-8,5%	27 975,9	1,4%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	7 310,1	8 017,8	9,7%	8 017,3	0,0%	7 326,0	-8,6%	MC (cena bieżąca)	37 433,1
marża EBITDA	24,0%	26,6%		29,1%		26,2%		EV (cena bieżąca)	37 070,5
EBIT	4 377,8	5 060,4	15,6%	4 986,8	-1,5%	4 264,5	-14,5%	Free float	38,1%
Zysk netto	3 616,3	4 118,5	13,9%	3 945,4	-4,2%	3 270,4	-17,1%		
P/E	10,4	9,1		9,5		11,4		Zmiana ceny: 1m	-7,9%
P/CE	5,7	5,3		5,4		5,9		Zmiana ceny: 6m	-4,5%
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	15,3%
EV/EBITDA	4,8	4,3		4,6		5,9		Min (52 tyg.)	15,7
Dyield (%)	9,1	4,3		5,5		5,3		Max (52 tyg.)	22,5

Kurs PGE spadł w listopadzie o ponad 8% (rynek zamknął dodatnią lukę względem indeksu WIG Energetyka) i dlatego zamykamy już naszą negatywną rekomendację. Źródłem pogorszenia sentymentu do Spółki były na pewno słabe wyniki za 3Q (nie tylko nominalnie, ale również pod względem jakości) oraz zapowiedź zwiększenia rezerw aktuarialnych na koniec roku, co potencjalnie obniży bazę do wypłaty dywidendy. Nie bez znaczenia były również ostatnie wydarzenia w sektorze górniczym, które zwiększają prawdopodobieństwo zaangażowania PGE w bezpośrednią lub pośrednią pomoc dla kopalni śląskich. Zakup kopalni za 2-3 mld PLN lub JV z Kompanią Węglową zostałyby zapewne odebrane przez rynek jako destrukcja wartości dla akcjonariuszy i zagrożenie dla przyszłych dywidend. Na ten moment taki scenariusz nie jest jeszcze dyskontowany i rynek wciąż liczy na 5% DYield. Jeśli chodzi o wpływ wzrostu cen energii na przyszłoroczne wyniki to naszym zdaniem w pełni jest to uwzględnione w rynkowym konsensusie. Ponownie zwracamy uwagę, że pozytywnym katalizatorem dla PGE (producent oparty o koszty stałe) byłoby odbicie na rynku węgla energetycznego, którego jeszcze w przyszłym roku nie zakładamy.

Odpis obligacji AW obciążył zysk netto

Wynik netto PGE w 3Q został obciążony odpisem wartości obligacji Autostrady Wielkopolskiej w kwocie -386 mln PLN, a dodatkowo na wysokie ujemne saldo na działalności finansowej (-433 mln PLN vs. oczekiwane +15 mln PLN) wpłynęły straty na wycenie swapów procentowych na -25 mln PLN oraz ujemne różnice kursowe na -19 mln PLN. Na poziomie działalności operacyjnej wyniki były bliskie oczekiwań aczkolwiek zostały osiągnięte przy istotnie wyższych przychodach KDT (192 mln PLN vs. zakładane 120 mln PLN). W rozbiciu segmentowym rozczarował obszar wytwarzania, gdzie EBIT mimo wspomnianych wyższych rekompensat wyniósł tylko 489 mln vs. oczekiwane 526 mln PLN mimo wyższych wolumenów produkcji. Częściowo wpływ na to mogło mieć ujemne saldo na działalności operacyjnej (-36 mln PLN) oraz wyższe pozostałe koszty. Słabszy wynik kluczowego segmentu częściowo neutralizowały lepsze rezultaty w pozostałych obszarach, m.in. w dystrybucji (EBIT 344 mln PLN vs. prognoza 318 mln PLN mimo wyższej amortyzacji dzięki wyższemu wolumenowi przesyłu) i detalu (strata -55 mln PLN vs. zakładane -81 mln PLN). Nieco słabsze wyniki zaraportował obszar OZE (28 mln PLN vs. 37 mln PLN oczekiwane) oraz segment hurtowy (97 mln PLN vs. 113 mln PLN). Na poziomie zysku netto odchylenie to efekt wspomnianych zdarzeń jednorazowych na kosztach finansowych. Pozytywnym aspektem raportu za 3Q są przepływy z operacji, które sięgnęły +2,8 mld PLN (oczekiwaliśmy jednak odwrócenia negatywnych zmian w kapitale obrotowym). Przy nakładach na poziomie 1,6 mld PLN (po 9M 4,6 mld PLN, czyli zgodnie z roczną prognozą na poziomie 6 mld PLN) i wypłaconej dywidendzie gotówka netto Grupy została uszczuplona do poziomu 1,6 mld PLN.

Tauron
Akumuluj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 5,27 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-12-05					
		Cena docelowa: 6,00 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	24 753,0	19 131,1	-22,7%	18 018,6	-5,8%	18 749,6	4,1%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	3 851,6	3 661,5	-4,9%	3 597,6	-1,7%	3 790,6	5,4%	MC (cena bieżąca)	9 235,9
marża EBITDA	15,6%	19,1%		20,0%		20,2%		EV (cena bieżąca)	16 125,6
EBIT	2 165,1	1 934,1	-10,7%	1 798,1	-7,0%	1 842,0	2,4%	Free float	54,5%
Zysk netto	1 476,4	1 308,3	-11,4%	1 173,4	-10,3%	1 138,9	-2,9%		
P/E	6,3	7,1		7,9		8,1		Zmiana ceny: 1m	0,4%
P/CE	2,9	3,0		3,1		3,0		Zmiana ceny: 6m	-2,6%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	8,9%
EV/EBITDA	3,7	4,1		4,5		5,1		Min (52 tyg.)	4,0
Dywid (%)	5,9	3,8		3,6		3,2		Max (52 tyg.)	5,6

Tauron systematycznie od wielu kwartałów pozytywnie zaskakuje wynikami, co stymuluje kolejne rewizje konsensusu, ale niestety nie przekłada się na zachowanie kursu, który odstaje od branżowych liderów tegorocznych wzrostów. Oczywiście jest to związane z mniej atrakcyjnym profilem dywidendowym. Naszym zdaniem ten imperatyw popytowy może w najbliższych miesiącach wygasać na rzecz selekcji opartej o analizę przyszłych wyników finansowych, szczególnie że diskutowane mechanizmy mocowe mogą zmienić zupełnie optykę w obszarze wytwarzania. Dodatkowym katalizatorem dla kursu może być również zapowiedziana transakcja sprzedaży farm wiatrowych, która uwolniłaby gotówkę i poprawiłaby wskaźniki wyceny. Z uwagi na ostatnie wzrosty kursu obniżamy jednak naszą rekomendację z kupny do akumuluj.

Oczyszczony EBIT nieznacznie powyżej oczekiwań

Wyniki Tauronu za 3Q'14 okazały się lepsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu, ale istotna część odchylenia to efekt dodatniego salda na pozostałej działalności operacyjnej, które wyniosło +40 mln PLN (saldo rezerw na bezumowne korzystanie z gruntów i spory sądowe na +27 mln PLN). Po oczyszczeniu EBIT o ten element rezultaty byłyby wyższe od prognoz o około 4%. W segmencie wydobywczym EBIT sięgnął 29 mln PLN, podczas gdy my spodziewaliśmy się straty rzędu 6,2 mln PLN. Zaskoczenie to efekt nieco wyższych wolumenów, lepszej struktury sprzedaży (większy udział droższych sortymentów grubych) oraz niższych kosztów (m.in. mniejsza skala prac przygotowawczych). W obszarze wytwarzania wynik również był lepszy od oczekiwań (strata -43 mln PLN vs. zakładane -68,9 mln PLN) przy przychodach z ORM na poziomie 62 mln PLN. Źródłem odchylenia jest przede wszystkim wyższy wolumen produkcji. W dystrybucji EBIT wyniósł 370 mln PLN i był zgodny z oczekiwaniami, aczkolwiek należy pamiętać, że część wspomnianych zdarzeń jednorazowych była zapewne przypisana do tego obszaru. Nieznaczne pozytywne zaskoczenia odnotowaliśmy w OZE (25 mln PLN vs. 19 mln PLN) i obrocie (105 mln PLN vs. 97 mln PLN), natomiast negatywną niespodzianką sprawił segment ciepła gdzie pojawiła się strata -21 mln PLN vs. zakładane 0 (było to efektem zawiązania rezerwy na CO₂ w kwocie 22 mln PLN, gdyż choć na poziomie Grupy Tauron ma pełne pokrycie darmowymi uprawnieniami to w ramach segmentu wystąpił deficyt, którego nie można bilansować certyfikatami z wytwarzania). Na działalności finansowej nie wystąpiły istotne odchylenia. Przepływy pieniężne z operacji wyniosły w tym kwartale 943 mln PLN, co przy nakładach inwestycyjnych na poziomie 731 mln PLN (po 9M 2,5 mld PLN vs. zakładane dla całego roku 4,3 mld PLN) i wypłaconej dywidendzie (324 mln PLN) wpłynęło na nieznaczny wzrost długu netto do

6,26 mld PLN (relatywny wskaźnik do EBITDA pozostał na poziomie 1,7x).

Kontrowersje wokół likwidacji spółki Polska Energia PKH

W październiku został złożony wniosek o ogłoszenie upadłości likwidacyjnej spółki w 100% zależnej Polska Energia-Pierwsza Kompania Handlowa Sp. z o.o. Przyczyną tej decyzji było zgłoszenie przez jej kontrahentów potencjalnych wierzycieli przyszłych, których wartość przekracza wartość jej majątku. Podmiot ten posiada długoterminowe umowy na zakup energii i zielonych certyfikatów od farm wiatrowych po stałej cenie (zawarte kilka lat temu). Według doniesień prasowych właściciele tych farm wiatrowych zarzucają Tauronowi, że poprzez upadłość tej spółki chce on uniknąć kupowania od nich certyfikatów i energii po cenach przekraczających obecne poziomy rynkowe. Z kolei Tauron ocenia, że nie jest gwarantem wykonania zobowiązań PKH, a zapowiedź zgłoszenia wielomiliardowych roszczeń wobec Spółki i Skarbu Państwa (portal wnp.pl podaje że mogą one sięgnąć 2 mld PLN) przez kontrahentów uważa za próbę wywarcia presji. Wielkość przychodów PKH w ubiegłym roku to około 200 mln PLN. Szacujemy, że roczna strata Tauronu na odkupie przez PKH certyfikatów i energii po wyższych cenach to około 20-30 mln PLN (likwidacja spółki przyniosłaby więc tego rzędu oszczędności). Wspomniane roszczenia dotyczą zapewne całości przychodów z pozostałych do zakończenia kontraktów, które były zawierane na 15 lat. Wydaje się, że kontrahenci mają małe szanse na zakwestionowanie upadłości spółki z ograniczoną upadłością, która nie miała gwarancji właściciela.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie dla Parkietu Prezes Dariusz Lubera komentuje ostatnie dyskusje na temat przejmowania kopalń przez energetykę (Spółka inwestuje we własne kopalnie i obecnie nie planuje akwizycji w tym obszarze), procesu sprzedaży spółki celowej z farmami wiatrowymi (transakcja powinna być zrealizowana do 2 miesięcy, gdyż później przestanie mieć sens z uwagi na fakt, że jej celem jest zdobycie finansowania na kolejne projekty wiatrowe, które mogłyby się jeszcze załapać na stary model wsparcia) i wpływ nowej polityki klimatycznej na działalność Spółki (Prezes ocenił, że nowe cele klimatyczne wraz z darmowymi uprawnieniami oraz planowanym wprowadzeniem rynku mocy tworzą sprzyjające warunki dla energetyki węglowej). Prezes ocenił również, że w najbliższym czasie z uwagi na napięty harmonogram inwestycji może rekomendować niższy poziom dywidendy (40-50% zysku). Jeśli chodzi o dywidendę to tym roku Tauron wypłaci 25% skonsolidowanego zysku z 2013 roku i taki poziom wypłaty przewidujemy również na kolejny rok. Wypowiedź Prezesa nie stanowi więc żadnego zaskoczenia.

Telekomunikacja

Netia		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		5,69 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-07-07	
		Cena docelowa:		5,60 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 121,4	1 876,0	-11,6%	1 720,0	-8,3%	1 623,4	-5,6%	Liczba akcji (mln)	347,9
EBITDA	461,5	532,8	15,4%	483,4	-9,3%	436,1	-9,8%	MC (cena bieżąca)	1 979,6
marża EBITDA	21,8%	28,4%		28,1%		26,9%		EV (cena bieżąca)	2 201,5
EBIT	-21,0	92,8		80,0	-13,7%	70,9	-11,5%	Free float	
Zysk netto	-87,7	46,3		50,7	9,6%	46,1	-9,1%		
P/E		42,8		39,0		42,9		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	5,5	4,1		4,4		4,8		Zmiana ceny: 6m	10,9%
P/BV	0,9	0,9		0,9		1,0		Zmiana ceny: 12m	7,8%
EV/EBITDA	5,6	4,3		4,6		4,9		Min (52 tyg.)	4,6
Dyield (%)	0,0	0,0		7,4		7,5		Max (52 tyg.)	6,0

Wyniki za 3Q'14 Netii nie wypadły najlepiej, jednak płatność 145 mln PLN netto przez Orange Polska na rzecz Netii przekłada się pozytywnie na wycenę Netii na poziomie 0,42 PLN. Rozwiązanie kwestii kary od KE to z kolei wydatek dla Orange Polska rządu do 127,5 mln EUR w przypadku płatności całej kary, czyli do 0,61 PLN/akcję jeśli kara została anulowana w całości. Podtrzymujemy neutralne podejście do Spółki. Zwracamy uwagę, że Netia ogłosiła długo oczekiwaną strategię 2020. Grupa chce koncentrować się na bardziej dedykowanym podejściu do segmentów B2C i B2B, co nie jest dla nas zaskoczeniem. Jednakże w prezentacji czytamy o planie podziału sieci B2B i B2C, a dokładnie o separacji infrastruktury dostępowej B2C oraz współpracy na zasadzie SLA z sieciami B2B. W naszej lipcowej rekomendacji przyjęliśmy taki scenariusz w wycenie SoTP, wyceniając Netię na 6,50 PLN. Inne cele strategii to m.in. dynamiczny rozwój w segmencie ICT (centra danych, usługi w chmurze oraz selektywne akwizycje) oraz wykorzystanie potencjału rynku usług hurtowych. W ramach segmentu B2C Netia będzie koncentrować się na maksymalizacji wartości sieci własnej bez dalszej intensywnej modernizacji.

PKP mają wstępne oferty na TK Telekom

Polskie Koleje Państwowe SA otrzymały oferty wstępne potencjalnych inwestorów dotyczące nabycia udziałów w TK Telekom i planują jeszcze w tym roku rozpocząć proces due diligence spółki przez inwestorów dopuszczonych do dalszego postępowania na podstawie oceny tych ofert, podała spółka. PKP nie podało szczegółów dotyczących liczby ani nazw zainteresowanych inwestorów. Według nieoficjalnych informacji mediów, są wśród nich Netia i Hawe.

Uгода Orange Polska i Netii

Na podstawie ugody strony dokonały ostatecznego rozliczenia wzajemnych roszczeń spółek Grupy Netia względem spółek Grupy Orange Polska oraz roszczeń spółek Grupy Orange Polska względem spółek Grupy Netia. Zgodnie z ugodą, spółki Grupy Netia oraz spółki Grupy Orange Polska:

- zrzekły się wzajemnych roszczeń pieniężnych oraz innych roszczeń wynikających z łączących je stosunków umownych, porozumień (w tym wynikających z decyzji Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej) oraz stosunków pozaumownych, wynikających lub dotyczących prowadzonej działalności telekomunikacyjnej oraz innej działalności, oraz
- zrzekły się wszelkich roszczeń zgłoszonych względem siebie, które były przedmiotem postępowań sądowych oraz zobowiązały się podjąć działania w celu zakończenia tych postępowań sądowych.

W wyniku wzajemnych ustępstw strony ugody uzgodniły, że rozliczenie wzajemnych roszczeń nastąpi poprzez zapłatę przez Orange Polska na rzecz Netii kwoty 145,0 mln PLN. Kwota ta została zapłacona w dniu podpisania ugody. Ponadto, Orange Polska, w określonych przypadkach, jest zobowiązane do zapłaty na rzecz Netii kwoty dodatkowej pod warunkiem, że kara nałożona przez Komisję Europejską na Orange Polska w sprawie nr COMP/39.525 (127,5 mln EUR) zostanie obniżona poniżej kwoty 112,0 mln EUR lub gdy decyzja Komisji Europejskiej w powyższej sprawie zostanie unieważniona w całości lub w części dotyczącej kary. Wysokość kwoty dodatkowej wynosi albo 45% różnicy pomiędzy kwotą 112 mln EUR a ostateczną wysokością kary nałożonej na Orange Polska albo 50,4 mln EUR w przypadku, gdy kara zostanie anulowana w całości. Rezerwa na pełną kwotę wynikającą z ugody została ujęta przez Orange Polska w sprawozdaniach finansowych na 30 września 2014, a koszty jej utworzenia obciążą rachunek zysków i strat w okresach wcześniejszych. W rezultacie ugoda nie będzie mieć wpływu na EBITDA raportowaną przez Orange Polska w kolejnych okresach. Spór z Netią był opisany w notach do sprawozdań finansowych za lata 2012 i 2013, jako część noty "Postępowanie przed Komisją Europejską w sprawie dostępu szerokopasmowego". Orange Polska również w okresach poprzednich zawiązała rezerwy na pełną kwotę kary Komisji Europejskiej. Wpływ gotówki związany z ugodą stanowi 3,7% skorygowanej EBITDA za ostatnie cztery kwartały i nie będzie miał wpływu na stabilność bilansu Orange Polska. Ugoda pozostaje bez wpływu na komunikowane cele całoroczne Orange Polska na rok 2014 ponieważ są one definiowane z wyłączeniem wpływu sporów.

Netia ma kredyt do kwoty 300 mln PLN w mBanku i BGŻ na refinansowanie

Netia zawarła z mBankiem i Bankiem Gospodarki Żywnościowej (BGŻ) umowę kredytu terminowego z trzyletnim okresem spłaty o łącznej wysokości do 300 mln PLN, przeznaczonego na spłatę zadłużenia w Banku Gospodarki Żywnościowej (następca prawnym Rabobank Polska), BNP Paribas Oddział w Polsce, mBank, Raiffeisen Bank Polska oraz Raiffeisen Bank International AG. Spłatę kredytu rozłożono na sześć równych półrocznych rat, z których ostatnia płatna będzie w dniu przypadającym trzy lata po podpisaniu umowy, tj. w dniu 3 listopada 2017 r.

Wyniki za 3Q'14

Przychody Netii w 3Q'14 były zgodne z naszymi oczekiwaniami i wyniosły 413,4 mln PLN. Zgodnie z naszymi estymacjami ARPU z bezpośrednich usług głosowych na własnej infrastrukturze uległo lekkiemu spadkowi Q/Q o 3,3% na tle stabilnego ARPU na WLR. Liczba linii

dzierżawionych była na poziomie 729,2 tys. (zgodnie z oczekiwaniami), erozja bazy abonentów na własnej infrastrukturze była delikatnie szybsza od naszych oczekiwań. Przychody z transmisji danych wyniosły 170,1 mln PLN (vs. oczekiwane 172 mln PLN). Zwracamy uwagę na stabilne ARPU Q/Q, pomimo wzmożonej walki konkurencyjnej w tym obszarze. Raportowana EBITDA w 3Q'14 była jednak istotnie mniejsza od naszych oczekiwań. Wyniosła ona 109,5 mln PLN (vs. 121,9 mln PLN estymacji), co było głównie wynikiem: (1) wzrostu kosztów reklamy z 3,8 mln PLN w 2Q'14 do 8,77 mln PLN, (2) większych kosztów restrukturyzacji – 6,9 mln PLN vs. 2,1 mln PLN naszych oczekiwań, (3) nieco mniejszych od naszych założeń oszczędności w zakresie kosztów własnych sprzedaży i ogólnego zarządu. Spółka zaksięgowiała 2,5 mln PLN zysku na sprzedaży wierzytelności objętych odpisem aktualizującym, co jednak nie nadrobiło wcześniej opisywanych strat. Netia zaksięgowiała także większe od naszych estymacji koszty finansowe z powodu strat z tytułu wyceny otwartych kontraktów terminowych związanych z planowanymi płatnościami zobowiązań handlowych do wartości godziwej. Strata netto wyniosła 4,4 mln PLN vs. 9,2 mln PLN oczekiwanego przez nas zysku. Słabe wyniki zostały nadrobione jednak stabilnym R/R CFO na poziomie

144,2 mln PLN, który Netia wygenerowała dzięki skróceniu cyklu konwersji gotówki Q/Q w wyniku m.in. obniżenia stanu należności. CAPEX był mniejszy R/R (50,0 mln PLN vs. 57,4 mln PLN rok wcześniej). Netia ogłosiła politykę dystrybucji środków do akcjonariuszy bez zmian i podtrzymała prognozę na 2014 r. (505 mln PLN zysku EBITDA, 215 mln PLN CAPEX i 290 mln skorygowanego CFO).

Telekonferencja po wynikach za 3Q'14

W Netii trwa przegląd infrastruktury i programu oszczędnościowego Netia Lajt. Spółkę czekają obniżające wynik odpisy restrukturyzacyjne. Na Spółkę pozytywnie wpłynęła zawarta ugoda z Orange, w ramach której Netia otrzymała już 145 mln PLN. Netia chce też obniżyć koszty finansowania. Część gotówki otrzymanej od Orange firma może przeznaczyć na spłatę obecnego zadłużenia. Netia z końcem roku kończy inwestycje w rozbudowę i modernizację sieci. Spółka stawia na sprzedaż większej liczby usług klientom podpiętym do własnej sieci. Cel dla segmentu B2C to dwie usługi na statystycznego klienta, dla B2B – 9–10. W Netii widać już obszary, które pozwolą zrealizować projekt Netia Lajt z nawiązką. Osiemdziesiąt osób, które odeszły w ramach programu Lajt do tej pory, stanowią już większość planowanej zmiany w zakresie redukcji zatrudnienia.

Orange Polska		Redukuj							
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		9,30 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-11-05	
		Cena docelowa:		8,90 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	14 141,0	12 923,0	-8,6%	12 143,7	-6,0%	11 830,6	-2,6%	Liczba akcji (mln)	1 312,0
EBITDA	4 841,0	3 895,0	-19,5%	4 004,8	2,8%	3 627,0	-9,4%	MC (cena bieżąca)	12 201,6
marża EBITDA	34,2%	30,1%		33,0%		30,7%		EV (cena bieżąca)	16 330,4
EBIT	1 574,0	788,0	-49,9%	951,8	20,8%	778,1	-18,2%	Free float	
Zysk netto	855,0	296,0	-65,4%	503,8	70,2%	438,7	-12,9%		
P/E	14,3	41,2		24,2		27,8		Zmiana ceny: 1m	-6,2%
P/CE	3,0	3,6		3,4		3,7		Zmiana ceny: 6m	-12,0%
P/BV	0,9	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-8,4%
EV/EBITDA	3,6	4,3		4,1		4,6		Min (52 tyg.)	9,1
Dywidend (%)	16,1	5,4		2,7		5,4		Max (52 tyg.)	11,9

Podtrzymujemy nasze negatywne podejście do watorów ze względu na: (1) nieustanną presję na ceny na mobilnym rynku B2B, (2) wzmożenie walki konkurencyjnej na rynku Internetu stacjonarnego ze strony operatorów kablowych i Netii, (3) rosnące koszty Interkonektu spowodowane masową migracją klientów do ofert nielimitowanych oraz istotnym popytem na oferty SIM only. Powyższe czynniki powinny przelożyć się na spadek skorygowanego wyniku EBITDA R/R w 2015 r. o 6,8% do poziomu 3 627 mln PLN, czemu towarzyszyć będą istotne nakłady na częstotliwości z zakresu 800 MHz i infrastrukturę światłowodową, które naszym zdaniem mogą przelożyć się na spadek wysokości dywidendy R/R do 0,25 PLN (-50%). Zwracamy uwagę na pojawienie się nowego podmiotu na liście zainteresowanych częstotliwościami LTE – NetNet, spółka syna partnera biznesowego Solorza-Żaka, głównego udziałowca Cyfrowego Polsatu. Naszym zdaniem grupa Solorza-Żaka jest zdeterminowana do walki o dwa bloki pasma 800 MHz, co tym bardziej implikuje wysoką cenę na 2x5MHz pasma (pozostali zainteresowani to P4, Emitel, T-Mobile).

Ugoda Orange Polska i Netii

Na podstawie ugody strony dokonały ostatecznego rozliczenia wzajemnych roszczeń spółek Grupy Netia względem spółek Grupy Orange Polska oraz roszczeń spółek Grupy Orange Polska względem spółek Grupy Netia. Zgodnie z ugodą, spółki Grupy Netia oraz spółki Grupy Orange Polska:

- zrzekły się wzajemnych roszczeń pieniężnych oraz innych roszczeń wynikających z łączących je stosunków umownych, porozumień (w tym wynikających z decyzji Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej) oraz stosunków pozaumownych, wynikających lub dotyczących prowadzonej działalności telekomunikacyjnej oraz innej działalności, oraz
- zrzekły się wszelkich roszczeń zgłoszonych względem siebie, które były przedmiotem postępowań sądowych oraz zobowiązały się podjąć działania w celu zakończenia tych postępowań sądowych.

W wyniku wzajemnych ustępstw strony ugody uzgodniły, że rozliczenie wzajemnych roszczeń nastąpi poprzez zapłatę przez Orange Polska na rzecz Netii kwoty 145,0 mln PLN.

Kwota ta została zapłacona w dniu podpisania ugody. Ponadto, Orange Polska, w określonych przypadkach, jest zobowiązane do zapłaty na rzecz Netii kwoty dodatkowej pod warunkiem, że kara nałożona przez Komisję Europejską na Orange Polska w sprawie nr COMP/39.525 (127,5 mln EUR) zostanie obniżona poniżej kwoty 112,0 mln EUR lub gdy decyzja Komisji Europejskiej w powyższej sprawie zostanie unieważniona w całości lub w części dotyczącej kary. Wysokość kwoty dodatkowej wynosi albo 45% różnicy pomiędzy kwotą 112 mln EUR a ostateczną wysokością kary nałożonej na Orange Polska albo 50,4 mln EUR w przypadku, gdy kara zostanie anulowana w całości. Rezerwa na pełną kwotę wynikającą z ugody została ujęta przez Orange Polska w sprawozdaniach finansowych na 30 września 2014, a koszty jej utworzenia obciążą rachunek zysków i strat w okresach wcześniejszych. W rezultacie ugoda nie będzie mieć wpływu na EBITDA raportowaną przez Orange Polska w kolejnych okresach. Spór z Netią był opisany w notach do sprawozdań finansowych za lata 2012 i 2013, jako część noty "Postępowanie przed Komisją Europejską w sprawie dostępu szerokopasmowego". Orange Polska również w okresach poprzednich zawiązało rezerwy na pełną kwotę kary Komisji Europejskiej. Wpływ gotówki związany z ugodą stanowi 3,7% skorygowanej EBITDA za ostatnie cztery kwartały i nie będzie miał wpływu na stabilność bilansu Orange Polska. Ugoda pozostaje bez wpływu na komunikowane cele całoroczne Orange Polska na rok 2014 ponieważ są one definiowane z wyłączeniem wpływu sporów.

Sześć ofert wstępnych w aukcji LTE

Sześć firm złożyło wstępne oferty w postępowaniu na rozdysponowanie zasobów radiowych w paśmie 800 MHz i 2600 MHz: Orange Polska, P4, Hubb Investments, T-Mobile Polska, Polkomtel oraz NetNet. Dużym zaskoczeniem w grupie zainteresowanych częstotliwościami LTE jest podmiot NetNet. Według doniesień prasowych właścicielem tej spółki jest natomiast Szymon Ruta, syn Heronima Ruty, partnera biznesowego Zygmunta Solorza-Żaka.

Inea przeniosła klientów mobilnych do Play

Inea przeniosła ponad 24 tys. klientów usług głosowych i mobilnego dostępu do sieci Play. Transfer klientów do Play trwał od początku lata do początku listopada. Wcześniej dostawcą sieci było Orange Polska.

Media

Agora		Redukuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		8,08 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-08-27	
		Cena docelowa:		7,60 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 138,6	1 073,9	-5,7%	1 104,4	2,8%	1 157,2	4,8%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	80,7	103,5	28,2%	96,5	-6,8%	99,4	3,0%	MC (cena bieżąca)	411,6
marża EBITDA	7,1%	9,6%		8,7%		8,6%		EV (cena bieżąca)	420,3
EBIT	-13,1	7,4		3,6	-51,9%	2,6	-26,1%	Free float	81,4%
Zysk netto	-9,0	1,2		2,0	72,9%	-0,2			
P/E		349,1		202,0				Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	4,9	4,2		4,3		4,3		Zmiana ceny: 6m	-15,8%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-22,9%
EV/EBITDA	5,4	4,6		4,4		4,2		Min (52 tyg.)	7,7
Dywidenda (%)	12,4	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	11,4

Agora zaraportowała wyniki za 3Q'14 lepsze od naszych oczekiwań głównie w wyniku niższych od oczekiwań kosztów reprezentacji i reklamy oraz kilku mniejszych oszczędności kosztowych, w segmentach Radio, Kino i Outdoor. Agora podała dość optymistyczne dane o rynku reklamowym. Segment reklamy w Prasie był mniejszy R/R o 12%, czego nie widać w Agorze: przychody z reklam w Gazecie Wyborczej spadły o 21,1% R/R, a negatywny trend spadku reklamy per sprzedana sztuka dziennika był nawet większy Q/Q. Liczba aktywnych prenumerat cyfrowej wersji Gazety Wyborczej wyniosła na koniec 3Q'14 21,2 tys. Naszym zdaniem cel 40 tys. prenumerat na koniec roku będzie bardzo trudny do osiągnięcia. Na tym tle Agora przedstawiła relatywnie słaby CFO. Starania Agory o koncesję na nowy kanał jest naszym zdaniem właściwym posunięciem, które jednak nie przełoży się na istotny wzrost wyników w nadchodzących kwartałach. Także wyniki rozpowszechniania płatnego nie są obiecujące. W ciągu 10 pierwszych miesięcy 2014 roku rozpowszechnianie dziennika Gazety Wyborczej spadło o 13,0% R/R. Podtrzymujemy negatywne podejście.

Wyniki za 3Q'14

Przychody ze sprzedaży wyniosły w 3Q'14 243,9 mln PLN i były wyższe R/R o 1,7% oraz zgodne z naszymi estymacjami. W rozbiciu na poszczególne segmenty, Outdoor i Kino zaraportowały delikatnie niższe przychody vs. nasze oczekiwania, co zostało z nawiązką nadrobione przez segment Internetu i wynik ze sprzedaży wydawnictw Gazety Wyborczej. Pozytywne zaskoczenie w 3Q'14 przyniosła baza kosztowa, która wyniosła 253,7 mln PLN vs. 256,9 mln PLN oczekiwanej. Różnice wynikają głównie z: (1) niższych kosztów reklamy oraz zużycia materiałów i energii w Heliosie, (2) mniejszych kosztów utrzymania systemu i reklamy w segmencie Outdoor, (3) ograniczenia kosztów operacyjnych, głównie w wyniku niższych kosztów reprezentacji i reklamy w segmencie Radio. Linia EBITDA była na poziomie 14,0 mln PLN, 2,7 mln PLN wyżej R/R i 4,8 mln PLN wyżej od naszych oczekiwań. Pomimo zaksięgowania dodatniego wpływu kosztów finansowych netto w wysokości 2,2 mln PLN,

wynik Stopklatki i podatek dochodowy osłabiły linię netto Agory, która ukształtowała na poziomie -10,2 mln PLN. Grupa wygenerowała 5,1 mln PLN CFO vs. 12,2 mln PLN rok wcześniej (odpowiednio 42,4 mln PLN i 76,7 mln PLN w ciągu 9 miesięcy). Na słaby CFO wpłynęły głównie zmiany na kapitale obrotowym oraz inne korekty (w wysokości -3,7 mln PLN w 3Q'14). Na koniec 3Q'14 Agora dysponowała środkami pieniężnymi w wysokości 87,4 mln PLN, na które składały się gotówka i jej ekwiwalenty w wysokości 40,8 mln PLN oraz 46,6 mln PLN zainwestowane w krótkoterminowe papiery wartościowe. Zwracamy uwagę, że Grupa posiada należności z tytułu złożonych przez spółkę AMS kaucji pieniężnych w wysokości 47,0 mln PLN stanowiących zabezpieczenie gwarancji bankowych udzielonych w związku z realizacją umowy koncesji na budowę i modernizację wiat przystankowych w Warszawie (prezentowane w bilansie w należnościach długoterminowych). Na koniec 3Q'14 zadłużenie wyniosło 114,5 mln PLN (w tym zewnętrzne zadłużenie grupy Helios w wysokości 96,9 mln PLN).

Agora z koncesją na nowy kanał

Agora otrzymała od Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji koncesję na nowy kanał telewizyjny planowany przez jej spółkę TV Zone. Spółka nie wyklucza ubiegania się o miejsce na kolejną stację w naziemnej telewizji. Budowa ekspozycji na rynek reklamy telewizyjnej jest naszym zdaniem dobrym posunięciem, jednak w perspektywie kilku kwartałów naszym zdaniem nie przełoży się istotnie na wyniki.

Rozpowszechnianie prasy w październiku

Rozpowszechnianie płatne razem „Gazety Wyborczej”, wydawanej przez Agorę, wyniosło w październiku 2014 roku 189,6 tys. i było o 8,8% niższe R/R. Z kolei rozpowszechnianie płatne razem „Dziennika Gazety Prawnej” wyniosło 56,1 tys., co oznacza spadek o 8,2% R/R. Liderem sprzedaży na rynku dzienników pozostał „Fakt” z wynikiem 323,2 tys. egzemplarzy, rozpowszechnianie „Super Expressu” wzrosło o 2,9% R/R do 160,2 tys. sztuk. Wynik „Rzeczpospolitej” był na poziomie 58,5 tys., co oznacza spadek rok do roku o 19,0%.

Cyfrowy Polsat		Trzymaj							
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:	24,14 PLN	Data ostatniej aktualizacji:	2014-12-05				
		Cena docelowa:	23,84 PLN						
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 778,2	2 910,8	4,8%	6 163,3	111,7%	9 501,4	54,2%	Liczba akcji (mln)	639,5
EBITDA	1 032,3	1 046,3	1,4%	2 363,7	125,9%	3 866,3	63,6%	MC (cena bieżąca)	15 438,6
marża EBITDA	37,2%	35,9%		38,4%		40,7%		EV (cena bieżąca)	25 816,8
EBIT	789,2	789,9	0,1%	1 265,9	60,3%	2 031,1	60,4%	Free float	48,5%
Zysk netto	598,3	525,4	-12,2%	646,6	23,1%	896,1	38,6%		
P/E	14,1	16,0		23,9		17,2		Zmiana ceny: 1m	-7,6%
P/CE	10,0	10,8		8,9		5,7		Zmiana ceny: 6m	9,2%
P/BV	3,4	2,8		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	25,0%
EV/EBITDA	10,1	9,6		10,9		6,3		Min (52 tyg.)	18,7
Dyield (%)	0,0	0,0		1,1		0,0		Max (52 tyg.)	27,8

Ze względu na umocnienie się notowań Cyfrowego Polsatu o 29% od wydania naszej styczniowej rekomendacji obniżamy zalecenie inwestycyjne z akumuluj do trzymaj. Naszym zdaniem wiadomość o odejściu Libickiego i relatywnie słabe wyniki za 3Q'14 mogą powodować dalszą zadyszkę notowań Cyfrowego Polsatu. Agresywna sprzedaż SmartDomu, rosnące użycie smartfonów oraz popularyzacja mobilnej konsumpcji treści wideo spowodują wzrost kosztów własnych sprzedanego sprzętu oraz kosztów technicznych i rozliczeń międzyoperatorskich w 4Q'14. Mocno konkurencyjna oferta Cyfrowego Polsatu budzi ryzyko przeceny posiadanej bazy klientów.

Sześć ofert wstępnych w aukcji LTE

Sześć firm złożyło wstępne oferty w postępowaniu na rozdysponowanie zasobów radiowych w paśmie 800 MHz i 2600 MHz: Orange Polska, P4, Hubb Investments, T-Mobile Polska, Polkomtel oraz NetNet. Dużym zaskoczeniem w grupie zainteresowanych częstotliwościami LTE jest podmiot NetNet. Według doniesień prasowych właścicielem tej spółki jest natomiast Szymon Ruta, syn Heronima Ruty, partnera biznesowego Zygmunta Solorza-Żaka.

EBITDA bez zaskoczeń, słaby CFO

Cyfrowy Polsat zaraportował linię EBITDA zgodnie z naszymi oczekiwaniami, jednak struktura wyników jest nieco zaskakująca. Przychody Grupy wzrosły w 3Q'14 do poziomu 2,425 mld PLN vs. 2,325 mld PLN naszych estymacji, co jest wynikiem głównie dobrych wyników w realizacji synergii sprzedażowych w ramach programu SmartDom (wzrost całkowitej liczby RGU w 3Q'14 do 16,4 mln, stabilna baza klientów kontraktowych wynosząca 6,2 mln, ARPU klienta wzrosło do 86,5 PLN, wskaźnik RGU na klienta = 1,98x) oraz dobrym wynikiem na działalności reklamowej (udział Grupy sięgnął 26,3% w rynku reklamy vs. 24,1% w 3Q'13). Z drugiej strony w wynikach widać rosnące koszty, co wynika głównie z: (1) pozyskania klientów w ramach oferty SmartDOM, (2) zakupu praw do dystrybucji Mistrzostw Świata FIVB oraz (3) wyższymi kosztami transmisji danych. Baza kosztowa bez amortyzacji była w 3Q'14 na poziomie 1 510 mln PLN vs. 1 406 mln PLN. EBITDA ostatecznie

wyniosła 910 mln PLN. Koszty finansowe netto wyniosły 385 mln PLN (vs. 356 mln PLN nasze oczekiwania), co przełożyło się na niższy od naszych założeń zysk netto. Grupa wygenerowała CFO na poziomie 672 mln PLN, co jest naszym zdaniem relatywnie słabym wynikiem. Zwracamy uwagę na negatywne zmiany na kapitale obrotowym: z tytułu zmiany należności odpłynęło 58,4 mln PLN gotówki, z tytułu zmiany zobowiązań, rezerw i przychodów przyszłych okresów odpłynęło 102,1 mln PLN.

Wyniki oglądalności w listopadzie

Listopad 2014 wypadł neutralnie dla głównych komercyjnych grup telewizyjnych w Polsce. Grupa kanałów Polsatu zwiększyła udział w rynku w grupie (16-49; prime time) o 0,42 p.p. do poziomu 24,38%, co było rezultatem: (1) dobrego performance'u kanałów TV4 i TV6 z poprawą R/R o 0,37 p.p., (2) stabilizacji wyników oglądalności zarówno pozostałych kanałów tematycznych, jak i kanału głównego TVN. Na tym tle nieco gorzej prezentuje się TVN. Co prawda grupa kanałów zwiększyła oglądalność o 0,47 p.p. w grupie (16-49; prime time), jednak był to rezultat świetnego wyniku na kanałach tematycznych (+0,95 p.p.) vs. spadki na kanale głównym (-0,48 p.p.). Wyniki TVP1 i TVP2, podobnie jak miesiąc wcześniej, wypadły słabo: kanały straciły w grupie (16-49; prime time) odpowiednio 0,6 p.p. i 2,3 p.p., co może na nowo ożywić dyskusję o wprowadzeniu ustawy medialnej.

Negocjacje warunków transmisji danych

Cyfrowy Polsat poinformował, że przystąpił do negocjacji ze spółkami wchodzącymi w skład grupy Midas w sprawie współpracy w zakresie usług telekomunikacyjnych związanych z transmisją danych. Intencją Cyfrowego Polsatu jest, aby nowe warunki współpracy zaczęły obowiązywać od 1 stycznia 2015 roku oraz między innymi obejmowały pakiety danych zakupione w ramach wcześniej zawartych porozumień. W marcu br. Mobyland (z grupy Midasa) zawarł porozumienie rozliczeniowe z Cyfrowym Polsatem i Polkomtelem. Jednak przy dynamicznie rosnącym zużyciu danych (w 3Q'14 Midas dostarczył 22,7 mln GB danych vs. 8,1 mln GB rok wcześniej) koszty transmisji danych (ujęte w pozycji Koszty techniczne i rozliczenia międzyoperatorskie w Cyfrowym Polsacie) uderzyły w rentowność grupy.

TVN
Kupuj

Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 16,20 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-09-11					
		Cena docelowa: 17,50 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 584,3	1 554,6	-1,9%	1 609,1	3,5%	1 681,4	4,5%	Liczba akcji (mln)	344,7
EBITDA	456,0	372,4	-18,3%	584,1	56,9%	610,6	4,5%	MC (cena bieżąca)	5 584,5
marża EBITDA	28,8%	24,0%		36,3%		36,3%		EV (cena bieżąca)	7 506,3
EBIT	374,3	297,2	-20,6%	517,1	74,0%	541,7	4,8%	Free float	46,2%
Zysk netto	485,9	-197,8		336,9		363,7	8,0%		
P/E	11,5			16,6		15,4		Zmiana ceny: 1m	7,3%
P/CE	9,8			13,8		12,9		Zmiana ceny: 6m	-1,8%
P/BV	4,1	5,9		5,2		4,8		Zmiana ceny: 12m	10,1%
EV/EBITDA	16,4	20,8		12,9		12,0		Min (52 tyg.)	13,3
Dywidend (%)	0,6	3,9		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	17,0

Podana prognoza wyników TVN jest zgodna z naszymi oczekiwaniami: wynik EBITDA skorygowany wraz z dywidendami od nC+ i Onetu (tak TVN definiuje skorygowaną EBITDA) w naszym modelu wyceny zakładamy w latach 2014-2016 odpowiednio na poziomach: 505,2 mln PLN, 601 mln PLN i 620,6 mln PLN. Prognoza CAPEX-u jest na nieco wyższym poziomie od naszego: 48 mln PLN, 54 mln PLN i 59 mln PLN w okresie 2014-16. Poziom dywidendy/proporcjonalnego skupu z zysku za 2014 r. i za 2015 r. założyliśmy na poziomie 276 mln PLN (równy w obu latach). Zwracamy jednak uwagę, że nasze zaskoczenie wzbudził sam komunikat. TVN do tej pory zdawkowo podawał prognozy co do wzrostu rynku reklamy, co w trakcie roku zmienił na równie oszczędnej prognozie wzrostu przychodów związanych z reklamą. Sądzymy, że prognoza wyników do 2016 r. ma związek z procesem sprzedaży kontrolnego pakietu akcji Grupy TVN (w rękach grupy ITI i grupy Canal+ obecnie). Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Wyniki za 3Q'14

Przychody ze sprzedaży wyniosły w okresie 328,5 mln PLN i były bliskie naszym oczekiwaniam. W rozbiciu, przychody z emisji reklam wyniosły 216,5 mln PLN vs. 222,2 mln PLN oczekiwane, co oznacza wzrost o 5,2%, a przychody ze sponsoringu wyniosły 31,3 mln PLN vs. 32,3 mln PLN oczekiwane (+5,6% R/R). Przy rosnącym rynku reklamy i dobrym starcie ramówki wiosennej postrzegamy te wyniki neutralnie. Baza kosztowa wyniosła 260,2 mln PLN vs. 255,7 mln PLN oczekiwane. Nieco wyższe od oczekiwanych okazały się być koszty wynagrodzeń i amortyzacja licencji programowych oraz koszty sprzedanych towarów (efekt większych obrotów w Mango). Wynik EBITDA raportowany był na poziomie 90,2 mln PLN po zaksięgowaniu przez Grupę 2,7 mln PLN pozostałych kosztów oraz 6,1 mln PLN udziału w zyskach jednostek stowarzyszonych (estymowaliśmy +10,5 mln PLN na tej linii). Koszty finansowe netto wraz z różnicami kursowymi wyniosły 57,9 mln PLN vs. 55,7 mln PLN naszych estymacji. Zysk netto był na poziomie 15,3 mln PLN, istotnie poniżej naszych oczekiwań. Liczba abonentów nC+ wyniosła 2,15 miliona (-3% R/R), ARPU z usług abonamentowych było na poziomie 68,0 PLN (+4% R/R). Łączne przychody nC+ osiągnęły poziom 1 606 mln PLN (-5% R/R), EBITDA wyniosła ok. 280 mln PLN (+45% R/R). W ramach programu wykupu obligacji 7,875% Senior Notes o wartości do 60 mln EUR w bieżącym roku TVN już w pierwszym kwartale skupił obligacje o wartości nominalnej 33 mln EUR, natomiast w listopadzie uruchomiono drugą transzę wykupu obligacji 7,875% Senior Notes o wartości nominalnej netto 22 mln EUR. TVN ogłosił drugi etap skupu akcji własnych w tym roku: oferta zakupu 7,5 mln akcji proporcjonalnie od wszystkich akcjonariuszy po cenie 20 PLN za akcję przy łącznym wydatku na skup akcji

własnych w wysokości 150 mln PLN. Zwracamy uwagę na niepokojące zmiany na kapitale obrotowym – w trakcie 3Q'14 76,7 mln PLN z tytułu zmniejszenia pozostałych zobowiązań krótkoterminowych i rozliczeń międzyokresowych.

Konferencja po wynikach za 3Q'14

Zmiany na kapitale obrotowym wiążą się z działalnością brokerską TVN i nie wynikają z żadnych, nadzwyczajnych zdarzeń w Grupie. TVN będzie poddany badaniu audytorskiemu przez potencjalnych inwestorów. zainteresowanie pakietem kontrolnym w posiadaniu PTH jest duże (liczba inwestorów to 12). TVN ma zamiar wprowadzić dwa nowe kanały: TVN Fabuła i TVN Sportive. TVN Fabuła będzie kanałem skupionym na serialach wspieranym przez nasze produkcje. TVN Sportive nie będzie bazował na topowych wydarzeniach sportowych, które są już na rynku wyczerpujące relacjonowane, ale bardziej na zdrowym stylu życia i sposobach spędzania wolnego czasu z elementem fitness. Zarząd TVN ma pozytywny outlook na 4Q'14 i podtrzymuje wcześniejsze prognozy co do średniego, jednocyfrowego poziomu wzrostu przychodów na cały rok.

Kupujący pakiet kontrolny TVN w ciągu najbliższych miesięcy

CEO Grupy poinformował, że potencjalny kupiec pakietu kontrolnego TVN powinien zostać wyłoniony w 1Q'15. W przyszłym tygodniu rusza drugi etap sprzedaży z mniejszą grupą inwestorów, wyłonionych spośród 12 zainteresowanych. Tellenbach oficjalnie przyznał, że wśród zainteresowanych są Time Warner i Discovery Communications.

Wyniki oglądalności w listopadzie

Listopad 2014 wypadł neutralnie dla głównych komercyjnych grup telewizyjnych w Polsce. Grupa kanałów Polsatu zwiększyła udział w rynku w grupie (16-49; prime time) o 0,42 p.p. do poziomu 24,38%, co było rezultatem: (1) dobrego performance'u kanałów TV4 i TV6 z poprawą R/R o 0,37 p.p., (2) stabilizacji wyników oglądalności zarówno pozostałych kanałów tematycznych, jak i kanału głównego TVN. Na tym tle nieco gorzej prezentuje się TVN. Co prawda grupa kanałów zwiększyła oglądalność o 0,47 p.p. w grupie (16-49; prime time), jednak był to rezultat świetnego wyniku na kanałach tematycznych (+0,95 p.p.) vs. spadki na kanale głównym (-0,48 p.p.). Wyniki TVP1 i TVP2, podobnie jak miesiąc wcześniej, wypadły słabo: kanały straciły w grupie (16-49; prime time) odpowiednio 0,6 p.p. i 2,3 p.p., co może na nowo ożywić dyskusję o wprowadzeniu ustawy medialnej.

Projekt z T-Mobile

TVN wraz z T-Mobile Polska stworzą nowy serwis T-Mobile Zone działający pod marką Player. Nowy projekt będzie subskrypcyjnym serwisem wideo na żądanie, który ma zapewnić dostęp do filmów fabularnych produkcji polskiej i

zagranicznej, a także możliwość oglądania programów telewizyjnych. Najważniejszą nowością będzie możliwość streamowania na żywo programów TVN. Nowy serwis będzie dostępny dla wszystkich klientów indywidualnych T-Mobile.

Prognoza na najbliższe lata

Zarząd Grupy TVN, po analizie prognoz makroekonomicznych dla Polski oraz wyników osiągniętych przez Grupę w okresie pierwszych dziewięciu miesięcy 2014 roku, spodziewa się, że: (1) wzrost PKB w Polsce wyniesie rocznie ok. 3,0-3,5% w okresie od 2014 do 2016 roku, (2) tempo wzrostu rynku reklamy telewizyjnej powinno pozostać w tym okresie stosunkowo stabilne osiągając jednocyfrowy wynik w przedziale od niskiego do średniego, podczas gdy oczekiwana stopa wzrostu rynku reklamy internetowej powinna w tym samym okresie kształtować się na wysokim jednocyfrowym poziomie, (3) roczne skonsolidowane przychody Grupy mogą osiągnąć dynamikę wzrostu na niskim jednocyfrowym poziomie za cały rok 2014, a w latach 2015-16 tempo to może przyspieszyć do jednocyfrowego wyniku w przedziale średnim do wysokiego (5-9%). Na podstawie takich założeń, wraz z dalszymi pozytywnymi zmianami oczekiwań dotyczących dystrybucji zysków z jednostek stowarzyszonych, Zarząd prognozuje, że roczna skonsolidowana skorygowana EBITDA wyniesie około 520 mln PLN w roku 2014, 590 mln PLN w roku 2015 oraz 630 mln PLN w roku 2016.

Ponadto, Zarząd dokonał następujących założeń dotyczących działalności inwestycyjnej i finansowej:

- proporcjonalny skup akcji własnych o wartości 225-250 mln PLN w 2015 roku, z dywidendą wypłaconą w 2016 roku na poziomie około 50% skonsolidowanego zysku netto za rok 2015;
- skonsolidowane nakłady inwestycyjne na poziomie około 60 mln PLN w roku 2014, 70 mln PLN w 2015 oraz 60 mln PLN w 2016, przy nadal niskim poziomie płaconych podatków dochodowych;
- środki z operacyjnych przepływów pieniężnych pozostałe po pokryciu nakładów inwestycyjnych, podatków, odsetek oraz wypłaty dla akcjonariuszy w latach 2015-2016 zostaną przeznaczone głównie na redukcję zadłużenia;
- nie przewiduje się pozyskiwania nowego finansowania, natomiast w przypadku możliwości refinansowania istniejących obligacji w wyniku korzystnych warunków rynkowych lub pozytywnych okoliczności wynikających z ewentualnej zmiany kontroli nad TVN takie refinansowanie mogłoby mieć miejsce;
- kursy wymiany EUR/PLN zgodne z aktualnymi oczekiwaniami rynku finansowego.

IT

ABC Data		Zawieszona							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		3,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-12-05	
		Cena docelowa:		-					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	3 693,1	4 822,5	30,6%	5 816,0	20,6%	6 240,3	7,3%	Liczba akcji (mln)	125,2
EBITDA	58,8	79,6	35,3%	96,7	21,6%	105,0	8,6%	MC (cena bieżąca)	438,3
marża EBITDA	1,6%	1,6%		1,7%		1,7%		EV (cena bieżąca)	626,5
EBIT	55,6	77,2	38,9%	93,3	20,9%	101,5	8,8%	Free float	25,8%
Zysk netto	31,1	59,2	90,5%	67,8	14,5%	74,0	9,2%		
P/E	14,1	7,4		6,5		5,9		Zmiana ceny: 1m	-8,6%
P/CE	12,8	7,1		6,2		5,6		Zmiana ceny: 6m	-11,4%
P/BV	1,5	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-14,4%
EV/EBITDA	9,5	7,1		6,5		5,9		Min (52 tyg.)	3,5
Dywid (%)	4,6	6,8		10,3		7,7		Max (52 tyg.)	4,5

Mimo że dostrzegamy potencjał do wzrostów ABC Data, zawieszamy rekomendację ze względu na niską płynność obrotów. Przy okazji publikacji wyników za 3Q'14 ABC Data obniżyła prognozę zysku EBITDA na 2014 r. do 74,8 mln PLN vs. 92,1 mln PLN poprzednio. Nowa prognoza implikuje zysk EBITDA w 4Q'14 na poziomie 31,6 mln PLN, tj. 8% wyżej R/R. Ilona Weiss została nową CEO Spółki i zapowiedziała kontynuację polityki obfitej dywidendy. Spółka uspokoiła nieco inwestorów po informacji o zamiarze emisji długu. Środki z emisji Spółka chce przeznaczyć głównie na dywersyfikację źródeł finansowania, tj. zastąpić część kredytów bankowych obligacjami. W rezultacie dług netto po emisji się nie zwiększy.

Wyniki za 3Q'14

ABC Data zaraportowała wyniki poniżej naszych oczekiwań. Obrót w 3Q'14 był na poziomie 1 375 mln PLN (vs. 1,4 mld PLN naszych estymacji). Struktura sprzedaży zmieniła się w kierunku większego obrotu do pozostałych krajów (12,1% w 3Q'14 vs. 8,1% rok wcześniej) kosztem obrotu do krajów UE. Marża brutto zysku ze sprzedaży była

na poziomie 4,79% vs. 4,35% nasze oczekiwania. ABC Data zaksięgowwała w 3Q'14 koszty sprzedaży na poziomie 45,9 mln PLN vs. 33,1 mln PLN nasze estymacje. Głównym powodem różnicy było zaksięgowanie 10,0 mln PLN odpisów na należności od kontrahentów w sumie 10,0 mln PLN. Po oczyszczeniu o ten efekt (podobne odpisy na kwotę 5,1 mln PLN pojawiły się już w 2Q'14) zysk EBIT wyniósłby 17,5 mln PLN i byłby 9% mniejszy od naszych oczekiwań na poziomie 19,2 mln PLN, co wiąże się z (1) większymi Q/Q kosztami ogólnego zarządu o 1,3 mln PLN i (2) zaksięgowaniu 1,5 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto (podejrzewamy, że jest to efekt zawiązania rezerw na zapasy). Koszty finansowe netto byłyby zgodnie z naszymi oczekiwaniami, a efektywna stopa podatkowa na poziomie 54,7%. Grupa wygenerowała relatywnie solidny CFO w wysokości 30,8 mln PLN w 3Q'14 vs. 20,9 mln PLN rok wcześniej (28,3 mln PLN w ciągu 9M'14 vs. 25,2 mln PLN rok wcześniej). Cykl konwersji gotówki uległ poprawie o 3,5 dnia, głównie dzięki poprawie rotacji należności i zapasów w dniach. Na linii zobowiązania nie widać istotnego wpływu użycia faktoringu odwróconego, którego użycie ABC Data miała wykorzystywać.

Asseco Poland		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		53,65 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-07-08	
		Cena docelowa:		45,60 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 529,1	5 898,1	6,7%	6 060,2	2,7%	6 120,5	1,0%	Liczba akcji (mln)	83,0
EBITDA	888,9	875,0	-1,6%	885,3	1,2%	873,9	-1,3%	MC (cena bieżąca)	4 453,0
marża EBITDA	16,1%	14,8%		14,6%		14,3%		EV (cena bieżąca)	6 450,9
EBIT	649,9	610,5	-6,1%	624,1	2,2%	615,9	-1,3%	Free float	65,4%
Zysk netto	370,1	393,9	6,4%	348,8	-11,4%	332,7	-4,6%		
P/E	12,0	11,3		12,8		13,4		Zmiana ceny: 1m	7,9%
P/CE	7,3	6,8		7,3		7,5		Zmiana ceny: 6m	26,5%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	8,0%
EV/EBITDA	6,9	7,5		7,3		7,3		Min (52 tyg.)	39,3
Dywidend (%)	3,8	4,5		4,8		5,2		Max (52 tyg.)	54,0

Wyniki za 3Q'14 oraz konferencja powynikowa przyniosły zestaw pozytywnych wiadomości ze strony Zarządu Asseco Poland: wyniki rosyjskiego R-Style w 4Q'14 będą dobre, a zakładana przez nas w lipcowym raporcie analitycznym zmiana podejścia Asseco do kontraktu ZUS będzie pozytywnie wpływać na wyniki spółki matki w następnych kwartałach. Wielkość FCF po 9M'14 (+35% R/R) implikuje naszym zdaniem wzrost R/R dywidendy z zysku za 2014 r. (zakładamy dywidendę na poziomie 2,81 PLN), co powinno wzbudzać pozytywny sentyment do Spółki. Podtrzymujemy pozytywne podejście. W najbliższych dniach zaktualizujemy nasze prognozy oraz wycenę Spółki.

Wyniki za 3Q'14

Obroty Asseco Poland w 3Q'14 wyniosły 1 486 mln PLN i były o 4,3% wyższe od naszych oczekiwań. Głównym powodem były większe przychody Matrix IT. Linia EBIT wyniosła w okresie 163,9 mln PLN, tj. 8,7% wyżej od naszych oczekiwań, na co istotny wpływ miał wynik rynku polskiego (81,4 mln PLN vs. 73,0 mln PLN nasze estymacje). Wyniki rynku polskiego są zasługą spółki matki Asseco, która wygenerowała przy spadku obrotów o 3,5%, wynik brutto ze sprzedaży na poziomie 96,4 mln PLN (+7,2% R/R) przy rentowności na poziomie 31,4% vs. 28,3% rok wcześniej. Koszty SG&A spadły R/R o 3,4 mln PLN i wyniosły 30,5 mln PLN (co wymaga uszczegółowienia, spodziewamy się że jest to efekt zapowiadanej przez Asseco redukcji zatrudnienia zespołów w projektach niegenerujących już tak wysokich marż jak w poprzednich latach). Zysk EBIT spółki matki wyniósł 65,9 mln PLN vs. 56,0 mln PLN w 3Q'13.

Wracając do opisu grupy na uwagę zasługuje także dobry wynik rynku izraelskiego, zwłaszcza w Sapiens International, który po 9M'14 poprawił EBIT o 15,7% R/R. Pozytywnym zaskoczeniem jest rezultat rynku wschodnioeuropejskiego, który wygenerował 5,6 mln PLN (vs. 1,5 mln PLN oczekiwanych), co może być wywołane nowymi kontraktami R-Style (w 3Q'14 spółka została dostawcą MTS Bank) oraz konsolidacją Asseco Kazakhstan LPP, którą grupa Asseco nabyła w czerwcu br. CFO grupy w 3Q'14 wyniósł 93,2 mln PLN vs. 54,9 mln PLN w roku poprzednim, co wiąże się z mniejszym odpływem gotówki na kapitał obrotowy. Nieco niepokojącą wiadomością w raporcie jest nabycie obligacji Magic Software za kwotę 28,7 mln PLN (9,3 mln USD). Przypominamy, że Asseco Poland wcześniej nabyło obligacje korporacyjne Sapiens Software za 107,9 mln PLN.

Asseco Poland ma nowe umowy wykonawcze na modyfikację KSI

Asseco Poland podpisało z ZUS dwie umowy wykonawcze w ramach umowy ramowej na modyfikację KSI ZUS. Łączna wartość zleceń to ponad 10 mln PLN. Asseco Poland jako jedyne złożyło oferty w obu postępowaniach.

IT w sektorze publicznym pod presją w '15

Według wiceprezesa Asseco Poland Przemysława Borzestowskiego rok 2015 może być trudny dla firm z ekspozycją na sektor publiczny. W jego ocenie sytuacja nie dotknie mocno Asseco, a wyraźne ożywienie na rynku przyjdzie w 2016 r. kiedy ruszą projekty z dofinansowaniem UE. Ciekawym segmentem będzie rynek inteligentnych systemów transportowych dla miast.

Górnictwo i metale

JSW		Trzymaj								
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca:		19,99 PLN			Data ostatniej aktualizacji:		2014-01-15	
		Cena docelowa:		55,00 PLN						
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	8 821,0	7 632,2	-13,5%	6 815,5	-10,7%	7 435,5	9,1%	Liczba akcji (mln)		117,4
EBITDA	2 374,8	1 382,1	-41,8%	798,8	-42,2%	1 005,3	25,9%	MC (cena bieżąca)		2 347,1
marża EBITDA	26,9%	18,1%		11,7%		13,5%		EV (cena bieżąca)		1 189,9
EBIT	1 308,2	201,9	-84,6%	-430,7		-117,9	-72,6%	Free float		44,8%
Zysk netto	985,1	77,3	-92,2%	-415,3		-165,5	-60,2%			
P/E	2,4	30,4						Zmiana ceny: 1m		-24,6%
P/CE	1,1	1,9		2,9		2,5		Zmiana ceny: 6m		-56,9%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m		-67,9%
EV/EBITDA	0,1	0,6		1,5		1,4		Min (52 tyg.)		20,0
Dyield (%)	26,9	12,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		62,3

Spółka nie wyemituje euroobligacji, które zrefinansowałyby dług zaciągnięty na zakup kopalni Knurów-Szczygłowice (1,2 mld PLN). Nadal brak sygnałów zapowiadających wzrost cen węgla koksowego z obecnych poziomów (119-120 USD/t), w scenariuszu „neutralnego” makro nie powinny już jednak spadać. W związku z tym Zarząd skupi się na redukcji CAPEXu (poniżej 1,4 mld PLN) oraz kosztów pracowniczych (łącznie oszczędności to 350 mln PLN). Celem jest osiągnięcie zerowego FCF w roku 2015. Naszym zdaniem cel ten jest realny jednak wymagał będzie przejścia przez konflikt ze związkami zawodowymi – biorąc pod uwagę sytuację w innych kopalniach (KW i KHW) zapewne skończy się on ostrymi protestami związkowców z całego Śląska w Warszawie. Bez zaangażowania Rządu (w roku wyborczym) realna restrukturyzacja górnictwa jest mało prawdopodobna. Strukturalna zmiana w zakresie przywilejów pracowniczych pozwoliłaby na trwałe obniżenie kosztów jednostkowych (koszty pracownicze to ponad 50% kosztów ogółem), co w przypadku wzrostu cen węgla na rynkach światowych, przy obecnej kapitalizacji czyni Spółkę atrakcyjną inwestycją w długim okresie. Przed nami jednak burzliwy okres restrukturyzacji, którego finał nie jest pewny oraz czas nadal słabych wyników kwartalnych. Z zakupem akcji JSW nadal radzimy się wstrzymać do czasu, kiedy ceny węgla SPOT zaczną rosnąć lub stanie się jasne, że restrukturyzacja kosztowa w Spółce zostanie zaakceptowana przez związkowców.

Rozczarowujący kwartał, wynik pod wpływem kreatywnej księgowości

Wprawdzie Spółka zaraportowała przychody na poziomie 1,65 mld PLN (+12,8 q/q), EBITDA w wysokości 375 mln PLN (14,3 mln PLN straty w 2Q'14) i 38,8 mln PLN zysku netto (253 mln PLN straty w 2Q'14) to wynik ten został zbudowany na dwóch istotnych zdarzeniach, których nie uwzględnialiśmy w naszych prognozach. Pierwszym jest rozpoznanie w pozostałych przychodach operacyjnych dodatniej pozycji pt. „zysk na okazjonalnym nabyciu” aktywów kopalni Knurów-Szczygłowice w kwocie 297,4 mln PLN. Zysk ten został obliczony przez odjęcie od wartości netto przejętych aktywów (aktywa: 2 312,2 mln PLN z czego 2 276 mln PLN to wycena rzeczoznawcy, a 36,2 mln PLN wartość zapasów; zobowiązania: 524,8 mln PLN) zapłaconej przez JSW kwoty (1,49 mld PLN). Z punktu widzenia rachunku wyników dodatnią wartość należy pomniejszyć o 45 mln PLN jednorazowego naliczenia podatku PCC od transakcji nabycia wspomnianych udziałów. Łącznie „rozliczenie transakcji” zwiększa EBITDA kwartału o 252 mln PLN, przy czym „zysk na okazjonalnym nabyciu” to pozycja niegotówkowa, a

podatek pomniejsza poziom gotówki Spółki. Tym samym Spółka wykazała jak „okazyjna” transakcją było nabycie Knuruwa, szczególnie w kontekście tego, że obecna kapitalizacja Spółki to 2,5 mld PLN przy 1,5 mld PLN za Knurów.

Bardzo słabe są również wyniki sprzedażowe kwartału. Od 1 sierpnia Spółka konsoliduje kopalnię Knurów-Szczygłowice, której roczne zdolności produkcyjne wynoszą 3,8 mln ton. Po uwzględnieniu 90% wykorzystania zdolności i faktu, że konsolidowane są dwa miesiące kwartału, wpływ Knuruwa na wolumen produkcji powinien wynosić ok. 570 tys. ton, z czego 50/50 węgiel energetyczny i koksowy typu semi-soft. W 3Q'14 JSW zaraportowało wolumen produkcji na poziomie 3,94 mln ton. W normalnych warunkach JSW powinno wydobywać bez Knuruwa ok. 3,5 mln ton węgla kwartalnie. Oznacza to, że w 3Q nadal występowały problemy z wolumenem – nieporównywalnie mniejsze niż w fatalnym 2Q, kiedy wydobyte spadło do 2,5 mln ton – ale jednak. Z danych Spółki wynika, że wolumen wydobycia we wrześniu i październiku jest wysoki – ponad 1,5 mln ton miesięcznie. Utrzymanie takiego poziomu w całym 4Q oznaczałoby, że wolumeny wreszcie powróciły do poziomu oczekiwanego przez inwestorów. Przy produkcji na poziomie niższym od oczekiwanego, ale wyraźnie poprawiającym się, wolumen sprzedaży prezentuje się fatalnie. Spółka raportuje sprzedaż węgla do odbiorców zewnętrznych na poziomie zaledwie 2,35 mln ton. W normalnych warunkach Spółka sprzedawała 2,2-2,4 mln ton (bez Knuruwa). W efekcie zapasy węgla wzrosły z 604 tys. ton (czerwiec) do 1,2 mln ton na koniec 3Q (efekt włączenia Knuruwa w tym zakresie to ok. +120 tys. ton). Średnia cena sprzedaży węgla była zgodna z naszymi oczekiwaniami. Dla węgla koksowego wyniosła 394 PLN/t, tj. o 3,3% mniej niż w poprzednim kwartale przy czym zmienił się mix produktowy (w związku z włączeniem Knuruwa wzrósł udział tańszego węgla semi-soft). Spółka sprzedawała węgiel energetyczny w cenie 233,5 PLN/t (+1,1% q/q). Lepiej prezentowała się sytuacja w segmencie koksowym, którego wyniki są zgodne z oczekiwaniami. Wolumen produkcji utrzymał się na poziomie poprzedniego kwartału (954 tys. ton), a sprzedaż wzrosła o 1% do 995 tys. ton. Średnia cena sprzedaży spadała o 1,8% do 650 PLN/t. Na końcu zwracamy uwagę, że dług netto Spółki wynosi już 397 mln PLN (z czego 1 mld PLN jeszcze w gotówce), przy czym w listopadzie Spółka miała zapłacić ostatnią transzę za Knurów, tj. 330 mln PLN (płatność wstrzymana). Daje to kwotę 730 mln PLN plus gotówka „spalona operacyjnie” w 4Q. Przy utrzymaniu się cen węgla na obecnym poziomie w roku 2015 konieczne jest przeprowadzenie restrukturyzacji zapowiadanej przez Zarząd. Bez niej w połowie roku Spółka może mieć problemy z płynnością.

KGHM		Trzymaj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca:		117,40 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-11-05	
		Cena docelowa:		139,00 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	26 705,0	24 110,0	-9,7%	21 593,3	-10,4%	23 496,2	8,8%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	8 199,0	5 952,0	-27,4%	5 637,2	-5,3%	6 245,9	10,8%	MC (cena bieżąca)	23 480,0
marża EBITDA	30,7%	24,7%		26,1%		26,6%		EV (cena bieżąca)	26 796,3
EBIT	6 475,0	4 372,0	-32,5%	3 730,1	-14,7%	4 194,0	12,4%	Free float	68,2%
Zysk netto	4 753,0	3 033,0	-36,2%	2 548,9	-16,0%	2 913,9	14,3%		
P/E	4,9	7,7		9,2		8,1		Zmiana ceny: 1m	-5,7%
P/CE	3,6	5,1		5,3		4,7		Zmiana ceny: 6m	-3,4%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	4,1%
EV/EBITDA	2,9	4,3		4,8		4,2		Min (52 tyg.)	99,9
Dywidenda (%)	24,1	8,3		4,3		4,3		Max (52 tyg.)	138,0

Zgodnie z modelem sezonowym od grudnia do wczesnej wiosny rynek miedzi będzie znajdował się w okresie zmniejszonego popytu, co przy rosnącej produkcji powinno skutkować odbudowaniem się zapasów na giełdach. Od 4 tygodni zapasy miedzi na giełdach pozostają na niezmiennym (niskim) poziomie ok. 280 tys. ton (2,5 tygodnia światowej konsumpcji). Zapowiedź kolejnego pakietu stymulacyjnego w Chinach na kwotę 16 mld USD, jak również obniżka stóp procentowych nie wywołują już pozytywnej reakcji na rynku metali. Przewidywana cena srebra, złota oraz molibdenu będzie podwyższała koszt jednostkowy zwiększając dźwignię operacyjną (i ryzyko inwestycji) w scenariuszu dalszego spadku cen metali przemysłowych. Czynnikiem, który częściowo równoważy te negatywne tendencje jest osłabiający się PLN. Historycznie, silniejsza korelacja kursu akcji Spółki występowała w przypadku dolarowej ceny metali niż denominowanej w PLN, co zapewne jest efektem inwestycji inwestorów zagranicznych. W krótkim okresie oczekujemy wzrostowej korekty cen metali przemysłowych po kilkutygodniowych spadkach, co powinno poprawić sentyment inwestorów do spółek górniczych.

Wyniki za 3Q zgodne z oczekiwaniami

W 3Q Spółka wypracowała 4,11 mld PLN przychodów, 1 163 mln PLN EBITDA i 629 mln PLN zysku netto. Na poziomie skonsolidowanym było to 5,19 mld PLN przychodów, 1 473 mln PLN EBITDA i 679 mln PLN zysku netto. Wyniki są zgodne z oczekiwaniami. Na poziomie jednostkowym Spółka wyprodukowała 146 tys. ton miedzi z czego 102 tys. ton z wsadów własnych oraz 297 ton srebra. Sprzedaż wyniosła 138 tys. ton miedzi i 296 ton srebra. W przypadku miedzi są to wartości nieznacznie niższe niż nasze oczekiwania (142 tys.), a w przypadku srebra zgodne z założeniami. Sprężony jednostkowy koszt produkcji miedzi po uwzględnieniu sprzedaży szlamów anodowych (głównie srebra) wyniósł 16 922 PLN/t i był o 3,7% niższy niż przed rokiem. Wpływ na spadek kosztu jednostkowego – pomimo niższej ceny srebra – miał przede wszystkim wyższy wolumen produkcji (+11% r/r) oraz niższy podatek od niektórych kopalni (niższe ceny miedzi). W kwartale wpływ na rachunek wyników transakcji zabezpieczających wyniósł +115 mln PLN, z czego 120 mln PLN zwiększyło przychody, a 5 mln PLN obniżyło EBIT. Spółka rozliczyła transakcje stanowiące 16% zrealizowanej przez KGHM sprzedaży miedzi oraz w przypadku zabezpieczeń walutowych 24% wartości

przychodów. W minionych trzech miesiącach Spółka po raz pierwszy od dłuższego czasu otworzyła zabezpieczenie na miedzi (relatywnie mały wolumen 11 tys. ton od sierpnia do czerwca 2015) oraz dużą pozycję zabezpieczającą przepływy walutowe (810 mln USD).

Wynik KGHM International również nie przynosi większych zaskoczeń. Spółka wypracowała 657 mln PLN przychodów (-7,4% r/r), 216 mln PLN EBITDA (-17,5% r/r) i 37 mln PLN zysku netto (-15,9% r/r). Kopalnie wyprodukowały 22 tys. ton miedzi (+4% r/r) oraz 17,1 tys. uncji metali szlachetnych, tj. o 20% mniej niż w zeszłym roku. Istotnym czynnikiem odpowiadającym za spadek przychodów i zysków jest tu również ograniczenie zakresu prac górniczych na rzecz podmiotów zewnętrznych realizowanych przez DCM Mining. W ujęciu r/r obniżyło to przychody o 57 mln PLN. Koszt jednostkowy C1 obniżył się do 2,25 USD/lb z 2,41 USD/lb – pomimo poprawy wynikającej przede wszystkim ze zmian w największej kopalni grupy: Robinson – nadal jednak pozostaje relatywnie wysoki (w polskim KGHM to 1,77 USD/lb). Spółka nie raportowała jeszcze wyników Sierra Gorda (brak danych finansowych i operacyjnych), która jest w trakcie rozruchu.

„Nowe” złożo KGHM

KGHM zakończył badania złoża Gaworzyce-Radwanice (99 km², przylega do zachodniej granicy obecnie eksploatowanego złoża Polkowice-Sieroszowice). W wyniku prowadzonych prac w latach 2008-2014 udokumentowano zasoby bilansowe rud miedzi na poziomie 216 mln ton o średniej zawartości 1,89% Cu (4,1 mln ton miedzi) i 35g/t Ag (7,5 tys. ton srebra). Spółka wystąpi o przyznanie koncesji wydobywczej w tym obszarze. Złożo Gaworzyce-Radwanice wchodziło w skład tzw. zasobów rezerwowych KGHM (eksploatowane w przyszłości). Wielkość złoża jest większa niż dotychczas podawane przez spółkę dane (Gaworzyce i Radwanice Zachód – zasoby bilansowe 63 mln ton rudy i 1,9 mln ton miedzi). W skali operacji KGHM w Polsce złożo ma istotną wielkość. Dla porównania zasoby bilansowe oddziału „Lubin” to 340 mln ton, Głogowa Głębokiego 290 mln ton, a całego KGHM (bez operacji zagranicznych) 1,5 mld ton. W pierwszej fazie eksploatacja złoża będzie możliwa dzięki wykorzystaniu ruchu górniczego z przyległych Polkowice-Sieroszowice. Należy przy tym pamiętać, że jest to projekt długoterminowy, który nie zwiększy poziomu produkcji, a raczej wydłuży żywotność wydobycia – po tym jak zaczerpywane są obecnie zagospodarowane zasoby.

LW Bogdanka
Trzymaj

Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca: 107,75 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-07-07					
		Cena docelowa: 136,90 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 835,8	1 899,8	3,5%	2 017,0	6,2%	2 268,4	12,5%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	658,1	754,9	14,7%	743,2	-1,5%	857,9	15,4%	MC (cena bieżąca)	3 664,9
marża EBITDA	35,8%	39,7%		36,8%		37,8%		EV (cena bieżąca)	4 268,9
EBIT	357,3	424,8	18,9%	381,9	-10,1%	470,3	23,1%	Free float	100,0%
Zysk netto	289,7	329,7	13,8%	297,1	-9,9%	369,7	24,4%		
P/E	12,6	11,1		12,3		9,9		Zmiana ceny: 1m	-5,2%
P/CE	6,2	5,6		5,6		4,8		Zmiana ceny: 6m	-9,8%
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-20,6%
EV/EBITDA	6,1	5,4		5,7		4,9		Min (52 tyg.)	106,6
Dywidenda (%)	4,7	5,4		4,9		6,1		Max (52 tyg.)	138,0

Na rynkach światowych sytuacja nie zmienia się. Ceny węgla energetycznego pozostają na tych samych poziomach od kilku już tygodni, co biorąc pod uwagę spadającą cenę ropy, a z drugiej strony osłabienie PLN w relacji do USD jest nawet scenariuszem umiarkowanie pozytywnym dla krajowych producentów. W kraju mamy do czynienia z kolejną próbą restrukturyzacji kosztowej sektora, co zapewne skończy się strajkami w największych kopalniach. Bogdanka, pomimo że oddalona od głównego „nurtu wydarzeń”, może odczuwać skutki zamieszania w sektorze. Wysokie temperatury 4Q z pewnością nie pomagają w rozładowaniu zapasów węgla, a bez tego mało realny jest wzrost cen w przyszłym roku (widać to na niewielkim spadku poziomu zapasów w kopalniach w październiku – spadek o 0,2 mln ton do 8,7 mln ton). Dzięki wzrostowi wolumenu wydobycia oczekujemy poprawy wyników w nadchodzących miesiącach. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Wyniki za 3Q zgodne z oczekiwaniami

Wyniki Bogdanki za 3Q są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Przychody Spółki wzrosły o 10% do 545 mln PLN, EBITDA wyniosła 198 mln PLN, a zysk netto 79,4 mln PLN (nasze prognozy to odpowiednio: 523/195/81 mln PLN). Wyższe przychody o ponad 20 mln PLN w stosunku do naszej prognozy to skutek wyższego wolumenu sprzedaży węgla (2,49 mln ton; +9,7% r/r) niż oczekiwaliśmy (2,38 mln ton). W efekcie przy produkcji na poziomie 2,38 mln ton Spółka znacząco obniżyła poziom zapasów, które na koniec września wyniosły zaledwie 52,3 tys. ton. Taki poziom zapasów odpowiada ok. dwóm dniom sprzedaży i można go uznać za niebezpiecznie niski (z punktu widzenia zarządzania logistyką dostaw do klientów). Średni przychód na tonę sprzedanego węgla wyniósł 109 PLN (-8,3% r/r i był zgodny z naszą

prognozą – 109 PLN), podobnie jak jednostkowy koszt gotówkowy (dokładnie 136 PLN/t). Przy wyższych niż oczekiwaliśmy przychodach Spółka zrealizowała zyski „tylko” zgodne z prognozą za sprawą niezakładanych przez nas pozostałych kosztów operacyjnych w kwocie ok. 6 mln PLN. Najprawdopodobniej chodzi o zaksięgowanie części programu opcyjnego przypadającego na 2014 rok w kwocie 5,9 mln PLN.

KW już bez Tarasa

Po 209 dniach ze stanowiska Prezesa Kompanii Węglowej został odwołany M. Taras. Jako powód odwołania podano „brak dialogu ze stroną społeczną”. Na podstawie informacji prasowych trudno ocenić jak faktycznie wyglądały rozmowy Zarządu ze związkowcami, ale z tego co wiemy to pomimo katastrofalnej sytuacji płynnościowej związkowcy nie zgadzali się na ustępstwa w kwestii redukcji wynagrodzeń (barbórka, czternastka). Stanowisko Zarządu było jasne: redukcja obciążeń pracowniczych (ponad 50% kosztów rodzajowych), poparcie m.in. zmian w zakładowym zbiorowym układzie pracy oraz optymalizacja produkcji (zamknięcie trwale nierentowanych kopalń, wzrost wydobycia w najlepszych). Wielokrotnie pisaliśmy, że również naszym zdaniem te podstawowe założenia są podstawą restrukturyzacji. Fiasko „misji Tarasa” oznacza zapewne złagodzenie stanowiska w stosunku do związkowców i wariant pośredni – „na przetrwanie”. Ponieważ emisja euroobligacji zakończyła się fiaskiem rośnie prawdopodobieństwo, że Rząd będzie szukał innych rozwiązań finansowania Kompanii – a to ponownie rozkręca spekulacje o możliwej integracji kopalń z energetyką. Ten precedens daje również argument wszystkim związkowcom w górnictwie (JSW), że warto stawiać opór do końca... i nie ważne, że ostatecznie prowadzi to do destrukcji.

Przemysł

Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce

(%)	X'13	XI'13	XII'13	I'14	II'14	III'14	IV'14	V'14	VI'14	VII'14	VIII'14	IX'14	X'14
Dynamika R/R	+4,4%	+2,9%	+6,6%	+4,1%	+5,3%	+5,4%	+5,4%	+4,4%	+1,7%	+2,3%	-1,9%	+4,2%	+1,6%

Źródło: GUS

Produkcja przemysłowa za październik i pomysły na kupno spółek przemysłowych

Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce w październiku wyniosła +1,6% R/R wobec: +4,2% R/R we wrześniu, -1,9% R/R w sierpniu, +2,3% R/R w lipcu, +1,7% R/R w czerwcu, +4,4% R/R w maju, +5,4% R/R w kwietniu, +5,4% R/R w marcu, +5,3% R/R w lutym, +4,1% R/R w styczniu, +6,6% R/R w grudniu, +2,9% R/R w listopadzie i +4,4% R/R w październiku.

W stosunku do października ubiegłego roku wzrost produkcji sprzedanej odnotowano w 20 działach (-6 działów z pozytywną dynamiką względem września).

PMI w strefie euro w VII'13 wybił się ponad poziom 50 pkt. i dotychczas utrzymywał się na poziomach powyżej 50 pkt. (50,1 pkt. w bieżącym miesiącu). W Niemczech PMI dla przemysłu w grudniu wyniósł 49,5 pkt. wobec 51,4 w listopadzie i 49,9 pkt. w październiku. W Polsce wskaźnik PMI od VI'13 wybił się powyżej 50 pkt., natomiast w sierpniu'14 po raz pierwszy spadł poniżej poziomu 50 pkt. Listopadowy i grudniowy odczyt wskaźnika PMI był na poziomie powyżej 50 pkt. (51,2 i 53,2 wobec 49,4 pkt. w sierpniu, 49,0 pkt. we wrześniu oraz 49,5 pkt. w październiku). Po wyraźnym wzroście wskaźników PMI w końcu 2013 roku w sześciu ostatnich miesiącach wskaźniki koniunktury w gospodarce wytraciły tempo i ponownie zbliżyły się do granicy 50 punktów. Wynika to prawdopodobnie z napiętej sytuacji na linii UE-Rosja oraz kryzysu politycznego na Ukrainie. Spadek eksportu na rynki Rosji i Ukrainy naszym zdaniem negatywnie przełożył się na sentyment wśród przedsiębiorców. Dodatkowo negatywnie na opinie przedsiębiorców na temat koniunktury wpływają nałożone przez Zachód sankcje oraz wstrzymanie importu wybranych produktów przez Rosję.

W 3Q'14 na 49 obserwowanych przez nas spółek przemysłowych, jedynie 37% zaraportowało wyniki finansowe, które były lepsze niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Proporcja spółek poprawiających w 3Q'14 wyniki była jednocześnie najniższa od 1Q'13 (32%) i wyraźnie niższa niż miało to miejsce w 2Q'14 (51%). Proporcja spółek przemysłowych pogarszających ubiegłoroczne rezultaty wyniosła w 3Q'14 41% i była najwyższa od 2Q'13 (50%). Niższe wyniki finansowe w 3Q'14 to z jednej strony efekt wysokiej bazy rezultatów drugiej połowy 2013 roku (w 3Q'13 aż 50% spółek poprawiło rezultaty r/r, a w 4Q'13 aż 57%) oraz spadku wskaźników PMI dla przemysłu na przełomie 2Q'14 oraz 3Q'14 (w Polsce 49,4 pkt. w VIII, 49,0 pkt. we IX oraz 49,5 pkt. w X).

Wbrew oczekiwaniom stawianym przez nas w prognozach spółki z dużą ekspozycją na Rosję nie odnotowały znaczącego spadku sprzedaży w 3Q'14 na tym rynku. Przykładem dużej odporności na pogorszenie się koniunktury na rynkach wschodnich są Amica (jednocyfrowa dynamika wzrostu sprzedaży w Rosji mimo ujemnego wpływu osłabienia RUB do PLN), Fasing, Mercor, Relpol (spadek sprzedaży w Rosji niższy niż wynika to z osłabienia RUB do PLN), Selena (wzrost sprzedaży na rynkach wschodnich) oraz Zetkama (brak oznak spadku sprzedaży w Rosji). Dużo bardziej narażone na spadek sprzedaży były spółki z dużą ekspozycją na rynku UE, czego przykład znajdziemy w spółkach Boryszew (płaskie r/r obroty segmentu Automotive oraz

ujemna rentowność operacyjna), Ergis (wzrost konkurencji i spadek sprzedaży we wrześniu), Forte (wytracenie wysokiej dwucyfrowej pozytywnej dynamiki sprzedaży z pierwszej połowy roku) oraz Selena (spadek sprzedaży na rynkach UE).

Pozytywnie w 3Q'14 zaskoczyły wyniki spółek z branży oświetleniowej (ES-System oraz Lena), z branży mięsnej (korzystające na spadku cen surowca Tarczyński, ZM Kania), producenci sprzętu górniczego (Fasing, Famur, Kopex – w szczególności biorąc pod uwagę trudną sytuację polskiego górnictwa w 2Q'14 oraz 3Q'14), Amica (wzrost sprzedaży na rynku krajowym po upadku konkurenta), Elemental (przejęcia spółek zagranicznych oraz wzrost marży na handlu złomem metali kolorowych), Impexmetal (wzrost we wszystkich segmentach operacyjnych produktów z metali kolorowych), Ursus (wykonywanie dużego kontraktu do Etiopii), Hydrotor (wzrost sprzedaży i wyników operacyjnych) oraz Selena (dobra rentowność połączona z wysoką dyscypliną po stronie kosztów sprzedaży i zarządu).

W 3Q'14 naszym zdaniem negatywnie zaskoczyły Boryszew (niska rentowność segmentu Automotive, wzrost zadłużenia netto), Izostal (opóźnienia w rozstrzygnięciu nowych przetargów), Ergis (wzrost konkurencji i spadek sprzedaży we wrześniu), Forte (wytracenie wzrostu tempa sprzedaży), Libet (zbyt mała poprawa wyników w stosunku do sprzyjającego otoczenia jakie miało miejsce w 3Q'14 ze względu na wybory samorządowe), PKM Duda (duża konkurencja na rynku krajowym, presja na marże w segmencie handlu i rozbioru mięsa), PGO (spadek sprzedaży i marży), Ropczyce (spadek sprzedaży i rentowności ze względu na niższe obroty z klientami z Ukrainy), Pozbud (niska sprzedaż i marże w 3Q'14) oraz Zamet Industry (spadek rentowności segmentu urządzeń dla wydobycia ropy i gazu, niższe r/r wyniki finansowe).

Zestawiając wyniki 3Q'14 w spółkach przemysłowych z naszymi oczekiwaniami, proporcja spółek prezentujących lepsze od prognoz rezultaty była zbliżona do tej jaką obserwowaliśmy w 2Q'14 (31% w 3Q'14; 24% w 2Q'14). Jednocześnie proporcja spółek prezentujących rezultaty gorsze od oczekiwanych wzrosła w 3Q'14 do 49% (z 47% w 2Q'14) i była najwyższa od kiedy prowadzimy takie statystyki (od 2013 roku).

Indeks cenowy śledzonych przez nas spółek przemysłowych spadł od początku roku o 23%, podczas gdy w tym samym czasie indeks MSCI Industrials dla Europy spadł o 0,8%, a dla świata wzrósł o 0,2%. Słabe w wykonaniu rezultaty polskich spółek przemysłowych przełożyły się na dostosowanie wycen do niższych rezultatów. Niższe od oczekiwanych wyniki wpłynęły również na zmniejszenie skali dyskonta do indeksów MSCI dla Europy i świata.

Obecnie śledzone przez nas spółki przemysłowe notowane są ze wskaźnikami (mediana) P/E'14 13,7x (P/E'15 11,1x) oraz EV/EBITDA'14 7,2x (EV/EBITDA'15 6,5x). Poziomy te implikują 17-30% dyskonto do wskaźników indeksów MSCI Industrials dla Europy i dla świata.

W przypadku wskaźnika P/BV obecnie spółki przemysłowe notowane są na poziomie 1,0x na 2014 rok oraz 1,0x na 2015 rok. W przypadku spółek europejskich i światowych

poziomy te są o 54-61% wyższe (dyskonto spółek przemysłowych). Wskaźnik P/(BV-goodwill) (tangible P/BV) dla polskich spółek przemysłowych znajduje się obecnie na poziomie 1,1x dla 2014 roku oraz 1,0x dla 2015 roku.

Wśród naszych faworytów pozostają Cognor (duży wskaźnik beta na ożywienie w budownictwie infrastrukturalnym, P/E'15 3,9x, EV/EBITDA'15 5,8x), Feerum (duże efekty automatyzacji produkcji połączone ze spodziewanym wzrostem zamówień w 2015 roku), Fasing (najtańsza spółka z górniczego zaplecza, P/E'14 6,5x, EV/EBITDA'14 3,0x), Impexmetal (wzrost rentowności na produkcji blach aluminiowych), Mercor (tania spółka po odcięciu rekordowej w historii dywidendy), Lena (wzrost wyników w 2014 roku; 6-7% DY w 2015 roku), Kopex (wysoka ekspozycja na bardziej marżowe rynki zagraniczne), Orzeł Biały

(oczekiwany wzrost rentowności na przerobie złomu akumulatorowego), Relpol (wzrost wyników względem 2013 roku), Tarczyński (wzrost wyników w 2015 roku dzięki zakończeniu inwestycji), Vistal (kontrakty z nowej perspektywy UE) oraz Zetkama (jedna z tańszych jakościowych spółek na giełdzie).

Unikalibyśmy akcji Alchemii (brak odbicia w sprzedaży, przestarzały park maszynowy), Boryszewa (spółka z dużymi premiami do zagranicznych konkurentów), Polskiej Grupy Odlewniczej (spółka droga: P/E'14 29x, EV/EBITDA'14 15x), PKM Duda (spółka traci na braku eksportu wieprzowiny na rynek rosyjski), Zamet Industry (EV/EBITDA'14 7,4x; brak dywidendy i możliwe opóźnienia w rozstrzygnięciu nowych kontraktów z branży offshore).

Prognozy i proponowane pozycjonowanie mniejszych spółek przemysłowych w ramach portfela

Spółka	Portfel	Cena	P/E			EV/EBITDA			DY			P/(BV-goodwill)			Dług netto'14/ EBITDA'14
			'13	'14	'15	'13	'14	'15	'13	'14	'15	'13	'14	'15	
AC Auto Gaz	Równoważ	29,20	10,2	11,0	10,9	6,8	7,1	7,0	7,2%	7,9%	7,3%	2,9	2,8	2,7	-0,3
Berling	Równoważ	5,59	9,0	10,6	9,0	5,5	6,6	5,3	3,8%	5,4%	3,3%	1,3	1,2	1,1	-1,8
Libet	Równoważ	2,61	21,3	13,7	9,5	5,9	4,9	4,3	0,0%	1,9%	2,2%	0,6	0,6	0,6	2,0
Bumech	Równoważ	1,95	63,8	29,5	-	3,0	3,0	3,8	0,0%	0,0%	0,0%	0,3	0,3	0,3	2,4
Patentus	Równoważ	1,25	6,2	18,8	72,9	6,7	7,4	8,1	0,0%	0,0%	0,0%	0,4	0,4	0,4	4,1
Fasing	Przeważaj	19,00	7,3	6,5	5,6	3,3	3,0	2,8	3,4%	3,7%	2,3%	0,5	0,5	0,5	0,9
Orzeł Biały	Przeważaj	6,55	-	15,2	6,5	-	7,4	4,2	3,4%	0,0%	2,3%	0,5	0,5	0,4	1,0
PGO	Niedoważaj	5,20	23,1	29,0	29,1	13,7	14,7	13,6	0,0%	0,0%	1,0%	2,7	2,3	2,0	0,5
Selena FM	Równoważ	14,19	15,8	8,0	8,2	5,4	4,5	5,0	2,7%	2,0%	2,5%	0,8	0,8	0,7	1,0
Zamet Industry	Niedoważaj	3,60	11,6	11,5	11,1	9,2	7,4	6,8	8,9%	0,0%	3,1%	3,5	2,7	2,3	-0,1
ES System	Równoważ	2,35	22,9	12,1	12,7	8,1	6,0	6,0	2,1%	2,1%	2,1%	0,7	0,6	0,6	-2,0
Forte	Równoważ	49,40	20,3	14,3	12,9	13,1	10,0	9,3	1,9%	3,0%	3,5%	3,1	2,7	2,4	0,0
Zetkama	Przeważaj	66,69	12,9	10,5	10,8	8,7	6,9	6,9	0,0%	0,0%	2,8%	2,1	1,8	1,6	-0,3
Apator	Równoważ	36,45	18,7	15,9	14,6	11,7	11,1	9,8	3,8%	3,0%	2,5%	4,9	4,4	3,7	0,0
Mercor	Przeważaj	7,10	9,6	10,0	9,8	1,4	6,9	6,8	0,0%	130,4%	0,0%	0,5	1,2	1,2	2,6
Pozbud	Przeważaj	4,40	10,1	12,7	10,0	6,8	9,2	7,1	2,0%	2,4%	2,4%	1,0	1,0	0,9	1,5
Ferro	Równoważ	9,80	9,5	7,7	7,9	7,6	7,1	7,0	2,4%	10,2%	2,6%	2,7	2,5	2,0	1,9
Relpol	Przeważaj	6,68	13,0	11,3	8,6	6,1	5,2	4,3	5,5%	3,7%	4,0%	0,9	0,9	0,8	0,1
Seco Warwick	Równoważ	21,50	14,9	39,6	15,4	8,2	17,7	8,7	0,0%	3,3%	1,3%	1,2	1,3	1,2	0,7
Ergis Eurofilms	Równoważ	4,00	13,9	9,6	8,6	5,8	5,4	5,1	0,5%	2,5%	3,1%	1,2	1,1	1,0	2,2
ZM Ropczyce	Równoważ	17,00	6,1	10,3	10,7	5,6	7,2	6,8	2,0%	3,8%	3,4%	0,4	0,4	0,4	3,9
Amica	Równoważ	111,00	9,7	12,2	9,6	7,5	6,9	6,8	4,1%	3,2%	2,1%	2,2	2,0	2,0	1,0
ACE	Równoważ	10,68	28,2	22,3	13,5	6,4	6,3	5,2	2,7%	9,2%	1,6%	1,4	1,6	1,5	0,9
Izostal	Równoważ	5,35	13,3	37,7	14,4	9,7	19,8	9,0	3,4%	2,2%	0,8%	1,1	1,1	1,0	2,4
BSC Drukarnia	Równoważ	25,90	14,3	13,1	12,3	7,6	6,7	5,9	1,9%	1,9%	1,9%	1,5	1,3	1,2	-0,9
Radpol	Równoważ	8,30	13,9	13,9	11,3	9,0	8,1	7,0	2,4%	3,4%	2,2%	2,4	2,2	1,9	1,3
Hydrotor	Równoważ	33,19	11,3	10,2	11,2	6,4	5,1	5,3	6,0%	6,0%	3,9%	1,0	1,0	1,0	-0,3
Duda	Niedoważaj	7,29	8,8	12,4	10,5	5,6	6,2	6,3	0,0%	0,0%	0,0%	0,7	0,7	0,7	2,6
ZM Kania	Równoważ	2,71	22,2	15,7	12,3	15,6	10,5	9,2	0,0%	0,0%	0,0%	2,3	2,1	1,8	2,9
Cognor	Przeważaj	1,40	-	11,3	3,9	9,9	6,4	5,8	0,0%	0,0%	0,0%	0,8	0,8	0,6	5,4
Kruszwica	Równoważ	58,79	12,7	17,4	17,7	8,1	10,9	10,4	0,2%	4,0%	4,3%	2,1	2,0	2,0	1,4
Feerum	Przeważaj	15,45	12,2	20,8	8,9	8,4	12,6	6,1	0,0%	0,0%	1,7%	1,6	1,5	1,3	1,1
LZMO	Równoważ	1,85	2,5	98,1	14,7	-	98,1	5,8	0,0%	0,0%	0,0%	1,0	1,0	0,9	6,9
Ceramika NG	Równoważ	1,25	-	18,8	55,4	7,9	6,4	6,5	0,0%	5,3%	1,1%	0,4	0,4	0,4	2,4
Oponeo	Równoważ	10,52	42,4	34,3	20,8	11,0	10,3	8,7	0,3%	0,7%	1,0%	2,6	2,4	2,2	-2,4
Elemental Holding	Równoważ	3,19	20,2	14,3	12,7	19,1	12,8	10,4	0,0%	0,0%	0,0%	3,3	1,9	1,6	1,8
Koelner	Równoważ	6,96	24,2	36,9	12,6	7,9	8,1	6,2	1,2%	4,7%	4,7%	0,7	0,7	0,7	3,9
Grajewo	Równoważ	30,50	9,9	13,9	13,1	10,5	7,8	6,8	0,0%	0,0%	0,0%	2,8	2,3	2,0	0,4
Alchemia	Niedoważaj	5,02	-	41,9	26,2	23,6	15,5	12,6	0,0%	0,0%	0,0%	1,9	1,8	1,7	1,3
Astarta	Równoważ	75,00	7,7	6,1	2,2	7,4	3,3	2,9	0,1%	0,0%	2,5%	0,4	0,4	0,3	2,1
Boryszew	Niedoważaj	6,30	100,4	15,9	14,0	13,7	9,3	8,4	0,0%	0,0%	0,0%	2,5	3,3	3,3	2,5
Impexmetal	Przeważaj	2,72	7,5	10,1	8,9	8,3	7,4	6,5	0,0%	0,0%	4,0%	0,6	0,6	0,5	2,5
Famur	Przeważaj	3,16	7,3	14,6	11,8	3,6	5,8	4,9	0,0%	26,6%	0,0%	1,6	2,2	1,9	0,3
Kernel	Równoważ	8,75	6,3	-	4,2	4,7	8,4	3,7	0,0%	0,0%	2,9%	0,6	0,6	0,5	4,0
Kęty	Równoważ	291,00	17,6	16,7	15,8	12,9	10,2	9,4	2,1%	3,4%	3,6%	2,4	2,3	2,2	0,8
Kopex	Przeważaj	10,84	11,9	12,0	9,4	5,1	5,5	5,0	0,5%	1,7%	1,7%	0,6	0,6	0,6	1,7
Rovese	Niedoważaj	1,41	-	-	21,0	8,6	7,1	6,4	0,0%	0,0%	0,0%	0,8	1,0	0,9	2,5
Tarczyński	Przeważaj	11,85	14,4	14,1	9,3	7,1	7,2	6,0	0,9%	0,0%	0,0%	1,2	1,1	1,0	3,7
Vistal Gdynia	Przeważaj	11,19	7,8	11,1	6,3	8,2	8,3	6,1	0,0%	0,0%	0,0%	1,1	1,0	0,8	4,1

Źródło: mDom Maklerski

Astarta
Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 18,75 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-06-06					
		Cena docelowa: 48,60 PLN							
(mln UAH)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	3 701,6	4 008,9	8,3%	4 956,3	23,6%	4 972,3	0,3%	Liczba akcji (mln)	25,0
EBITDA	880,3	670,4	-23,8%	1 549,5	131,1%	1 473,4	-4,9%	MC (cena bieżąca)	468,8
marża EBITDA	23,8%	16,7%		31,3%		29,6%		EV (cena bieżąca)	1 184,6
EBIT	616,9	376,6	-39,0%	1 236,8	228,4%	1 164,9	-5,8%	Free float	32,0%
Zysk netto	467,4	244,0	-47,8%	309,7	26,9%	867,4	180,1%		
P/E	4,6	8,8		6,9		2,5		Zmiana ceny: 1m	-27,9%
P/CE	2,9	4,0		3,4		1,8		Zmiana ceny: 6m	-60,4%
P/BV	0,6	0,5		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-71,5%
EV/EBITDA	5,4	7,8		3,5		3,1		Min (52 tyg.)	14,5
Dywidenda (%)	0,0	0,1		0,0		2,2		Max (52 tyg.)	68,0

W 2013 roku produkcja cukru na Ukrainie wyniosła 1,2 mln ton i była o 46% r/r niższa i wyraźnie niższa niż wynosi roczna konsumpcja. Według naszych szacunków zapasy cukru na początku 2014 roku wyniosły około 1,9 mln ton i będą bliskie krajowej konsumpcji po odłączeniu Krymu (1,6-1,8 mln ton – po aneksji Krymu). Wyniki za 3Q'14 ze względu na wysokie koszty sprzedaży i zarządu oraz ujemne rewaluacje aktywów biologicznych były gorsze od naszych oczekiwań. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji Astarty.

Wyniki 3Q'14

W 3Q'14 łączne przychody ze sprzedaży Grupy Astarta wyniosły 1522,8 mln UAH i były o 15,0% wyższe od naszych oczekiwań oraz 48,3% wyższe r/r. Przychody segmentu sprzedaży cukru były zbliżone do naszych oczekiwań (+3,0% vs. nasze szacunki), ale średnie ceny sprzedaży cukru okazały się o 7,7% niższe niż wynikało to z średniej rynkowej (wolumen sprzedaży + 8,9% vs. nasze szacunki). Segment produkcji oleju sojowego zanotował sprzedaż na poziomie 58,5% wyższej od naszych oczekiwań, a segment produkcji zbóż o 29,6% wyższej od oczekiwań (wolumen +45,1% vs. nasze szacunki, a ceny -10,7% vs. nasze prognozy). Segment produkcji mleka zanotował zbliżoną do oczekiwanej wielkość sprzedaży (+2,7% vs. nasze szacunki).

Zysk brutto ze sprzedaży oczyszczony o rewaluację aktywów biologicznych wyniósł w 3Q'14 338,6 mln UAH i był o 39,8% r/r wyższy, ale jednocześnie o 18,1% niższy od naszych oczekiwań (efekt niższych niż zakładaliśmy uzyskiwanych cen mleka, cukru i zbóż). Wielkość rewaluacji biologicznych była niższa niż się spodziewaliśmy (-210,2 mln UAH vs. oczekiwane -68,2 mln UAH). W wynikach 3Q'14 negatywnie zaskakują wysokie koszty sprzedaży i zarządu (odpowiednio

+59,4% vs. nasze szacunki oraz +43,4% vs. nasze oczekiwania). Pozostałe koszty operacyjne były również o 40% wyższe niż zakładaliśmy.

W efekcie wyższych kosztów sprzedaży, zarządu i większego niż zakładaliśmy ujemnego wpływu rewaluacji aktywów biologicznych wynik EBITDA Grupy okazał się o 90% niższy niż zakładaliśmy, a wynik operacyjny był ujemny. Wpływ ujemnych różnic kursowych i zapłaconych odsetek był niższy niż zakładaliśmy (-302 mln UAH vs. szacowane -388,8 mln UAH).

Wynik netto wyniósł -370,3 mln UAH vs. oczekiwane -171,0 mln UAH.

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 3Q'14 wyniósł +98,4 mln UAH vs. +48,1 mln UAH w 3Q'13. Dług netto na koniec 3Q'14 wyniósł 3,5 mld UAH (+360 mln UAH vs. 2Q'14 – wzrost to głównie efekt osłabienia UAH do EUR i USD co spowodowało ujemne różnice kursowe. Dług netto do EBITDA za ostatnie cztery kwartały wyniósł na koniec 3Q'14 3,2x.

Po 1-3Q'14 nasza całoroczna prognoza wykonana jest w 84% na poziomie sprzedaży, 98% EBITDA oraz 100% wyniku operacyjnego. Wyniki generalnie są słabsze od naszych oczekiwań ze względu na wyższe ujemne rewaluacje aktywów biologicznych, niższy zysk brutto ze sprzedaży i wyższe koszty sprzedaży i zarządu.

Ceny cukru na Ukrainie

Obecnie ceny cukru na Ukrainie znajdują się pod presją rozpoczynającej się we wrześniu kampanii cukrowej. Ceny od początku września spadły z 9200 UAH/t (najwyższy poziom w historii) do 7000 UAH/t. Nasze założenia cen na przyszły rok zakładają średnią cenę sprzedaży na poziomie 7222 UAH/t.

Boryszew		Redukuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		6,30 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-08-06			
		Cena docelowa:		5,20 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 881,2	4 838,3	-0,9%	5 101,7	5,4%	5 337,4	4,6%	Liczba akcji (mln)	220,0
EBITDA	243,9	206,4	-15,4%	294,3	42,6%	312,5	6,2%	MC (cena bieżąca)	1 386,0
marża EBITDA	5,0%	4,3%		5,8%		5,9%		EV (cena bieżąca)	2 723,1
EBIT	134,3	97,1	-27,7%	171,8	76,9%	189,2	10,2%	Free float	42,9%
Zysk netto	39,3	13,8	-64,9%	87,2	532,2%	99,0	13,4%		
P/E	36,2	100,4		15,9		14,0		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	9,5	11,3		6,6		6,2		Zmiana ceny: 6m	22,3%
P/BV	3,3	2,2		2,8		2,7		Zmiana ceny: 12m	14,5%
EV/EBITDA	11,0	13,7		9,3		8,4		Min (52 tyg.)	4,1
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,0

W ostatniej prywatnej subskrypcji akcje nowej emisji zostały zaoferowane dwóm inwestorom: Alchemii (15,0 mln sztuk; wartość 82,5 mln PLN) oraz Romanowi Karkosikowi – głównemu akcjonariuszowi (5,0 mln sztuk; wartość 27,5 mln PLN). Jednocześnie, w celu zapewnienia środków na objęcie akcji nowej emisji dla nowych akcjonariuszy spółka zależna od Boryszew - Impexmetal od początku roku zakupiła od obu inwestorów 16,5 mln akcji Alchemia za około 87 mln PLN. Realnie więc napływ nowych środków z emisji nowych akcji będzie marginalny (nieco ponad 20 mln PLN), a zwiększenie powiązań kapitałowych z innymi spółkami z portfela głównego akcjonariusza negatywnie naszym zdaniem wpływać będzie na sentyment wokół akcji Boryszewa (ryzyko dalszych zakupów akcji Alchemii po nieatrakcyjnych cenach w przyszłości). Obecnie, po podwyższeniu kapitału akcje Boryszewa notowane z odpowiednio 17-56% premią do spółek porównywalnych na wskaźnikach P/E(14-15) oraz EV/EBITDA(14-15). Wyniki 3Q'14 Grupy Boryszew oceniamy negatywnie. Rośnie dług netto, segment Automotive notuje stratę już po uwzględnieniu kosztów zarządu i sprzedaży, a dług netto pozostaje blisko granicy określonej przez kowenanty bankowe. Bez uwzględnienia pozytywnego wpływu one off na wyniki po 1-3Q'14 nasza całoroczna prognoza wyników wykonana jest w 75,1% na poziomie przychodów ze sprzedaży, 67,8% EBITDA oraz 40,9% wyniku netto (ryzyko ujemnej rewizji). Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Wyniki 3Q'14

W 3Q'14 łączne przychody ze sprzedaży Grupy Boryszew wyniosły 1295,7 mln PLN i były o 3,7% r/r wyższe i zgodne z prognozowanym przez nas poziomem (-0,3% vs. nasze oczekiwania). Nieznacznie wyższa od naszych oczekiwań wartość obrotu miała miejsce w Grupie Impexmetal (+1,0% vs. nasze szacunki) oraz w segmencie pozostałej działalności holdingowej (+5,0 mln PLN vs. nasze szacunki). W przypadku segmentu Automotive obroty okazały się o 8,2% niższe od naszych szacunków i były zbliżone do poziomu ubiegłorocznego. W segmencie produktów chemicznych przychody były o 3,7% niższe od naszych szacunków (-11,4% r/r – efekt sprzedaży segmentu dyspersji i klejów do Grupy Synthos).

Mimo znacząco lepszych wyników operacyjnych w Grupie Impexmetal (EBIT +82,3 mln PLN), segmenty Grupy Automotive zanotowały znaczące gorsze od oczekiwanych wyników (Automotive EBIT -5,0 mln PLN przy pozytywnym wpływie pozostałej działalności operacyjnej segmentu +10,2 mln PLN; Działalność holdingowa EBIT -6,4 mln PLN vs. oczekiwane -3,0 mln PLN). Spółka jednocześnie w okresie 3Q'14 zaksięgowowała 41,1 mln PLN pozytywnego wpływu

pozostałej działalności operacyjnej (28,6 mln PLN z tytułu sprzedaży segmentu klei i dyspersji do Grupy Synthos powyżej wartości księgowej oraz rozwiązanie rezerwy). Gdyby nie wpływ czynnika jednorazowego na wyniki, to EBITDA 3Q'14 byłaby o 9,0% niższa od naszych szacunków, a EBIT o 22,4% niższy. Jednocześnie wyniki byłyby wyraźnie słabsze od oczekiwań mimo lepszych rezultatów zależnych spółek Grupy Impexmetal.

Gdyby nie wpływ pozostałej działalności operacyjnej, wówczas wynik netto 3Q'14 byłby poniżej zera (mimo ujemnego podatku CIT zaksięgowanego w okresie 3Q'14).

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 3Q'14 był ujemny i wyniósł -27,4 mln PLN (+91,6 mln PLN w 3Q'13). Dług netto na koniec 3Q'14 wzrósł do rekordowego poziomu 897,2 mln PLN (3,5x EBITDA'12m, a bez uwzględnienia wpływu pozostałej działalności operacyjnej 4,2x EBITDA). Poziom długu netto jest tym bardziej niepokojący, że Spółka zdecydowała się obecnie na wznowienie skupu akcji własnych oraz wykupu akcji udziałowców mniejszościowych Hutmentu. Wyniki Grupy Boryszew oceniamy negatywnie. Rośnie dług netto, segment Automotive notuje stratę już po uwzględnieniu kosztów zarządu i sprzedaży, dług netto blisko granicy określonej przez kowenanty bankowe. Bez uwzględnienia pozytywnego wpływu one off na wyniki po 1-3Q'14 nasza całoroczna prognoza wyników wykonana jest w 75,1% na poziomie przychodów ze sprzedaży, 67,8% EBITDA oraz 40,9% wyniku netto.

Wywiad z Zarządem

Boryszew planuje wydać w przyszłym roku około 150 mln PLN, czyli podobną kwotę jak w całym 2014 roku. Grupa chce inwestować w motoryzację i przetwórstwo aluminium. Część środków ma trafić na uruchomienie zapowiadanej fabryki w Meksyku. Inwestycje w motoryzacyjne ramię Boryszewa będą pokłosiem wzrostu sprzedaży tego segmentu. Zdaniem Szeligi dywizja może w 2015 roku wypracować o około 200 mln PLN przychodów więcej. Prezes dodał, że poza inwestycjami Boryszew analizuje obecnie cele akwizycyjne, które pomogłyby w większym stopniu wykorzystać synergie wewnątrz grupy.

Szeliga dodał, że docelowo w ciągu trzech lat Boryszew chce zainwestować w Meksyku 40 mln PLN. Prezes przyznał, że obciążeniem dla grupy jest obecnie fabryka w Rosji. Słaba sprzedaż samochodów na Wschodzie, w połączeniu z polityczną niestabilnością i osłabieniem rubla znacząco wpłynęły na wyniki motoryzacyjnej dywizji Boryszewa w trzecim kwartale. Zarząd spodziewał się, że w przyszłym roku rosyjska fabryka wyjdzie na plus, ale w obecnych warunkach wydaje się to niemożliwe. Szeliga nadal spodziewa się, że cała druga połowa roku będzie dla Boryszewa lepsza niż pierwsza.

W naszych prognozach oczekiwaliśmy, że przyszłoroczne wydatki inwestycyjne sięgną nieco ponad 80 mln PLN.

Famur
Kupuj

Analitik: Jakub Szkopek	Cena bieżąca: 3,16 PLN		Cena docelowa: 3,80 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-12-05				
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 471,5	1 176,4	-20,1%	839,1	-28,7%	924,6	10,2%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	455,6	384,7	-15,6%	274,2	-28,7%	300,7	9,6%	MC (cena bieżąca)	1 521,5
marża EBITDA	31,0%	32,7%		32,7%		32,5%		EV (cena bieżąca)	1 591,5
EBIT	348,9	224,6	-35,6%	132,6	-41,0%	166,4	25,5%	Free float	16,8%
Zysk netto	271,1	207,6	-23,4%	104,1	-49,9%	128,9	23,8%		
P/E	5,6	7,3		14,6		11,8		Zmiana ceny: 1m	-4,2%
P/CE	4,0	4,1		6,2		5,8		Zmiana ceny: 6m	-32,8%
P/BV	1,7	1,3		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	-39,9%
EV/EBITDA	3,4	3,6		5,8		4,9		Min (52 tyg.)	2,9
Dywidend (%)	0,0	0,0		26,6		0,0		Max (52 tyg.)	5,5

Główną przyczyną spadku wyników w Grupie Famur w 1-3Q'14 była duża ekspozycja na rynek lokalny (około 80-90%) oraz wynikający z tego powodu spadek przychodów (spadek zamówień na maszyny i urządzenia). Zdobyte kontrakty na rynek Rosji (OAO SUEK-Kuzbass oraz Arcelor Mittal) oraz kontrakt na dostawę maszyn i urządzeń do Turcji (Hattat Enerji Ve Madec Tic) powodować będą, że wyniki kolejnych kwartałów będą się poprawiać (łącznie kontrakty za 465 mln PLN). Tegoroczna baza utrzymuje się na niskim poziomie i prawdopodobnie Spółka nie będzie miała większych problemów z jej pobiciem w roku kolejnym. Rezultaty 3Q'14 były nieznacznie poniżej naszych prognoz i zgodne z konsensusem. Podwyższamy naszą rekomendację dla Grupy Famur z trzymaj do kupuj.

Wyniki nieznacznie poniżej naszych prognoz i zgodne z konsensusem

W 3Q'14 łączne przychody ze sprzedaży Grupy Famur wyniosły 137,4 mln PLN i były o 13,6% niższe od naszych prognoz oraz 6,5% niższe od konsensusu. Wyraźnie niższa wartość obrotu miała miejsce w segmentach systemów transportu (-30,8% vs. nasze oczekiwania oraz -27,3% q/q), kompleksów chodnikowych (-14,8% vs. nasze oczekiwania oraz -5,5% q/q) i kompleksów ścianowych (-9,9% vs. nasze oczekiwania oraz +14,3% q/q).

Wynik brutto ze sprzedaży Grupy wyniósł +47,2 mln PLN (-17,2% vs. nasze szacunki oraz +5,0% q/q). Wysoką rentowność brutto ze sprzedaży zanotowały segmenty kompleksów chodnikowych (67,8% vs. oczekiwane 60,0%) oraz systemów transportu (32,2% vs. oczekiwane 19,0%). Niska rentowność miała miejsce w segmencie kompleksów ścianowych (16,7% vs. oczekiwane 30,0% - segment najbardziej narażony na spadek koniunktury w górnictwie). Wynik EBITDA Grupy Famur okazał się o 8,2% niższy od naszych szacunków oraz 4,6% wyższy od konsensusu. Pozytywny wpływ na wynik miała pozostała działalność operacyjna (+1,0 mln PLN).

Grupa Famur w 3Q'14 zanotowała wynik netto na poziomie 24,1 mln PLN i był on lepszy od naszych prognoz i konsensusu ze względu na ujemny podatek dochodowy zaksięgowany w okresie (-0,9 mln PLN). Gdyby nie wpływ podatku, to zysk netto 3Q'14 byłby o 7,0% niższy od naszych oczekiwań oraz 8,7% wyższy od konsensusu.

Przeływ gotówki z działalności operacyjnej w 3Q'14 wyniósł +71,0 mln PLN vs. +97,7 mln PLN w 3Q'13. Dług netto po wypłacie dywidendy wyniósł 17,5 mln PLN (na koniec 1H'14 -304,1 mln PLN).

Po 1-3Q'14 nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana jest w 54% na poziomie sprzedaży, 69% EBITDA oraz 68% wyniku netto. W 4Q'14 Spółka powinna rozpocząć pracę nad kilkoma kontraktami na rynek zagraniczny (np. do Kazachstanu), co wpłynie naszym zdaniem na poprawę rentowności segmentu kompleksów ścianowych. Tym niemniej w bieżącym roku wyniki mogą się okazać nieznacznie niższe niż zakładamy w prognozach.

Nowy kontrakt eksportowy do Rosji

Famur podpisał z OAO SUEK-Kuzbass z Rosji umowę na dostawę urządzeń kompleksu ścianowego za 25,85 mln EUR - podał Famur w śródowym komunikacie. Dostawa sprzętu powinna nastąpić w pierwszym kwartale 2015 roku.

Famur kupił za 69 mln PLN pakiet kontrolny Famaku

Famur kupił za 69,1 mln PLN pakiet kontrolny w spółce Famak, dzięki czemu rozszerzy skalę prowadzonej działalności o systemy przeładunkowe i suwnicowe oparte na własnych rozwiązaniach - podała spółka w komunikacie. Famur chce wesprzeć budowę pozycji rynkowej Famaku przez dalszy rozwój produktów firmy i zwiększanie jej udziału w rynku. Docelowo grupa zamierza zbudować wokół przejmowanej spółki podmiot Famur Fugo Famak, który w pełni zintegruje działalność w obszarze górnictwa odkrywkowego i przeładunku. Kluczborska spółka działa w obszarze dostaw systemów przeładunkowych w Polsce. Zatrudnia 60 technologów i projektantów. Firma realizuje zamówienia dla branży energetycznej, górniczej, hutniczej i stoczniowej. TDJ, dominujący akcjonariusz Famuru, w połowie sierpnia przejął kontrolę nad spółką Fugo posiadającą pakiety kontrolne w Famaku, Fugo Odlew i Fugo Projekt.

Famur wykona system nawęglania i odżużlenia dla dwóch bloków Elektrowni Opole

Konsorcjum Famuru i Famaku realizuje "pod klucz" system nawęglania i odżużlenia dla bloków 5 i 6 w Elektrowni Opole za 139,75 mln PLN - podał Famur w komunikacie. W komunikacie podano, że przewidywane daty finalnych odbiorów dla bloku nr 5 i 6 to odpowiednio: 31.07.2018 oraz 31.03.2019. W wyniku zawartych umów portfel zamówień Famaku osiągnął 300 mln PLN.

Impexmetal		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		2,72 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-08-18	
		Cena docelowa:		3,40 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 596,3	2 728,7	5,1%	2 764,1	1,3%	2 920,0	5,6%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	137,0	125,0	-8,8%	133,5	6,8%	147,1	10,2%	MC (cena bieżąca)	544,0
marża EBITDA	5,3%	4,6%		4,8%		5,0%		EV (cena bieżąca)	986,1
EBIT	79,1	72,8	-8,0%	77,3	6,1%	89,8	16,2%	Free float	37,3%
Zysk netto	56,5	72,7	28,8%	53,8	-26,0%	61,0	13,4%		
P/E	9,6	7,5		10,1		8,9		Zmiana ceny: 1m	-0,4%
P/CE	4,8	4,4		4,9		4,6		Zmiana ceny: 6m	3,0%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-21,2%
EV/EBITDA	6,9	8,3		7,4		6,5		Min (52 tyg.)	2,2
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		4,0		Max (52 tyg.)	3,8

Mimo dynamicznego wzrostu premii producenckiej od początku roku (ponad +75% YTD) wielkość generowanej EBITDA na tonę sprzedanego produktu w segmencie aluminium wzrosła w 3Q'14 o 21% r/r i była na najwyższym od 3Q'11 poziomie. Jak widać z wyników 1-3'14 wyraźny wzrost premii za fizyczną dostawę metalu przetwórcy aluminium z powodzeniem przenoszą na klientów ostatecznych. W przypadku Impexmetal dodatkowo na wyższy poziom marży wpływa wzrost proporcji sprzedaży wyrobów cienkich, które charakteryzują się wyższą wartością dodaną. Wyniki 3Q'14 były wyraźnie wyższe od naszych prognoz, a wyniki udało się poprawić na wszystkich liniach biznesowych. Po 1-3Q'14 nasza całoroczna prognoza wyników wykonana jest w 77% na poziomie sprzedaży, 93% EBITDA oraz 120% wyniku netto. Przy kolejnej aktualizacji zrewidujemy w górę naszą tegoroczną prognozę. Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla Spółki Impexmetal.

Wyniki 3Q'14

W 3Q'14 skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Impexmetal wyniosły 751,3 mln PLN i były o 1,0% wyższe od naszych prognoz oraz o 2,1% r/r wyższe. Wyższe od oczekiwań obroty miały miejsce w segmencie cynku i ołowiu (+36,8% vs. nasze oczekiwania przy wolumenach wyższych o 9,5% vs. nasze prognozy). Obroty segmentu aluminium były o 4,2% niższe od naszych prognoz (mimo 2,6% wyższych wolumenów) oraz miedzi (-34,7% vs. oczekiwania przy wyższych o 16,3% wolumenach sprzedaży – prawdopodobnie efekt zmiany miksu produktowego lub zmiany prezentacji).

Wynik EBITDA Grupy wyniósł 56,4 mln PLN (+51,8% vs. nasze szacunki) i był o 36,4% r/r wyższy. Pozytywnie zaskoczyły segmenty aluminium (EBIT +25,9% vs. nasze szacunki), miedzi (EBIT +51,4% vs. nasze szacunki), cynku i ołowiu (+274,8% vs. nasze szacunki) oraz handlu łożyskami (+109,0% vs. nasze szacunki). Tym samym żaden z segmentów nie zanotował wyniku niższego niż prognozowaliśmy (wynik w każdym segmencie wyższy r/r). Wpływ pozostałej działalności operacyjnej na wynik był marginalny i wyniósł -2,9 mln PLN.

Wynik netto 3Q'14 sięgnął 32,3 mln PLN i był o 86,5% wyższy niż się spodziewaliśmy (+79,3% r/r).

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej sięgnął -12,2 mln PLN vs. +48,6 mln PLN w 3Q'13. Dług netto na koniec 3Q'14 wyniósł 410,4 mln PLN vs. 344,4 mln PLN na koniec 1H'14 (efekt zakupu akcji Alchemii oraz ujemnego przepływu gotówki z działalności operacyjnej).

Po 1-3Q'14 nasza całoroczna prognoza wyników wykonana jest w 77% na poziomie sprzedaży, 93% EBITDA oraz 120% wyniku netto.

Notowania aluminium i premii producenckiej

Po dynamicznych wzrostach premii producentów aluminium w drugiej połowie 2012 roku, w II'13 jej wartość osiągnęła maksymalny poziom (297,5 USD/t) i w III'13 zaczęła spadać. W X'2013 roku poziom premii sięgnął minimalny od początku roku poziom 240 USD/t. Od tego czasu premia zaczęła ponownie rosnąć, a obecnie sięgnęła 495 USD/t (+76% YTD).

Kernel
Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 29,74 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-07-07					
		Cena docelowa: 32,50 PLN							
(mln USD)	2011/12	12/13	zmiana	13/14P	zmiana	14/15P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 157,4	2 796,8	29,6%	2 421,3	-13,4%	2 190,8	-9,5%	Liczba akcji (mln)	79,7
EBITDA	322,0	290,7	-9,7%	161,0	-44,6%	352,2	118,8%	MC (cena bieżąca)	2 369,8
marża EBITDA	14,9%	10,4%		6,6%		16,1%		EV (cena bieżąca)	3 070,9
EBIT	256,5	200,9	-21,7%	67,7	-66,3%	252,5	272,9%	Free float	61,8%
Zysk netto	206,7	111,3	-46,2%	-39,9		165,7			
P/E	3,4	6,3				4,3		Zmiana ceny: 1m	17,7%
P/CE	2,6	3,5		13,2		2,7		Zmiana ceny: 6m	-3,6%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-25,7%
EV/EBITDA	2,9	3,1		5,7		2,5		Min (52 tyg.)	22,0
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		2,8		Max (52 tyg.)	42,0

Wyższe o 85% r/r na początku IV'14 zapasy słonecznika na rynku ukraińskim powinny pozytywnie przekładać się na wolumeny produkcji i sprzedaży oleju słonecznikowego w 1-3Q'14. Dodatkowo, rentowności segmentu sprzyjać będzie obserwowany wzrost marży na przerobieniu ziarna (+14% r/r w 2Q'14) wynikający z dużych zbiorów uprawy w 2013 roku. Przywrócenie zwrotu podatku VAT dla eksporterów od 4Q'14 pozytywnie przekładać się będzie na rentowność segmentu produkcji zbóż oraz handlu zbożami. Ponadto, Kernel w sezonie 2013/2014 zwiększył nakłady na nawożenie pól, co wpłynie na wyższe zbiory z hektara oraz obniżenie kosztu produkcji zbóż na tonę. Spółka około 90% produkcji eksportuje poza granice kraju, dlatego osłabienie UAH do USD wpłynie na spadek kosztów ponoszonych na terenie kraju i wzrost rentowności. Wyniki 3Q'14 były wyraźnie wyższe od naszych oczekiwań oraz wyższe r/r. W kolejnym kwartale (2Q'15) Kernel nadal korzystał będzie z niskiej bazy analogicznego okresu roku ubiegłego. Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla Grupy Kernel.

Wyniki 3Q'14

W 1Q'15 łączne przychody ze sprzedaży wyniosły 579,2 mln USD i były o 27,7% wyższe od naszych oczekiwań oraz o 40,3% r/r wyższe. Wyższa od oczekiwań wartość obrotu miała miejsce w segmencie oleju słonecznikowego luzem (+16,1% vs. nasze prognozy; głównie poprzez wyższe o 16,1% ceny – być może efekt wyższej sprzedaży śrut słonecznikowej) oraz w segmencie handlu zbożami (+27,7% vs. nasze oczekiwania – wyższe średnie ceny sprzedaży zboża).

W 1Q'15 EBITDA Grupy wyniosła 80,5 mln USD i była o 80,8% wyższa niż oczekiwaliśmy oraz wyraźnie wyższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej (3,0 mln USD). Bardzo dobrą rentowność osiągnął segment produkcji oleju luzem (EBITDA +21,1% vs. nasze szacunki – na każdej tonie przerobionego słonecznika Kernel zarabiał 88,8 USD/t wobec

3,6 USD/t w 1Q'14 oraz oczekiwane 75 USD/t – rezultat najlepszy od dwóch lat!). Wyraźnie lepsze od oczekiwań wyniki operacyjne dostarczył segment handlu zbożem (EBITDA +84,6% vs. nasze szacunki – na każdej tonie sprzedawanego zboża Kernel zarabiał 14,5 USD/t wobec oczekiwanych 7,8 USD/t). Segment produkcji rolnej zanotował zysk EBITDA 10,7 mln USD vs. oczekiwana 2,0 mln USD i -6,4 mln USD rok wcześniej (efekt znacznie lepszych zbiorów z hektara w bieżącym roku).

Wpływ rewaluacji aktywów biologicznych na wynik operacyjny w 3Q'14 wyniósł -1,6 mln USD vs. -9,4 mln USD w 1Q'14.

Na poziomie działalności finansowej Kernel zanotował stratę na różnicach kursowych w wysokości -17,2 mln USD vs. oczekiwania -13,7 mln USD (efekt osłabienia UAH w okresie oraz konieczność przeszacowania należności VAT kwotowanych w walucie lokalnej). Zysk netto w 1Q'15 wyniósł 23,4 mln USD vs. oczekiwane -5,6 mln USD i -33,8 mln USD w 1Q'14.

W 1Q'15 przepływ gotówki z działalności operacyjnej był nietypowo dodatni i wyniósł +46,0 mln USD (vs. -35,9 mln USD w 1Q'14) – był to efekt głównie nagromadzenia zapasów słonecznika z poprzedniego sezonu i wyższej sprzedaży oleju i zboża w 1Q'15. Dług netto na koniec 1Q'15 spadł do poziomu 647,7 mln USD (vs. 677,8 mln USD na koniec 4Q'14) stanowił 2,2x wartości EBITDA za ostatnie 12 miesięcy (2,6x EBITDA bez uwzględnienia pozostałej działalności operacyjnej).

W kolejnym kwartale (2Q'15) Kernel nadal korzystał będzie z niskiej bazy analogicznego okresu roku ubiegłego. Dodatkowo wolumen nagromadzonych zapasów słonecznika i wielkość sprzedawanych z Ukrainy zboża pozostaje w 2Q'15 na wyższym r/r poziomie.

Kęty		Trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		291,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-07-01	
		Cena docelowa:		226,80 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 568,1	1 593,8	1,6%	1 773,5	11,3%	1 886,3	6,4%	Liczba akcji (mln)	9,4
EBITDA	224,2	225,9	0,7%	292,0	29,3%	309,6	6,0%	MC (cena bieżąca)	2 729,8
marża EBITDA	14,3%	14,2%		16,5%		16,4%		EV (cena bieżąca)	2 965,5
EBIT	142,1	144,9	2,0%	208,3	43,8%	224,0	7,5%	Free float	48,0%
Zysk netto	117,0	153,5	31,1%	163,3	6,4%	172,3	5,5%		
P/E	22,9	17,6		16,7		15,8		Zmiana ceny: 1m	4,6%
P/CE	13,5	11,5		11,1		10,6		Zmiana ceny: 6m	34,2%
P/BV	2,6	2,4		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m	32,3%
EV/EBITDA	13,0	12,9		10,2		9,4		Min (52 tyg.)	190,0
Dywidenda (%)	1,7	2,1		3,4		3,6		Max (52 tyg.)	297,6

Wyniki 4Q'14 były zgodne z wcześniejszymi szacunkami Zarządu oraz naszymi prognozami. Zgodnie z oczekiwaniami Zarząd nie zdecydował się na podniesienie całorocznej prognozy rezultatów. W 4Q'14 oczekujemy dwucyfrowego wzrostu wyniku EBITDA i EBIT oraz spadkowego wyniku netto z uwagi na pozytywne zdarzenia jednorazowe, jakie miały miejsce w tym okresie (rozwiązanie aktywa podatkowego). W krótkim okresie negatywny wpływ na notowania Grupy Kęty może mieć umacniający się dolar, co wpływa na wyższe koszty zakupywanego aluminium i spadek rentowności w segmencie systemów aluminiowych. Pozostawiamy naszą rekomendację trzymaj dla akcji Grupy Kęty.

Nowy zakład w nowej strategii

Rada nadzorcza Grupy Kęty w ramach strategii rozwoju segmentu opakowań giętkich zgodziła się na budowę nowego zakładu. Łączna planowana kwota wydatków związanych z tą inwestycją wyniesie ma około 150 mln PLN - poinformowała

spółka w komunikacie. Kęty podały, że podstawową działalnością nowego zakładu będzie produkcja i uszlachetnianie folii z tworzyw sztucznych oraz produkcja cylindrów stanowiących narzędzie w procesie zadruku opakowań giętkich techniką rotograwiurową. Planowany termin uruchomienia produkcji to I kwartał 2017 roku. Przedstawiony projekt inwestycyjny jest jednym z elementów strategii Segmentu Opakowań Giętkich realizowanej w ramach szerszej strategii rozwoju Grupy Kęty SA na lata 2015-2020, którą Zarząd przedstawi do publicznej wiadomości w pierwszym kwartale 2015 roku.

Notowania aluminium i premii producentkiej

Po dynamicznych wzrostach premii producentów aluminium w drugiej połowie 2012 roku, w II'13 jej wartość osiągnęła maksymalny poziom (297,5 USD/t) i w III'13 zaczęła spadać. W X'2013 roku poziom premii sięgnął minimalny od początku roku poziom 240 USD/t. Od tego czasu premia zaczęła ponownie rosnąć, a obecnie sięgnęła 495 USD/t (+76% YTD).

Kopex
Kupuj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 10,84 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-07-07					
		Cena docelowa: 14,50 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 022,2	1 395,1	-31,0%	1 413,4	1,3%	1 497,0	5,9%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	234,3	235,6	0,5%	216,9	-8,0%	232,2	7,1%	MC (cena bieżąca)	805,8
marża EBITDA	11,6%	16,9%		15,3%		15,5%		EV (cena bieżąca)	1 190,1
EBIT	109,6	91,2	-16,7%	97,7	7,1%	120,2	23,1%	Free float	25,1%
Zysk netto	54,7	67,6	23,5%	67,2	-0,5%	85,8	27,6%		
P/E	14,7	11,9		12,0		9,4		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	4,5	3,8		4,3		4,1		Zmiana ceny: 6m	-14,9%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-7,2%
EV/EBITDA	6,6	5,1		5,5		5,0		Min (52 tyg.)	10,2
Dywidenda (%)	0,0	0,5		1,7		1,7		Max (52 tyg.)	14,4

Famur poinformował w komunikacie o rezygnacji z kupna akcji Kopex. Tym samym zwiększa się prawdopodobieństwo, że w niedługim czasie główny akcjonariusz Famuru – TDJ – sprzeda poprzez rynek między 4,7-7,4 mln akcji Kopex (w zależności od obecnie posiadanego stanu). Naszym zdaniem do czasu sprzedaży akcji Kopex kurs akcji może być pod presją, jednak sprzedaż akcji posiadanych przez Famur traktowalibyśmy jako szansę na zbudowanie pozycji w akcjonariacie. Wyniki 3Q'14 trzeci raz z rzędu pozytywnie zaskoczyły nas i konsensus rynkowy. Po 1-3Q'14 nasza całoroczna prognoza jest wykonana w 76% na poziomie sprzedaży, 105% EBITDA oraz 126% wyniku netto. Przy kolejnej aktualizacji prognoz podniesiemy nasze oczekiwania na 2014 rok. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Wyniki 3Q'14

W 3Q'14 łączne przychody ze sprzedaży Grupy Kopex wyniosły 322,4 mln PLN i były o 6,6% niższe od naszych prognoz oraz 1,6% niższe od konsensusu. Niższe od oczekiwań obroty zanotowały segmenty związane z podstawową działalnością związaną z obsługą górnictwa (usługi górnicze -17,9% vs. nasze oczekiwania, maszyny i urządzenia dla górnictwa podziemnego -10,8% vs. nasze oczekiwania, urządzenia elektryczne i elektroniczne -24,3% vs. nasze oczekiwania), natomiast wyższe segmenty związane z poboczną działalnością (sprzedaż węgla +39,7% vs. nasze oczekiwania, pozostała działalność +213,6% vs. nasze oczekiwania).

Mimo niższych obrotów podstawowych segmentów, wynik brutto ze sprzedaży był o 8,4% wyższy od naszych prognoz i 1,0% r/r niższy. Bardzo dobrze na poziomie rentowności wypadły trzy główne segmenty operacyjne (usługi górnicze marża 25,0% vs. oczekiwana 19,0% oraz 16,0% w 3Q'13; maszyny i urządzenia dla górnictwa podziemnego 24,4% vs. oczekiwania 17,0% oraz 18,3% w 3Q'13; oraz urządzenia elektryczne i elektroniczne 32,6% vs. oczekiwania 35,0% oraz 27,9% w 3Q'13). Również, żaden z segmentów w okresie 3Q'14 nie był nierentowny na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży.

W 3Q'14 pozytywnie zaskakują również niskie koszty sprzedaży i zarządu (-13,1% vs. nasze oczekiwania oraz -23,1% r/r). Saldo pozostałej działalności operacyjnej w 3Q'14 było ujemne i wyniosło -4,0 mln PLN.

Wynik EBITDA Grupy w 3Q'14 był o 13,5% wyższy od naszych prognoz oraz o 13,9% wyższy od konsensusu. Mimo wysokiej bazy roku ubiegłego Spółce udało się nieznacznie poprawić wynik EBITDA, mimo ujemnego wpływu salda pozostałej działalności operacyjnej. Wynik netto w 3Q'14 wyniósł 26,3 mln PLN i był o 36,1% wyższy od naszych oczekiwań oraz 20,1% wyższy od konsensusu.

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 3Q'14 wyniósł 52,2 mln PLN (66,8% EBITDA wygenerowanego w okresie), a dług netto na koniec 3Q'14 wyniósł 417,1 mln PLN (+18,2 mln PLN vs. koniec 1H'14 oraz 1,4x EBITDA'12m).

Po 1-3Q'14 nasza całoroczna prognoza jest wykonana w 76% na poziomie sprzedaży, 105% EBITDA oraz 126% wyniku netto. Przy kolejnej aktualizacji prognoz podniesiemy nasze oczekiwania na 2014 rok.

Wywiad z Zarządem

Przy okazji wyników za 3Q'14 Zarząd przyznał, że widoczna od kilku kwartałów poprawa wyników finansowych, to zasługa redukcji kosztów i poprawy rentowności Grupy. Poprawie wyników nie sprzyja sytuacja w polskim sektorze górniczym. Spółka skupia się na rynkach zagranicznych oraz szukaniu szans na kontrakty spoza wydobycia węgla (miedź, kontrakty energetyczne). Całkowity portfel zamówień Koeksu na koniec trzeciego kwartału wyniósł 1,396 mld PLN i był tym samym niższy o 4% r/r - poinformował Kopex w materiałach prasowych. Kopex podał również, że jego portfel zamówień w biznesie podstawowym wyniósł 1,376 mld PLN na koniec września 2014 roku. Pozytywną informacją przekazaną przez Zarząd jest wznowienie płatności w 3Q'14 przez klienta argentyńskiego. Wartość pozostałego do wykonania kontraktu do Argentyny to około 140 mln PLN i będzie on wykonywany do końca 1H'15.

Rovese		Sprzedaż							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		1,41 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-11-26	
		Cena docelowa:		1,37 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 669,0	1 870,5	12,1%	1 770,2	-5,4%	1 835,3	3,7%	Liczba akcji (mln)	811,4
EBITDA	162,3	213,9	31,8%	247,2	15,6%	259,0	4,7%	MC (cena bieżąca)	1 144,1
marża EBITDA	9,7%	11,4%		14,0%		14,1%		EV (cena bieżąca)	1 759,3
EBIT	18,2	37,4	105,0%	77,7	107,9%	92,5	19,1%	Free float	28,4%
Zysk netto	-62,8	-64,4	2,6%	-168,3	161,4%	54,5			
P/E						21,0		Zmiana ceny: 1m	-4,7%
P/CE	14,1	10,2		887,9		5,2		Zmiana ceny: 6m	6,8%
P/BV	0,5	0,6		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-38,7%
EV/EBITDA	8,3	8,6		7,1		6,4		Min (52 tyg.)	1,2
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	2,3

W ostatnich 5-ciu latach Grupa Rovese pozyskała z rynku 917,2 mln PLN w formie emisji akcji, generując jedynie +46,7 mln PLN wolnego przepływu gotówki (free cash flow). Dodatkowo, w tym samym okresie łączna wartość EBITDA Grupy spadła o 16,5% (mimo nabycia w 2013 roku aktywów od głównego akcjonariusza), a rentowność EBITDA obniżyła się łącznie o 6,6 p.p. W pięcioletniej historii tworzenia prognoz dla Grupy Rovese tylko raz (w 2Q'11) Spółka zaraportowała rezultaty lepsze niż oczekiwaliśmy. W przeważającej mierze (14 na 19 kwartałów) wyniki okazywały się gorsze niż zakładaliśmy. W sumie przy bieżącej kapitalizacji wskaźnik P/BV bez uwzględnienia zysków z przejścia wynosi 0,97x. Jedynym argumentem, dla którego według nas wartość Grupy Rovese mogłaby być wyższa niż obecna kapitalizacja jest jej wartość odtworzeniowa (4,1 mld PLN vs. bieżąca kapitalizacja 1,1 mld PLN). Niestety jednak trudne bieżące otoczenie makroekonomiczne (nadpodaż mocy produkcyjnych, dekonjunktura na kluczowych rynkach eksportowych) sprawia, że argumentów za budową takiego parku maszynowego zdecydowanie brakuje. Nasza 9-cio miesięczna cena docelowa dla Grupy Rovese jest o 3,6% niższa niż zaproponowana przez Michała Sołowowa cena wezwania, dlatego pozytywnie odpowiedzilibyśmy na ofertę odkupu akcji Rovese.

Wyniki 3Q'14

W 3Q'14 łączne przychody ze sprzedaży Grupy Rovese wyniosły 532,2 mln PLN i były o 7,3% wyższe od naszych prognoz oraz o 3,6% wyższe od konsensusu (-5,3% r/r). Obroty segmentu płytek ceramicznych były o 7,9% wyższe od naszych prognoz oraz o 7,7% r/r niższe, ceramiki sanitarnej były o 8,0% wyższe niż oczekiwaliśmy oraz o 0,9% r/r wyższe, a segmentu artykułów około ceramicznych były o 1,9% wyższe od naszych prognoz oraz 3,9% r/r niższe.

Marża brutto ze sprzedaży nadal w 3Q'14 utrzymywała się na niskim poziomie (31,8% vs. oczekiwane 32,5% oraz 31,7% w 3Q'13). Sam wynik brutto ze sprzedaży ze względu na nieznacznie wyższe obroty był o 5,0% wyższy niż oczekiwaliśmy oraz 4,9% r/r niższy. Koszty sprzedaży i zarządu były w 3Q'14 o 28,0% wyższe niż oczekiwaliśmy oraz o 9,8% r/r niższe. Wpływ pozostałej działalności operacyjnej był nieznaczny i wyniósł -0,4 mln PLN.

Wynik EBITDA Grupy w 3Q'14 sięgnął 78,6 mln PLN i był zgodny z naszymi szacunkami oraz o 4,5% niższy od konsensusu. Niższa okazała się amortyzacja (nasze szacunki 43,5 mln PLN, konsensus 45,5 mln PLN oraz realny wynik

39,4 mln PLN), dzięki czemu wynik na poziomie operacyjnym był wyższy od naszych prognoz i konsensusu.

Wpływ różnic kursowych (przeszacowanie portfela kredytów w walutach obcych) na wynik 3Q'14 wyniósł +2,2 mln PLN (pozytywne różnice kursowe) vs. nasze oczekiwania -3,2 mln PLN (negatywne różnice kursowe). W efekcie wynik brutto był o 22,9% wyższy od naszych oczekiwań. Wynikiem towarzyszyła również niska stopa podatkowa (CIT 8,1%), co spowodowało, że wynik netto był o 40,1% wyższy od naszych szacunków.

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 3Q'14 wyniósł +76,5 mln PLN (vs. +86,9 mln PLN w 3Q'13). Dług netto na koniec 3Q'14 wyniósł 720,9 mln PLN (3,2x EBITDA'12m). Wyniki Grupy Rovese za 3Q'14 oceniamy neutralnie. Po odjęciu czynników jednorazowych nie odbiegają one od naszych i rynkowych prognoz.

Wezwanie na akcje Spółki

Michał Sołowow i FTF Galleon ogłosiły wzywanie na sprzedaż 339,2 mln akcji Rovese, czyli 41,8% akcji znajdujących się w obrocie po cenie 1,42 PLN za akcję (za 478 mln PLN).

Wezwanie zostanie przeprowadzone w trzech fazach. W I fazie rozpoczęcie przyjmowania zapisów nastąpi 3 grudnia, a zakończenie 8 grudnia. W II fazie przyjmowanie zapisów będzie trwać od 9 do 15 grudnia, a w III fazie od 16 grudnia 2014 roku do 8 stycznia 2015 roku.

W wyniku wezwania wzywający zamierzają osiągnąć łącznie 100% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki. Wezwanie jest bezwarunkowe. Po przeprowadzeniu wezwania, wzywający złożą wniosek o zwołanie walnego zgromadzenia spółki i zażądają umieszczenia w porządku obrad sprawy podjęcia uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji spółki oraz w przedmiocie wycofania ich z obrotu na GPW.

Sołowow posiada obecnie bezpośrednio i pośrednio 65,99% Rovese, z czego bezpośrednio 6,28%, przez FTF Galleon 51,91%, a przez spółkę Calgeron Investment Limited 7,8% (ostatni podmiot jest zależny od Synthos).

Trendy cenowe w Polskich Składach Budowlanych w październiku

W październiku przychody ze sprzedaży materiałów budowlanych do składów Grupy PSB były o 4% r/r wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Po dziesięciu miesiącach 2014 roku łączne przychody PSB wzrosły o 13% r/r. Ceny w kategorii płytek ceramicznych, wyposażenia łazienek i kuchni w październiku spadły o 0,2% m/m.

Tarczyński
Kupuj

Analitik: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 11,85 PLN

Cena docelowa: 14,60 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2014-12-03

(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	386,7	448,3	15,9%	484,8	8,2%	540,5	11,5%	Liczba akcji (mln)	11,3
EBITDA	33,2	32,9	-1,0%	39,2	19,1%	42,4	8,1%	MC (cena bieżąca)	134,5
marża EBITDA	8,6%	7,3%		8,1%		7,8%		EV (cena bieżąca)	280,9
EBIT	21,2	17,3	-18,4%	19,1	10,4%	23,3	22,0%	Free float	44,2%
Zysk netto	10,8	9,3	-13,8%	9,5	2,5%	14,4	51,2%		
P/E	7,0	14,4		14,1		9,3		Zmiana ceny: 1m	20,2%
P/CE	3,3	5,4		4,5		4,0		Zmiana ceny: 6m	1,3%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-17,7%
EV/EBITDA	5,0	7,1		7,2		6,0		Min (52 tyg.)	9,3
Dywidenda (%)	6,0	0,9		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	15,2

Otwarcie w 2015 roku rozbudowywanego zakładu w Ujeźdźcu, wejście pod marką Lidl na nowe rynki sprzedażowe Czech i Słowacji oraz zwiększenie sprzedaży w Wielkiej Brytanii przełoży się na 12% r/r wzrost wolumenu sprzedaży. Spółka dodatkowo wznawia współpracę z Grupą Bruno Tassi, która jeszcze przed debiutem na GPW (w 2012 roku) odpowiadała za ponad 10% obrotów Grupy Tarczyński. W 4Q'14 oraz 1Q'15 Spółka korzystając będzie z niskich cen mięsa wieprzowego, które obecnie są o 10,5% niższe niż średnia za I-XI'14. Mimo otwarcia nowego zakładu oczekujemy, że amortyzacja Grupy w 2015 roku spadnie o 1 mln PLN do poziomu 19 mln PLN w rezultacie wydłużenia stawek amortyzacyjnych (do tej pory stawka amortyzacji w Tarczyńskim była o 13% wyższa niż w PKM Duda oraz o 90% wyższa niż w ZM Kania). To natomiast przełoży się na wyższy wynik EBIT (+22% r/r) oraz wynik netto (+50% r/r). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla spółki Tarczyński.

Wyniki 3Q'14

W 3Q'14 skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 127,2 mln PLN i były o 9,1% niższe od naszych oczekiwań oraz 5,3% r/r wyższe.

Niższe r/r ceny mięsa wieprzowego, połączone z konsumpcją zapasów surowca nagromadzonych w 1Q'14 spowodowały, że wynik brutto ze sprzedaży wzrósł w 3Q'14 do poziomu 25,4 mln PLN i był na prognozowanym przez nas poziomie (mimo niższej niż oczekiwaliśmy sprzedaży). Amortyzacja wyniosła w 3Q'14 5,2 mln PLN vs. nasza prognoza 5,1 mln PLN.

Koszty sprzedaży w 3Q'14 wyniosły 14,8 mln PLN i były o około 1,8 mln PLN niższe niż zakładaliśmy w prognozach (koszt reklamy w 3Q'14 wyniósł 0,8 mln PLN vs. oczekiwane 1,5 mln PLN). Znacznie niższe niż zakładaliśmy w 3Q'14 były koszty zarządu (3,9 mln PLN vs. oczekiwane 4,6 mln PLN). Wpływ pozostałej działalności operacyjnej na wyniki był mały i wyniósł +0,4 mln PLN.

Wynik EBITDA Grupy za 3Q'14 był o 27,3% wyższy od naszych oczekiwań oraz o 72,4 mln PLN r/r wyższy. Rentowność na poziomie EBITDA była w 3Q'14 najwyższa od 4Q'12 i wyniosła 9,6%.

Saldo przychodów i kosztów finansowych było zbliżone do naszych oczekiwań (1,7 mln PLN vs. oczekiwane 1,8 mln PLN), a wynik netto okazał się o 54,8% wyższy niż się spodziewaliśmy oraz 87,4% r/r wyższy.

Po 1-3Q'14 nasza całoroczna prognoza przychodów wykonana jest w 72% na poziomie sprzedaży, 82,3% wyniku EBITDA oraz 100% wyniku netto. Naszym zdaniem w 2014 roku sprzedaż sięgnie 490-500 mln PLN (-3,5% vs. dotychczasowe prognozy), EBITDA 41-42 mln PLN (+15% vs. dotychczasowe prognozy), a wynik netto 11-11,2 mln PLN (+40,9 mln PLN vs. dotychczasowe prognozy).

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 3Q'14 wyniósł +30,7 mln PLN (+11,1 mln PLN w 3Q'13). Wraz z pozytywnym przepływem operacyjnym Spółka spłacała zobowiązania z tytułu faktoringu zobowiązań (-18,6 mln PLN w 3Q'14). Dług netto na koniec 3Q'14 wyniósł 137,0 mln PLN (vs. 134,3 mln PLN na koniec 1H'14).

Ceny mięsa wieprzowego nadal utrzymują się na poziomach najniższych w 2014 roku. Naszym zdaniem będzie to miało również pozytywny wpływ na wyniki 4Q'14 (oczekujemy pozytywnej dynamiki).

Trend cenowy surowca mięsnego

Pod koniec 2Q'14 cena surowca mięsnego (indeks ZMP) osiągnęła lokalne maksimum i doszła do poziomu 1,78 EUR/kg. Ceny mięsa wieprzowego na rynku niemieckim w ostatnich kilku tygodniach spadły do poziomu 1,40 EUR/kg – najniżej od końca lutego bieżącego roku. Średnia cena zakupu mięsa wieprzowego w bieżącym roku wynosi jak dotychczas 1,60 EUR/kg.

Vistal		Kupuj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		11,19 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-10-15		
		Cena docelowa:		16,90 PLN						
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	230,2	283,4	23,1%	290,3	2,4%	355,2	22,3%	Liczba akcji (mln)		14,2
EBITDA	10,8	34,2	216,1%	37,7	10,1%	49,4	30,9%	MC (cena bieżąca)		159,0
marża EBITDA	4,7%	12,1%		13,0%		13,9%		EV (cena bieżąca)		314,3
EBIT	0,0	23,5		22,2	-5,5%	33,7	51,7%	Free float		29,6%
Zysk netto	1,1	20,4	1789,3%	14,3	-29,8%	25,2	76,4%			
P/E	103,7	7,8		11,1		6,3		Zmiana ceny: 1m		-16,9%
P/CE	9,4	5,1		5,3		3,9		Zmiana ceny: 6m		-27,8%
P/BV	1,4	1,1		1,0		0,8		Zmiana ceny: 12m		-6,8%
EV/EBITDA	19,9	8,2		8,3		6,1		Min (52 tyg.)		11,2
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		17,9

Według naszych szacunków w 2H'14 roku w Polsce rozpoczęta zostanie budowa co najmniej 5-ciu obiektów mostowych o łącznej wartości 283 mln PLN. W 2015 roku wartość rozpoczynanych nowych mostów sięgnie co najmniej 427,5 mln PLN, a w 2016 roku 1 114 mln PLN. W sumie na lata 2015-2016 w Polsce planowane jest rozpoczęcie budowy 33 mostów, z czego 15-stu o wartości powyżej 50 mln PLN każdy. W przypadku branży Offshore motorem wzrostu sprzedaży polskich spółek będzie połączenie wysokiej jakości produktów (przykład posiadanej przez Vistal największej w basenie Morza Bałtyckiego hali produkcyjnej) oraz chęć szukania tańszych podwykonawców (w Polsce stawki spawaczy są około trzy razy niższe niż w Norwegii oraz około dwa razy niższe niż w Niemczech, Holandii czy Danii). W prezentacjach dla inwestorów Kvaerner – konstrukcyjna spółka zależna z Grupy Aker Solutions – już obecnie pozycjonuje podwykonawców z Polski jako swoich kluczowych dostawców. Spodziewamy się ponad 20% pozytywnej dynamiki sprzedaży w 2015 roku oraz wyraźnej poprawy rentowności (EBITDA +30% r/r). Wyniki 3Q'14 bez uwzględnienia wyższej stopy podatkowej są bliskie naszym oczekiwaniom i wyższe od konsensusu. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Vistal.

Wyniki 3Q'14

W 3Q'14 łączne przychody ze sprzedaży Grupy Vistal wyniosły 76,4 mln PLN i były o 4,1% wyższe od naszych prognoz oraz 4,2% wyższe od konsensusu. Wyraźnie wyższe od oczekiwań były obroty segmentu infrastruktury (+38,7% vs. nasze szacunki), natomiast niższe Marine&Offshore (-54,6% vs. nasze szacunki).

Wynik brutto ze sprzedaży sięgnął w 3Q'14 14,6 mln PLN vs. oczekiwane 15,0 mln PLN, z czego segment infrastruktury zanotował marżę brutto ze sprzedaży na poziomie (18,6% vs. oczekiwana 25,0%), a Marine&Offshore (35,1% vs. oczekiwane 16,5%). Koszty sprzedaży i zarządu były zgodne z oczekiwaniami (8,1 mln PLN vs. oczekiwane 8,2 mln PLN), a wpływ pozostałej działalności operacyjnej na wynik wyniósł +0,2 mln PLN). Wynik operacyjny w 3Q'14 wyniósł 6,8 mln PLN i był nieznacznie wyższy od naszych prognoz (+1,1%) oraz wyraźnie wyższy od konsensusu (+25,1%). Wynik netto wyniósł 1,8 mln PLN i był niższy od naszych prognoz (-54,8%) i konsensusu (-37,0%), głównie w rezultacie wysokiej zaksięgowanej stopy podatkowej (60%) w 3Q'14. Gdyby nie ten efekt, to wynik netto byłby o 10,4% niższy od naszych prognoz oraz 25% wyższy od konsensusu. Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 3Q'14 wyniósł +9,8 mln PLN (vs. +12,0 mln PLN w 3Q'13). Dług netto na koniec 3Q'14 wyniósł 195,3 mln PLN (+18,6 mln PLN vs. koniec 1H'14 – efekt poniesionych wydatków inwestycyjnych).

Po 1-3Q'14 nasza całoroczna prognoza wyników wykonana jest w 78% na poziomie przychodów, 74% EBITDA oraz 66% wyniku netto. Wyniki bez uwzględnienia wyższej stopy podatkowej są bliskie naszym oczekiwaniom i wyższe od konsensusu.

Wywiad z Zarządem

Vistal Gdynia na koniec III kwartału miał w portfelu zamówień podpisane umowy o wartości 217 mln PLN. Ponadto spółka miała również zamówienia bliskie pozyskania w wysokości 161 mln PLN. Dodatkowo, na etapie ofertowania znajdują się zamówienia o wartości 407 mln PLN. Prezes Vistalu Robert Matyka powiedział, że do końca 2014 roku spółka przeznaczy na inwestycje jeszcze około 3,1 mln PLN.

Wartość podpisanych umów na koniec 3Q'14 to 217 mln PLN wobec 210 mln PLN na koniec 2Q'14, 216 mln PLN na koniec 1Q'14 oraz 276 mln PLN na koniec 4Q'13. Wartość zamówień podpisanych i w finalnej fazie negocjacji wyniosła na koniec 3Q'14 378 mln PLN wobec 325 mln PLN w 2Q'14, 402 mln PLN w 1Q'14 oraz 334 mln PLN w 4Q'13. Łączna wartość umów podpisanych + w finalnej negocjacji + ofertowane wyniosła na koniec 3Q'14 785 mln PLN wobec 674 mln PLN w 2Q'14, 654 mln PLN w 1Q'14 oraz 686 mln PLN w 4Q'13.

Kontrakt z branży offshore

Spółka poinformowała w komunikacie bieżącym o podpisaniu umowy z podmiotem z branży marine&offshore, której przedmiotem jest budowa kadłuba specjalistycznej jednostki na potrzeby sektora morskiej energetyki wiatrowej, której docelowym odbiorcą będzie zagraniczny podmiot z branży offshore. Wynagrodzenie Spółki określone w Umowie wynosi 24,6 mln PLN netto. Umowa stanowi 7% łącznych przychodów Grupy na 2015 rok oraz 15% obrotów segmentu Marine&Offshore.

Kontrakt z Budimex S.A.

Zarząd Vistal Gdynia poinformował o zawarciu umowy z Budimex, w związku z powyższym łączna wartość umów zawartych w ciągu ostatnich 12 miesięcy między Budimexem a pomiotami z Grupy Kapitałowej Spółki wynosi 17,1 mln PLN brutto i przekroczyła wartość 10% kapitałów własnych Spółki. Umową o największej wartości (9,2 mln PLN brutto) stanowi wykonanie robót polegające na wykonaniu i montażu konstrukcji stalowej obiektu MD1, w ramach zadania "Budowa drugiej jezdni obwodnicy Międzyrzeczka w ciągu drogi ekspresowej S3 0+000,00 - 6+370,00". Łączna wartość umów podpisanych z Budimex w okresie ostatnich 12 miesięcy stanowi 5% prognozowanych przez nas przychodów Grupy Vistal na 2015 rok. Vistal składa dużą część swoich ofert na wykonanie infrastruktury z Budimex i Warbud, dlatego każda wygrana tych podmiotów w przetargach oznaczać może prace podwykonawcze dla Vistal.

Budownictwo

Prognozy i proponowane pozycjonowanie mniejszych spółek budowlanych w ramach portfela

Spółka	Portfel	Cena (PLN)	MCap	Dług netto	EV	Przychody		Zysk netto		EBITDA		P/E		EV/EBITDA	
						2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Elektrotim	Przeważaj	9,95	99	-13	87	208	239	4	9	9	15	24,2	10,6	9,2	5,8
Herkules	Równoważ	2,93	127	98	225	112	123	8	11	31	38	16,7	11,5	7,2	5,6
Ulma	Niedoważaj	68,99	363	-6	357	201	221	-6	8	65	82	-	43,7	5,3	3,7
Torpol	Przeważaj	10,00	230	-96	134	802	1 115	21	27	43	53	11,0	8,4	5,2	4,7
Trakcja	Równoważ	1,09	448	170	618	2 134	1 926	39	36	87	84	11,6	12,4	7,3	7,1
ZUE	Równoważ	6,72	155	-23	132	634	570	6	12	17	23	27,7	13,0	8,5	5,9

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Spółki

W grudniowym przeglądzie miesięcznym zmieniamy pozycjonowanie Herkulesa z „przeważaj” do „równoważ”, co wynika z silnego wzrostu kursu w ostatnim miesiącu oraz w trakcie ostatniego roku. Po sezonie wyników Q3'14 zmieniamy prognozy wyników dla trzech spółek budowlanych. Podwyższamy prognozy przyszłorocznych zysków wspomnianego Herkulesa oraz obniżamy prognozy zysków Ulmy oraz ZUE, nie zmieniając ich pozycjonowania. Przypominamy, że 12 listopada opublikowaliśmy komentarz specjalny na spółkę Elektrotim, w którym podwyższyliśmy pozycjonowanie tej spółki z „równoważ” do „przeważaj”, jednocześnie podwyższając prognozy przyszłorocznych wyników Elektrotimu.

Wyniki Elektrotimu za 9M'14 były rozczarowujące, jednak końcówka roku powinna prezentować się już znacznie lepiej, zarówno po stronie przychodów, jak i marż. Podpisanie w ciągu ostatniego miesiąca kilku istotnych kontraktów wywindowało portfel zamówień Grupy Elektrotim na rekordowy poziom 264 mln PLN, co powinno przełożyć się na najwyższe w historii przychody ze sprzedaży w 2015 r. Zarząd Elektrotimu spodziewa się, że obecny portfel zamówień będzie źródłem lepszych marż niż mogliśmy obserwować w ostatnich kwartałach. Szacujemy, że już w przyszłym roku Elektrotim powróci do zysków obserwowanych w latach 2007-2009. Przy naszych prognozach wyników spółka jest notowana na P/E'15=10,6x, oraz EV/EBITDA'15=5,8x. Prognozujemy, że Elektrotim wypłaci w 2015 r. dywidendę w wysokości przynajmniej 0,60 PLN/akcję, oferując najwyższy dividend yield w sektorze budowlanym (DY'15=6,1%). Podtrzymujemy pozycjonowanie „przeważaj” dla akcji Elektrotimu.

W bieżącym przeglądzie miesięcznym zaktualizowaliśmy nasze prognozy finansowe dla spółki Herkules. Zmiany dla 2014 r. są umiarkowane (wzrost EBITDA o 8% do 30,8 mln PLN oraz wzrost zysku netto o 2% do 7,6 mln PLN). Dużo silniejszej korekty dokonaliśmy w prognozach na 2015 r., podwyższając EBITDA o 32% do 38,2 mln PLN oraz zysk netto o 34% do 11,1 mln PLN. Tak znaczący wzrost naszych oczekiwań na przyszły rok jest wynikiem: (1) poprawiającego się otoczenia rynkowego, skutkującego wzrostem obłożenia dźwignów Herkulesa do najwyższego poziomu od kilku lat (80% w żurawach wieżowych oraz ponad 90% w żurawach gąsiennicowych oraz kołowych), (2) akwizycji 64% spółki Viatron, która świadczy usługi dźwigowe do instalacji turbin wiatrowych. Szacujemy, że akwizycja ta przyniesie Herkulesowi dodatkowo około 1,5 mln PLN zysku netto rocznie. W niedawnym wywiadzie Prezes Żółcik wspominał, że spółka może wypłacić dywidendę z zysku za 2014 r., a

decyzja o jej wysokości powinna zapaść w Q1'15. Uważamy, że z uwagi na wysokie zadłużenie Herkulesa oraz możliwe dalsze akwizycje w przyszłym roku, dywidenda nie będzie wysoka. Na fali optymistycznych doniesień ze spółki, kurs akcji Herkulesa wzrósł o około 12% w ostatnim miesiącu. Od początku roku kurs akcji Herkulesa wzrósł o około 1/3 co jest zdecydowanie najlepszym wynikiem spośród analizowanych przez nas spółek budowlanych. Spółka jest notowana na wskaźnikach P/E'15 (11,5x) oraz EV/EBITDA'15 (5,6x) zbliżonych do rynkowej średniej i jest wyraźnie silniej zadłużona niż średnio spółki z branży, dlatego obniżamy nasze pozycjonowanie akcji Herkulesa do „równoważ” pomimo podwyższenia prognoz.

Wyniki Torpolu za Q3'14 były zgodnie z oczekiwaniami znacznie lepsze r/r. Zarząd podtrzymał tegoroczne prognozy finansowe, a komentarz po wynikach nie przyniósł zaskoczeń. Zwracamy uwagę, że Torpol jest notowany na naszych prognozach na 2014 r. na P/E równym 11,0x oraz EV/EBITDA równym 5,2x i są to najatrakcyjniejsze wskaźniki spośród monitorowanych przez nas spółek budowlanych (prognozy zarządu implikują nieco niższe wskaźniki). Uważamy, że Torpol stać na wzrost przychodów w przyszłym roku o ok. 40% do ponad 1,1 mld PLN. Szacujemy również zysk netto w wysokości około 27 mln PLN. Kwestię wzrostu przychodów w dużej mierze determinuje portfel zamówień. Szacujemy, że obecnie w całości pokrywa on nasze prognozy na przyszły rok. Jeśli chodzi o marżę, zakładamy w 2015 r. 5,3% marży brutto ze sprzedaży. W okresie 9M'14 marża osiągnięta przez Torpol wyniosła ponad 7%. Na naszych prognozach na 2014 r. Torpol jest notowany na P/E=8,4x oraz EV/EBITDA=4,7x. Mimo że kurs Torpolu wzrósł od lipcowej emisji akcji o 24%, spółka pozostaje w naszej opinii jednym z najciekawszych tematów inwestycyjnych w branży budowlanej. Podtrzymujemy pozytywne pozycjonowanie.

Zapowiadane przez Prezesa Trakcji wejście na rynki skandynawskie jest według nas dobrym posunięciem. Doświadczenie innych firm z branży wskazuje jednak, że zanim zobaczymy znaczące przychody z tych rynków minie kilka lat. Podtrzymujemy opinię, że Trakcja zaprezentuje dobre wyniki finansowe w bieżącym roku, które jednak będą trudne do utrzymania w kolejnych latach, szczególnie w 2016 r., w związku z opóźnieniami w rozstrzygnięciu kontraktów kolejowych. Na opóźnienia w ogłaszaniu przetargów kolejowych zwracał uwagę w wywiadach prasowych prezes ZUE. Podtrzymujemy neutralne pozycjonowanie Trakcji.

Wyniki Ulmy za Q3'14 były poniżej naszych oczekiwań i zmusiły nas do kolejnej obniżki prognoz finansowych

dla tej spółki. Po 9M'14 Ulma poniosła 8,2 mln PLN straty netto. Problemem Ulmy są opóźnienia w rozstrzygnięciu kontraktów drogowych przez GDDKiA. To właśnie budowa infrastruktury drogowej była jednym z głównych źródeł przychodów Ulmy w latach 2010-2012. Uważamy, że wyraźny wzrost nakładów na drogi będzie miał miejsce dopiero w 2016 r. i nie liczylibyśmy na osiągnięcie wcześniej atrakcyjnego wyniku na poziomie netto. Dostrzegamy fakt, że spółka generuje dużo gotówki (EV/EBITDA~4-5x), niemniej tempo spadku zadłużenia nie jest (i prawdopodobnie nie będzie w przyszłym roku) imponujące, a w perspektywie 2016 r. Ulma może być zmuszona do większych nakładów odtworzeniowych. Podtrzymujemy niedoważanie akcji Ulmy.

ZUE zaprezentowało słabe wyniki Q3'14, co sama spółka tłumaczy bardziej konserwatywną wyceną kontraktów długoterminowych we wstępnej fazie realizacji. W związku z powyższym, obniżyliśmy nasze prognozy wyników ZUE na 2014 r. Nasze prognozy wyników kolejnych lat nie uległy istotnej zmianie. Wycena ZUE jest według nas mniej atrakcyjna niż kolejowego Torpolu. Podtrzymujemy neutralne pozycjonowanie.

Budownictwo

2,5 mld EUR na energetykę z nowego budżetu UE

W latach 2014-2020 na inwestycje związane z bezpieczeństwem energetycznym kraju, efektywnością energetyczną i OZE trafi ponad 2,5 mld EUR z programu "Infrastruktura i Środowisko". W latach 2007-13 największe dofinansowanie uzyskały projekty Gaz-Systemu i PSE. Inwestycje w sektorze energetycznym w nowej perspektywie unijnej będą koncentrować się m.in. na bezpieczeństwie energetycznym kraju, w tym m.in. na budowie i rozbudowie magazynów gazu, a także projektach dotyczących budowy i dalszej przebudowy sieci przesyłowych, dystrybucji gazu oraz energii elektrycznej. Drugim obszarem są inwestycje związane z efektywnością energetyczną oraz OZE, np. modernizacja energetyczna budynków publicznych oraz mieszkalnych, a także budowa i rozbudowa sieci ciepłowniczych oraz chłodniczych. Dofinansowanie UE trafi też na przedsięwzięcia dotyczące wysokosprawnej kogeneracji. W naszej opinii, ze spółek notowanych na GPW wsparcie sektora energetycznego dodatkowymi środkami unijnymi może przysłużyć się przede wszystkim Elektrobudowie, w której segment dystrybucji i przesyłu energii ma istotne znaczenie. PSE już wcześniej zapowiadały wzrost nakładów na budowę linii przesyłowych. Nie wiemy, czy dofinansowanie tych inwestycji środkami unijnymi może wiązać się z jeszcze większą skalą inwestycji, niż wcześniej zapowiadano. Na inwestycjach w rozbudowę sieci ciepłowniczych może skorzystać Engorem – spółka zależna Erbudu.

Elektrotim

Q3'14: Trzeci kwartał słabych wyników

Wyniki Elektrotimu za Q3'14 po raz kolejny rozczarowały. Nie nastąpił charakterystyczny dla drugiej połowy roku silny sezonowy wzrost przychodów ze sprzedaży, co było główną przyczyną słabych wyników. Przychody za Q3'14 wyniosły zaledwie 45,2 mln PLN (-29% r/r). Lepiej wypadła marża brutto ze sprzedaży, która wyniosła 10,1% i była tylko nieznacznie niższa niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Segmenty instalacji i automatyki poprawiły marżę. Niższa marża r/r była natomiast w segmencie sieci. W wynikach Q3'14 nie dostrzegamy nietypowych zdarzeń. Koszty SG&A nieznacznie wzrosły r/r. Saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz działalności finansowej były

lekkie dodatnie. Spółka osiągnęła symboliczny zysk netto w wysokości 0,2 mln PLN vs. 2,4 mln PLN w Q3'13. Gotówka netto na koniec września wyniosła 12,7 mln PLN. Podsumowując, wyniki Elektrotimu za Q3'14 wyglądają słabo, co może spotkać się z negatywną reakcją rynku. Pozytywnym aspektem wyników jest poprawa marży w stosunku do Q1 i Q2'14, która jednak wciąż jest daleka od ideału. Przypominamy, że w ostatnim miesiącu Elektrotim zawarł wiele nowych kontraktów, a portfel zamówień spółki znajduje się na rekordowym poziomie. Dlatego też liczymy na istotną poprawę wyników w Q4'14 i całym 2015 r. Podtrzymujemy neutralne pozycjonowanie dla akcji Elektrotimu.

Kolejny kontrakt na kompleksowe utrzymanie dróg

Konsorcjum firm Elektrotim (partner) oraz Zaberd (lider) zawarło umowę z GDDKiA na wykonanie kompleksowego utrzymania dróg krajowych administrowanych przez Rejon Tarnów. Umowa została zawarta na okres od 01.11.2014r. do 30.04.2015r. Wstępne wynagrodzenie za wykonanie przedmiotu Umowy ustalono na kwotę netto 11,1 mln PLN. W ubiegłym miesiącu konsorcjum z udziałem Elektrotimu zawarło z tym samym zamawiającym umowę o wartości 71,3 mln PLN na kompleksowe utrzymanie dróg w rejonie Kraków. Udział Elektrotimu w tym konsorcjum wyniósł 50%. Zakładając, że w nowym kontrakcie udziały są takie same, stanowi on niespełna 3% rocznych przychodów Elektrotimu.

Kontrakt na 5,3 mln PLN

Konsorcjum firm w składzie: Elektrotim (lider) oraz Odeon S.C. (partner) zawarło kontrakt o wartości 5,3 mln PLN na wykonanie iluminacji świątecznej we Wrocławiu w sezonach zimowych 2014/2015, 2015/2016 i 2016/2017. Zamawiającym jest Zarząd Dróg i Utrzymania Miasta we Wrocławiu. Wartość oferty stanowi równowartość ponad 2% rocznych skonsolidowanych przychodów Elektrotimu.

Kontrakt na 16 mln PLN

Elektrotim zawarł umowę z Rejonowym Zarządem Infrastruktury w Bydgoszczy na wybudowanie poligonu pożarniczego w m. Grupa. Wartość przedmiotu umowy to wynagrodzenie netto w wysokości 16,3 mln PLN. Termin zakończenia całości robót ustalony został na 31.10.2015 r. Kontrakt stanowi prawie 7% prognozowanych przez nas przychodów Elektrotimu na 2015 r. O wyborze oferty spółka informowała w październiku.

Wybór oferty w jednej ze spółek zależnych

Oferta konsorcjum, w którego skład wchodzi Zeus S.A. (spółka z Grupy Kapitałowej Elektrotim), została wybrana jako najkorzystniejsza z ceną brutto 41,1 mln PLN w przetargu na budowę ogrodzenia wraz z montażem systemów zabezpieczeń elektronicznych wokół kompleksu wojskowego oraz dwóch nowych biur przepustek przy głównych wjazdach w Redzikowie. Zamawiającym jest Rejonowy Zarząd Infrastruktury w Gdyni. Oferta została złożona przez konsorcjum firm w składzie ZEUS S.A. oraz Elektrobud-Grudziądz Sp. z o.o. Elektrotim nie podał udziału Zeusa w konsorcjum, stąd trudno powiedzieć o wpływie na wyniki i wartość spółki. Portfel zamówień Zeusa wyniósł na początku Q4'14 około 17 mln PLN, co oznacza, że kontrakt w Redzikowie może mieć bardzo duże znaczenie dla wyników tej spółki i całej grupy Elektrotim. Jest to zarazem kolejny kontrakt od wojska w krótkim odstępie czasu.

Herkules

Wyniki Q3'14: mocny segment dźwigów

Herkules zaprezentował dobre wyniki finansowe za Q3'14. Przychody ze sprzedaży wzrosły o 20% r/r do 31,8 mln PLN, EBITDA o 29% r/r do 9,2 mln PLN, a zysk netto o 44% r/r do 2,9 mln PLN. W wynikach brak zdarzeń o jednorazowym

charakterze. Wynik na pozostałej działalności operacyjnej był, podobnie jak rok temu, lekko dodatni (+0,2 mln PLN). Koszty działalności finansowej wzrosły o 20% r/r do 1,3 mln PLN. Wzrost kosztów finansowych wynika z wyższego zadłużenia Herkulesa związanego z inwestycjami w nowe dźwigi. Dług netto wyniósł na koniec września 2014 r. do 98 mln PLN vs. 79,5 mln PLN na koniec września 2013 r. Spadek zadłużenia w ujęciu q/q był symboliczny. Patrząc na poszczególne segmenty, praktycznie całkowity wynik brutto ze sprzedaży w Herkulesie został wypracowany przez segment dźwigów i żurawi. Dotyczy to samego Q3'14, jak również okresu 9M'14. Jest to istotna zmiana w stosunku do ubiegłego roku, kiedy to pozostałe segmenty działalności spółki pozytywnie kontrybuowały do wyników. Podsumowując, wyniki Herkulesa okazały się znacznie lepsze od ubiegłorocznych, co jednak było przez zarząd zapowiadane i nie powinno stanowić dużego zaskoczenia dla rynku. W Q3'14 świetnie zaprezentował się segment dźwigów, niemniej wyniki pozostałych segmentów pozostawiły dużo do życzenia. Wydaje się, że w kolejnych okresach Herkules jest w stanie dalej poprawić wyniki w dźwigach i poprawić rentowność pozostałych segmentów, szczególnie transportu ponadgabarytowego, który poniósł w okresie 9M'14 1,4 mln PLN straty oraz produkcji elementów żelbetowych (0,3 mln PLN straty w 9M'14).

Prezes Żółcik optymistycznie o 2015 r.

Wiosną mówiłem, że naszą ambicją na ten rok jest wzrost sprzedaży o 15 proc. i podwojenie wyniku netto wobec 2013 r. Znając wyniki po trzech kwartałach i sprzedaż w październiku mogę powiedzieć, że nie mamy przerostu ambicji – mówi Grzegorz Żółcik w wywiadzie dla Gazety Parkiet. W 2015 r. Prezes szczególnie liczy na wzrost zamówień z energetyki konwencjonalnej i wiatrowej. W tym ostatnim obszarze spółkę wzmocni przejęcie Viatronu. Spółka ma bardzo wysoki wskaźnik wynajmu sprzętu. W segmencie żurawi wieżowych dalszy wzrost będzie możliwy tylko na drodze przejęć. Zarząd myśli o akwizycjach, a ewentualne przejęcie ma nie być finansowane z emisji akcji. Zarząd będzie rekomendować wypłatę dywidendy z tegorocznego zysku netto. Decyzja o jej wysokości ma zapaść pod koniec Q1'15.

Pełny portfel Viatronu na 2015 r.

Wchodząca w skład Grupy Kapitałowej Herkules, spółka Viatron skompletowała portfel zamówień na 2015 rok. W 2015 roku Viatron przeprowadzi instalację 72 turbin wiatrowych, co będzie najlepszym wynikiem spółki od czasu rozpoczęcia działalności. Dla porównania do końca 2014 roku spółka zainstaluje 43 turbiny. Firmy produkujące turbiny wiatrowe wcześniej niż zwykle rozpoczęły negocjacje dotyczące zakontraktowania sprzętu i usług dźwigowych. Głównym powodem tej aktywności jest chęć wykorzystania aktualnego wsparcia odnawialnych źródeł energii oraz konieczność produkcji energii elektrycznej z oddanych inwestycji do końca 2015 roku – poinformował prezes Viatronu Igor Paweł.

Zakup dźwigu za 11 mln PLN

Herkules zakupił od Liebherr-Werk-Ehingen GmbH teleskopowy żuraw samojezdny Liebherr LTM 1500-8.1 o maksymalnym udźwigu 500t. Dostawa zamówionego żurawia zaplanowana jest marzec 2015 r. Wartość umowy wynosi 11,1 mln PLN (2,6 mln EURO). Zarząd Herkules S.A. zdecydował o pozyskaniu przedmiotowego żurawia po włączeniu Spółki Viatron S.A. do Grupy Herkules, celem uzupełnienia oferty w zakresie usług budowy farm wiatrowych oraz świadczenia usług serwisowych turbin wiatrowych.

Częściowe rozliczenie dotacji na dźwig

W wyniku złożonego przez Herkules S.A. wniosku o płatność pośrednią w ramach podpisanej z PARP umowy o dofinansowanie Projektu pt. "2 turbiny w 72 godziny", w dniu 26 listopada 2014 roku nastąpiło częściowe rozliczenie finansowe w/w projektu. BGK przekazał na rzecz Herkules S.A. kwotę: 3,3 mln PLN, z czego kwota 0,38 mln PLN zasilila rachunek Spółki, natomiast kwota 2,87 mln PLN wpłynęła bezpośrednio na rachunek mLeasing Sp. z o.o. tytułem spłaty części pożyczki zaciągniętej przez Herkules w celu sfinansowania zakupu żurawia TC 2800-1. Do dnia 27 listopada 2014 roku Herkules otrzymał w sumie 12,6 mln PLN w związku z realizacją projektu. W ramach wyżej wymienionego programu Spółka, złożyła już wniosek o płatność końcową i oczekuje na ostatnią transzę dotacji w wysokości 0,28 mln PLN.

Torpol

Q3'14: Zgodna z oczekiwaniami poprawa wyników

Wyniki Torpolu za Q3'14 były bardzo dobre. Spółka zwiększyła sprzedaż o 55% r/r do 183,9 mln PLN. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 6,8%, co jest wynikiem niższym o 0,5 p.p. r/r, niemniej wciąż nominalnie bardzo dobrym i zarazem wyższym od naszych długoterminowych założeń dla Torpolu. Koszty SG&A pozostały na niskim poziomie 4,3 mln PLN. Wynik na pozostałej działalności operacyjnej oraz działalności finansowej nie przyniósł zaskoczeń. Zysk operacyjny wyniósł w Q3'14 8,5 mln PLN (+103% r/r), a zysk netto 6,7 mln PLN (+168% r/r). W okresie 9M'14 spółka wypracowała 11,5 mln PLN zysku netto, co oznacza, że nasza całoroczna prognoza (20,8 mln PLN) jest zrealizowana w 55%. Czwarty kwartał jest sezonowo najsilniejszy w Torpolu, stąd uważamy, że spółkę stać na realizację naszych całorocznych prognoz. W notach do sprawozdania zarząd Torpolu podtrzymuje realizację prognoz wyników finansowych na 2014 rok, które zakładają przychody: 801 mln PLN oraz zysk netto: 24,9 mln PLN. Zwracamy uwagę na bardzo silną pozycję gotówkową spółki, która uległa poprawie w Q3'14 po pozyskaniu 59 mln PLN z emisji akcji. (96 mln PLN gotówki netto na koniec września '14).

Komentarz zarządu po wynikach Q3'14

Backlog Torpolu na koniec III kwartału wyniósł ok. 2 mld PLN, z czego większość przypada na 2014 i 2015 r., a niewielka część na 2016 r. - poinformowali przedstawiciele spółki na konferencji. Przychody Torpolu w 2015 r. mają wzrosnąć rdr, jednak z niższą dynamiką niż w 2014 r. Według zarządu, wyniki w kolejnych latach powinny się stabilizować, zarówno jeśli chodzi o rząd wielkości sprzedaży, jak i poziomy rentowności. Spółka rozważy publikację prognozy na 2015 r. W przyszłym roku będzie większe zapotrzebowanie na środki finansowe ze względu na realizowane kontrakty. Zarząd nie widzi możliwości wypłaty dywidendy przez najbliższe dwa lata. Rozważy podzielenie się zyskiem za 2016 r. Spółka podtrzymuje, że chce rozwijać potencjał produkcyjny w Norwegii i docelowo przeznaczyć na ten cel ok. 100 mln koron.

Kontrakt na 78 mln PLN

Oslo kommune v/Bymiljøetaten zawarł z Torpołem umowę na kompleksową przebudowę ulic Prinsens Gate i Tollbrugata w Oslo wraz z wymianą nawierzchni torowej i sieci trakcyjnej. Wartość umowy wynosi 157,7 mln NOK netto (78,2 mln PLN). Termin realizacji prac przewidywany jest na 30 czerwca 2017 r. 12 września Torpol w osobnym raporcie informował o wyborze najkorzystniejszej oferty. Kontrakt stanowi równowartość ok. 10% tegorocznych przychodów spółki. Jest to największe jak dotąd zlecenie Torpolu w Norwegii.

Aneksy do umowy na Rail Baltica

28 listopada 2014 r. Torpol podpisał dwa aneksy do umowy z PUT Intercor sp. z o.o. (Intercor), której przedmiotem jest określenie zakresu oraz ustalenie warunków wykonania przez Intercor robót (prace projektowe, tymczasowa organizacja ruchu, prace budowlane) w ramach umowy na realizację kontraktu E75 Rail Baltica. Na mocy Aneksów zmianie uległ zakres robót objętych umową, w konsekwencji czego wynagrodzenie Intercor uległo zmniejszeniu o ok. 15,3 mln PLN netto.

Trakcja

Wyniki Q3'14

Wyniki Trakcji za Q3'14 oceniamy bardzo dobrze. Spółka zwiększyła przychody i marżę osiągając 23,8 mln PLN zysku netto. Zadłużenia netto spadło do 169 mln PLN, a wskaźnik długu netto do EBITDA znajduje się na bezpiecznym poziomie 2,0x. Nasza całoroczna prognoza wyników jest po 9M'14 zrealizowana w 85% i powinna być bez problemów przekroczona. Problemem jest natomiast malejący portfel zamówień Trakcji, co odbije się negatywnie na wynikach Trakcji w 2016 r. W Q3'14 spółka podpisała zaledwie jeden znaczący kontrakt na 21 mln PLN. Jednocześnie pojawiają się głosy, że kontrakty kolejowe z nowej perspektywy budżetowej UE, będą opóźnione względem pierwotnych planów PKP PLK. Podtrzymujemy neutralne pozycjonowanie Trakcji w portfelu pomimo pozytywnego zaskoczenia na wynikach.

Przychody ze sprzedaży wyniosły w Q3'14 459,9 mln PLN (+34% r/r), co jest wynikiem o około 10% niższym od rynkowego konsensusu. Spółka natomiast pozytywnie zaskoczyła poziomem marży brutto ze sprzedaży (10,6% vs. 9,7% w Q3'13). Koszty SG&A (16,8 mln PLN) wzrosły o 16% r/r, co nie miało istotnego znaczenia dla ogólnego obrazu wyników Q3. Wzrosły również koszty finansowe netto do 4,7 mln PLN vs. 3,4 mln PLN w Q3'13. Zysk netto wyniósł 23,8 mln PLN i okazał się o 62% wyższy niż w analogicznym okresie ubiegłego roku i o 10% wyższy niż konsensus.

Wywiad z Prezesem

Trakcja chce rozwinąć segment budownictwa drogowego, by generować kilkaset milionów PLN przychodu rocznie w perspektywie kilku lat – poinformował prezes spółki Roman Przybył. Dodał, że grupa chce pozyskiwać zamówienia w Szwecji, Danii i Norwegii oraz na Białorusi. Grupa ma opierać się na czterech filarach. Dwa podstawowe to budownictwo kolejowe oraz działalności w krajach bałtyckich i Skandynawii, a dodatkowo infrastruktura energetyczna i drogową. Spółka z grupy Trakcja pozyskała w Szwecji pierwszy kontrakt drogowy o wartości ok. 15 mln PLN. Prezes liczy na wyższe marże na tym rynku niż w Polsce. Rynek budownictwa infrastruktury kolejowej wciąż oczekuje na nowe przetargi od PKP PLK. Według wycień Trakcji, dotychczas rozpisano postępowania o wartości zaledwie ok. 2 mld PLN z planów na 2014 r., zakładających 5,2 mld PLN. PKP PLK przewiduje, że w tym roku wyda na inwestycje ok. 7 mld PLN, a w przyszłym 9 mld PLN. Lata 2016-2017 przyniosą wyhamowanie, jednak zdaniem Trakcji, nie tak duże jak szacują analitycy. Prezes przewiduje, że średnia wartość wydatków PKP PLK od 2018 r. do 2022 r. będzie wynosiła ok. 10 mld PLN rocznie. Obecny portfel zamówień wynosi ok. 2 mld PLN bez kontraktów, na których podpisanie obecnie spółka oczekuje, m.in. za 376 mln PLN na linię radomska. Większość przychodów z obecnego portfela zamówień przypada na 2015 rok. Spółka chce dokonać wcześniejszego wykupu obligacji i wypłacić dywidendę za 2015 r.

Uchwała KDPW ws. scalenia akcji

Zarząd KDPW podjął 1 grudnia 2014 r. uchwałę, w której określił 12 grudnia 2014 r. dniem wymiany 411.196.384

akcji Spółki o wartości nominalnej 0,10 PLN każda, na 51.399.548 akcji o wartości nominalnej 0,80 PLN każda. Dniem referencyjnym dla dokonania ww. wymiany jest dzień 5 grudnia 2014 r.

Ulma

Q3'14: Wyniki poniżej oczekiwań

Wyniki Ulmy za Q3'14 oceniamy słabo. Przychody spółki spadły o 19% r/r do poziomu 47,1 mln PLN. Za spadek przychodów odpowiadała przede wszystkim podstawowa działalność spółki na rynku polskim, częściowo zrekompensovana rosnącymi przychodami z handlowej działalności eksportowej (gł. Kazachstan). W ujęciu r/r nastąpił również spadek marży brutto ze sprzedaży do 12,8% vs. 16,9% w Q3'13. Koszty SG&A pozostały na stabilnym poziomie. Wynik na pozostałej działalności operacyjnej był, podobnie jak rok temu, lekko dodatni (0,3 mln PLN). Koszty działalności finansowej spadły do zera vs. -0,9 mln PLN w Q3'13. Spadek kosztów finansowych to efekt niższego zadłużenia. Na koniec września '14 Ulma posiadała 6 mln PLN gotówki netto vs. 36 mln PLN długu netto na koniec września '13. CFO wyniósł w Q3'14 15,5 mln PLN (-45% r/r). CAPEX za Q3'14 był niższy r/r, lecz wyższy niż w pierwszych dwóch kwartałach br. (CFI=-11,5 mln PLN).

Komentarz zarządu po wynikach Q3

Według Prezesa na słabe wyniki 9M'14 ma wpływ stan rynku, m.in. odkładanie w czasie dużych projektów infrastrukturalnych. Z kwartału na kwartał widać jednak powolną poprawę. Kluczową kwestią związaną z poprawą wyników na przestrzeni ostatnich dwóch kwartałów jest restrukturyzacja grupy, w tym zwolnienia pracowników. Inwestycje w 2014 i 2015 r. będą bardzo rozważne. Ulma będzie inwestować w modernizację floty, nie w jej odświeżenie. Przedstawiciele Ulmy zapowiadają, że spółka będzie się starała dywersyfikować działalność w najbliższym czasie. "Chcielibyśmy, by pierwszeństwo miało budownictwo inżynieryjne, bo w swoim czasie dokonaliśmy w tym obszarze największych inwestycji. Zależałoby nam, by kolejną nogę stanowiło budownictwo przemysłowe, a trzecią pozycją byłoby budownictwo niemieszaniowe. Na rynku mieszkaniowym trwa wojna cenowa - powiedział prezes.

ZUE

Q3'14: poprawa r/r lecz wciąż poniżej oczekiwań

ZUE zdołało w Q3'14 poprawić wyniki finansowe w ujęciu r/r, zarówno po stronie przychodów (176,6 mln PLN, +28% r/r), jak i marż (marża brutto ze sprzedaży: 4,5% vs. 3,1% w Q3'13). Spółka obniżyła koszty zarządu i sprzedaży do 4,0 mln PLN (-19% r/r). Saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz saldo działalności finansowej były bliskie zera. Zysk netto ZUE wyniósł w Q3'14 2,1 mln PLN vs. 0,3 mln PLN w Q3'13. Po dziewięciu miesiącach 2014 r. ZUE wypracowało 2,2 mln PLN zysku netto (-69% r/r). Kwota ta jest niższa od naszych oczekiwań. Pozytywnym zjawiskiem w wynikach Q3'14 i całych 9M'14 jest cash flow. Na koniec września '14 ZUE miało 23 mln PLN gotówki netto vs. 17 mln PLN długu netto na koniec września '13.

Komentarz zarządu po wynikach Q3'14

Przychody ZUE w 2014 r. będą najwyższe w historii grupy, zaś wyniki mogą być nieco słabsze ze względu na stosowanie bardziej konserwatywnej polityki wycen kontraktów skutkującej zawiązywaniem wyższych rezerw - poinformowali PAP przedstawiciele spółki. Jeśli chodzi o wyniki, to w pierwszym roku stosowania konserwatywnej polityki wyceny kontraktów mogą one być nieco słabsze. W poprzednich latach saldo zawiązywanych i rozwiązywanych rezerw było stabilne, podobnie będzie w przyszłości. Obecnie zawiązujemy jednak wyższe rezerwy, a rozwiązywać

będziemy niższe. Te działania pozwolą na skorelowanie cash flow i rachunku wyników - powiedział Arkadiusz Wierciński, członek zarządu ZUE. Backlog spółki wynosi ok. 860 mln PLN. Zarząd liczy, że już wkrótce sfinalizuje kontrakt w Afryce. Zabezpieczone jest finansowanie, ale ZUE wciąż czeka na wewnętrzne zgody po stronie zamawiających. Prezes poinformował, że ZUE przygląda się rynkom państw byłego ZSRR, jednak ocenia, że sytuacja polityczna jest tam zbyt niestabilna, szczególnie na Ukrainie. ZUE nie planuje wchodzenia na rynki skandynawskie. Spółka ma propozycję od partnerów, z którymi mogłaby zawiązać konsorcjum i wystartować w przetargu na nowy odcinek II linii metra w Warszawie. Ten temat jest obecnie analizowany przez Zarząd. Zapowiadane akwizycje w segmencie produkcyjno-handlowym mogą nastąpić nie wcześniej niż za rok-dwa lata. Mając przygotowane projekty zaczniemy analizować sposoby ich finansowania. Nie wykluczamy żadnej opcji, w tym emisji akcji czy współpracy z partnerem finansowym - dodał.

Budimex		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		138,05 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-11-19	
		Cena docelowa:		160,60 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	6 077,7	4 749,5	-21,9%	4 992,4	5,1%	4 970,1	-0,4%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	233,1	362,2	55,4%	251,3	-30,6%	235,2	-6,4%	MC (cena bieżąca)	3 524,4
marża EBITDA	3,8%	7,6%		5,0%		4,7%		EV (cena bieżąca)	1 939,7
EBIT	182,4	333,3	82,7%	228,3	-31,5%	213,0	-6,7%	Free float	30,9%
Zysk netto	186,0	300,5	61,6%	178,0	-40,8%	179,4	0,8%		
P/E	19,0	11,7		19,8		19,6		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	14,9	10,7		17,5		17,5		Zmiana ceny: 6m	4,6%
P/BV	8,1	5,6		7,0		7,0		Zmiana ceny: 12m	3,8%
EV/EBITDA	9,9	5,4		7,7		8,4		Min (52 tyg.)	111,2
Dywidenda (%)	7,9	3,2		8,6		5,1		Max (52 tyg.)	148,2

Od początku roku Budimex pozyskał od GDDKiA nowe kontrakty drogowe o wartości 4,2 mld PLN. Jest to najlepszy roczny wynik w historii Spółki. Widzimy szansę na znaczącą poprawę dorobku Budimeksu w kolejnych kwartałach, gdyż dotychczas rozstrzygnięto zaledwie 17% kontraktów objętych Programem Budowy Dróg Krajowych na lata 2014-2020, a Budimex jest jedynym wykonawcą, który złożył oferty we wszystkich dotychczas ogłoszonych przetargach. W okresie 9M'14 Budimex pozytywnie zaskoczył nas poziomem przychodów i nieco wyższymi marżami, stąd w listopadowym raporcie podwyższyliśmy naszą prognozę zysku netto w 2014 r. o 11% do 178 mln PLN. Z uwagi na wolniejsze od oczekiwań tempo rozstrzygnięcia przetargów przez GDDKiA obniżyliśmy jednocześnie prognozę zysku 2015 r. o 14% do 179 mln PLN. Spodziewamy się skokowego wzrostu wyniku spółki w 2016 r. do 277 mln PLN wraz z rozpoczęciem głównej części prac przy nowych kontraktach drogowych oraz dynamicznym wzrostem wyników z działalności mieszkaniowej. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Złożenie najtańszej oferty na instalację odazotowania w EC Siekierki

Oferta konsorcjum austriackiego Andritz Energy & Environment oraz Budimeksu za 62,9 mln PLN netto okazała się najtańsza w przetargu na dostawę i montaż instalacji odazotowania oraz modernizację instalacji odsiarczenia spalin w Elektrociepłowni Siekierki w Warszawie. Budżet inwestora (PGNiG Termika) wynosi 68 mln PLN netto. W przetargu złożono jeszcze jedną ofertę od Alstom Power, której wartość wynosi 140 mln PLN netto. W przetargu zostanie wybrana oferta najkorzystniejsza ekonomicznie.

Rozpoczęcie nowej inwestycji mieszkaniowej w Warszawie

Budimex Nieruchomości rozpoczął budowę osiedla Zielony Marysin w Warszawie. Zakończenie budowy zaplanowano na Q2 2016 r. Osiedle powstaje przy ulicy Korkowej, tuż przy pętli autobusowej. W ramach inwestycji zaplanowano 138 mieszkań. Ceny zaczynają się od 5.800 PLN brutto za 1 m². Prawie wszystkie mieszkania z oferty spełniają wymogi programu MdM. Jest to czwarta lokalizacja Budimeksu Nieruchomości w Warszawie. Według naszych szacunków Budimex Nieruchomości buduje obecnie około 640 mieszkań, które zostaną oddane do użytku w 2015 r. oraz około 1700 mieszkań, które zostaną oddane do użytku w 2016 r. Oznacza to, że w 2015 r. Budimex będzie miał trudności z utrzymaniem wyników segmentu deweloperskiego w ujęciu r/r, natomiast wyniki segmentu w 2016 r. powinny zdecydowanie wzrosnąć.

Kontrakt na 238 mln PLN

Konsorcjum Budimeksu (lider: 95%) i Ferrovial Agroman (partner: 5%) podpisało z GDDKiA umowę na "Budowę drogi ekspresowej S7 na odcinku Miłomłyn - Olsztynek, pododcinek Miłomłyn - Ostróda Północ (pododcinek "A")". Wartość umowy: 237,6 mln PLN netto. Termin zakończenia robót: 20 miesięcy od daty zawarcia umowy (do czasu realizacji nie wlicza się okresów zimowych tj. od 15 grudnia do 15 marca). O wyborze oferty informowaliśmy we wrześniu.

Budimex bliski kontraktu na 1,1 mld PLN

KIO nakazała odrzucenie oferty konsorcjum Salini w przetargu na obwodnicę Ostródy ze względu na rażąco niską cenę (809,7 mln PLN netto). KIO podtrzymała też odrzucenie oferty Astaldi (914,2 mln PLN netto) ze względu na niezgodności treści oferty ze specyfikacją. Po wyroku blisko zlecenia jest konsorcjum Budimeksu, którego oferta była trzecia w tym przetargu (1 071 mln PLN netto). Budżet zamawiającego w tym przetargu wynosił 1 179 mln PLN netto.

Kontrakt na 84 mln PLN

Konsorcjum Budimeksu (95 proc.) i Ferrovial Agroman (5 proc.) podpisało z GDDKiA umowę na budowę drugiej jezdni obwodnicy Międzyrzecza. Wartość umowy to 83,6 mln PLN netto. Prace mają zostać rozpoczęte w dniu podpisania umowy i potrwać 22 miesiące. Do czasu realizacji robót nie wlicza się okresów zimowych (od 15 grudnia do 15 marca). O wyborze oferty informowaliśmy we wrześniu.

Kontrakt na 239 mln PLN

Budimex podpisał z GDDKiA umowę na budowę obwodnicy Jarocina o wartości 238,5 mln PLN netto. Prace mają zostać zakończone w ciągu 24 miesięcy od daty zawarcia umowy (przy czym do czasu realizacji nie wlicza się okresów zimowych, od 15 grudnia do 15 marca). O wyborze oferty informowaliśmy w październiku.

Kontrakt na 190 mln PLN

Budimex podpisał umowę z Landprop Services I Sp. z o.o. na realizację budowy III etapu Business Garden Wrocław. Wartość umowy: 45,3 mln EUR netto (189,9 mln PLN). Termin rozpoczęcia robót: 08.12.2014. Termin zakończenia robót: 01.09.2016 r. Kontrakt stanowi równowartość około 4% rocznych przychodów Budimeksu.

Kontrakt na 40 mln PLN

Budimex podpisał umowę z Rejonowym Zarządem Infrastruktury w Szczecinie na przygotowanie infrastruktury dla zakwaterowania wojsk w obozowisku Konotop. Wartość oferty: 39,7 mln PLN netto. Termin rozpoczęcia robót: 09.12.2014 r. Wartość oferty nie przekracza równowartości 1% rocznych skonsolidowanych przychodów Budimeksu.

Wybór oferty za 115 mln PLN

Oferta Budimeksu za 115,4 mln PLN netto została wybrana jako najkorzystniejsza na budowę obwodnicy Bełchatowa. W połowie października GDDKiA informowała, że Budimex złożył w tym przetargu najtańszą ofertę. Nowa trasa ma mieć 11 km długości i zostanie wybudowana w systemie 2+1, czyli będzie miała 3 pasy ruchu (po 3,5 metra szerokości każdy). Roboty mają zakończyć się w ciągu 19 miesięcy od podpisania umowy. Wartość kontraktu stanowi równowartość 2,3% rocznych przychodów Budimeksu.

Kontrakt na 387 mln PLN

Konsorcjum Budimeksu (lider: 95%) i Ferrovial Agroman (partner: 5%) podpisało z GDDKiA umowę na "Budowę drogi S5 Żnin - Gniezno, odcinek: węzeł "Mielno" - Gniezno". Wartość umowy: 387,3 mln PLN netto. Termin zakończenia robót: 22 miesiące od dnia podpisania umowy. Do czasu

realizacji robót nie wlicza się okresów zimowych (tj. od 15 grudnia do 15 marca). Zaliczka: 5% zaakceptowanej kwoty kontraktowej brutto. O wyborze najkorzystniejszej oferty informowaliśmy w październiku.

Złożenie oferty z najniższą ceną za 639 mln PLN

Oferta konsorcjum Budimeksu i Ferrovial Agroman za 638,7 mln PLN netto okazała się najtańsza na zaprojektowanie i budowę drogi ekspresowej S3 Nowa Sól - Legnica, zadanie V od węzła Lubin Południe do węzła Legnica II o długości około 22,6 km. Oferty w tym przetargu złożyło łącznie sześciu wykonawców. Najdroższa okazała się oferta Dragadosa za 837 mln PLN netto. Wszyscy wykonawcy zaproponowali 30-miesięczny termin wykonania zamówienia i 10-letni okres gwarancji. Budżet zamawiającego na to zadanie to 747 mln PLN netto. Powyższy kontrakt stanowi równowartość około 13% rocznych przychodów Budimeksu.

Elektrobudowa		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:	76,30 PLN	Data ostatniej aktualizacji:		2014-05-20			
		Cena docelowa:	105,00 PLN						
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 018,0	905,6	-11,0%	1 212,3	33,9%	1 329,6	9,7%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	34,6	38,7	11,8%	52,5	35,6%	66,1	26,0%	MC (cena bieżąca)	362,2
marża EBITDA	3,4%	4,3%		4,3%		5,0%		EV (cena bieżąca)	363,7
EBIT	22,5	24,6	9,5%	39,4	60,3%	52,6	33,5%	Free float	43,5%
Zysk netto	22,9	17,2	-24,8%	24,1	39,8%	36,6	51,9%		
P/E	15,8	21,0		15,1		9,9		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	10,3	11,6		9,7		7,2		Zmiana ceny: 6m	-8,1%
P/BV	1,1	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-39,0%
EV/EBITDA	9,5	7,5		6,9		5,6		Min (52 tyg.)	72,0
Dywidenda (%)	5,2	2,6		2,6		3,3		Max (52 tyg.)	128,8

W wynikach Q3'14 uwagę zwracają dwie kwestie. Po pierwsze, Spółka bardzo pozytywnie zaskoczyła poziomem marż, co było źródłem pozytywnego zaskoczenia względem konsensusu rynkowego. Po drugie, nastąpił dalszy wzrost wartości kwot należnych z tytułu umów o budowę do kwoty ponad 280 mln PLN, co może, ale nie musi oznaczać problemy na kontraktach realizowanych przez Spółkę. Faktem jest, że Spółka rozpoczęła w 2014 r. realizację dużych, kilkuletnich kontraktów w segmentach wytwarzania oraz dystrybucji. Zarząd Elektrobudowy wcześniej zapowiadał, że rozpoczęcie zleceń dla PSE i Tauronu będzie wiązało się z pogorszeniem przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Jednocześnie Zarząd zapewnia, że realizacja tych kontraktów idzie zgodnie z harmonogramem, a prognozy na 2014 r. nie są zagrożone. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Kontrakt na 27 mln PLN

Konsorcjum Elektrobudowy (partner) oraz MEGA S.A. (lider) zawarło z PGE Energia Odnawialna umowę na zaprojektowanie i budowę Farmy Wiatrowej Resko Etap II o mocy 76 MW. Elektrobudowa wykona m.in. roboty projektowe i budowlane związane z wykonaniem linii kablowych SN oraz Stacji Abonenckiej. Wartość kontraktu: 66,4 mln PLN netto, z czego dla Elektrobudowy przypada kwota 26,9 mln PLN netto. O wyborze oferty Elektrobudowy informowaliśmy w październiku. Kontrakt ma umiarkowaną wartość z punktu widzenia Elektrobudowy – nieco ponad 2% z rocznych przychodów.

Q3'14: Pozytywne zaskoczenie na marżach

Elektrobudowa zaprezentowała bardzo dobre wyniki finansowe, poprawiając przychody i marże w stosunku do ubiegłego roku. Zysk operacyjny okazał się o 52% wyższy od konsensusu rynkowego, a zysk netto o 61% wyższy. Zarząd wskazał, że prognozy finansowe na 2014 r. są niezagrażone. Gorzej prezentował się cash flow z działalności operacyjnej. W Q3'14 doszło do dalszego wzrostu wartości kwot należnych z tytułu umów o budowę, co jest związane z realizacją długoterminowych kontraktów. Mimo tego, pozycję gotówkową Elektrobudowy oceniamy jako bezpieczną (1 mln PLN gotówki netto na koniec Q3'14 r.).

Przychody ze sprzedaży wzrosły w Q3'14 o 25% r/r do 314,5 mln PLN. Poprawa nastąpiła we wszystkich kluczowych segmentach działalności spółki. Dwukrotnie wzrosła marża EBIT do 5,6% vs. 2,6% w Q3'13. Do wzrostu wyników w Q3'14 najbardziej kontrybuował segment wytwarzania energii. Silna poprawa miała miejsce w segmencie przemysłu, który co prawda poniósł stratę EBIT (-2,0 mln PLN), lecz była ona zdecydowanie niższa niż w ostatnich sześciu kwartałach. Wynik na działalności finansowej nie miał istotnego wpływu na wyniki spółki. Zysk netto wyniósł w Q3'14 14,2 mln PLN (+205% r/r).

Aneksy do umów z bankiem handlowym

Elektrobudowa i Bank Handlowy podpisał aneks do Umowy Ramowej o Linie rewolwingową na udzielanie gwarancji bankowych. Bank przedłużył odnawialny limit zaangażowania na okres do dnia 12 listopada 2015 roku w wysokości 52,8 mln PLN. Równocześnie podpisano aneks do umowy o kredyt w rachunku bieżącym, przedłużający termin obowiązywania umowy do 12 listopada 2015 roku.

Erbud
Kupuj

Analitik: Piotr Zybala	Cena bieżąca: 24,41 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2014-03-06				
	Cena docelowa: 35,90 PLN								
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 384,5	1 225,1	-11,5%	1 329,0	8,5%	1 399,0	5,3%	Liczba akcji (mln)	12,7
EBITDA	36,9	40,1	8,5%	47,3	17,9%	55,1	16,6%	MC (cena bieżąca)	309,5
marża EBITDA	2,7%	3,3%		3,6%		3,9%		EV (cena bieżąca)	202,2
EBIT	29,4	32,4	10,2%	39,3	21,4%	47,2	19,9%	Free float	
Zysk netto	17,2	17,5	1,6%	25,8	47,2%	31,7	23,2%		
P/E	18,0	17,7		12,0		9,7		Zmiana ceny: 1m	-4,6%
P/CE	12,5	12,3		9,2		7,8		Zmiana ceny: 6m	-3,5%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-32,1%
EV/EBITDA	6,0	7,1		4,3		3,5		Min (52 tyg.)	22,4
Dywidend (%)	0,0	0,0		1,1		4,2		Max (52 tyg.)	37,0

Wyniki Erbudu za Q3'14 są lekko rozczarowujące ze względu na słabsze marże. Marże osiągnięte w Q3'13 były wyjątkowo wysokie, stąd nie oczekiwaliśmy ich powtórzenia w Q3'14, niemniej liczyliśmy na więcej. Dobrze prezentuje się natomiast portfel zamówień i wartość nowych kontraktów zawartych w październiku. Jeśli warunki pogodowe w grudniu będą sprzyjać spółkom budowlanym, w Q4'14 Erbud może powtórzyć wysokie przychody z Q3'14. Po dziewięciu miesiącach 2014 r. Erbud poprawił zysk netto o 50% r/r, niemniej nasza całoroczna prognoza jest wykonana w około 60% i Spółce trudno będzie ją zrealizować. W najbliższym czasie zaktualizujemy prognozy finansowe dla Erbudu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Q3'14: wyższe przychody, niższa marża

W Q3'14 Erbud wyraźnie zwiększył przychody ze sprzedaży (+43% r/r), co było zasługą wszystkich segmentów spółki zlokalizowanych w Polsce. Spadek przychodów dotyczył tylko działalności zagranicznej. Rozczarowująco wyglądają natomiast marże. W Q3'14 szczególnie widoczne było to w segmencie kubaturowym w Polsce (3,5% marży brutto ze

sprzedaży vs. 5,5% w Q3'13). Istotny spadek marży miał miejsce również w innych segmentach Erbudu, niemniej dzięki wyższym przychodom zysk brutto ze sprzedaży okazał się tylko o 12% niższy r/r. Koszty zarządu i sprzedaży nieznacznie wzrosły r/r. Podobnie jak rok temu, Erbud zaprezentował dodatnie saldo z pozostałej działalności operacyjnej. Zysk operacyjny wyniósł w Q3'14 9,6 mln PLN (-23% r/r), a zysk netto 7,0 mln PLN (-9% r/r). Dług netto Grupy Erbud wyniósł 59 mln PLN vs. 2 mln PLN gotówki netto na koniec września 2013 r. (wzrost zadłużenia w związku z rozwojem działalności w segmencie energetycznym i wzrostem obrotów w kubaturze). Portfel zamówień wyniósł na koniec września 1526 mln PLN (-1,6% r/r). W samym październiku Spółka podpisała nowe kontrakty o wartości 326 mln PLN.

Komentarz Prezesa ws. dywidendy

Zapytany o możliwość wypłaty dywidendy z zysku za 2014 r., Prezes Grzeszczak stwierdził, że z punktu widzenia rozwoju grupy, perspektywy realizacji znaczącej liczby kontraktów, zapotrzebowanie na gotówkę będzie wysokie w 2015 r. Bezpieczeństwo kapitałowe Erbudu będzie priorytetem w najbliższych latach.

Unibep		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		7,98 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-01-21	
		Cena docelowa:		10,20 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	837,8	920,5	9,9%	1 147,2	24,6%	1 232,8	7,5%	Liczba akcji (mln)	34,2
EBITDA	25,8	34,0	32,0%	39,6	16,4%	47,1	19,0%	MC (cena bieżąca)	272,8
marża EBITDA	3,1%	3,7%		3,4%		3,8%		EV (cena bieżąca)	309,1
EBIT	20,2	28,1	39,0%	34,0	21,0%	41,4	21,9%	Free float	27,8%
Zysk netto	16,7	13,6	-18,4%	22,5	65,2%	28,6	27,3%		
P/E	16,3	20,1		12,1		9,5		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/CE	12,2	14,0		9,7		8,0		Zmiana ceny: 6m	11,6%
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	-9,4%
EV/EBITDA	14,3	7,5		7,8		6,5		Min (52 tyg.)	6,9
Dywidenda (%)	1,5	1,5		1,6		3,3		Max (52 tyg.)	9,1

Sytuacja w Unibepie po dziewięciu miesiącach 2014 r. jest zbliżona do tego, co obserwujemy w Erbudzie. Spółka poprawia wyniki dzięki wyższym przychodom, niemniej problem leży po stronie marż. Ostatecznie wyniki lidera budownictwa mieszkaniowego powinny być w 2014 r. wyraźnie lepsze niż w 2013 r. Mocno przysłuży się do tego ostatni kwartał roku, który powinien być dobry w wykonaniu Unibepu, co będzie też dobrze prezentować się na tle niskiej bazy ubiegłego roku. W listopadzie Spółka informowała o rozpoczęciu jednej inwestycji mieszkaniowej w Warszawie oraz zakupie gruntu pod inny projekt w Poznaniu. Obie inwestycje były przez Zarząd zapowiadane. Wpłyną one korzystnie na wyniki 2016 r. W najbliższym czasie zaktualizujemy prognozy dla Unibepu. Podobnie jak w przypadku Erbudu, może się to wiązać z pewnym obniżeniem prognoz, lecz nie zmienia to naszej pozytywnej opinii na temat obu spółek. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Q3'14: Słabiej w kubaturze, lepiej w drogach

Wyniki Unibepu za Q3'14 oceniamy neutralnie. Przy nieco niższych od oczekiwań przychodach ze sprzedaży spółka osiągnęła nieco wyższy zysk netto. Spadkowi uległa marża segmentu kubaturowego (4,0% vs. 6,7% w Q3'13), co jest związane z brakiem wysokomarżowych zagranicznych kontraktów, które podwyższyły rentowność w roku ubiegłym. Spółka częściowo skompensowała to jednak wyższą rentownością w pozostałych segmentach. Wyższe o 18% r/r okazały się koszty administracyjne, co w połączeniu z wyższymi od oczekiwań kosztami pozostałej działalności operacyjnej, skutkowało negatywnym zaskoczeniem na EBIT (4,8 mln PLN vs. prognoza: 7,5 mln PLN). Nietypowo wysoki był w Q3'14 wynik na działalności finansowej (+2,1 mln PLN, vs. -0,8 mln PLN w Q3'13). Dodatni wynik na finansówce to efekt zamknięcia forwardów. Forwardy najprawdopodobniej zabezpieczyły działalność Unibepu na Wschodzie lub w Norwegii, stąd zysk z ich zamknięcia należałoby przypisać działalności operacyjnej. To może usprawiedliwiać negatywne zaskoczenie na EBIT w Q3'14. Zysk netto w Q3'14 wyniósł

5,2 mln PLN, co jest wynikiem nieco lepszym od konsensusu i naszych prognoz i jednocześnie o 15% lepszym r/r. Dobrze w minionym kwartale zaprezentował się cash flow Unibepu. Na koniec września '14 spółka miała 16 mln PLN gotówki netto vs. 41 mln PLN długu netto na koniec września '13.

Kontrakt na 18 mln PLN

Unibep podpisał umowę na roboty budowlane związane z budową i rozbudową drogi wojewódzkiej nr 686 na odcinku Michałowo - Juszkowy Gród. Zamawiającym jest Podlaski Zarząd Dróg Wojewódzkich w Białymstoku. Wynagrodzenie ma charakter kosztorysowy i wynosi orientacyjnie 18,0 mln PLN netto. Zakończenie realizacji zamówienia: 31.07.2015 r. Kontrakt stanowi równowartość około 1,5% rocznych przychodów Unibepu.

Rozpoczęcie realizacji inwestycji przy ul. Kapelanów

Unibep podpisał umowę na realizację w systemie generalnego wykonawstwa zespołu mieszkaniowego pod nazwą Osiedle 360 Stopni przy ul. Kapelanów AK w Warszawie. Zamawiającym jest spółka należąca do Grupy Unidevelopment. Przedmiotem Umowy jest wykonanie dwóch budynków mieszkalnych wielorodzinnych. W budynkach znajdzie się 118 lokali mieszkalnych o powierzchni około 7 tys. m². Terminy realizacji inwestycji: IVQ 2014 - IQ 2016. Wynagrodzenie wykonawcy: 27,8 mln PLN netto. Spółka wcześniej wspominała o powyższym projekcie i uwzględnialiśmy go w naszych prognozach wyników.

Warunkowa umowa zakupu działki w Poznaniu za 14,3 mln PLN

Spółka Czarneckiego Sp. z o.o. (w 100% zależna od Unidevelopment, spółki zależnej Unibepu) zawarła umowę warunkową kupna za 14,3 mln PLN grunty położone w Poznaniu u zbiegu ulic Roboczej i Stefana Czarneckiego na których planowana jest realizacja II i III etapu osiedla "Wilda" na łącznie 340 mieszkań. Umowa zostanie sfinalizowana jeśli Miasto Poznań nie skorzysta z prawa pierwokupu.

Deweloperzy

Prognozy i proponowane pozycjonowanie mniejszych spółek deweloperskich w ramach portfela

Spółka	Portfel	Cena (PLN)	MCap	Dług netto	EV	Przychody		Zysk netto		Kapitał własny		P/E		P/BV	
						2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
BBI Dev.	Przeważają	1,25	131	230	361	33	74	-8	14	262	276	-	9,6	0,50	0,47
PA Nova	Przeważają	15,57	156	224	380	173	176	19	19	295	310	8,2	8,0	0,53	0,50
JWC	Równoważ	2,56	242	511	753	313	314	5	8	643	651	50,9	31,2	0,38	0,37
Polnord	Przeważają	7,06	230	433	663	183	327	-13	9	1 358	1 366	-	26,2	0,17	0,17
LC Corp	Przeważają	1,62	725	700	1 425	323	360	21	51	1 206	1 256	34,9	14,3	0,60	0,58
Ronson	Równoważ	1,56	425	144	568	161	306	-5	31	460	491	-	13,9	0,92	0,87

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Spółki

W bieżącym Przeglądzie miesięcznym nie zmieniamy pozycjonowania żadnej z monitorowanych spółek. Zwracamy przy tym uwagę na LC Corp, która uległa 12% przecenieniu. Spadek kursu trudno uzasadnić sytuacją fundamentalną, którą oceniamy bardzo dobrze, a dobra kondycja dewelopera powinna być potwierdzona wynikami Q4'14.

Słabe zachowanie kursu akcji BBI Development w październiku oraz pierwszej połowie listopada jest według nas odpowiedzią na brak finalizacji sprzedaży Pl. Unii. Transakcja powinna uwolnić gotówkę pod kolejne projekty spółki oraz istotnie poprawić sentyment do dewelopera. Same wyniki Q3'14 były słabe i nie zasługują na dłuższy komentarz. Liczymy, że odreagowanie kursu, które obserwujemy od połowy listopada będzie kontynuowane, po sprzedaży Pl. Unii. Podtrzymujemy pozytywne pozycjonowanie.

Kurs akcji P.A. Nova znajdował się w listopadzie w trendzie bocznym. Wyniki Q3'14 nie przyniosły zaskoczeń. Spółka jest tania na bieżących wynikach, a jednocześnie zwiększa skalę działalności na rynku obiektów handlowych w mniejszych miejscowościach. Jest to trudny rynek, niemniej wszystkie posiadane przez P.A. Nova obiekty mają wysokie wskaźniki wynajęcia (często równe 100%). Nasze prognozy zakładają realizację w samym 2015 r. 4 obiektów handlowych na własny portfel o powierzchni najmu 42 tys. m². Zakładamy 19 mln PLN zysku netto w 2014 r. i 19,3 mln PLN zysku netto w 2015 r. Po wynikach Q3'14 uważamy, że nasze prognozy na lata 2014-2015 mogą być przekroczone, a w 2016 r. powinien nastąpić skokowy wzrost wyników spółki. Podtrzymujemy pozytywne pozycjonowanie akcji P.A. Nova.

JWC była najsłabszą inwestycją w ostatnim miesiącu spośród analizowanych przez nas spółek. W wynikach za miniony kwartał widoczne są skutki opóźnień w rozpoczynaniu nowych inwestycji przez spółkę. Niskie przychody powinny występować również w kolejnych kwartałach. Relatywnie niski wskaźnik P/BV (0,39x) jest jednym z niewielu powodów by zainwestować w akcje JWC. Na razie nie dostrzegamy argumentów, które zmieniłyby nasze neutralne nastawienie do spółki.

Wyniki Q3'14 dowiodły, że również Polnord posiada w swoim portfelu inwestycje o wysokiej rentowności, a działania restrukturyzacyjne zarządu przynoszą pozytywne efekty. Prezes Wesółowski zapowiada w Q4'14 dalsze obniżanie zadłużenia oraz wzrost sprzedaży względem ostatnich kwartałów. Niestety wciąż nie ma decyzji w kwestii sprzedaży akcji należących do Ryszarda Krauze, co w naszej opinii powinno odblokować kurs akcji. Podtrzymujemy pozytywne pozycjonowanie

W LC Corp w samych wynikach Q3'14 komentarza wymaga niższa marża segmentu mieszkaniowego, która wyniosła 14%. W minionym kwartale duży udział w przekazaniach miały dwa niskomarżowe projekty Powstańców 33 oraz Przy Srebrnej. W Q4'14 udział tych projektów w wynikach spadnie i spółka powinna powrócić z marżą w okolice 20%. Q4'14 będzie ponadto najlepszym kwartałem pod względem przekazania mieszkań, gdyż możliwe jest rozliczenie w wynikach 350-400 lokali (porównywalna liczba co w okresie 9M'14). Liczymy także na bardzo dobre wyniki przedsprzedaży w ostatnim kwartale. Nasza prognoza z czerwca zakładająca przedsprzedaż w wysokości 1 090 lokali jest niezagrożona. Przy najbliższej okazji zaktualizujemy nasze prognozy wyników LC Corp, które są mocno zaniżone w związku z założeniem silnego osłabienia kursu EUR/PLN (wpływ na wycenę nieruchomości inwestycyjnych), co nie nastąpiło. Podtrzymujemy pozytywne pozycjonowanie akcji LC Corp.

Nasze prognozy wyników Ronsona zakładają 4,5 mln PLN straty netto w 2014 r., co w świetle oczekiwań zarządu wydaje się rozsądną prognozą. W przyszłym roku oczekujemy przekazania 856 mieszkań przy 21,6% marży deweloperskiej oraz 30,5 mln PLN zysku netto (P/E~14x), co również jest spójne z komentarzem zarządu po wynikach Q3. Negatywnie zaskakuje komentarz odnośnie sprzedaży mieszkań w 2014 r. i 2015 r. Sprzedaż zaledwie 700 lokali w 2014 r. oznaczałaby, że w Q4 w Ronsonie szykuje się najsłabszy kwartał w tym roku (około 135 sprzedanych mieszkań). 800-850 lokali planowanych do sprzedania w 2015 to wyraźnie mniej niż zakładane przez nas 1022 mieszkania. Uważamy, że prognozy sprzedażowe zarządu są konserwatywne, a spółka jest w stanie sprzedać blisko 1000 lokali w przyszłym roku. Czynnikiem ryzyka jest tu jednak tempo rozpoczynania nowych inwestycji. Projekt przy ul. Jaśminowej w Warszawie trafi do sprzedaży dopiero w 2015 r., a nie, jak zakładaliśmy w ostatnim raporcie, w Q4'14. Póki co, plany zarządu odnośnie inwestycji oddawanych do użytku w 2015 i 2016 r. uzasadniają nasze prognozy zysku netto w wysokości odpowiednio 30,5 i 41,4 mln PLN. Podtrzymujemy neutralne pozycjonowanie Ronsona w portfelu.

Deweloperzy komercyjni

Prognozy Knight Frank dla rynku biurowego

W 2015 r. na rynek biurowy trafi 536 tys. m² nowej powierzchni biurowej, będącej obecnie w budowie, z czego 240 tys. m² w Warszawie, a 296 tys. m² w miastach regionalnych - wynika z raportu firmy Knight Frank. W 2016 r. podaż biur wyniesie kolejne 341 tys. m², z czego 290 tys. m² przypadnie na Warszawę, zaś 51 tys. m² na

pozostałe miasta. Firma prognozuje, że w 2014 roku w Warszawie zostanie zrealizowane ponad 280 tys. m² biur, tyle ile w 2013 r. W ciągu minionych trzech miesięcy obserwowano stabilizację wywoławczych stawek czynszów za powierzchnię biurową w Warszawie i miastach regionalnych. Z raportu wynika, że w III kwartale na rynkach regionalnych współczynnik pustostanów utrzymywał się na względnie stabilnym poziomie, a w niektórych miastach zaobserwowano niewielki spadek.

Deweloperzy mieszkaniowi

Spadek liczby udzielonych kredytów - AMRON

Wartość kredytów mieszkaniowych udzielonych w III kwartale spadła kdk o 3,61 proc. do 9,23 mld PLN. Liczba kredytów spadła w tym czasie o 4,1 proc. do 43.653. Według prognoz AMRON, w całym 2014 r. wartość udzielonych kredytów wyniesie ok. 38 mld PLN. W III kwartale nie zarejestrowano znacznych zmian średnich cen metra kwadratowego mieszkania. Udział kredytów zagrożonych w portfelu kredytów mieszkaniowych ogółem wyniósł 3,19 proc. i w porównaniu do poprzedniego kwartału pozostał praktycznie na tym samym poziomie.

BBI Development

Słabe wyniki Q3'14

Wyniki BBI Development za Q3'14 były słabe. Zabrakło zysku z jednostek współkontrolowanych (Pl. Unii), które w poprzednich kwartałach br. pozwalały pokryć koszty administracyjne. Spółka nie ma też ukończonych mieszkań dostępnych do sprzedaży, które mogłyby poprawić wyniki dewelopera. 2 etapy mieszkaniowe Konesera wciąż są w budowie, a mieszkania z nich będą przekazywane w przyszłym roku. W związku z powyższym strata EBIT za Q3'14 wyniosła 2,9 mln PLN, a strata netto 4,9 mln PLN. Jesteśmy rozczarowani faktem, że proces sprzedaży Pl. Unii nie został jeszcze zakończony. Oddanie do użytku obiektu miało miejsce ponad rok temu. Bez tej transakcji trudno mówić o realnych terminach kolejnych inwestycji BBI Development.

Erbud wybuduje kolejny etap inwestycji Małe Błonia

Jedna ze spółek zależnych od BBI Development zawarła z Erbud S.A. umowę na wybudowanie kolejnego etapu (etap II 2A o pow. 4 171 m² PUM) w ramach projektu Małe Błonia w Szczecinie. Wynagrodzenie ryczałtowe dla firmy Erbud wynosi 10,6 mln PLN netto. Spodziewany termin realizacji wszystkich robót wynosi do 420 dni od dnia podpisania umowy.

J.W. Construction

Q3'14: Rewaluacja rekompensuje spadek przychodów i marż

Wyniki JWC za Q3'14 są słabe. Bardzo niski potencjał do przekazania mieszkań spowodował, że przychody ze sprzedaży dewelopera spadły o 50% r/r do zaledwie 38,3 mln PLN. W okresie 9M'14 spadek przychodów wyniósł 40%. Pogorszeniu uległa również marża brutto ze sprzedaży do 16,5% vs. 24,1% w Q3'13. W samym segmencie deweloperskim marża spadła do 20,5% vs. 28,3% w Q3'13. Pozytywnym zjawiskiem, obserwowanym już od wielu kwartałów jest spadek kosztów SG&A. W Q3'14 wyniosły one 8,7 mln PLN (-12% r/r). Kontynuowany jest również spadek kosztów finansowych netto, które w Q3'14 wyniosły 7,3 mln PLN (-12% r/r). Jest to efekt spadku stawki WIBOR, jak również spadku poziomu zadłużenia netto do 511 mln PLN vs. 694 mln PLN na koniec września '13. W Q3'14 za spadek długu odpowiadała przede wszystkim przeprowadzona emisja

nowych akcji. Cash flow z działalności operacyjnej był przeciętny (+12,6 mln PLN vs. 34,2 mln PLN w Q3'13). W obliczu słabych wyników operacyjnych, zyski JWC po raz kolejny ratowała rewaluacja nieruchomości w kwocie 10,9 mln PLN. Dzięki niej spółka osiągnęła dodatni wynik EBIT (8,1 mln PLN) oraz zysk netto w wysokości 2,1 mln PLN.

LC Corp

Q3'14: Niska marża w mieszkaniówce rysą na wynikach

Wyniki LC Corp za Q3'14 prezentują się dobrze poza jedną, lecz istotną kwestią. Marża brutto ze sprzedaży w segmencie mieszkaniowym spadła w Q3'14 do 14,0%. W poprzednich kwartałach marża segmentu charakteryzowała się stabilnym poziomem powyżej 20%. Kwestia ta wymaga dodatkowego wyjaśnienia. Podejrzewamy, że problem dotyczy jednego projektu bądź grupy mieszkań, a nie ogólnego problemu z rentownością w inwestycjach LC Corp. Wyniki segmentu wynajmu były bez zarzutu. W związku ze wzrostem oferty mieszkań spodziewamy się bardzo dobrej przedsprzedaży mieszkań w Q4'14. Liczymy też na dobre wyniki Q4'14.

W Q3'14 LC Corp osiągnął przychody ze sprzedaży w wysokości 60,6 mln PLN (+87% r/r), które rozkładały się mniej więcej po równo między segmenty mieszkaniowy i komercyjny. Marża brutto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego wyniosła 14% (vs. 24% w Q3'13), a segmentu wynajmu 71% (ten sam poziom co w Q3'13). Oczyszczony o rewaluację wynik operacyjny LC Corp wyniósł 19,9 mln PLN i był o 192% wyższy r/r. Jest to związane z większą liczbą przekazanych mieszkań (113 vs. 88 w Q3'13) oraz wzrostem powierzchni komercyjnej, z której LC Corp czerpie przychody z wynajmu. Spadkowi uległy również koszty SG&A (5,3 mln PLN, -11% r/r), które są jednymi z niższych w branży. Rewaluacja nieruchomości wyniosła w minionym kwartale 2,7 mln PLN vs. 3,2 mln PLN w Q3'13. Wynik na działalności finansowej wyniósł w Q3'14 -8,0 mln PLN vs. +9,4 mln PLN w analogicznym okresie ubiegłego roku, na co duży wpływ miały różnice kursowe z wyceny kredytów walutowych. To było przyczyną niższego wyniku netto LC Corp pomimo lepszych wyników operacyjnych. Zysk netto wyniósł w Q3'14 11,6 mln PLN (-26% r/r).

W Q3'14 LC Corp przedsprzedał 257 mieszkań (+1% r/r, -3% q/q). Spółka dynamicznie zwiększyła ofertę do 1567 mieszkań (+60% q/q, +37% r/r).

Uzyskanie pozwolenia na użytkowanie w 3 projektach

LC Corp uzyskała ostateczne pozwolenie na użytkowanie w II etapie Osiedla Graniczna oraz I etapie Stabłowickiej 77 we Wrocławiu na łącznie około 250 mieszkań. W listopadzie rozpoczęto ponadto przekazania w projekcie Na Woli w Warszawie na łącznie 190 mieszkań w związku z uprawomocnieniem pozwolenia na użytkowanie.

P.A. Nova

Q3'14: wyniki zgodne z oczekiwaniami, prognoza '14 niezagrożona

W Q3'14 P.A. Nova znacznie poprawiła wyniki w ujęciu r/r. Wzrostowi uległy zarówno przychody ze sprzedaży: 50,2 mln PLN (+35% r/r), jak i marże (marża brutto ze sprzedaży: 15,3% vs. 13,2% w Q3'13). W wynikach brak nietypowych zdarzeń jednorazowych. Uwagę zwraca dodatnie saldo z pozostałej działalności operacyjnej na 0,6 mln PLN. Zadłużenie netto wyniosło 224 mln PLN (+2% r/r). Podsumowując, wyniki P.A. Nova oceniamy pozytywnie. Po 9M'14 spółka zrealizowała naszą całoroczną prognozę EBITDA i zysku netto w 77-78%. W Q4'14 miała miejsce sprzedaż

przez P.A. Nową mniejszych parków handlowych, co powinno wiązać się z zyskiem, nieuwzględnionym w naszych prognozach finansowych. P.A. Nova jest notowana na P/E'14=8,3x oraz na P/BV'14=0,52. W przyszłym roku spodziewamy się zbliżonych wyników, natomiast w 2016 r. ich wyraźnego wzrostu w związku z zakończeniem dużego projektu inwestycyjnego w Jaworznie. Podtrzymujemy pozytywne pozycjonowanie dla akcji P.A. Novej.

Komentarz Pani Prezes po wynikach

PA Nova planuje do końca 2015 r. oddać do użytkowania 5 nowych obiektów handlowych o łącznej powierzchni najmu 49 tys. m². Największą inwestycją w trakcie realizacji przez spółkę jest galeria handlowa w Jaworznie o wartości 191,5 mln PLN i powierzchni najmu 31,5 tys. m², której otwarcie ma nastąpić w 4Q'15 r. W obiekcie podpisano umowy najmu na ok. 30 proc. powierzchni. Według Prezes Bobkowskiej do stycznia 2015 r. poziom skomercjalizowania tego obiektu wyniesie 70-75 proc.

Polnord

Q3'14: Dobre wyniki, solidny cash flow

Wyniki Polnordu za Q3'14 już trzeci kwartał z rzędu wyglądają bardzo przyzwoicie. W minionym kwartale spółka rozliczyła w wynikach 216 mieszkań, z czego 190 dotyczy projektów własnych Polnordu, które są konsolidowane metodą pełną, a 26 dotyczy projektów JV, konsolidowanych metodą praw własności. 75,7 mln PLN przychodów ze sprzedaży w Q3'14 oraz 17,7 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (marża: 23,3%) to przede wszystkim efekt rozliczenia wspomnianych 190 mieszkań. Wynik to godny uwagi, gdyż oznacza, że powyższe 190 mieszkań z nawiązką wystarczyło na pokrycie wygenerowanych w Q3'14 kosztów administracyjnych (6,5 mln PLN) oraz kosztów finansowych netto (7,1 mln PLN), pozostawiając nadwyżkę na poziomie ok. 4 mln PLN. Warto zauważyć, że w ostatnich trzech kwartałach przedsprzedaż Polnordu oscylowała wokół 300 lokali kwartalnie (ok. 200 w projektach własnych o ok. 100 w projektach JV). To daje nadzieję na trwałe generowanie nadwyżek ze sprzedaży mieszkań nad kosztami bieżącej działalności w kolejnych kwartałach. Widzimy na to szansę, choć analizując wyniki Q3'14 trzeba zwrócić uwagę, że bardzo dobra marża deweloperska była efektem rozliczenia prawie 140 mieszkań z wysokomarżowego projektu Śródmieście Wilanów, dlatego nie przyzwyczajalibyśmy się do ponad 20% marż w kolejnych kwartałach. Sam Q3'14 zakończył się wynikiem netto w wysokości 3,0 mln PLN. W okresie 9m'14 Polnord wypracował 7,0 mln PLN. Dobrym wynikiem za ostatnie 9 miesięcy 2014 r. towarzyszy jeszcze lepszy cash flow w wysokości +61 mln PLN z działalności operacyjnej oraz +28 mln PLN z działalności inwestycyjnej. Dług netto Polnordu na koniec września '14 wyniósł 433 mln PLN i był o około 90 mln PLN niższy r/r.

Wprowadzenie do sprzedaży 143 mieszkań na Wilanowie

Polnord wprowadził do sprzedaży 143 mieszkania w ramach Budynku E, stanowiącego piąty i ostatni etap inwestycji Śródmieście Wilanów. Zakończenie inwestycji przewidziano na 2017 rok. W Budynku E znajdują się mieszkania dwu-, trzy- i czteropokojowe, o metrażach od 32 do 94 m². Osiedle położone jest w obrębie ulic Kazachskiej i Branickiego w Miasteczku Wilanów.

Wywiad z Prezesem Wesołowskim dla Gazety Parkiet

Prezes spodziewa się, że do końca roku zadłużenie spółki zmaleje poniżej 400 mln PLN. Zależy to m.in. od podpisania transakcji sprzedaży biurowca, w którym obecnie mieści się siedziba Polnordu. Negocjowana jest sprzedaż 4 działek. Spółka pracuje nad zmianą struktury zadłużenia (zastąpienie części obligacji kredytami). Prezes liczy, że w całym 2014 r. uda się spółce sprzedać ponad 1 250 mieszkań i przekazać około 900 lokali. Do końca pierwszego półrocza Polnord chce wprowadzić do sprzedaży 18 projektów, w których powstanie 2,5 tys. mieszkań. Negocjowany jest zakup gruntów w Warszawie na 120-130 mieszkań i Gdyni na prawie 400 mieszkań. Spółka szuka projektów JV, które wymagają zaangażowania mniejszego kapitału. Po redukcji zadłużenia poniżej 300 mln PLN Polnord może zacząć regularnie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami i nie zamierza emitować akcji.

Ronson

Wyniki Q3'14

Wyniki Ronsona za Q3'14 były, zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami, bardzo słabe. Spółka przekazywała ostatnie mieszkania w niskomarżowych projektach, co skutkowało stratą netto w wysokości 3,9 mln PLN. Po 9M'14 Ronson osiągnął zysk netto w wysokości 0,3 mln PLN. Nasza całoroczna prognoza na 2014 r. zakłada stratę netto w wysokości 4,5 mln PLN. Potencjał przekazania mieszkań w Q4'14 jest niewielki. Spodziewamy się, że w ostatnim kwartale br. Ronson poniesie stratę finansową, choć w ostatecznym rozrachunku może ona okazać się nieco niższa niż prognozowaliśmy w czerwcu.

W Q3'14 Ronson przekazał klientom 96 mieszkań w tańszych inwestycjach spółki. Średni przychód z rozliczanych w Q3'14 mieszkań wyniósł 307 tys. PLN vs. 424 tys. PLN w Q3'13. Niska liczba przekazania i niska wartość jednostkowa mieszkań skutkowało 48% spadkiem przychodów w Q3'14 do 29,5 mln PLN. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła w Q3'14 zaledwie 6,3%, na którą wpłynęły (1) delikatna obniżka cen, (2) rozliczenie niskomarżowych inwestycji Espresso I w Warszawie i Młody Grunwald w Poznaniu. Koszty sprzedaży i marketingu wyniosły 6,1 mln PLN, co oznacza niewielki wzrost w ujęciu r/r. Saldo z pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -0,7 mln PLN, a wynik na działalność finansową -0,8 mln PLN. Nie dostrzegamy nietypowych zdarzeń, które wpływałyby na wyniki okresu. Dług netto Ronsona wyniósł na koniec września 2014 r. 143 mln PLN, co oznacza wzrost o 13% r/r. Wzrost zadłużenia wynika z zakupu gruntu przy ul. Jaśminowej w Warszawie w pierwszej połowie roku.

Oczekiwania zarządu na 2014 i 2015 r.

Ronson zakłada, że nie uniknie straty w całym 2014 r. IV kw. będzie prawdopodobnie nieco słabszy niż III kw., kiedy spółka zanotowała 3,9 mln PLN straty netto jednostki dominującej. Planowane przekazania w Q4'14 to około 50 mieszkań w niskomarżowych projektach. W całym 2014 r. roku spółka powinna przekazać blisko 500 mieszkań. W przyszłym roku Ronson zakończy realizację blisko 1 000 lokali, z których niemal połowa była sprzedana już na koniec września br. Ukończone budowy i potencjał do przekazania w 2016 r. może być jeszcze lepszy niż w 2015 r. Marża brutto w 2015 i 2016 r. wróci powyżej 20 proc.

Capital Park		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:	4,20 PLN	Data ostatniej aktualizacji:		2014-10-22			
		Cena docelowa:	6,70 PLN						
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	41,5	38,8	-6,3%	44,6	14,8%	73,6	65,2%	Liczba akcji (mln)	105,3
EBITDA	-87,9	40,8		31,8	-22,2%	35,1	10,6%	MC (cena bieżąca)	442,5
marża EBITDA	-212,0%	105,1%		71,2%		47,7%		EV (cena bieżąca)	1 178,7
EBIT	-88,0	40,4		31,4	-22,4%	34,8	10,7%	Free float	
Zysk netto	-114,9	25,6		9,4	-63,2%	16,5	75,2%		
P/E		17,2		47,0		26,8		Zmiana ceny: 1m	-7,3%
P/CE		17,0		45,3		26,3		Zmiana ceny: 6m	-13,8%
P/BV	0,4	0,5		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-35,4%
EV/EBITDA		24,0		37,1		41,8		Min (52 tyg.)	3,6
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	5,7

Wyniki Capital Park za Q3'14 oczyszczone o zdarzenia bezgotówkowe (rewaluacja, wycena programu motywacyjnego) prezentują znaczną poprawę r/r, co nadaje im pozytywnego wydźwięku mimo, że na poziomie netto Spółka zakończyła kwartał stratą. Na konferencji wynikowej Zarząd wiele czasu poświęcił tematowi akwizycji nieruchomości, w które w krótkim czasie zostałyby odsprzedane z zyskiem po wcześniejszej restrukturyzacji i opakowaniu w struktury FIZ AN. Zysk z tego typu inwestycji nie uwzględniamy w naszych prognozach wyników Spółki. Proces tworzenia nowego FIZ AN powinien zakończyć się na przestrzeni najbliższego roku. Sam etap nabywania inwestycji trwałby krócej. Akwizycje nie wiązałyby się z długotrwałym zamrożeniem gotówki przez Capital Park stąd ryzyko, że Spółkę nie będzie stać na sfinansowanie kluczowych inwestycji w Eurocentrum i Art Norblin jest ograniczone. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Q3'14: Lepsze wyniki operacyjne, niższa rewaluacja

Capital Park osiągnął w Q3'14 o 37% wyższe r/r przychody z wynajmu powierzchni (14,1 mln PLN) oraz o 9% wyższy r/r NOI (9,9 mln PLN). Wynik ten okazał się lepszy od naszych prognoz. Przyczyną poprawy wyniku z najmu jest zapewne oddanie do użytku pierwszego etapu budynku Eurocentrum. Obiekt jest stopniowo zasiedlany przez kolejnych najemców, stąd wyniki z najmu powinny się poprawiać w kolejnych kwartałach. Przychody z innych źródeł (usługi zarządzania, sprzedaż nieruchomości, pozostałe) wyniosły w Q3'14 1,1 mln PLN vs. 0,5 mln PLN w Q3'14. Wyższe o 11% r/r okazały się koszty administracyjne, które wyniosły 4,1 mln PLN. Zysk operacyjny przed rewaluacją oraz wyceną programu motywacyjnego dla zarządu wyniósł Q3'14 7,0 mln PLN i był o 20% wyższy r/r. (18,1 mln PLN w okresie 9m'14, +51% r/r). Rewaluacja nieruchomości inwestycyjnych wyniosła w Q3'14 -0,2 mln PLN vs. nasza prognoza: 3,0 mln PLN. Wycena programu motywacyjnego dla zarządu (MIS) wyniosła natomiast -1,7 mln PLN vs. -0,6 mln PLN w Q3'14. Po uwzględnieniu bezgotówkowej wyceny nieruchomości i MIS zysk operacyjny wyniósł w minionym kwartale 5,1 mln PLN vs. -15,2 mln PLN w Q3'14 (w ubiegłym roku negatywnie na wycenę nieruchomości wpłynęło umocnienie PLN względem EUR). W Q3'14 nastąpił wzrost kosztów odsetek netto do 3,3 mln PLN (zapewne efekt oddania do użytku Eurocentrum i zaksięgowania kosztów obsługi kredytu refinansującego tę nieruchomość). Wynik netto wyniósł w Q3'14 -1,0 mln PLN vs. prognoza: 1,1 mln PLN. Negatywne zaskoczenie na zysku netto było głównie następstwem niższej rewaluacji i wyższych kosztów związanych wyceną MIS. Wyniki gotówkowe od początku roku ulegają stopniowej poprawie, czego potwierdzeniem jest cash flow z działalności

operacyjnej (13,1 mln PLN w 9m'14 vs. 2,6 mln PLN w 9M'13). Uwagę zwracają duże nakłady na nieruchomości inwestycyjne, które od początku roku wyniosły już 242 mln PLN. Czyni to Capital Park drugim po Echo Investment najbardziej aktywnym deweloperem komercyjnym na GPW.

Realizacja planów akwizycyjnych

W Q3'14 Capital Park kupił obiekt o powierzchni ok. 3 tys. m² w Toruniu za ok. 17 mln PLN. Jest to część większego parku handlowego. Przygotowywany jest rebranding, by w I kwartale obiekt działał w ramach konceptu Vis a Vis. Jeszcze w H1'14 spółka kupiła dwa niewielkie obiekty w Olsztynie i Warszawie za łączną kwotę 8-9 mln PLN. Spółka posiada umowę przedwstępną dotyczącą dwóch kolejnych obiektów w Warszawie za kilkanaście – dwadzieścia kilka milionów złotych każdy. Jest również w finiszu umowy JV dotyczącej dwóch nieruchomości: w Trójmieście na ok. 9 tys. m² i w okolicy Poznania o powierzchni do 19 tys. m². Koszt przebudowy obiektu w Trójmieście to kilkanaście mln PLN, a tego koło Poznania - ponad 50 mln PLN. Przebudowa będzie skutkowała także zwiększeniem powierzchni najmu. Jeszcze w maju br. zarząd Capital Parku zapowiadał, że zamierza przeznaczyć w 2014 r. około 200 mln PLN na akwizycje, przy czym około 50-60 mln PLN stanowiłoby finansowanie własne. Prawdopodobnie tegoroczne zakupy okażą się mniejsze, niemniej spółka kontynuuje strategię, polegającą na budowie portfela małych i średnich obiektów w celu ich restrukturyzacji, późniejszego opakowania w FIZ AN i odsprzedania z zyskiem w postaci certyfikatów inwestycyjnych inwestorom indywidualnym. Taka strategia nie wiąże się z długotrwałym zamrożeniem kapitału. Spodziewamy się, że w przeciągu najbliższych dwóch kwartałów powinno dojść do finalizacji kilku umów, o których mówił zarząd, a w drugiej połowie 2015 r. mogłoby dojść do sprzedaży certyfikatów. Do portfela nieruchomości, które będą przedmiotem sprzedaży może wejść również część mniejszych obiektów, które spółka posiadała w momencie wejścia na giełdę. Potencjalne zyski z realizacji powyższej strategii nie są uwzględnione w naszych prognozach wyników Capital Park. Uważamy, że będą one możliwe do oszacowania w chwili, gdy poznamy ostateczną strukturę portfela nieruchomości, będących przedmiotem sprzedaży.

Sytuacja w Eurocentrum, Royal Wilanów i Norblinie po wynikach Q3'14

Od czasu ostatniej konferencji wynikowej poziom wynajmu powierzchni w oddanym do użytku w czerwcu Eurocentrum I wzrósł z 58% do 63%. Spółka podpisała również umowy najmu na ponad 6% powierzchni. Poziom wynajęcia w budującym w budowie Royal Wilanów nie uległ zmianie i wynosi on łącznie z listami intencyjnymi 80% w części biurowej oraz 83% w części handlowej. Zarząd poinformował, że equity na budowę drugiego etapu Eurocentrum, którego budowa

rozpoczęła się we wrześniu to ok. 40 mln PLN. Budowa największego projektu inwestycyjnego spółki - Art Norblin - ma rozpocząć się w czerwcu. Obecnie toczy się przetarg na generalnego wykonawcę i powinien być on wybrany do końca tego roku. Po wyborze GW będzie można bardziej szczegółowo oszacować wielkość brakującego wkładu do projektu i wybrać konsorcjum banków finansujących inwestycję. Rozpoczęty został proces komercjalizacji części handlowej. Trwa proces wyboru agenta do komercjalizacji biur. Na konferencji nie usłyszeliśmy niczego, co zmuszałoby nas do zmiany założeń dla kluczowych inwestycji Capital Park. Szacujemy, że brakujący wkład własny w Art Norblin wyniesie około 60 mln PLN. Spółka będzie potrzebowała tych środków najwcześniej w drugiej połowie przyszłego roku. Pieniądze mogą pochodzić z różnych źródeł. Na koniec września Capital Park posiadał 113 mln PLN gotówki. W październiku spółka złożyła prospekt ws. emisji obligacji do 100 mln PLN (większość pójdzie na zrolowanie wcześniejszej emisji). Ponadto w drugiej połowie przyszłego roku może dojść do sprzedaży portfela mniejszych nieruchomości Capital Park.

Zatwierdzenie prospektu w związku z planowaną emisją obligacji

KNF zatwierdził prospekt emisyjny Capital Park w związku z publiczną ofertą obligacji o łącznej wartości nominalnej do 100 mln PLN. W 2012 r. Capital Park wyemitował obligacje o wartości 100 mln PLN. Celem emisji było finansowanie projektu Eurocentrum oraz innych projektów inwestycyjnych grupy. Termin wykupu obligacji to lipiec 2015 r.

Capital Park wyemituje obligacje o wartości 65 mln PLN

Capital Park wyemituje w grudniu pierwszą transzę obligacji o wartości 65 mln PLN, w ramach programu publicznych emisji obligacji o łącznej wartości 100 mln PLN. Obligacje będą oprocentowane według zmiennej stopy procentowej opartej o WIBOR 3M + 4,3%. Odsetki wypłacane będą w okresach kwartalnych. Wykup obligacji nastąpi w terminie 3 lat. Zapisy na obligacje serii D będą przyjmowane od 5 grudnia do 19 grudnia 2014 r. Termin dokonywania wpłat to 19 grudnia, data przydziału obligacji i dzień emisji wyznaczono na 23 grudnia 2014 r. Wpływy z emisji spółka planuje przeznaczyć na przedterminowy wykup obligacji serii A o wartości nominalnej 65 mln PLN.

Dom Development								Kupuj	
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		46,20 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-06-23	
		Cena docelowa:		57,80 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	851,4	676,4	-20,6%	747,6	10,5%	828,1	10,8%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	116,5	76,5	-34,4%	74,1	-3,1%	95,8	29,3%	MC (cena bieżąca)	1 144,4
marża EBITDA	13,7%	11,3%		9,9%		11,6%		EV (cena bieżąca)	1 339,3
EBIT	113,5	73,3	-35,4%	71,3	-2,8%	93,0	30,5%	Free float	26,6%
Zysk netto	91,2	54,4	-40,3%	57,1	4,9%	72,3	26,6%		
P/E	12,5	21,0		20,0		15,8		Zmiana ceny: 1m	1,8%
P/CE	12,1	19,9		19,1		15,2		Zmiana ceny: 6m	-6,3%
P/BV	1,3	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	-12,8%
EV/EBITDA	10,0	16,5		18,1		13,4		Min (52 tyg.)	38,6
Dywidenda (%)	3,2	8,0		4,8		5,0		Max (52 tyg.)	59,0

Ostatni miesiąc nie przyniósł wielu informacji z Dom Development. Spółka zgodnie z zapowiedziami uruchomiła kolejny etap inwestycji Wilno. Kurs akcji dewelopera pomimo pewnych wahań, zakończył miesiąc na zbliżonym poziomie m/m. Ostatni kwartał roku będzie w Dom Development najlepszym w bieżącym roku. Podobnie powinno być ze sprzedażą mieszkań w związku z rozbudową oferty, mającą miejsce w ostatnich dwóch kwartałach oraz sprzyjającym otoczeniem rynkowym. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wprowadzenie do sprzedaży 251 mieszkań w projekcie Wilno

Dom Development rozpoczyna sprzedaż mieszkań w II etapie Osiedla Wilno II. W ramach inwestycji powstanie sześć budynków z 251 mieszkaniami. Powierzchnia mieszkań wynosi od 31 m² do 71 m², a ceny wahają się od 6 020 do 6 880 PLN/m². II etap Osiedla Wilna II zostanie oddany do użytkowania w maju 2016 r. Docelowo w całym projekcie Osiedle Wilno powstanie 2 500 mieszkań. Wiadomość jest zgodna z wcześniejszymi zapowiedziami zarządu, neutralna dla naszej wyceny akcji Dom Development.

Echo Investment **Kupuj**

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 6,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-10-22					
		Cena docelowa: 8,00 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	583,6	528,7	-9,4%	565,1	6,9%	610,9	8,1%	Liczba akcji (mln)	412,7
EBITDA	194,9	498,0	155,5%	692,3	39,0%	215,2	-68,9%	MC (cena bieżąca)	2 723,8
marża EBITDA	33,4%	94,2%		122,5%		35,2%		EV (cena bieżąca)	5 409,6
EBIT	189,2	493,8	160,9%	687,0	39,1%	209,9	-69,4%	Free float	36,8%
Zysk netto	373,3	309,1	-17,2%	505,2	63,5%	135,8	-73,1%		
P/E	7,3	8,8		5,4		20,1		Zmiana ceny: 1m	2,0%
P/CE	7,2	8,7		5,3		19,3		Zmiana ceny: 6m	0,9%
P/BV	1,1	1,0		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-2,8%
EV/EBITDA	26,3	10,1		7,8		26,7		Min (52 tyg.)	5,5
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	6,9

Na początku grudnia Puls Biznesu poinformował o braku porozumienia między funduszem Starwood a Michałem Sołowowem ws. sprzedaży 45% pakietu akcji Spółki. Oznacza to, że nawis podażowy szybko nie zniknie, co zapewne zniechęci część inwestorów do angażowania się w akcje Echo Investment. Od strony fundamentalnej niewiele się zmienia. Zapewne odraczają się w czasie ewentualne dezinvestycje nieruchomości, lecz trwający od połowy roku proces sprzedaży akcji nie wpływał jak dotąd na tempo rozpoczynania kolejnych inwestycji. W listopadzie Echo informowało o uruchomieniu nowego projektu biurowego we Wrocławiu oraz rozpoczęciu kolejnego etapu wysokomarżowego projektu mieszkaniowego na Mokotowie. Najważniejsze wydarzenia ostatniego miesiąca dotyczą pozyskania przez Echo pierwszego najemcy na około 20% biurowca Q22 oraz kredytu budowlanego na tę inwestycję. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q3'14

W wynikach Echo za 3Q'14 bardzo dobrze zaprezentował się segment mieszkaniowy, który osiągnął marżę deweloperską w wysokości 41%. Segment wynajmu powierzchni nie przyniósł większych zaskoczeń. Niestety wzrost kosztów administracyjnych oraz słaby wynik z pozostałej działalności operacyjnej sprawiły, że wynik EBIT był zbliżony do naszych prognoz i konsensusu pomimo wyższych zysków z mieszkaniówki. Zwracamy uwagę na kolejny kwartał niższych kosztów finansowych, które wpłynęły na lepszy wynik netto (30,1 mln PLN) względem naszych prognoz. Przychody ze sprzedaży wyniosły w 3Q'14 149 mln PLN, a więc o około 3-4% mniej niż zakładały nasze prognozy i konsensus rynkowy i jednocześnie były o 6% wyższe r/r. Za wzrost odpowiada segment mieszkaniowy. W 3Q'14 Echo rozpoznawało w wynikach pierwsze mieszkania z wysokomarżowej inwestycji Nowy Mokotów. Większość mieszkań z pierwszego etapu tego projektu zostanie przekazanych w 4Q'14. Liczymy na dobre wyniki segmentu w 4Q'14. Nasze prognozy dla tego projektu nie zakładały tak wysokich marż, jakie spółka zaprezentowała w 3Q'14. Segment wynajmu powierzchni handlowej i biurowej nie przyniósł większych zaskoczeń. Przy nieco niższych przychodach q/q, segment osiągnął o 2% lepszy wynik w ujęciu kwartalnym. Wyniki segmentu wynajmu są jednocześnie o 9% niższe r/r, co wynika z nienaturalnie wysokiej bazy z ubiegłego roku i nie powinno mieć wpływu na ocenę wyników ubiegłego kwartału. Zysk na wycenie nieruchomości inwestycyjnych wyniósł 5,0 mln PLN vs. prognoza: 3,8 mln PLN. Zaskakujący był wzrost kosztów zarządu i sprzedaży o 18% r/r do 24,5 mln PLN. Wynik z pozostałej działalności operacyjnej, zwykle wyraźnie dodatni, wyniósł w 3Q'14 -0,3 mln PLN. Koszty działalności finansowej netto spadły o 6% r/r do 29,8 mln PLN. Zysk netto za 3Q'14 wyniósł 30,1 mln PLN i był o 28% wyższy od naszych

prognoz oraz 3% wyższy od konsensusu rynkowego. O 18% słabiej r/r wypadł oczyszczony o zmiany w kapitale obrotowym cash flow z działalności operacyjnej (61,2 mln PLN).

Pierwszy najemca w Q22

Firma Deloitte wynajęła 11 000 m² w biurowcu Q22, realizowanym przez Echo Investment u zbiegu al. Jana Pawła II i ul. Grzybowskiej w Warszawie. Deloitte wprowadzi się do nowego biura w Q2'16. W listopadzie Echo poinformowało, że Q22 otrzymał certyfikat ekologiczny BREEAM Interim Excellent, z najwyższym w tej kategorii wynikiem w Polsce (79,1 proc.).

Rozpoczęcie II etapu inwestycji Nowy Mokotów

Echo Investment rozpoczęła realizację II części kompleksu mieszkaniowego „Nowy Mokotów” na warszawskim Mokotowie. Docelowo znajdzie się w nim 206 mieszkań. Ceny za metr kwadratowy wahają się w granicach 7-11 tys. PLN. Na terenie pierwszej, oddanej do użytku już części Nowego Mokotowa, znalazło się 200 mieszkań, spośród których aktualnie dostępnych w ofercie jest 11. Finalnie inwestycja obejmie cztery etapy, na które składać się będzie 800 mieszkań.

Podsumowanie kosztów emisji obligacji

Łączne koszty Programu, w ramach którego zostały przeprowadzone cztery emisje obligacji serii A, B, C, D o łącznej wartości nominalnej 200 mln PLN wyniosły 2,55 mln PLN.

Rozpoczęcie inwestycji we Wrocławiu

Echo Investment rozpoczyna realizację projektu biurowego Nobilis Business House we Wrocławiu. W Nobilis Business House powstanie 16 tys. m² powierzchni biurowej klasy A.

Pozyskanie kredytu budowlanego na Q22

Spółka Echo Investment zawarła z dwoma bankami - Bank Zachodni WBK i PKO Bankiem Polskim - umowę kredytową o wartości 116 mln EUR. Uzyskane środki - 112 mln EUR kredytu inwestycyjnego i 16 mln PLN VAT - zostaną przeznaczone na realizację biurowca Q22 powstającego u zbiegu al. Jana Pawła II i ul. Grzybowskiej w Warszawie.

Brak porozumienia ws. sprzedaży akcji Echo przez Sołowowa

Według niepotwierdzonych informacji Pulsu Biznesu amerykański fundusz Starwood Capital Group nie kupi 46% pakietu akcji Echo Investment od Michała Sołowowa. Negocjacje zakończyły się niepowodzeniem ze względu na rozbieżności dotyczące ceny. Londyński oddział Citi nadal szuka chętnego. Jak donoszą źródła gazety, Michał Sołowow zamierza przeznaczyć pozyskane ze sprzedaży pieniądze na inwestycje w Synthosie, ponadto skup akcji Rovese może go kosztować około 480 mln PLN.

GTC		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybała		Cena bieżąca:		5,95 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-10-22	
		Cena docelowa:		7,00 PLN					
(mln EUR)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Przychody	147,6	131,1	-11,2%	125,1	-4,6%	129,1	3,2%	Liczba akcji (mln)	351,3
EBITDA	-50,8	-121,0	138,1%	-73,4	-39,3%	121,9		MC (cena bieżąca)	2 090,3
marża EBITDA	-34,4%	-92,2%		-58,7%		94,4%		EV (cena bieżąca)	5 060,6
EBIT	-51,3	-121,4	136,8%	-73,9	-39,2%	121,4		Free float	58,8%
Zysk netto	-96,0	-146,8	52,9%	-117,3	-20,1%	55,9			
P/E						9,0		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE						8,9		Zmiana ceny: 6m	-25,6%
P/BV	0,6	0,7		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-28,7%
EV/EBITDA						10,3		Min (52 tyg.)	5,4
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	8,4

Kurs akcji GTC drugi miesiąc z rzędu powoli pnie się w górę. Co prawda Spółka tradycyjnie już zaprezentowała ujemną rewaluację nieruchomości, która jednak tym razem miała wymiar symboliczny (-0,9 mln EUR). W pozostałych istotnych obszarach, łącznie z przepływami z działalności operacyjnej, wyniki GTC prezentowały się dobrze. Głównym argumentem naszej pozytywnej rekomendacji dla akcji GTC pozostają dwie warszawskie inwestycje GTC, które czekają na pozwolenia na budowę. Nasza wycena uwzględnia zyski z warszawskich galerii, a także ewentualne straty (szacowane przez nas na 120 mln EUR) w wyniku utraty wartości niektórych nieruchomości, głównie zlokalizowanych na Bałkanach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q3'14

Wyniki GTC za 3Q'14 okazały się nieco lepsze od naszych prognoz i konsensusu. Zysk netto w wysokości 5,1 mln EUR jest pierwszym dodatnim wynikiem kwartalnym od dziewięciu miesięcy. Złożyły się na to (1) umiarkowana strata na wycenie nieruchomości (-0,9 mln EUR) oraz (2) spadek kosztów administracyjnych i kosztów finansowych. EBIT oczyszczony o rewaluację wyniósł 19,2 mln EUR, co jest

najlepszym wynikiem spółki od dwunastu kwartałów. Poprawę wyników operacyjnych potwierdza lepszy cash flow z działalności operacyjnej za 3Q'14 (20,3 mln PLN, +29% r/r). Przychody ze sprzedaży w segmencie wynajmu wyniosły 27,1 mln EUR (-1% r/r), a zysk brutto ze sprzedaży 20,3 mln EUR (-1% r/r), co jest wynikiem bliskim naszym oczekiwaniom. Przychody ze sprzedaży mieszkań utrzymują się kolejny kwartał z zbliżonym poziomem (3,6 mln EUR w 3Q'14) przy lekko dodatniej marży (+5,8% w 3Q'14). Koszty zarządu i sprzedaży wyniosły 1,8 mln EUR, co oznacza spadek o 29% r/r. Po oczyszczeniu kosztów administracyjnych o bezgotówkową wycenę programu motywacyjnego dla zarządu, wynoszą one 3,1 mln EUR i wciąż są o ok. 10% niższe w ujęciu r/r. Rewaluacja w 3Q'14 była lekko negatywna (-0,9 mln EUR) i nie wpływała istotnie na ostateczny obraz wyników spółki. EBIT oczyszczony o rewaluację wyniósł 19,2 mln EUR, co oznacza 12% wzrost r/r. Wynik na działalności finansowej wyniósł -9,1 mln EUR (-12% r/r). Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł w 3Q'14 5,1 mln EUR vs. -1,0 mln EUR w 3Q'13. Cash flow z działalności operacyjnej (20,3 mln EUR) był w 3Q'14 o 29% wyższy r/r. Po oczyszczeniu o zmiany w kapitale obrotowym CFO wciąż jest o 10% wyższy r/r. Podobną dynamikę CFO prezentuje za cały okres 9M'14.

Robyg
Kupuj

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 2,22 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2014-06-23					
		Cena docelowa: 3,07 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	402,9	485,9	20,6%	369,0	-24,1%	363,1	-1,6%	Liczba akcji (mln)	262,1
EBITDA	56,3	57,8	2,7%	51,7	-10,6%	66,5	28,5%	MC (cena bieżąca)	581,8
marża EBITDA	14,0%	11,9%		14,0%		18,3%		EV (cena bieżąca)	817,4
EBIT	55,1	56,7	3,0%	50,4	-11,1%	65,7	30,3%	Free float	16,5%
Zysk netto	20,0	26,1	30,3%	25,6	-1,7%	45,1	75,8%		
P/E	28,6	22,2		22,7		12,9		Zmiana ceny: 1m	-0,9%
P/CE	26,9	21,3		21,6		12,7		Zmiana ceny: 6m	-7,9%
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	0,9%
EV/EBITDA	15,3	13,6		15,8		11,9		Min (52 tyg.)	2,1
Dywidenda (%)	5,4	3,6		3,6		4,5		Max (52 tyg.)	2,7

Robyg nie zaskoczył wynikami za Q3'14, który był najslabszym tegorocznym kwartałem. Spodziewamy się dużo lepszego ostatniego kwartału, który pod względem osiągniętego wyniku finansowego nie powinien odbiegać od Q1 i Q2 2014 r. Nasza całoroczna prognoza zysku netto zakładająca 25,6 mln PLN jest niezagrożona. Podtrzymujemy również nasze prognozy na 2015 r., w którym szacujemy wzrost zysku netto do ok. 45 mln PLN. Zalecamy kupno akcji.

Q3'14: Po oczyszczeniu o zdarzenia one-off, wyniki bez większych zaskoczeń

W wynikach Robyga za Q3'14 znajduje się kilka zdarzeń jednorazowych, które sumarycznie pozytywnie wpływają na wyniki spółki. W znacznym stopniu były one uwzględnione w naszych prognozach finansowych. Wyniki oczyszczone nie przynoszą większych zaskoczeń i nasza ogólna ocena Q3'14 w Robygu jest neutralna. Q3'14 był kwartałem o wyjątkowo niskiej liczbie rozliczonych w wynikach mieszkań (106 szt.), z czego około 2/3 dotyczyło projektów realizowanych przez spółkę samodzielnie, a około 1/3 inwestycji JV. Skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły w Q3'14 43,6 mln PLN, co jest wynikiem o 21% wyższym od naszych prognoz i o 11% wyższym od konsensusu. Przyczyną może być niedoszacowanie wartości jednostkowej przekazywanych mieszkań lub niedoszacowanie przychodów ze świadczonych usług. Pozytywnie oceniamy marżę brutto ze sprzedaży w wysokości 20,2% vs. prognoza: 16,7%. Jest to najwyższa marża osiągnięta przez Robyga w tym roku i zbliżona do marży Q3'13. Negatywne zaskoczenie po stronie kosztów administracyjnych, które wzrosły o 19% r/r do 9,8 mln PLN. Również niższy od naszych oczekiwań był wynik z projektów JV (-0,2 mln PLN vs. prognoza: +0,5 mln PLN). Zdarzeniami jednorazowymi, które wpłynęły na wyniki Q3'14 było przeszacowanie wartości biurowca na Wilanowie o kwotę +11,1 mln PLN oraz rezerwa związana z roszczeniami sądowymi na ponad 4 mln PLN. Łączny efekt tych zdarzeń był pozytywny i umożliwił spółce osiągnięcie dodatniego wyniku z działalności operacyjnej w kwocie 5,5 mln PLN pomimo niewielkiej liczby rozliczonych mieszkań. Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł 1,9 mln PLN vs. konsensus: 0,5 mln PLN. Gorzej niż przed rokiem wyglądał cash flow z działalności operacyjnej (-28 mln PLN vs. +53 mln PLN w Q3'13), co ma związek z inwestycjami spółki w grunty i projekty w budowie.

Umowa zakupu działki w Gdańsku za 13 mln PLN

Spółka zależna z Grupy Kapitałowej Robyga zawarła z osobami fizycznymi przedwstępny umowę nabycia prawa własności nieruchomości położonych w Gdańsku w dzielnicy Piecki-Migowo o łącznej powierzchni około 1,99 hektara. Dla nieruchomości brak jest obowiązującego planu zagospodarowania przestrzennego. Zawarcie umowy

przyrzeczonej nastąpi w terminie do dnia 5 czerwca 2015 roku pod warunkiem m.in. uzyskania decyzji o warunkach zabudowy oraz nie skorzystania przez Prezydenta Miasta Gdańsk z ustawowego prawa pierwokupu. Cena netto sprzedaży została ustalona na łączną kwotę 13,4 mln PLN. Spółka szacuje, iż nieruchomości dają możliwość wybudowania około 500 mieszkań i przeznaczenia około 2000 m² pod zabudowę usługową. Koszt zakupu działki w przeliczeniu na PUM szacujemy na 500 PLN. W dzielnicy Piecki-Migowo Robyg dysponuje jeszcze jednym obszarem inwestycyjnym, na którym realizuje wieloetapowy projekt Słoneczna Morena. W przypadku finalizacji zakupu działki, spodziewamy się rozpoczęcia inwestycji w drugiej połowie 2015 r. Koszt zakupu działki powinien umożliwić spółce realizację około 25% marży deweloperskiej. Zakup nowych gruntów inwestycyjnych był zapowiadany przez spółkę i jest uwzględniony w naszych prognozach wyników Robyga.

Zgoda prezesa UOKiK ws. projektu na Mokotowie

Robyg otrzymał zgodę Prezesa UOKiK na utworzenie wraz z NCRE II Investments Limited wspólnego przedsięwzięcia. W konsekwencji, NCRE nabędzie 49% udziałów w projekcie, który będzie prowadzony jako wspólne przedsięwzięcie Robyga i NCRE. Projekt będzie konsolidowany metodą pełną w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym Grupy Kapitałowej Spółki. Rozpoczęcie sprzedaży w projekcie na Mokotowie powinno nastąpić na przełomie 2014 i 2015 r.

Przedterminowy wykup obligacji

Robyg podjął uchwałę w sprawie przedterminowego wykupu obligacji serii E o wartości nominalnej 10 mln PLN oraz w sprawie przedterminowego wykupu obligacji serii F o wartości nominalnej 10 mln PLN. Dzień ustalenia prawa do świadczeń z obligacji ustalono na 12 grudnia 2014 roku. Dzień przedterminowego wykupu ustalono na 20 grudnia 2014 r.

Wprowadzenie do sprzedaży 460 mieszkań

Grupa Robyg wprowadzi do sprzedaży 318 lokali w projekcie Park Wola Residence oraz 135 mieszkań i 7 lokali usługowych w IX etapie projektu Young City. Obie inwestycje zlokalizowane są w Warszawie. Rozpoczęcie budowy Park Wola Residence zostało zaplanowane na IV kwartał 2014 r. Koniec prac budowlanych został przewidziany na I kwartał 2016 r. W przypadku Young City prace budowlane rozpoczną się w I kwartale 2015 r., a ich zakończenie zaplanowano na II kwartał 2016 r. Dzięki rozszerzaniu skali działalności i rozpoczęciu inwestycji w kolejnych dzielnicach Warszawy, deweloper planuje osiągnąć i utrzymać przedsprzedaż na poziomie 2-2,5 tys. mieszkań rocznie w nadchodzących latach. Wprowadzenie do sprzedaży obu inwestycji było zapowiadane przez Zarząd przy okazji ostatniej konferencji wynikowej. Terminy realizacji powyższych etapów są również zbieżne z naszymi prognozami finansowymi dla Robyga.

Handel

CCC

Miesięczne wyniki sprzedażowe pod presją dobrej pogody w październiku

Spółka CCC zaraportowała skonsolidowane przychody ze sprzedaży w październiku na poziomie 249 mln PLN, które wzrosły o 10,2% R/R. Łączne przychody ze sprzedaży za okres styczeń – październik wyniosły 1 579 mln PLN, wyższe o 22,9% R/R. Wyniki sprzedażowe zaraportowane przez CCC były wyraźnie pod presją niesprzyjających warunków pogodowych występujących w październiku (wysoka średnia temperatura, brak deszczy i niskich temperatur). Zakładając, że powierzchnia handlowa wzrosła o 18,8% R/R w październiku, szacujemy, że sprzedaż na średnią ilość metrów kwadratowych powierzchni handlowej spadła o 7% R/R do 886 PLN. Dodatkowo spółka podała, że sprzedaż w sklepach porównywalnych w Polsce spadła o 5,1% R/R, co było bezpośrednim rezultatem niesprzyjających warunków pogodowych. Zwracamy również uwagę na to, że zaraportowany wzrost przychodów (10,2% R/R w październiku) jest znacznie poniżej sprzedaży wygenerowanej od początku roku (22,9% R/R). Z drugiej strony szacujemy, że spółka zrealizowała październikową sprzedaż na wysokiej marży 58%, co przy założeniu 68 mln PLN kosztów SG&A/miesiąc daje 62 mln zysku netto. Osiągnięty wynik połączony z zaraportowanym zyskiem netto za 1-3Q'14 daje w rezultacie 172 mln PLN zysku netto w I-X'14. Biorąc to pod uwagę uważamy, że cel zarządu na poziomie 200 mln zysku netto w 2014 roku jest niezagrożony.

Bardzo dobre wyniki za 3Q'14

CCC zaraportowało bardzo dobre wyniki za 3Q'14. Przychody ze sprzedaży były na równi z konsensusem (473 mln PLN) i wzrosły o 14% r/r, zysk operacyjny wyniósł 52,2 mln PLN (wzrost o 56,5% R/R) bijąc konsensus o 31,6%; zysk netto wyniósł 40 mln PLN, 59,1% wyżej r/r i powyżej konsensusu o 37,4%. Głównym powodem bardzo dobrych wyników operacyjnych był silny wzrost marży brutto o 7,1 p.p. r/r do 54,9% w 3Q'14, który wynikał z bardzo mocnej sprzedaży zanotowanej w sierpniu (+57,7% r/r), zrealizowanej na wysokich marżach. Koszty sprzedaży i zarządu wzrosły o 25%, co było w głównej mierze efektem ekspansji na rynkach zagranicznych. W 3Q'14 nie było zdarzeń jednorazowych. Saldo kosztów/przychodów operacyjnych było zbliżone do wartości zanotowanych w poprzednich kwartałach i wyniosło 4 mln PLN. Koszty finansowe wzrosły do 6,1 mln w 3Q'14 PLN z 5,1 mln PLN w 2Q'14. Dług netto/EBITDA wzrósł do 1,7x w 3Q'14 i był poniżej maksymalnego poziomu 2,0x wyznaczonego przez zarząd. CCC powiększyło swoją sieć handlową o 18,8% R/R do 276 tys. m². Szybszy wzrost powierzchni w porównaniu z przychodami było rezultatem spadku sprzedaży na średni metr kwadratowy o 5,6% i negatywnej sprzedaży w placówkach porównywalnych.

Wysoka rentowność i mniejsza dynamika przychodów w 4Q14; pomimo relatywnie słabej sprzedaży w październiku (najważniejszy miesiąc pod względem sprzedaży CCC), CFO nie przewiduje wprowadzania agresywnej polityki wyprzedającej w pozostałych miesiącach 4Q'14. Spółka zaznacza, że będzie sprzedawała kolekcję jesienno-zimową jeszcze przez 4 miesiące po relatywnie wysokiej marży. Realizacja tej strategii była bezpośrednią przyczyną negatywnych przepływów pieniężnych z

działalności operacyjnej w 3Q'14 (-12 mln PLN). W przypadku gdy część kolekcji nie zostanie sprzedana w tym okresie (najgorszy scenariusz), zostanie ona dołączona do kolekcji jesień-zima 2015. Naszym zdaniem wpłynie to na bardzo dobrą marżowość oraz odpowiednio mniejszą sprzedaż w 4Q'14. Zwracamy uwagę na fakt, że przechowywanie pewnej części niesprzedanej kolekcji do następnego roku rodzi ryzyko zmniejszonego popytu na te towary w przyszłości (zmiany w modzie) i konieczności wprowadzenia wyprzedzącej. Spółka CCC podtrzymuje oczekiwania przychodów na poziomie 2 mld PLN oraz 200 mln PLN zysku netto.

Sprzedaż wspierana nie tylko przez dobrą pogodę: CFO spółki CCC zaznacza, że bardzo dobre wyniki sprzedażowe zaraportowane w lipcu i sierpniu były efektem nie tylko dobrej pogody w tych miesiącach, ale również: i) dobrego odbioru nowej kolekcji przez klientów; ii) powolnego pozyskiwania klientów z klasy średniej przez sklepy CCC. Dodatkowo na wypracowanie wysokiej marży brutto miał wpływ wydłużony okres sprzedaży produktów po pełnej marży oraz wprowadzanie wybiórczych promocji na słabiej sprzedające się produkty.

Rozwój grupy na zagranicznych rynkach: Według danych podanych przez CFO, CCC zaraportowała na rynku austriackim, niemieckim i tureckim stratę brutto w wysokości około 18 mln PLN. Spółka oczekuje, że rynek austriacki będzie zyskowy na poziomie zysku brutto w 2015 roku. Dodatkowo spółka planuje otwarcie 5-7 sklepów w Bułgarii (nowy rynek CCC) oraz szukanie dalszych możliwości rozwoju w Serbii, na Litwie i w Estonii. Co więcej, spółka rozważa przeprowadzić śladowe otwarcia na rynku rosyjskim lub ukraińskim w 2015 roku. Aktualizacja strategii rozwoju grupy na kolejne lata ma zostać przedstawiona po prezentacji wyników za 2Q'15.

Wolniejsza dynamika sprzedaży, przy zachowaniu mocnych marż

Spółka CCC wygenerowała 203 mln PLN sprzedaży w listopadzie, 12,5% r/r. W okresie od początku roku wzrost sprzedaży wyniósł 21,5% r/r. Grupa CCC osiągnęła pozytywne Ifl jedynie w Polsce (+1,6% r/r) oraz zanotowała spadki w Czechach (-9,9%), na Słowacji (-9,7%) oraz na Węgrzech (-30,7%). Na pierwszy rzut oka jest to relatywnie słaby wynik spowodowany przede wszystkim niesprzyjającymi warunkami pogodowymi (relatywnie ciepła pierwsza połowa miesiąca). Zakładając, że spółka powiększyła swoją sieć sprzedażową o 23% r/r w listopadzie, szacujemy że miesięczna sprzedaż ze średniego metra kwadratowego spadła o 7% r/r. Chcemy zaznaczyć, że mniejsza dynamika sprzedaży w listopadzie sprawia, że cel 2 mld PLN przychodów na koniec roku staje się bardziej odległy (spółka musiałaby zwiększyć swoją sprzedaż w grudniu o 36% r/r – najwięcej w 5-letniej historii. Z drugiej strony brak mocnych promocji pozwoliło spółce zachować dość wysoki poziom marż (szacujemy, że marża brutto na sprzedaży wyniosła 53% w listopadzie), co przy założeniu 68 mln PLN kosztów SG&A/miesiąc powinno dać około 32 mln PLN zysku. Według naszych szacunków spółka wygenerowała 94 mln PLN zysku netto w okresie październik-listopad oraz 204 mln PLN zysku netto w I-XI 2014 roku. Jest to powyżej celu zarządu na poziomie 200 mln PLN zysku netto w 2014 roku oraz nieco poniżej całorocznych oczekiwań rynkowych na poziomie 209 mln PLN EBIT (źródło Bloomberg).

LPP

Dobre wyniki sprzedażowe w październiku

Spółka LPP zaraportowała skonsolidowane przychody ze sprzedaży na poziomie 463 mln PLN, które były wyższe od wyniku osiągniętego w poprzednim roku o 20%. Wartość przychodów wygenerowanych w okresie styczeń – październik 2014 wyniosła ok. 3 823 mln PLN, co stanowi wzrost o 18% R/R. Ponadto spółka szacuje, że osiągnięta marża brutto na sprzedaży wyniosła 62% i była zbliżona do poziomu osiągniętego w poprzednim roku. Uważamy, że spółka LPP zaprezentowała dobre wyniki ze sprzedaży w październiku, które przewyższyły dynamikę wzrostów zarejestrowaną od początku roku o 2,2 p.p. Zakładając wzrost powierzchni handlowej na poziomie 23% r/r (planowana przez LPP dynamika nowych otwarć w 4Q14), szacujemy, że sprzedaż na metr kwadratowy spadła o 8% r/r do 665 PLN (wynik lepszy w stosunku do średniego spadku o 11% w okresie styczeń – październik 2014). Dodatkowo, spółce udało się utrzymać stały poziom marży brutto na sprzedaży w porównaniu do poprzedniego roku, pomimo wzrostu kursu USDPLN w porównaniu z zeszłym rokiem (koszty wytworzenia sprzedanych produktów są denominowane w USD).

Słabe wyniki operacyjne za 3Q'14, dodatkowo zaniżone przez różnice kursowe

Spółka podała słabe wyniki za 3Q'14. Przychody były równe wcześniej zaraportowanym w miesięcznych komunikatach o sprzedaży i wyniosły 1 234 mln PLN (+11% r/r), EBIT wyniósł 134,4 mln PLN (-20% r/r) i był poniżej konsensusu o 6%, zysk netto spadł o 26% do 81,7 mln PLN i był poniżej konsensusu o 23%. Mniejsza dynamika przychodów w kwartale była wynikiem słabszej sprzedaży zaraportowanej w Rosji i na Ukrainie w wyniku dewaluacji RUB i UAH. Spółka zaraportowała również niższą marżę brutto o 0,8 p.p., co było efektem słabszej sprzedaży we wrześniu (+3% r/r), jak również niekorzystnego wpływu kursu USDPLN (koszty wytworzenia sprzedanych produktów są denominowane w USD). Należy zwrócić uwagę na zachowanie pozytywnego trendu spadkowego w SG&A na średnią ilość metrów kwadratowych o 9% r/r do 275 PLN. W kwartale nie było zdarzeń jednorazowych. Pozostałe koszty/przychody operacyjne były zbliżone do wartości osiąganych w poprzednich kwartałach. Jednakże słabsza dynamika przychodów, gorsza marża brutto na sprzedaży spowodowały spadek zysku operacyjnego o 20% r/r. Spółka zaraportowała 39,6 mln PLN w kosztach finansowych, które były efektem niekorzystnych różnic kursowych (wartość ta jest stosunkowo wysoka pomimo przeprowadzenia operacji przeniesienia długu na kapitały własne w 2Q'14). Skutkowało to spadkiem zysku netto o 26% r/r do 81,7 mln PLN. LPP powiększyło swoją powierzchnię handlową o 33% R/R do 678 tys. m². Porównując ten wzrost z dynamiką sprzedaży, spółka odnotowała spadek sprzedaży na metr kwadratowy o 16%, natomiast zaraportowana sprzedaż w sklepach porównywalnych spadła o 6,7% r/r. Dodatkowo słabe wyniki sprzedażowe we wrześniu spowodowały utrzymanie się zapasów na wyższym poziomie, co miało odzwierciedlenie w słabszych przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej.

Plany ekspansji na 2015 rok; według wstępnych szacunków spółki, w przyszłym roku zostanie otworzone 152 tys. m² netto (nie uwzględniając powierzchni z zamkniętych sklepów) vs. 131 tys. m² w tym roku. Tylko 18 tys. m² z nowej powierzchni ma być oddane w Rosji i na Ukrainie (R&U) – jest to liczba już podpisanych kontraktów na nowe powierzchnie, więc może ulec podwyższeniu (dokładniejsze plany dotyczące nowego roku mają zostać podane po wynikach 4Q14). 73 tys. m² z nowej powierzchni ma być dodana w UE, z czego 27 tys. m² (około 10 sklepów)

będzie otwarte w Niemczech. Struktura otwarć w Niemczech będzie podzielona 50/50 na sklepy znajdujące się przy ulicach handlowych (wyższe czynsze, ale także większa sprzedaż z metra) oraz na sklepy znajdujące się w centrach handlowych.

Marża brutto na sprzedaży w 4Q'14 może być niższa R/R; spółka zaraportowała wysoki poziom zapasów na koniec 3Q'14 (słaba sprzedaż nowej kolekcji we wrześniu na poziomie +3% r/r), co połączone z przeciętnymi danymi sprzedażowymi za październik może prowadzić do wprowadzenia aktywnych wyprzedaży w grudniu/styczeniu. Dodatkowym negatywnym czynnikiem, który może mieć wpływ na osiągnięte marże w 4Q'14, jest wzrost kursu USDPLN. Uważamy, że LPP może zaraportować spadek marż r/r w 4Q'14.

Słabe wyniki sprzedażowe za listopad

Spółka zaraportowała 381 mln PLN sprzedaży w listopadzie 2014 (+9% r/r). W okresie od początku roku spółka zaraportowała 4 208 mln PLN (+17% r/r). Marża brutto osiągnięta w listopadzie wyniosła 57% i była niższa o 2 p.p. r/r. Spółka zaraportowała słabe wyniki sprzedażowe, co było spowodowane w głównej mierze deprecjacją RUB oraz UAH r/r (biznes rosyjski i ukraiński odpowiadały za 24,4% przychodów Grupy LPP w okresie 1-3Q'14). Dodatkowo zmniejszeniu uległa marża brutto na sprzedaży, której nie sprzyjało umocnienie się USD względem PLN. Z naszych kalkulacji wynika, że spółka wygenerowała 28 mln PLN EBIT w listopadzie, co daje 118 mln PLN w pierwszych dwóch miesiącach 4Q'14. Zgodnie z naszymi szacunkami EBIT wygenerowany w I-XI 2014 wyniósł 479 mln PLN, co jest 197 mln PLN poniżej całorocznych oczekiwań rynku na poziomie 676 mln PLN EBIT (źródło Bloomberg). Uważamy, że pomimo sezonowo najwyższej sprzedaży w grudniu (średnia 12,3% całorocznych przychodów dla ostatnich 6 lat), całoroczny EBIT będzie poniżej konsensusu rynkowego.

Eurocash

Oczekiwanie na decyzje UOKiK w sprawie przejęcia udziałów w spółce Rogala

Eurocash czeka na decyzję UOKiK w sprawie przejęcia 50 proc. udziałów w spółce Rogala, która prowadzi prawie 47 sklepów pod szyldem Delikatesy Centrum. Placówki spółki działają na terenie trzech województw. Przychody wygenerowane przez spółkę Rogala w 2013 r. sięgnęły blisko 285 mln PLN. Na podstawie podpisanej umowy Eurocash będzie miał prawo powoływania członka zarządu spółki, ale firma i sklepy będą dalej zarządzane przez Rogalów. Firma będzie funkcjonować jako franczyzobiorca Delikatesów Centrum w oparciu o dotychczasową umowę franczyzową oraz o prawa i obowiązki dotyczące wszystkich franczyzobiorców. Dodatkowo uważamy, że przejęcie spółki nie będzie miało znaczącego wpływu na wyniki Grupy Eurocash (przychody przejmowanego podmiotu stanowią około 1,7% przychodów Grupy Eurocash za rok 2013).

Neutralne wyniki za 3Q'14

Wyniki Eurocash za 3Q'14 oceniamy jako neutralne, zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Chcemy zwrócić jednak uwagę na negatywną dynamikę sprzedaży w placówkach porównywalnych sieci Delikatesy Centrum na poziomie -4% r/r w 3Q14 oraz -1% kumulatywnie od początku roku. Spółka zaraportowała 4 508 mln PLN w przychodach (+6% r/r), EBITDĘ na poziomie 113 mln PLN (-2% r/r), EBIT na poziomie 80 mln PLN (-6% r/r oraz zgodnie z oczekiwaniami rynku), oraz spadek zysku netto o 22% r/r do 57,5 mln PLN (5% poniżej oczekiwań rynkowych). Eurocash odnotował wzrost sprzedaży w kanale Cash&Carry (+4,4% r/r, 1% LFL w 3Q'14), segmencie dystrybucji alkoholi (+13% r/r, spowodowany głównie wzrostem akcyzy), segmencie

Delikatesy Centrum (+9,8% r/r, 108 nowych sklepów r/r (+13% r/r), jednak ujemna sprzedaż porównywalna na poziomie 4% r/r), papierosy i produkty impulsowe (+7,1% r/r). Wyższe nakłady na akcje promocyjne w kwartale oraz dalsze nakłady związane z integracją Tradisu, przyczyniły się do wzrostu kosztów sprzedaży o 13% r/r, 7 p.p. powyżej dynamiki przychodów Grupy. Efektem tego był spadek marży EBITDA o 0,21 p.p. r/r do poziomu 2,5% w 3Q'14. Wyższe r/r saldo kosztów finansowych oraz wzrost efektywnej stopy podatkowej z 2% w 3Q'13 do 16% w 4Q'14, przyczyniły się do spadku zysku netto o 22% r/r do 57,5 mln PLN. Eurocash wygenerował 106 mln PLN w przepływach z działalności operacyjnej vs. 90 mln PLN w analogicznym okresie poprzedniego roku. CFO wygenerowany od początku roku wyniósł 195 mln PLN (vs. 400,5 mln PLN w 1-3Q'13) i był niższy ze względu na duże zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w 1Q'14.

Plany na 2015 rok

Eurocash planuje otworzyć 60 sklepów sieci Delikatesy Centrum (DC) w 4Q'14 (62 sklepy otwarte w 1-3Q'14). W przyszłym roku spółka planuje utworzenie 150 nowych sklepów DC oraz 8-10 hurtowni Cash&Carry (C&C). Prezes spółki nie widzi oznak poprawy na rynku dystrybucji i oczekuje utrzymania się spadków sprzedaży w placówkach porównywalnych DC w 2015 roku. W obliczu słabej sytuacji na rynku, zarząd chce się skoncentrować na poprawie efektywności kosztowej placówek DC. Spółka chce również kontynuować wykup franczyzobiorców zapoczątkowany kupnem firmy Rogala (franczyzobiorca, który według zarządu najlepiej zarządza swoimi sklepami DC, osiągając poziom marży EBITDA około 4-5%). Eurocash chce również intensywnie rozwijać format 1minute w dużych miastach. Zarząd przewiduje, że zabiegi mające na celu poprawę efektywności kosztowej Grupy Eurocash w 2015 roku powinny spowodować obniżenie kosztów o około 50 mln PLN. Na polu akwizycyjnym spółka widzi ożywienie, jednakże poziom cen potencjalnych podmiotów nadal odbiega od oczekiwań Eurocash.

Otwarcie sklepów Delikatesy Centrum na stacjach PKN Orlen

PKN Orlen i Grupa Eurocash rozpoczynają współpracę mającą na celu otwieranie małych supermarketów pod marką Delikatesy Centrum na stacjach Orlen. Pierwszy sklep w ramach programu pilotażowego został już otwarty na stacji PKN Orlen w Płocku. Członek Zarządu Eurocash, Pedro Martinho, zaznacza że projekt jest w początkowej fazie rozwoju i koncepcja mniejszego marketu na stacji benzynowej będzie ewoluowała przez kolejny rok. Dwa tygodnie temu PKN Orlen rozpoczął podobną współpracę z Tesco, która zakłada otwarcie 10 pilotażowych sklepów Tesco na stacjach Orlen. Sklepy te mają oferować szeroki asortyment oferujący świeże produkty, w tym owoce i warzywa na wagę. Zaznaczamy, że poprzednie próby wprowadzenia takich sklepów (sklepy Carrefour na stacjach BP oraz sklepy Piotr i Paweł na stacjach Shell), zakończyły się niepowodzeniem.

Finalizacja transakcji z Kolporterem

Grupa Eurocash oraz Kolporter finalizują umowę inwestycyjną zawartą w grudniu poprzedniego roku. W ramach transakcji Kolporter otrzymał 25% + 1 udział w KDWT, w zamian za co wniósł aportem wszystkie udziały do nowo utworzonego podmiotu - Service FMCG. Kolporter wniósł do nowej spółki swój biznes w zakresie dystrybucji wyrobów tytoniowych oraz artykułów spożywczych, napojów i innych artykułów szybkozbywalnych. UOKiK zgodził się na przejęcie przez Eurocash 11 hurtowni tytoniowych Kolportera, wyłączając jedną hurtownię w Sosnowcu, gdzie obie firmy mają bardzo silną pozycję na rynku. W wyniku

transakcji sprzedaż tego segmentu papierosy i produkty impulsowe w Grupie Eurocash powinna przekroczyć 5 mld PLN (około 3 mld PLN wygenerowanych przez KDWT oraz ponad 2 mld PLN dodanych przez Kolportera), a całkowita sprzedaż Grupy z tytułu przejęcia podmiotu, powinna wzrosnąć o około 10% w przyszłym roku. Rentowność EBITDA przejmowanego biznesu to około 1% vs. 2% marży generowanej przez Grupę Eurocash.

Objęcie pakietu mniejszościowego w spółce Frisco.pl

Eurocash poinformował, że w wyniku wykupu akcji dotychczasowych akcjonariuszy Frisco.pl oraz dokapitalizowania spółki obejmie 44% udziałów w spółce Frisco.pl. Wartość transakcji nie została ujawniona. Spółka ma dodatkowo opcję dokupienia udziałów w przejmowanym podmiocie w wyniku czego może stać się udziałowcem większościowym (operacja ta będzie wykonana nie wcześniej niż w przeciągu dwóch lat). Frisco.pl zajmuje się sprzedażą produktów FMCG przez internet i posiada nowoczesną platformę logistyczną. Obecnie spółka działa na rynku warszawskim, a dodatkowe fundusze oraz pomoc ze strony Eurocash mogą przyspieszyć ekspansję biznesu do innych miast. Frisco.pl wypracowało 30 mln PLN zysku w roku 2013 i jeszcze nie osiągnęło progu rentowności. Zdaniem prezesa Frisco.pl biznes potrzebuje większej skali działalności, aby przynosić zyski. Eurocash poprzez przejęcie udziałów we Frisco.pl rozszerza swój biznes o nowy, dynamicznie rosnący segment rynku (zdaniem prezesa Frisco.pl rynek ten rośnie 30-40% w skali roku i ma wartość 400-500 mln PLN), na którym nie był wcześniej obecny. Frisco.pl jest najmniejszym z podmiotów przejmowanych przez Eurocash w tym roku. Skala przychodów osiągnięta przez spółkę podmiot nie będzie miała istotnego wpływu na wyniki Grupy Eurocash. Pozytywnym aspektem transakcji jest poszerzenie biznesu Eurocash o kolejny, dynamicznie rozwijający się segment rynku.

Finalizacja umowy na zakup Inmedio

Na mocy umowy zawartej z HDS Polska, Eurocash nabył 51% udziałów w spółce zarządzającej siecią Inmedio. Sieć ta liczy 410 placówek zlokalizowanych głównie w galeriach handlowych. Przychody sieci zaraportowane w roku 2013 wyniosły ponad 500 mln PLN (3% sprzedaży Grupy Eurocash w 2013 roku). Na podstawie zawartego porozumienia Eurocash posiada pakiet kontrolny w podmiocie, natomiast HDS Polska będzie zarządzało siecią w Polsce. Wiadomość ta była wcześniej ogłoszona i oczekiwana przez rynek.

AmRest

Mocne wyniki 3Q'14

AmRest zaraportował dobre wyniki za 3Q'14, potwierdzając pozytywny trend w wynikach operacyjnych pokazany w 1H'14. Przychody wzrosły o 10% r/r i były na równi z konsensusem, EBIT wzrósł o 63% do 50 mln PLN (+15% vs. konsensus), EBITDA wzrosła o 28% do 100 mln PLN (+6% vs. konsensus), zysk netto wzrósł ponad 3x do 31,6 mln PLN. Znaczna poprawa wyników operacyjnych wynikała w głównej mierze z pozytywnych trendów sprzedaży porównywalnej (LFL) zanotowanych we wszystkich dywizjach, +10% r/r dynamiki nowych otwarć, poprawy efektywności kosztowej w wyniku renegocjacji umów czynszowych oraz mniejszej presji na koszty surowców. Skutkowało to poprawą rentowności zarówno na poziomie EBIT, jak i EBITDA o około 2 p.p. Obecnie Spółka wyceniana jest ze wskaźnikami 20,5x P/E'15 oraz 7,14x EV/EBITDA'15.

Poprawa przychodów R/R. Całkowite przychody Spółki wzrosły o 9,9% r/r, co było zasługą poprawy sprzedaży porównywalnej we wszystkich segmentach operacyjnych. Największy udział we wzroście miała Polska (+9,7% r/r oraz

40% udziału we wzroście przychodów), zaraz po były pozostałe kraje z regionu CEE (+13,3% r/r oraz 25% udziału we wzroście przychodów), natomiast trzeci udział w generowaniu przychodów (18,3%) miał segment nowych rynków (+37,5% r/r). Szczególną uwagę należy zwrócić właśnie na segment nowych rynków (restauracje La Tagiatella w Niemczech, Francji i USA oraz restauracje Blue Frog w Chinach), który rozwija się w bardzo dynamicznym tempie napędzanym głównie przez restauracje Blue Frog w Chinach (dwucyfrowe LFL). Segment rosyjski pomimo dewaluacji rubla r/r był w stanie wygenerować prawie 13% r/r dynamikę sprzedaży (dwucyfrowe pozytywne LFL).

Coraz lepsza kontrola kosztów. Dzięki zabiegom mającym poprawić kontrolę nad kosztami zarządu i sprzedaży Spółka poprawiła marżę EBITDA o 1,8 p.p. r/r. Największe wzrosty EBITDA zostały zanotowane w Polsce, Czechach oraz w pozostałych krajach z regionu CEE i wyniosły odpowiednio 26% r/r, 6,4% r/r oraz 3,4% r/r. Należy zwrócić także uwagę na znaczne zmniejszenie straty w segmencie nowych rynków (-4,4 mln PLN), co było głównie efektem bardzo dobrych wyników restauracji Blue Frog oraz ograniczaniem strat sieci La Tagiatella International poprzez zamykanie nierentownych restauracji. Największy wzrost marży został odnotowany w pozostałych krajach regionu CEE o 6,9 p.p. r/r do 9,3%. Najbardziej rentownym segmentem AmRest pozostaje dywizja hiszpańska z marżą 21,5% (-0,6 p.p. r/r).

Mniejsze ryzyko kontroli sanitarnych w Rosji

Wczoraj wznowiła działalność restauracja McDonald na placu Aleksandra Puszkina w Moskwie, która została zamknięta w wyniku kontroli sanitarnych przeprowadzonych latem. Spółka podała, że planuje również ponowne otwarcie dwóch innych lokali w stolicy Rosji. Rosja wprowadziła intensywne kontrole sanitarne w restauracjach McDonald w bezpośrednim następstwie nałożenia sankcji. W wyniku inspekcji zamknięto kilkanaście restauracji tej sieci. Wzmoczone kontrole stanowiły pewne ryzyko dla restauracji spółki AmRest, która posiada obecnie 85 restauracji KFC oraz 10 restauracji Pizza Hut na tym rynku. AmRest wygenerował 104 mln PLN na rynku rosyjskim (14% całkowitych przychodów) oraz 10 mln EBITDA w 3Q'14. Co więcej, restauracje na tym rynku generują największą sprzedaż na jednostkę w porównaniu z innymi krajami gdzie działa spółka AmRest.

Jeronimo Martins

Biedronka chce wygenerować 11 mld EUR przychodów w 2017 roku

Biedronka opublikowała strategię rozwoju na kolejne lata zakładającą otwarcie przynajmniej 300 nowych sklepów w latach 2015-17 oraz zainwestowanie 700-800 mln EUR, które będą przeznaczone na otwieranie nowych placówek oraz modernizację istniejących sklepów (ok. 40% z zadeklarowanych nakładów inwestycyjnych). Jeronimo Martins postawiło sobie za cel wygenerować 11 mld EUR (9,3% CAGR w latach 2013-2017) przychodów w Polsce w 2017 roku oraz utrzymać marżę EBITDA powyżej poziomu 6,5%. Cel marżowy może być ambitny w obliczu trudnej sytuacji na rynku, wynikającej z jednej strony z obniżającego się indeksu cen artykułów spożywczych, natomiast z drugiej strony utrzymującej się inflacji kosztowej (w okresie 1-3Q'14 Biedronka wygenerowała marżę EBITDA na poziomie 7% vs. 8% w analogicznym okresie roku 2013). Chcąc osiągnąć wyznaczony cel, właściciel Biedronki planuje: i) powiększyć asortyment produktów; ii) zmodernizować wnętrza sklepów; iii) utrzymać pozycję lidera cenowego; iv) utrzymać ekspansję placówek na poziomie 100 nowych sklepów rocznie; v) wprowadzić mocniejszą dyscyplinę kosztową. Wartość generowanej sprzedaży na metr kwadratowy przez sieć Biedronka był na poziomie 5,5 tys. EUR w 2013 roku vs. 5 tys. EUR wygenerowanych przez kolejnego gracza na rynku. Uważamy, że poziom ten będzie ciężki do utrzymania w obliczu dalszej ekspansji sklepów oraz wzmoczonej kanibalizacji placówek.

Biedronka wprowadza własną markę premium

W ramach realizowania nowej strategii, Biedronka zdecydowała się wprowadzić do swoich sklepów produkty premium pod własną marką „La Speciale”. Sieć dyskontów obecnie promuje obecnie około 50 produktów pod nową marką, jednak można oczekiwać, że ich liczba będzie wzrastała z czasem. Pierwsze produkty „La Speciale” mają pojawić się w sklepach Biedronka na początku grudnia. Wprowadzenie marek własnych w segmencie premium pozwala sieciom handlowych powiększanie wartości koszyka zakupowego (wzrost lfls) oraz realizowanie wyższych marż. Zwracamy uwagę, że markę premium „De Luxe” posiada już od dłuższego czasu sieć Lidl. Uważamy również, że nowa marka Biedronki będzie potrzebowała czasu aby zbudować swoją pozycję i rozpoznawalność wśród polskich konsumentów.

Inne

Work Service		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		18,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2014-10-07	
		Cena docelowa:		22,50 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	727,4	918,4	26,2%	1 783,3	94,2%	2 360,9	32,4%	Liczba akcji (mln)	67,4
EBITDA	43,3	52,8	21,9%	91,2	72,7%	134,4	47,4%	MC (cena bieżąca)	1 246,1
marża EBITDA	6,0%	5,7%		5,1%		5,7%		EV (cena bieżąca)	1 382,2
EBIT	39,1	48,0	22,8%	84,1	75,2%	121,9	45,0%	Free float	26,2%
Zysk netto	20,4	26,5	30,0%	40,4	52,7%	66,6	64,9%		
P/E	55,8	43,0		30,8		18,7		Zmiana ceny: 1m	-2,6%
P/CE	46,2	36,3		26,2		15,7		Zmiana ceny: 6m	21,6%
P/BV	9,3	4,8		3,2		2,6		Zmiana ceny: 12m	46,7%
EV/EBITDA	28,8	23,2		15,2		10,8		Min (52 tyg.)	12,1
Dywidenda (%)	0,4	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	20,0

Work Service zakończył z sukcesem proces czterech przejęć i zdobył pozycję lidera rynku usług personalnych w regionie CEE. W kolejnych latach spodziewamy się dalszego wzrostu obrotów przez cross selling wysokomarżowych produktów za granicą (zwłaszcza w zakresie doradztwa personalnego oraz outsourcingu specjalistów z sektorów IT, finanse oraz merchandising i sprzedaż) oraz wykorzystanie istotnych niedoborów pracowników na rynku niemieckim. Przełoży się to na spadek udziału pracy tymczasowej w strukturze obrotów i na wzrost sprzedaży zagranicznej, co przyniesie poprawę rentowności operacyjnej Work Service z 4,7% w 2014 do 6,4% w 2018 r. Wyjście z Polski przełoży się także na skrócenie cyklu konwersji gotówki oraz obniżenie się ekspozycji na ryzyko zmian regulacyjnych. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Wyniki za 3Q'14

Work Service raportował wyniki zgodne z naszymi oczekiwaniami. Obroty w 3Q'14 wyniosły 488,3 mln PLN vs. 477 mln PLN oczekiwane przez nas. Work Service rozpoczął konsolidację wyników spółki niemieckiej (co powinno budzić optymizm), dzięki czemu udział Polski w strukturze sprzedaży spadł w okresie do 53,9% vs. 78,1% w 3Q'13. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 11,1% vs. 11,3% naszych estymacji, co Spółka nadrobiła nieco mniejszymi kosztami SG&A (w 3Q'14 na poziomie 32,4 mln PLN vs. 33,1 mln PLN oczekiwane). Work Service zaksięgował 0,4 mln PLN kosztów netto na pozostałej działalności operacyjnej. EBIT wyniósł w omawianym okresie 21,1 mln PLN i był zgodny z naszą prognozą na poziomie 20,9 mln PLN. Marża EBIT wyniosła

4,32% vs. 4,15% w poprzednim kwartale. Koszty finansowe netto wyniosły 6,5 mln PLN (częściowo w wyniku wyceny pozycji bilansowych w walutach obcych jako niezrealizowane różnice kursowe w wysokości 0,6 mln PLN). Podatek wyniósł więcej od oczekiwań (3,7 mln PLN vs. 3,1 mln PLN). Istotnie wyższe od naszych oczekiwań były udziały mniejszości w zysku netto, które wyniosły 5,6 mln PLN vs. 3,2 mln PLN naszych oczekiwań. CFO w okresie wypadł bardzo dobrze i wyniósł 17,5 mln PLN, głównie dzięki (1) mniejszemu odpływowi gotówki na należności vs. nasze oczekiwania oraz (2) brakowi odpływu gotówki na płatności podatku w okresie. Spółka zapłaciła za zwiększenie udziałów w niemieckim SPV, stąd widzimy w CFI 27,7 mln PLN z tytułu wydatków na aktywa finansowe.

Work Service o planach na 4Q'14 i 2015 r.

Grupa Work Service w 2015 roku planuje kolejne akwizycje. Finansowanie przejęć będzie oparte o środki własne i dług bankowy, Spółka wyklucza kolejną emisję akcji. Ze względu na naszą strukturę właścicielską, kolejne emisje akcji są obecnie niemożliwe do przeprowadzenia – do momentu wyjścia funduszu PineBridge z inwestycji w Work Service nie będzie kolejnej emisji. W sumie 90% środków pozyskanych z ostatniej emisji Spółka spożytkuje na zapłatę za cztery spółki, które przejęli w tym roku. Zarząd woli środki wygenerowane przez Spółkę przeznaczyć na jej rozwój w miejsce dywidendy. Spółka liczy na dobry 4Q'14, zaś w całym roku 2014 WSE zbliży się do 2 mld PLN przychodów. W 2015 r. rozwój organiczny grupy będzie równie dynamiczny jak w 2014 r., WSE ponadto liczy na utrzymanie 20% wzrostu tempa sprzedaży.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:
ABC Data

rekomendacja	Zawieszona
data wydania	2014-12-05
kurs z dnia rekomendacji	3,50
WIG w dniu rekomendacji	53346,86

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2014-06-06	2014-12-05
kurs z dnia rekomendacji	22,10	24,14
WIG w dniu rekomendacji	52901,29	53346,86

Enea

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2014-04-07	2014-06-03	2014-10-31	2014-12-05
kurs z dnia rekomendacji	16,00	16,07	16,00	17,00
WIG w dniu rekomendacji	52660,68	52230,73	53492,00	53346,86

Famur

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2014-05-07	2014-07-23	2014-12-05
kurs z dnia rekomendacji	4,46	3,66	3,16
WIG w dniu rekomendacji	50873,54	51667,60	53346,86

Pekao

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2014-07-14	2014-09-08	2014-11-05	2014-12-05
kurs z dnia rekomendacji	175,00	191,00	178,50	186,45
WIG w dniu rekomendacji	51085,89	54412,52	53905,66	53346,86

PGE

rekomendacja	Redukuj	Sprzedaj	Redukuj	Sprzedaj	Redukuj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2014-03-06	2014-05-07	2014-06-03	2014-09-08	2014-10-07	2014-10-31	2014-12-05
kurs z dnia rekomendacji	18,35	20,30	21,25	22,35	20,21	21,45	20,02
WIG w dniu rekomendacji	52216,05	50873,54	52230,73	54412,52	53992,31	53492,00	53346,86

PKN Orlen

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2014-08-04	2014-12-05
kurs z dnia rekomendacji	36,88	48,03
WIG w dniu rekomendacji	50390,94	53346,86

Tauron

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2014-04-07	2014-06-03	2014-10-31	2014-12-05
kurs z dnia rekomendacji	5,20	5,40	5,17	5,27
WIG w dniu rekomendacji	52660,68	52230,73	53492,00	53346,86

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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

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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie 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, Opono, 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, Opono, 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, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Opono, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, RBL, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

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.).

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez Dom Maklerski mBanku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 7 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 8 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym - w ocenie Domu Maklerskiego mBanku S.A. - Przegląd Miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

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

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 Kliszcz
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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 Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybała@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

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

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl