

poniedziałek, 26 stycznia 2015 | opracowanie cykliczne

Rynek akcji w 2015: strategia inwestycyjna

Rynek akcji, makroekonomia

Wojna na Ukrainie, słabszy wzrost strefy euro, reforma OFE, niekorzystne regulacje w bankach, umorzenia w TFI, niedowarzenie Polski w strategiach zagranicznych banków inwestycyjnych... to otoczenie polskiego rynku akcji w 2014 roku. Mimo tego WIG zakończył rok z wynikiem +0,26%, przy +2,7% dla DAX i -4,6% indeksu MSCI EM.

Oczekujemy, że rok 2015 przyniesie więcej pozytywnych informacji, co znajdzie odzwierciedlenie w rosnących cenach akcji, również na GPW (WIG na koniec roku 60 tys. pkt). Od miesięcy rynki dyskontują te same trendy na USD, surowcach, obligacjach czy akcjach, dlatego uważamy, że obecnie łatwo o zaskoczenia. **W zakładanym przez nas scenariuszu:**

1) Rosja pod wpływem sankcji i kryzysu gospodarczego będzie stopniowo wycofywać się z konfliktu militarnego na Ukrainie.

2) Osłabienie euro (+0,2/0,3% do PKB), spadek cen ropy, a w efekcie pozytywny wpływ na konsumpcję (ta już od kilku kwartałów rośnie o ponad 1% r/r), wprowadzenie QE przez ECB (skup aktywów za 60 mld EUR miesięcznie) oraz złagodzona polityka banków w kwestii udzielania kredytów – w konsekwencji wzrost zainteresowania kredytem inwestycyjnym, spowodują przyspieszenie wzrostu PKB w strefie (q/q).

3) Z drugiej strony pozytywny (i konsensusowy: +2,9% PKB) obraz koniunktury w USA może nadszarpnąć: umocnienie USD, które osłabia eksport oraz spadek cen ropy, który uderza w sektor wydobywczy i sektory powiązane (wpływ na zagregowane wskaźniki dla przemysłu, ISM już w spadkowym momentum, dodatkowo obawy o kondycję spółek wydobywczych w kontekście ich zadłużenia i ewentualnego wpływu bankructw na banki).

4) To oddała w czasie decyzję FED dotyczącą początku cyklu podwyżek stóp procentowych (dopiero końcówka roku). Obecnie kurs EUR/USD znajduje się pod silnymi oporami technicznymi wyznaczonymi przez spadkowy kanał uformowany od 1980 roku. Taki scenariusz makro zahamuje dalsze umacnianie USD (obecnie duża pozycja *long* na USD), pozwoli na odbicie cen na rynkach surowcowych (najwyższa w historii krótka pozycja na miedzi), a także poprawi sentyment inwestorów do rynków wschodzących, w tym mocno eksponowanej na strefę – Polski.

5) W Polsce, pomimo że w ostatnich dwóch kwartałach realny wzrost PKB utrzymywał się w okolicach 3% r/r to nominalny przyrost na przełomie 2014 i 2015 obniży się poniżej 2% (tak niskie odczyty nominalne nie wystąpiły nawet w okresie 2008-09). Ta sytuacja ma istotne przełożenie na wyniki spółek z GPW. Począwszy od 2Q'15 (ożywienie w strefie, osłabienie PLN, rozpoczęcie programów infrastrukturalnych w budownictwie, odbudowa popytu konsumpcyjnego jako efekt niskich stóp procentowych i poprawiającej się sytuacji na rynku pracy) w kolejnych kwartałach zarówno na poziomie wzrostu realnego, jak i nominalnego gospodarka przyspieszy – tym samym wyznaczając „dołek” w cyklu wynikowym.

6) Rok 2015 przyniesie pozytywne zmiany w krajowych funduszach. Na koniec grudnia OFE dysponowały ponad 10 mld PLN w gotówce, w ciągu roku pozyskają netto kolejne 2,8 mld PLN (z dywidendami). W pozytywnym scenariuszu makro nie widzimy uzasadnienia do tego, żeby fundusze sprzedawały akcje (nie ma ryzyka płynności portfela) lub też masowo wychodziły ze swoimi inwestycjami na rynki zagraniczne (ryzyko aprecjacji PLN bez możliwości hedgingu). W ostatnich trzech latach TFI (bez FIZAN) pozyskiwały netto 32 mld PLN, przy czym trafiały one głównie do funduszy dłużnych i pieniężnych. W 2014 fundusze akcyjne/mieszane zanotowały odpływ kapitału na poziomie 0,98 mld PLN vs. +2,9 mld PLN w 2013. W 2015 wartość depozytów gospodarstw domowych przewyższy ich zadłużenie, rynek pracy poprawi się, otoczenie zewnętrzne ustabilizuje się... 0,5% depozytów to 3 mld PLN. Obecnie relacja aktywa TFI vs. depozyty czy PKB jest na najniższym poziomie od 2003-05 roku.

W pozytywnym scenariuszu dla rynku akcji przyjmujemy następujące rekomendacje sektorowe oraz *top picks* dla spółek:

Finanse /przeważają polskie banki od 2Q/ K: PKO BP, Millennium, Erste Bank, Kruk, S: BZ WBK

Paliwa i Chemia /neutralnie/ K: PKN Orlen, Synthos, S: PGNiG

Energetyka /neutralnie/ K: Enea, Tauron, S: CEZ

Surowce /przeważają/ K: KGHM, Bogdanka

Handel /neutralnie/ K: CCC, S: LPP

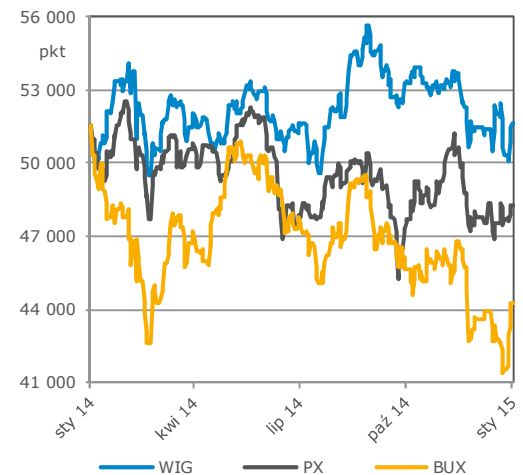
TMT /neutralnie/ K: Asseco Poland, TVN, S: Cyfrowy Polsat

Przemysł /przeważają/ K: Elemental Holding, Famur, Feerum, Hydrotor, Tarczyński, S: Alchemia, AC Auto Gaz, Boryszew, Radpol, PGO

Budownictwo i Deweloperzy /przeważają/ K: Elektrobudowa, LC Corp, Erbud, Elektrotim, Polnord, Capital Park.

WIG 51 680
Średnie P/E 2014 14,7
Średnie P/E 2015 13,1
Średni dzienny obrót (3 m-ce) ... 799 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



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 Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mdm.pl

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

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl

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

Spis treści

1. Rynek akcji.....	3
2. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	16
3. Statystyki rekomendacji.....	17
4. Finanse.....	19
4.1. BZ WBK	19
4.2. Getin Noble Bank	20
4.3. Handlowy	21
4.4. ING BSK	22
4.5. Millennium	23
4.6. Pekao	24
4.7. PKO BP.....	25
4.8. Komercni Bank	26
4.9. Erste Bank	27
4.10. Raiffeisen Bank International	28
4.11. OTP Bank	29
4.12. PZU	30
4.13. Kruk	31
5. Paliwa, Chemia	32
5.1. Ciech	32
5.2. Lotos	33
5.3. MOL	34
5.4. PGNiG.....	35
5.5. PKN Orlen	36
5.6. Synthos	37
6. Energetyka	38
6.1. CEZ	38
6.2. Enea.....	39
6.3. Energa.....	40
6.4. PGE.....	41
6.5. Tauron.....	42
7. Telekomunikacja	43
7.1. Netia	43
7.2. Orange Polska	44
8. Media.....	45
8.1. Agora	45
8.2. Cyfrowy Polsat.....	46
8.3. TVN.....	47
9. IT	48
9.1. Asseco Poland.....	48
10. Górnictwo i Metale.....	49
10.1. JSW	49
10.2. KGHM	50
10.3. LW Bogdanka.....	51
11. Przemysł	52
11.1. Elemental.....	54
11.2. Famur.....	55
11.3. Kernel.....	56
11.4. Kęty	57
11.5. Kopex	58
11.6. Tarczyński.....	59
11.7. Vistal	60
12. Budownictwo.....	61
12.1. Budimex	62
12.2. Elektrobudowa	63
12.3. Erbud	64
12.4. Unibep	65
13. Deweloperzy.....	66
13.1. Capital Park.....	67
13.2. Dom Development.....	68
13.3. Echo Investment	69
13.4. GTC.....	70
13.5. Robyg	71
14. Handel.....	72
14.1. CCC.....	72
14.2. LPP.....	73
15. Inne	74
15.1. Work Service	74

Rynek akcji

2014: hossa w USA, słabość EM i GPW 2015: ?

- **Dynamika zysków i wzrostu gospodarczego w USA** uzasadnia wysoką stopę wzrostu S&P500. Pomimo słabego otoczenia zewnętrznego i reformy OFE, WIG lepszy od MSCI EM. Umacniający się USD obniżał ceny surowców i ceny akcji na EM.
- **Rok 2015 przyniesie stopniowe wygaszanie otwartego konfliktu na Ukrainie.** Otoczenie zewnętrzne będzie się stabilizować. OFE będą mieć neutralny wpływ na rynek. Napływ środków zanotują fundusze akcyjne TFI.
- **Umocnienie USD negatywnie wpływało na wyceny aktywów EM i surowce, a w roku 2015 USD zatrzyma się.**
- **Po obniżkach stóp procentowych przez NBP w marcu, oczekujemy zmiany sentymentu do banków.** Ceny surowców nie będą już spadać, a od 1Q będzie pozytywne momentum wyników spółek wydobywczych.

2014 był rokiem zaskoczeń. Na początku roku dominował silny konsensus wśród banków inwestycyjnych zakładający m.in.: 1) odwrócenie trendu na rynku obligacji, 2) wypłaszczenie dynamiki wzrostu cen na głównych rynkach akcji (0+), 3) stabilne ceny ropy naftowej, 4) nieznaczne umocnienie USD, 5) odbudowanie wzrostu gospodarczego w strefie euro, 6) relatywną słabość EM vs. DM na giełdach. Zrealizował się tylko ostatni punkt, co m.in. znalazło odzwierciedlenie w słabym zachowaniu GPW (WIG +0,26%, WIG20 -3,5%, S&P500 +11,4%, DAX +2,7%, MSCI World +2,9%, MSCI EM -4,6%) – dodatkowo dotkniętej reformą OFE i konfliktem Ukraina-Rosja. Pomimo rekordowo niskich nominalnych stóp procentowych polskie fundusze TFI odnotowały odpływ środków z funduszy akcyjnych i mieszanych na poziomie ok. 1 mld PLN. Relatywna słabość polskiego rynku akcji wynika z kilku czynników, które naszym zdaniem w 2015 roku będą odgrywały mniejsze znaczenie lub całkowicie znikną:

Wojna na Ukrainie – w 1Q'14 nieoczekiwana eskalacja konfliktu rosyjsko-ukraińskiego, a w efekcie nałożenie na Rosję sankcji gospodarczych, spowodowały obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego w całym regionie – w tym w Polsce a także zwiększyło oczekiwaną przez inwestorów zagranicznych premię za ryzyko. W 2015 roku sytuacja na Wschodzie nadal będzie wpływała na otoczenie jednak bardziej w kontekście kryzysu gospodarczego (przewidywalnego) niż w kontekście kryzysu militarnego (nawet w skali regionalnej niszczy on poczucie bezpieczeństwa i tym samym wpływa na skalę inwestycji). Bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest to, że Rosja pod wpływem sankcji i kryzysu gospodarczego będzie wycofywała się z konfliktu militarnego niż że nastąpi jego eskalacja. To zostanie pozytywnie przyjęte przez inwestorów.

Spowolnienie w strefie euro i w gospodarce polskiej – na początku ur. prognozy zakładały, że PKB strefy euro wzrośnie w 2014 roku o 0,9-1,1%, z czego wzrost w Niemczech wyniesie 1,7-2,0%. Kryzys w Rosji, spowolnienie wzrostu w Chinach, brak reform strukturalnych we Francji i Włoszech powodują, że finalne odczyty będą niższe i wyniosą odpowiednio 0,8% i 1,5%. Spowolnienie strefy, szczególnie w Niemczech, oraz zahamowanie eksportu na rynki wschodnie miały również wpływ na rozczarowujące dane makro z gospodarki polskiej, czego efektem były kolejne obniżki stóp procentowych przez NBP. W całym

2015 roku dynamika wzrostu w strefie powinna utrzymać się na zbliżonym poziomie do poprzedniego roku (0,8-0,9% PKB) przy czym w ujęciu kwartalnym momentum będzie się poprawiało.

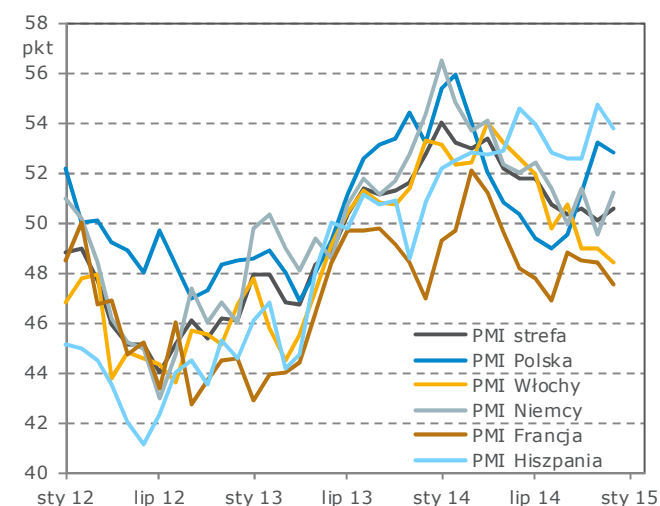
Bilans ECB (mld EUR)



Źródło: Bloomberg

Za poprawą kondycji gospodarki przemawiają: 1) osłabienie euro (+0,2/0,3% PKB), 2) spadek cen ropy i pozytywny wpływ na konsumpcję (ta od kilku kwartałów pozostaje relatywnie silna – wzrost o ponad 1% r/r), 3) wprowadzenie QE przez ECB (skup aktywów za 60 mld euro miesięcznie), 4) złagodzona polityka banków w kwestii udzielania kredytów, a w efekcie wzrost zainteresowania kredytem inwestycyjnym (wzrost r/r w sektorze niefinansowym po raz pierwszy od 2011). W Polsce dodatkowo pojawi się wpływ inwestycji infrastrukturalnych i silnego osłabienia PLN.

PMI w przemyśle dla wybranych krajów UE



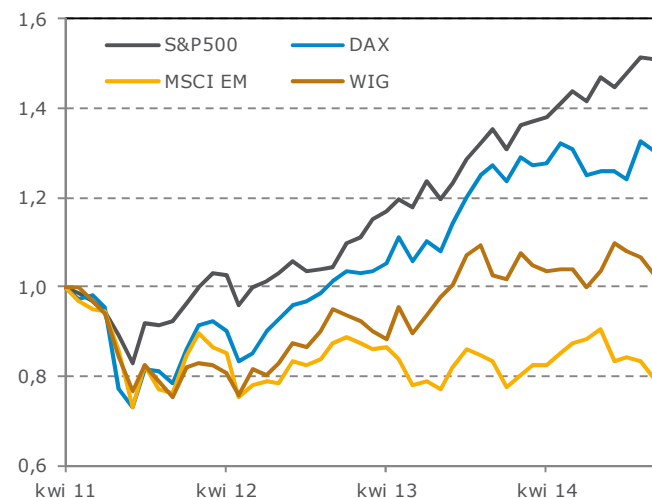
Źródło: Bloomberg

Reforma OFE – aż do końca lipca, do kiedy ubezpieczeni musieli zdecydować o pozostawieniu części składki emerytalnej w OFE lub przeniesieniu jej do ZUS, ważyły się przyszłe losy OFE i tego, jakie fundusze będą miały wpływ na rynek kapitałowy w Polsce. W międzyczasie pojawiały się bardzo negatywne scenariusze (część akcyjna trafia również do ZUS), które co najmniej powstrzymywały inwestorów przed zakupami. W efekcie aktywność na GPW samych OFE

zmniejszyła się, a inwestorzy zagraniczni – oczekując podaży akcji ze strony OFE – negatywnie postrzegali polski rynek. Naszym zdaniem, negatywny wpływ reformy został już przez rynek zdyskontowany. OFE posiadają ponad 10 mld PLN z gotówki i w ciągu roku pozyskają netto kolejne 2,8 mld PLN (łącznie z dywidendami). W pozytywnym scenariuszu makro nie widzimy uzasadnienia do tego, żeby fundusze sprzedawały akcje lub też masowo wychodziły ze swoimi inwestycjami na rynki zagraniczne. W efekcie uważamy, że w 2015 roku OFE pozytywnie wpłyną na ceny akcji z GPW (szerzej na 9 stronie raportu).

Słabość rynków wschodzących – słabszy wzrost gospodarczy, rosnące ryzyko polityczne i osłabienie lokalnych walut powodowały, że w ujęciu globalnym kapitał unikał akcji z rynków wschodzących (wyjątek stanowiły silnie przecenione Chiny). Z danych EPFR wynika, że w 2014 roku z funduszy akcyjnych dedykowanych na EM odpłynęło niespełna 5% AUM, z czego z funduszy dedykowanych na EMEA aż 13%. W tym samym okresie fundusze dedykowane na rynki rozwinięte pozyskały 2% AUM. Pomimo licznych negatywnych czynników lokalnych polskie akcje w ciągu ostatnich dwóch lat zachowują się lepiej niż szerokie indeksy dla EM, również w 2014 roku. Wzrost WIG lokuje się między DAX a MSCI EM, co może uzasadniać tezę, że ze względu na silne powiązania gospodarcze i stabilność polityczną Polska jest postrzegana przez inwestorów zagranicznych jako kraj na granicy państw rozwiniętych i wschodzących.

WIG na tle głównych indeksów

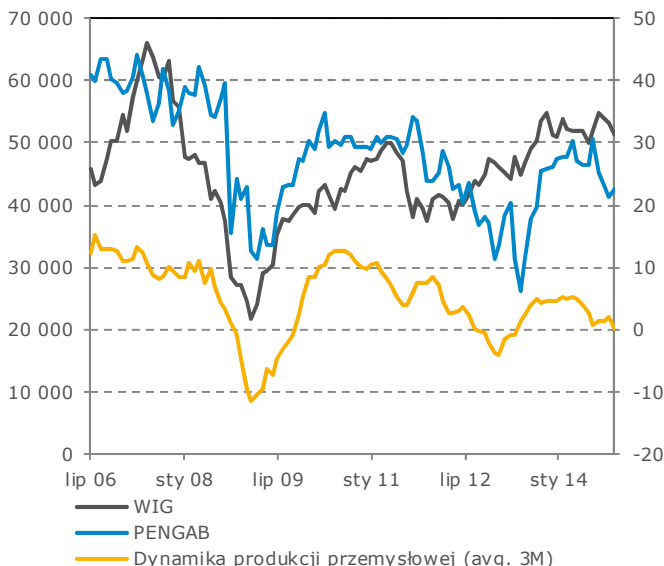


Źródło: Bloomberg

Największe sektory w WIG: banki i spółki surowcowe pod presją podażową – słabszy niż prognozowano wzrost gospodarczy, niekorzystne regulacje obniżające wyniki oraz oczekiwanie na obniżki stóp procentowych (zawężające marżę odsetkową) powodowały, że konsensus prognoz dla banków był systematycznie obniżany. Spadek cen surowców (efekt m.in. nadpodaży i wolniejszego wzrostu PKB w Chinach) obniżał wyceny spółek wydobywczych. Oba sektory to 49% wartości indeksu WIG20 (z czego banki stanowią 38%). Oczekiwana przez nas obniżka stóp procentowych (marzec, 50 p.b.) powinna wyznaczyć dno w momentum obniżania przez analityków prognoz dla sektora. Według naszych szacunków konsensus powinien obniżyć się o ok. 10-12% vs. obecne poziomy. Naszym zdaniem istotny wpływ na spadek cen wszystkich surowców mają przede wszystkim umocnienie USD oraz coraz niższe ceny ropy. To wpływa na umarzanie udziałów i zamykanie funduszy dedykowanych na sektor. Biorąc pod uwagę koszty wydobycia ropy, nowych inwestycji oraz fakt, że niskie ceny

powinny przełożyć się na wzrost zużycia paliw oczekujemy, że poziom 45 USD za baryłkę wyznacza dółek cyklu. W ciągu roku ceny będą się stabilizować, stabilizując również ceny metali przemysłowych. Z punktu widzenia polskich spółek wydobywczych, ze względu na osłabienie złotego, ceny sprzedaży pozostaną na poziomie z 3Q'14.

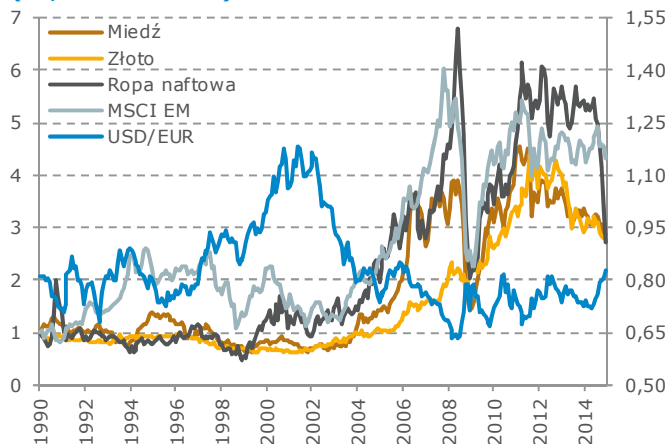
WIG na tle indeksu koniunktury bankowej PENGAB i dynamiki produkcji przemysłowej



Źródło: Bloomberg

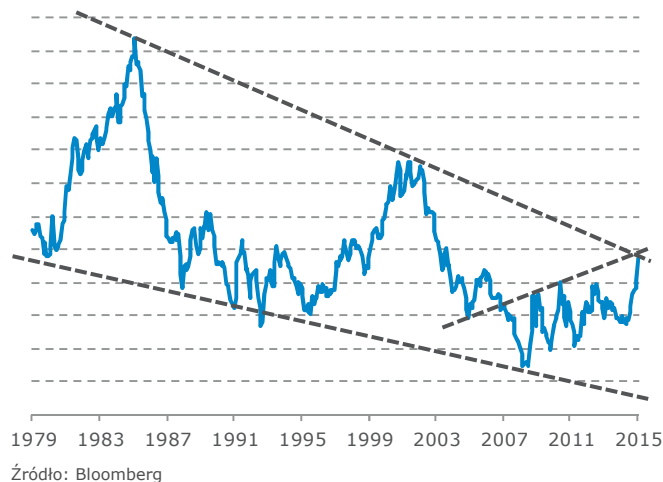
Umocnienie USD – nadal utrzymuje się silna korelacja cen surowców (szczególnie metali przemysłowych i szlachetnych) i trendu na USD. USD jest również wyznacznikiem sentymentu dla rynków wschodzących.

USD/EUR (PS) na tle cen wybranych metali i MSCI EM (LS, rok 1990 = 1)

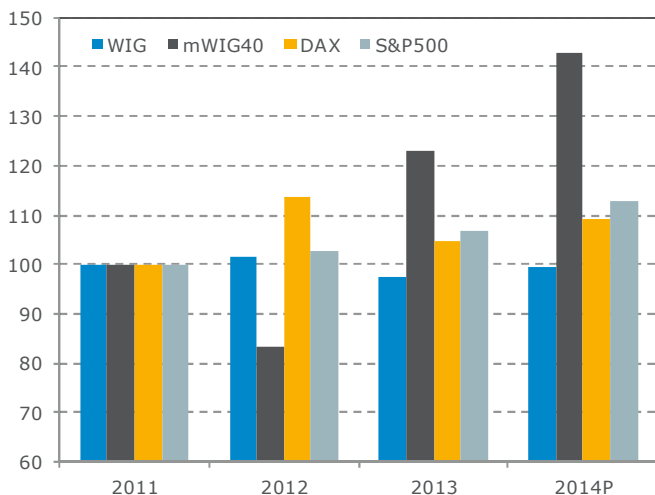


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Relatywnie silny wzrost gospodarczy, niska inflacja, perspektywa normalizacji polityki pieniężnej w USA; w strefie euro niestabilna gospodarka i oczekiwane QE; w Japonii agresywne działania płynnościowe BoJ – powodowały, że USD zyskuje na wartości w relacji do głównych światowych walut. Inwestorzy konsensusowo zakładają utrzymanie tego trendu w 2015 roku (ze wszystkimi konsekwencjami dla surowców i EM).

Długoletni trend euro/USD pod silnym oporem

Zwracamy jednak uwagę, że obecny poziom notowań euro/USD znajduje się pod silnymi oporami technicznymi wyznaczonymi przez spadkowy kanał uformowany od 1980 roku. Co musiałoby się wydarzyć, żeby aprecjacja USD została zahamowana? Europejskie QE odnosi sukces i gospodarka strefy zaczyna rosnąć szybciej niż oczekują tego inwestorzy (+0,8% r/r). Z kolei oczekiwania tempa wzrostu dla USA są zbyt optymistyczne (+2,9%, szerzej na 6 stronie raportu). Jednocześnie inwestorzy niedoszacowują CPI w USA (+0,2%), który wraz z osiągnięciem przez gospodarkę wysokiego wykorzystania mocy wytwórczych i poprawy sytuacji na rynku pracy powoli zaczyna wywierać presję płacową. W takim scenariuszu inwestorzy zagraniczni powinni powrócić na GPW.

EBITDA spółek wchodzących w skład indeksu (rok 2011 = 100)**Niższa dynamika wzrostu zysków spółek na GPW niż spółek z DAX, a S&P500 poza konkurencją**

– słabsze zachowanie WIG vs. główne indeksy rynków rozwiniętych uzasadniał również poziom zysków spółek wchodzących w ich skład. Jak widać z wykresu obok w ostatnich czterech latach skumulowana wartość EBITDA w poszczególnych latach dla S&P500 wyraźnie rośnie, dla DAX (pomimo słabości strefy euro) również utrzymuje trend wzrostowy, a dla WIG obniża się. Jest to w dużej mierze spowodowane słabszymi wynikami spółek o największej kapitalizacji – przede wszystkim spółek surowcowych. Warto zwrócić uwagę, że wyniki polskich MidCapów prezentują się zdecydowanie lepiej. Ze względu jednak na ograniczoną płynność obrotu spółki te znajdują się często poza zainteresowaniem inwestorów zagranicznych (z kolei w minionym roku lokalne fundusze akcyjne inwestujące w MidCapy notowały odpływ kapitału). W roku 2015 oczekujemy napływu kapitału do TFI, co w połączeniu z rosnącymi zyskami małych i średnich spółek będzie pozytywnie wpływać na WIG.

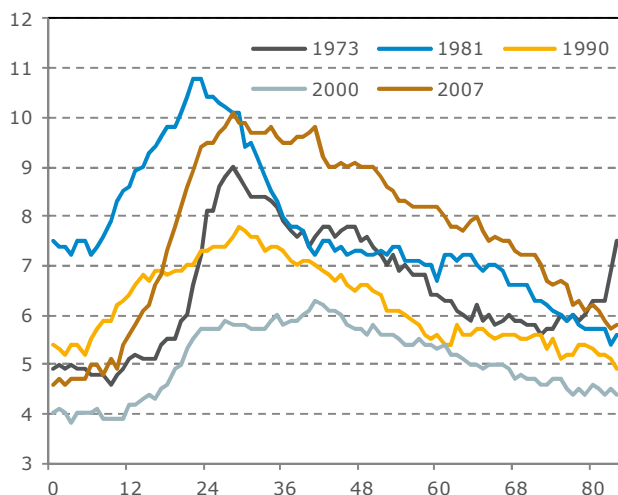
Marginalizacja GPW – wariant czeski i węgierski? – w 2H'14/4Q'14 średnie dzienne obroty na GPW wyniosły 1,56/1,55 mld PLN i były o 10/14,7% niższe niż przed rokiem. Biorąc pod uwagę strukturę obrotu w rozbiciu na klasy klientów rzeczywisty spadek aktywności inwestorów jest dużo większy. Z najświeższych danych GPW wynika, że w 1H'14 udział klientów zagranicznych w obrocie na GPW wynosił 48,7%, krajowych instytucji finansowych 37,8%, a klientów detalicznych 13,5%. W grupie krajowych instytucji finansowych aż 41% stanowią obroty generowane przez animatorów i własną działalność biur maklerskich, co oznacza, że udział OFE i TFI to zaledwie 19,3% obrotu na całym rynku. W strukturze obrotów generowanych przez inwestorów zagranicznych dużą część stanowi również obrót generowany przez własne operacje banków czy zarządzanie pasywne (ETFy, algorytmy, etc.). Oznacza to, że nawet niewielki kapitał spekulacyjny jest w stanie dosyć swobodnie przesuwac rynek w dowolna dla siebie stronę.

Scenariusz makro będzie sprzyjał rynkowi akcji

- Słaby wzrost w strefie euro, spowolnienie wzrostu w USA – ECB rozpoczyna europejskie QE, FED zwleka z podwyżkami stóp.
- FED będzie normalizował politykę monetarną jeżeli gospodarka będzie silna – poza pierwszą reakcją (korekta) to również pozytywny scenariusz dla akcji.
- Nominalny wzrost PKB w Polsce wyraźnie przyspieszy w trakcie 2015 roku, dołek cyklu w 1Q, NBP obniży stopy procentowe w marcu o kolejne 50 p.b.
- Jeżeli nie dojdzie do sytuacji kryzysowych, których obecnie nie jesteśmy w stanie przewidzieć, rysujące się scenariusze powinny nadal skłaniać inwestorów do lokowania kapitału na rynku akcji.

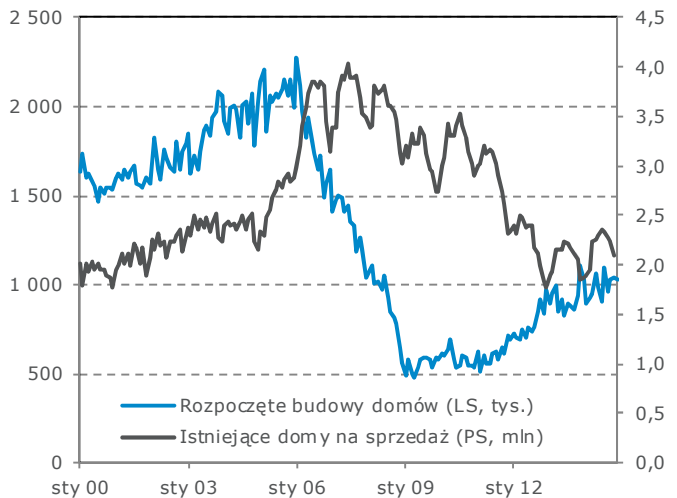
Konsensus banków inwestycyjnych na 2015 rok zakłada kontynuację dobrej koniunktury w USA, czego mniej więcej w połowie roku efektem będzie rozpoczęcie przez FED serii podwyżek stóp procentowych. Podstawowe wskaźniki opisujące rynek pracy w USA osiągnęły cele zakładane przez FED (powoli rośnie nawet wskaźnik partycypacji oraz tygodniowy czas pracy). Na rynku nieruchomości trwa ożywienie, którego analizując historyczne poziomy liczby rozpoczynanych budów (średnio 1,46 mln w latach 1959-2013, obecnie 1,0 mln) czy sprzedanych domów (średnio 746 mln w latach 1992-2013, obecnie 440 mln), potencjał z pewnością jeszcze się nie wyczerpał. Gospodarstwa domowe nadal się delewarują (zadłużenie w relacji do PKB 76% vs. 96% w 1Q'09), a wraz z rosnącymi cenami aktywów (akcje, obligacje, nieruchomości) nastroje konsumencie w dalszym ciągu się poprawiają (Conference Board 92,6 vs. 77,5 przed rokiem). Obecnie wskaźnik Conference Board znajduje się na poziomie sprzed kryzysu 2007.

Stopa bezrobocia w USA w kolejnych cyklach (m-ce)



Źródło: Bloomberg

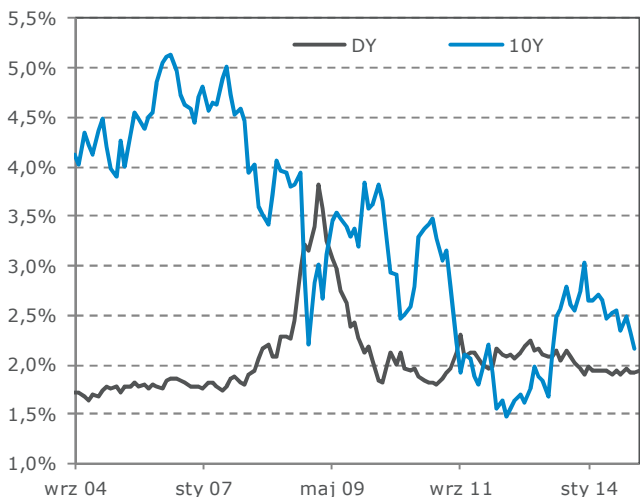
Sytuacja na rynku nieruchomości w USA



Źródło: Bloomberg

Makroekonomiści z Commerzbanku zakładają nawet, że w połowie roku FED włączy „autopilota” co miesiąc podnosząc *FED Funds Rate*, która na koniec roku wzrośnie do 1,5% z obecnych 0,25%. Podwyżki, które oznaczają normalizację stóp procentowych, a nie zacieśnianie monetarne, nie „wykoleją” gospodarki ze ścieżki wzrostu. Przy obecnych rynkowych stopach procentowych rentowność obligacji 10Y jest niższa niż prognozowana stopa dywidendy DY dla indeksu S&P500.

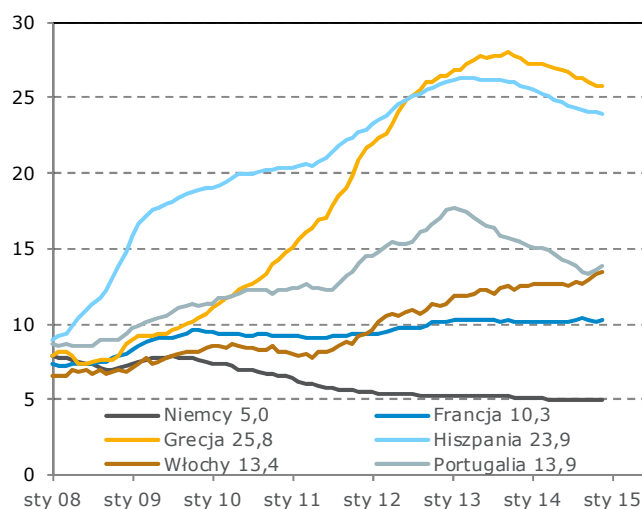
Rentowność obligacji 10Y w USA na tle DY dla S&P500



Źródło: Bloomberg

Pomimo rosnącego bezrobocia we Włoszech i Francji konsensus zakłada, że w strefie euro rozpoczyna się niemrawe ożywienie gospodarcze, które będzie efektem m.in. słabszego euro oraz reform przeprowadzonych w niektórych krajach peryferyjnych (Hiszpania, Portugalia – zauważalny spadek stopy bezrobocia). Bieżące twarde dane makro jak również wskaźniki wyprzedzające są słabe, dlatego ważnym elementem pozytywnego sentymentu jest QE w wykonaniu ECB (od marca skup aktywów o wartości 60 mld euro miesięcznie). Ważnym elementem w całej układance jest stabilna sytuacja gospodarcza w Chinach.

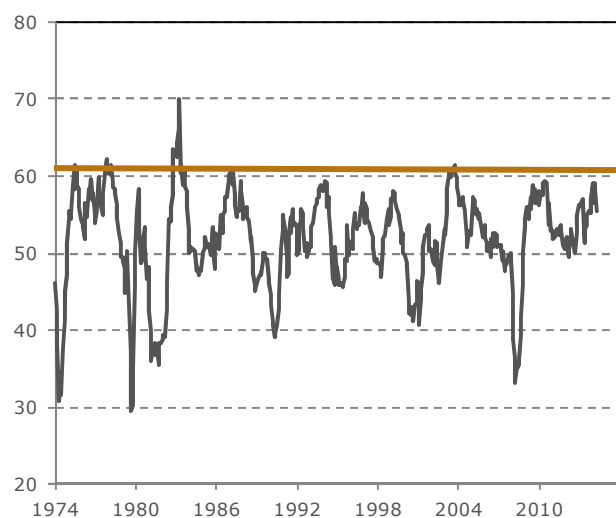
Stopa bezrobocia w wybranych krajach strefy euro



Źródło: Bloomberg

Co konsensus oznacza dla rynku akcji? Biorąc pod uwagę obecny poziom wycen, w ujęciu całorocznym realizacja takiego scenariusza powinna oznaczać pozytywny scenariusz dla rynku w ujęciu globalnym. Rozłożenie w czasie poszczególnych akcentów determinowałoby następujący scenariusz: inwestorzy zdyskontowali już QE w strefie, dlatego jego ogłoszenie jest wykorzystane do realizacji zysków – w kolejnych tygodniach rynki zaczynają „rozgrywać” podwyżki stóp w USA, co wywołuje korektę na głównych indeksach (10-15% na S&P500, DAX). Jej koniec zapoczątkuje kolejną falę wzrostową (gospodarka w fazie wzrostowej, daleko od przegrzania koniunktury) i ustanowienie jeszcze w tym roku nowych szczytów na głównych indeksach.

Cykle na ISM dla przemysłu



Źródło: Bloomberg

Co może zaskoczyć? Nasze wątpliwości budzi przede wszystkim utrzymanie się momentum w gospodarce amerykańskiej. Co może spowolnić wzrost w USA vs. oczekiwania? Otoczenie zewnętrzne dla gospodarki amerykańskiej (koniunktura w strefie i Chinach) jest największym ryzykiem o czym wielokrotnie wspominała J. Yellen. Wyraźnie widać to na wskaźnikach wyprzedzających w przemyśle dla głównych obszarów gospodarczych (czy w najbliższych miesiącach świat będzie równał do USA, czy

odwrotnie?). Warto zwrócić uwagę na to, że wzrost ISM nie jest potwierdzony wybiciem wskaźnika wyprzedzającego opisującego koniunkturę w małych i średnich firmach (NFIB Small Business Optimism). Ponadto, pozytywny obraz koniunktury w USA może zmienić umocnienie USD, które osłabia eksport oraz spadek cen ropy, który uderza w sektor wydobywczy i sektory powiązane (wpływ na zagregowane wskaźniki dla przemysłu, pozytywny wpływ na konsumpcję). Spadek cen ropy budzi również obawy o kondycję spółek wydobywczych w kontekście ich zadłużenia i ewentualnego wpływu bankructw na sytuację w bankach.

ISM Manufacturing na tle NFIB Small Business Optimism



Źródło: Bloomberg

Naszym zdaniem taki scenariusz oznacza płaską korektę na indeksach akcji (reakcja na rozczarowujące dane) i powrót do trendu wzrostowego jako efekt odłożonych oczekiwań na podwyżkę stóp przez FED. USD przestaje się umacniać, co pozytywnie wpływa na ceny surowców i wycen aktywów na EM.

Optymizm konsumentów amerykańskich powrócił do poziomu sprzed kryzysu

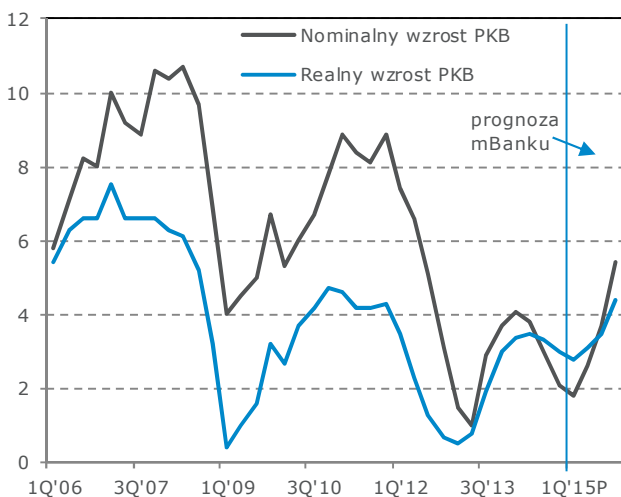


Źródło: Bloomberg

Polska – dynamika wzrostu nominalnego PKB pomoże przedsiębiorstwom

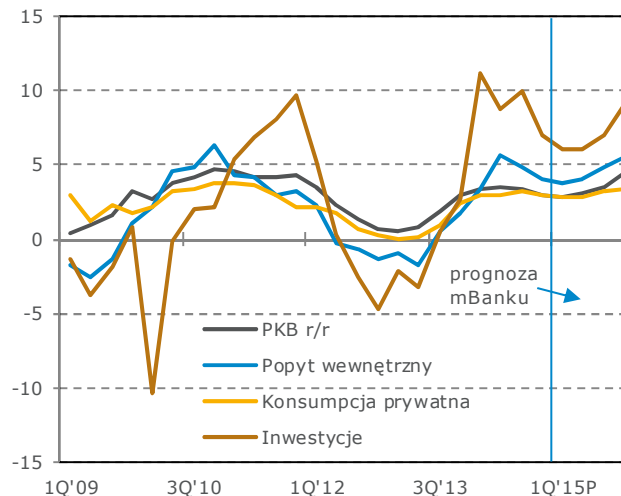
W 2013 roku realny wzrost PKB wyniósł 1,7% po wzroście o 1,8% w 2012. Rok 2014 to już wyraźne przyspieszenie ekspansji gospodarki, która według naszych makroekonomistów wyniesie 3,4%, a w roku 2015 utrzyma się na poziomie 3,5%. Inaczej prezentują się jednak dynamiki w ujęciu nominalnym – mające większy wpływ na dynamiki zysków przedsiębiorstw – szczególnie te prezentowane w ujęciu kwartalnym. Pomimo, że w ostatnich dwóch kwartałach realny wzrost PKB utrzymywał się w okolicach 3% r/r to nominalny przyrost na przełomie lat 2014 i 2015 (IV i I kwartał) obniży się poniżej 2%. Na wykresie nominalnych dynamik rysuje się podwójne dno dla gospodarki wyznaczone na przełomie 4Q'13 i 1Q'14. Tak niskie wzrosty nominalne nie wystąpiły nawet w okresie spowolnienia 2008-09. Ta sytuacja ma istotne przełożenie na wyniki przedsiębiorstw notowanych na GPW.

Dynamika wzrostu realnego i nominalnego PKB Polski



Źródło: mBank SA

Kompozycja realnego wzrostu PKB w Polsce



Źródło: mBank SA

Począwszy od 2Q'15 w kolejnych kwartałach zarówno na poziomie wzrostu realnego, jak i nominalnego gospodarka przyspieszy tempo, co będzie wynikało z kilku czynników: 1) powoli poprawiającej się kondycji gospodarki europejskiej, 2) osłabienia PLN vs. euro i USD, 3) rozpoczęcia programów infrastrukturalnych w budownictwie drogowym, 4) odbudowania się popytu konsumpcyjnego jako efekt niskich stóp procentowych, a przede wszystkim poprawiającej się sytuacji na rynku pracy. Elementem, który będzie nadal negatywnie wpływał na wyniki spółek i PKB w Polsce i regionie będzie pogłębiający się kryzys w Rosji (-4% PKB).

Deflacja, która utrzyma się w Polsce do połowy 2015 roku, działania ECB (QE) oraz negatywny wpływ czynników zewnętrznych na dynamikę wzrostu gospodarczego skłonią NBP do kolejnych obniżek stóp procentowych (50 p.b. w marcu), co pomoże ogólnej koniunkturze, ale będzie miało negatywne przełożenie na wyniki banków (kluczowy sektor na GPW; oznacza to dalsze obniżanie konsensusu prognoz). Pierwszych podwyżek stóp procentowych możemy spodziewać się nie wcześniej niż w 2016 roku. Tak niskie środowisko stóp procentowych powinno mocno stymulować koniunkturę w sektorze przemysłowym i sektorze budownictwa mieszkaniowego.

Skąd nowe pieniądze na GPW?

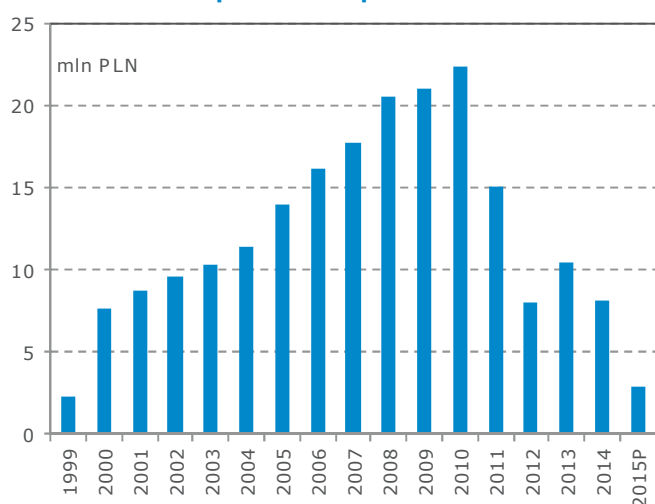
Po bardzo słabym 2014 roku zarówno w krajowych (reforma OFE, odpływy z TFI akcyjnych na rzecz funduszy dłużnych i pieniężnych), jak i w zagranicznych funduszach na region (umacniający się USD to historycznie odpływ kapitału z EM), uważamy że br. przyniesie odwrócenie tej negatywnej tendencji – szczególnie w przypadku TFI.

- „Zreformowane” OFE nie będą już psuć sentymentu.
- Na koniec 2014 roku OFE posiadały 10 mld PLN gotówki – kwestia płynności nie jest już ryzykiem, potencjalnie OFE mogą zainwestować część tych środków, tym bardziej, że...
- ...bilans napływów/odpływów w 2015 roku zamyka się dodatnią kwotą 2,8 mld PLN (z uwzględnieniem dywidend).
- OFE mogły zwiększyć zaangażowanie w akcje zagraniczne w 2014 roku nie czekając na wzrost limitu – obecnie średni udział to 3,7% (a plus akcje zagraniczne notowane na GPW łącznie poniżej 8%).
- Negatywnie czynniki wpływające na sentyment wpłacających oszczędności do TFI nie będą już tak silne, pojawia się coraz więcej argumentów „za” – to będzie przełomowy rok dla TFI akcyjnych.

Analiza przepływów pieniężnych OFE w 2015 r.

Do lipca 2014 do OFE trafiała składka z ZUS na poziomie blisko 1 mld PLN miesięcznie. Od sierpnia, kiedy jedynie 15% ubezpieczonych zdecydowało się pozostawić przyszłe składki w OFE, transfery z ZUS obniżyły się do ok. 240 mln PLN miesięcznie. Zakładając 3% wzrost wartości składki wynikający z rosnących wynagrodzeń, w 2015 roku można oczekiwać, że OFE pozyskają 2,9 mld PLN nowych środków. Dodatkowo, OFE zostaną zasilone 440 mln PLN z tytułu odsetek od posiadanych obligacji, a przede wszystkim 4 mld PLN z dywidend od posiadanych udziałów w spółkach polskich i zagranicznych. Łącznie oczekujemy, że OFE pozyskają w 2015 roku 7,3 mld PLN w gotówce.

Składki i odsetki przekazane przez ZUS do OFE



Źródło: ZUS

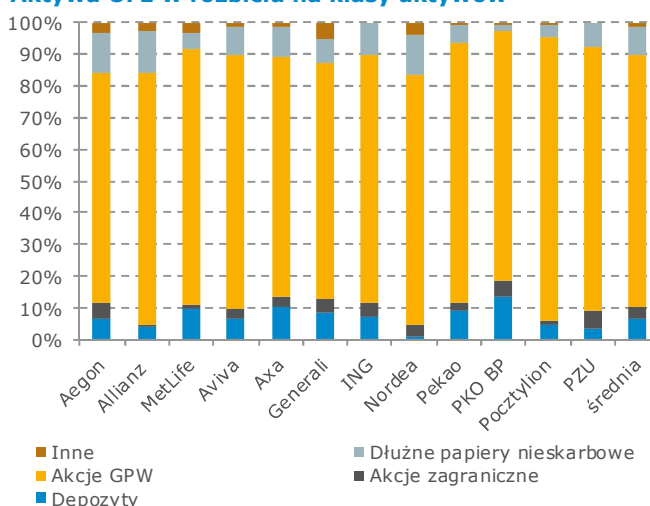
W listopadzie OFE przełały do ZUS pierwszą miesięczną płatność w ramach „suwaka” na kwotę 362,8 mln PLN. Ponadto ZUS został jednorazowo zasilony kwotą 3,3 mld PLN z tytułu przelania środków 1,3 mln ubezpieczonych, którzy w wyniku reformy weszli w okres 10 lat przed emeryturą. Zakładając 3% wzrost wartości świadczenia w ciągu roku, w całym 2015 roku OFE

będą musiały przekazać do ZUS ok. 4,45 mld PLN. Oznacza to, że w 2015 roku przepływy gotówkowe netto (napływy minus odpływy) wyniosą około +2,8 mld PLN. To znacznie mniej niż w poprzednich latach (tylko z tytułu składki z ZUS w latach 2008-10: 21 mld PLN średniorocznie, 2012-14 – dwa etapy reformy: 8,9 mld PLN średniorocznie), ale jest to scenariusz korzystniejszy niż dyskontowany przez inwestorów jeszcze w połowie ur. (odpływ środków netto i konieczność sprzedawania aktywów).

Struktura aktywów OFE i dwa mity

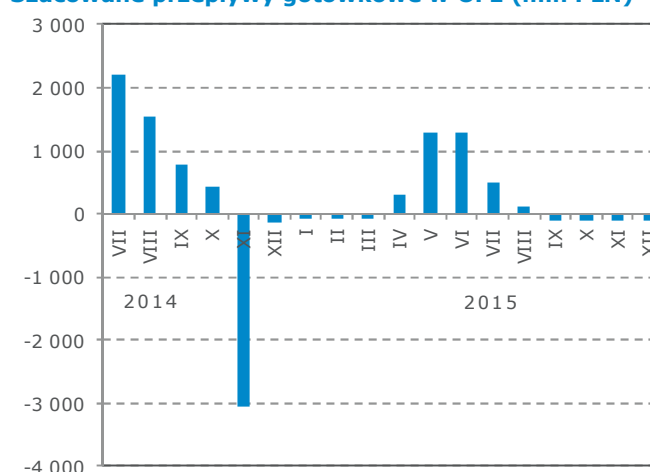
Na koniec grudnia OFE zarządzały kwotą 149 mld PLN, z czego 82,8% ulokowane było w akcjach (79,1% w akcjach notowanych na rynku polskim), 8,6% w nieskarbowych papierach dłużnych, a 6,9% stanowiły depozyty (10 mld PLN). Ze względu na wielkość aktywów utrzymuje się duża koncentracja udziałów – w posiadaniu trzech największych funduszy było 60,1% wszystkich polskich akcji, a w posiadaniu pięciu największych – 74,2%.

Aktywa OFE w rozbiciu na klasy aktywów



Źródło: OFE

Szacowane przepływy gotówkowe w OFE (mln PLN)



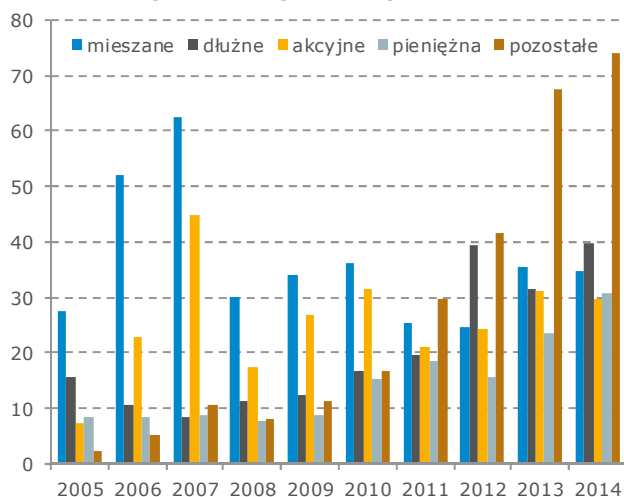
Źródło: OFE

Inwestycje w akcje notowane na innych rynkach niż rynek polski stanowiły zaledwie 3,7%, a po uwzględnieniu akcji zagranicznych notowanych w Polsce poniżej 8%. Biorąc pod uwagę to, że OFE nie mogą zabezpieczać pozycji walutowej, a w dłuższym okresie można oczekiwać aprecjacji PLN, naszym zdaniem przy obecnych wycenach polskich akcji vs. zagraniczne OFE nie będą skłonne istotnie zwiększać zaangażowania na rynkach zagranicznych.

Argumentem przemawiającym za taką tezą jest również to, że zmniejszyło się ryzyko związane z utrzymywaniem płynnego portfela (vs. oczekiwania w połowie 2014 roku), co w łatwy sposób umożliwiło akcje zagraniczne. Skala odpływów z tytułu suwaka jest obecnie przewidywalna (depozyty to 10,3 mld PLN, odpływy do ZUS skumulowane w najbliższych 6 miesiącach to kwota 2,2 mld PLN, z tytułu składki OFE pozyskają 1,45 mld PLN). Ponadto, w segmencie małych i średnich spółek przy obecnie niskiej płynności rynku chęć pozbycia się polskich akcji oznaczałaby istotny wpływ na cenę sprzedaży. W kontekście spodziewanego ożywienia gospodarczego nieracjonalnym byłoby sprzedawanie tanio polskich akcji i kupno akcji zagranicznych wycenianych drożej.

Czynnikami, który w średnim okresie negatywnie wpływały na rynek akcji jest strategiczna decyzja o zmniejszeniu przez OFE alokacji w akcje z obecnych 82,8%. Argumentem za takim działaniem jest chęć zmniejszenia zmienności portfela i ograniczenie profilu ryzyka. Dziś OFE funkcjonują jak fundusze akcyjne, ale nie mają do dyspozycji ważnych instrumentów ograniczających ryzyko (hedging). Z wyjątkiem pojedynczych przypadków w ciągu ostatnich 6 miesięcy, kiedy efekt reformy OFE jest już znany, fundusze nie zmniejszają zaangażowania na rynku akcji. Dlaczego? Oczekując ożywienia w gospodarce sprzedaż akcji po obecnych wycenach wydaje się nieracjonalna, szczególnie w kontekście braku alternatywy inwestycyjnej. Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce jest słabo rozwinięty. Inwestycje zagraniczne to również ryzyko walutowe, w przypadku długu w euro inwestycja sprowadza się praktycznie tylko do zajęcia pozycji na walucie. W długim okresie należy oczekiwać, że fundusze będą się bardziej dywersyfikować, jednak będzie to proces długotrwały, a rok 2015 nie przyniesie w tej kwestii istotnej zmiany.

Struktura aktywów TFI (mld PLN)



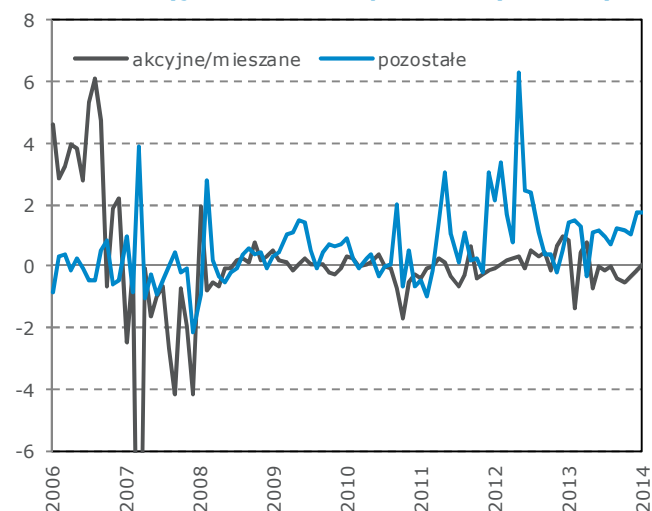
Źródło: IZFA

Czy 2015 przyniesie wreszcie przełom w TFI?

Na koniec grudnia 2014 roku łączne aktywa TFI wyniosły 209 mld PLN z czego fundusze akcyjne zarządzały kwotą 29,7 mld PLN (14,2% udziału, najniższy udział od 2005 roku), a fundusze mieszane 34,9 mld PLN (16,7% udziału). Łączne aktywa oraz zsumowane aktywa funduszy akcyjnych i mieszanych stanowią odpowiednio 5,0/6,0% depozytów gospodarstw domowych i 1,7/2,0% PKB. To poziomy notowane w latach 2003-04.

W ostatnich trzech latach fundusze pozyskiwały netto środki, przy czym trafiały one przede wszystkim do funduszy zamkniętych lokujących inwestycje w aktywa niepubliczne (FIZAN) oraz do funduszy dłużnych i rynku pieniężnego. W roku 2014 fundusze akcyjne zanotowały odpływ kapitału na poziomie 840 mln PLN (do listopada), a fundusze mieszane -135 mln PLN. Dla porównania w 2013 roku, który był lepszy dla rynku akcji, było to +2,9 mld PLN.

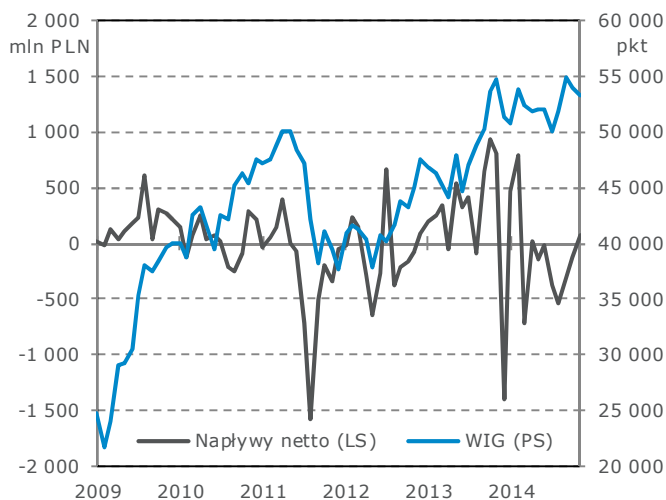
Miesięczne napływy netto do TFI w rozbiciu na fundusze akcyjne/mieszane i pozostałe (mld PLN)



Źródło: IZFA

W 2015 roku będą poprawiać się warunki, od których zależy napływ nowych środków do TFI, w tym do funduszy dedykowanych na rynek akcji. Naszym zdaniem tak korzystne otoczenie dla TFI nie wystąpiło od 2007 roku. Lokowanie oszczędności w aktywa o wyższym ryzyku jest związane z nałożeniem się na siebie kilku elementów z otoczenia zewnętrznego gospodarstw domowych: 1) poczucie bezpieczeństwa (stabilne otoczenie polityczne i społeczne, silny rynek pracy – spadające bezrobocie), 2) nieatrakcyjne inne formy oszczędzania (niskie stopy oprocentowania depozytów, obligacje), 3) dostępne wolne środki (wielkość depozytów, poziom zadłużenia) oraz 4) zachęcające stopy zwrotu z rynku akcji. W roku 2014 pomimo poprawiającej się sytuacji na rynku pracy i zmniejszającego się zadłużenia netto gospodarstw domowych wystąpiły co najmniej kilka czynników, które były negatywne, tj. rosnące realne oprocentowanie depozytów przy spadającej inflacji, hossa na obligacjach oraz wysokie ryzyko i poczucie zagrożenia związane z konfliktem na wschodzie (efektem był m.in. spadek cen akcji). Co przyniesie rok 2015?

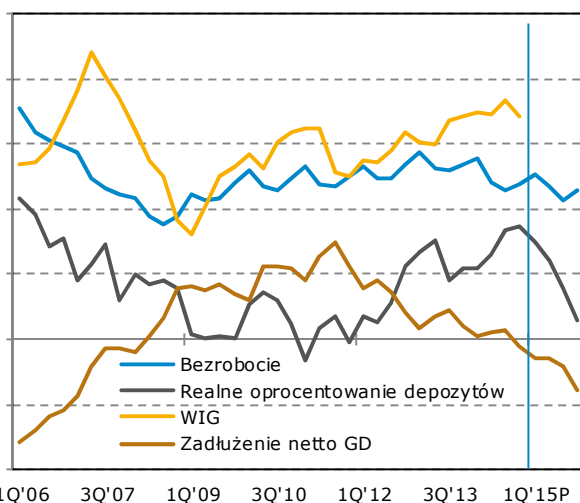
Napływ kapitału do funduszy akcyjnych/mieszanych na tle WIG



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Polityka/otoczenie globalne: Lata 2008-09 to kryzys finansowy związany z upadkiem LB, lata 2010-12 to obawy o bankructwo krajów peryferyjnych i stabilność strefy euro, rok 2013 to początek dyskusji na temat reformy OFE, zaś rok 2014 to z kolei wybuch konfliktu ukraińsko-rosyjskiego. W roku 2015 oczekujemy, że wraz z pogłębiającym się kryzysem gospodarczym w Rosji sytuacja na pograniczu rosyjsko-ukraińskim będzie się stabilizować (prezydent Putin będzie zmuszony zająć się problemami wewnętrznymi), a przynajmniej nie będzie „straszyć” w takiej skali jak w pierwszej połowie 2014. Powracającym czynnikiem ryzyka może być Grecja, jednak działania ECB powinny to ryzyko zneutralizować. Rok 2015 przyniesie dalszy wzrost nastrojów narodowo-nacjonalistycznych (efekt zamachów terrorystycznych i słabej koniunktury w strefie), co w kontekście kolejnych wyborów parlamentarnych poszczególnych krajów będzie rodziło obawy o stabilność strefy – szczególnie jeśli chodzi o Wielką Brytanie (referendum ws. pozostania w UE – nie wcześniej niż w 2016).

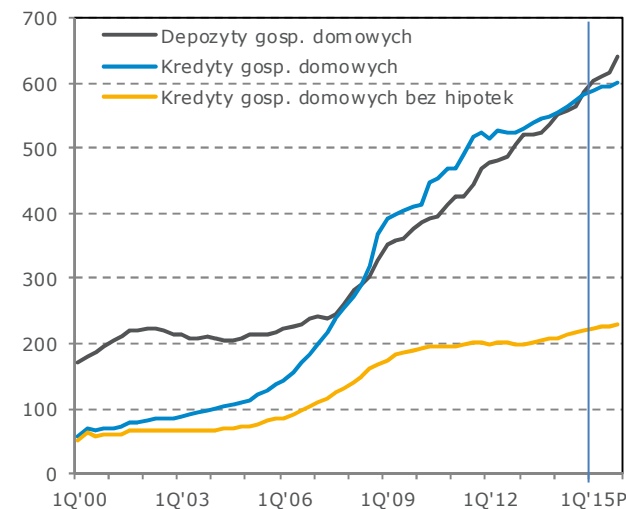
Czynniki determinujące napływy do funduszy akcyjnych



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Zadłużenie gospodarstw domowych: W 3Q'11 różnica między wartością depozytów gospodarstw domowych a zaciągniętymi przez nie kredytami (łącznie z hipotecznymi) wyniosła -74,4 mld PLN. Od tego czasu systematycznie dług netto maleje. Według naszych makroekonomistów na koniec grudnia 2014 wyniesie on +5,6 mld PLN – co oznacza że po raz pierwszy od 1Q'08 gospodarstwa domowe będą miały nadwyżkę środków finansowych. W ciągu roku makroekonomiści szacują, że nadwyżka ta wzrośnie do +39 mld PLN (koniec grudnia 2015). Negatywny wpływ na poziom zadłużenia i skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji i inwestycji będzie miała decyzja Banku Szwajcarii o uwolnieniu CHF.

Relacja kredyty/depozyty gospodarstw domowych w Polsce (mld PLN)

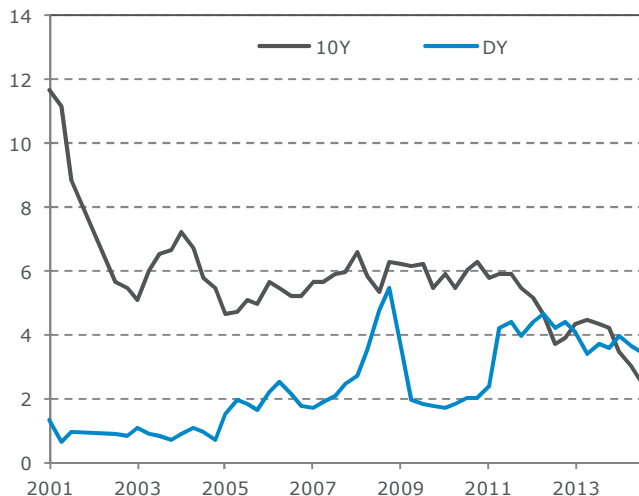


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Rynek pracy: W latach 2006-07, kiedy fundusze akcyjne notowały rekordowe napływy kapitału, stopa bezrobocia w Polsce obniżyła się z 18% do 11%. Począwszy od połowy 2008 do 2013 roku stopa bezrobocia rosła (14,3% w 1Q'13 vs. 8,9% w 3Q'08). Obecnie rynek pracy jest w cyklu rosnącego zatrudnienia i na koniec 2015 roku stopa bezrobocia powinna obniżyć się do 11,4%.

Alternatywa funduszy obligacyjnych i depozytów: W 2013 roku 7,9 mld PLN, a w 2014 11,4 mld PLN (do listopada) nowych środków napłynęło do funduszy dłużnych i pieniężnych. Trwająca od 2011 roku hossa na obligacjach stanowiła realną alternatywę dla rynku akcji. W 2015 roku oczekujemy, że rentowności obligacji osiągną właśnie swoje minimalne poziomy, a od połowy roku zaczną rosnąć. Taki scenariusz był rozpatrywany jak bazowy również w 2014 roku, co jednak okazało się błędem. Obecnie oczekiwany DY dla WIG to 3,4%, a rentowność 10-letnich obligacji wynosi 2,3%. Wraz ze spadającymi stopami procentowymi i powoli odbijającą inflacją realne oprocentowanie depozytów zmniejszy się. Nie zakładamy również dalszej hossy na obligacjach skarbowych.

DY dla WIG na tle rentowności obligacji 10-letnich w Polsce (%)



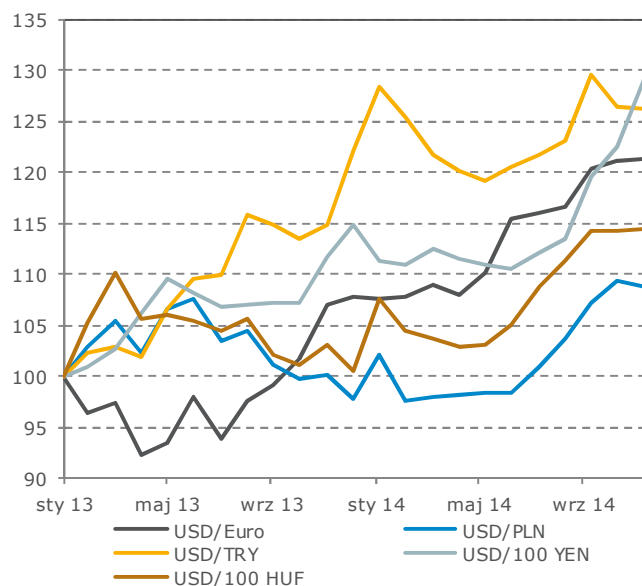
Źródło: Bloomberg

Fundusze zagraniczne niedowierzają Polskę, umorzenia na EM

Wszystkie czynniki (opisane powyżej) negatywnie wpływające na decyzje inwestorów krajowych co do lokowania oszczędności na rynku akcji determinowały również zachowania inwestorów zagranicznych. W większości znanych nam strategii globalnych banków inwestycyjnych zalecenia dotyczące polskiego rynku brzmią: niedowierzaj, co najwyżej neutralnie. Dochodzi do tego jeszcze konsensusowo negatywne nastawienie do rynków wschodzących jako całości, m.in. ze względu na: 1) osłabienie lokalnych walut, szczególnie w relacji do USD i konsekwencje tego trendu na poziomie wskaźników zadłużenia; 2) spadek cen surowców (największe kraje EM to dostawcy surowców z wysokim udziałem sektora wydobywczego w PKB); 3) rosnące ryzyko polityczne (również w regionie CEE).

W efekcie w 2014 roku z funduszy akcyjnych dedykowanych na EM odpłynęło łącznie 5% aktywów, z czego z funduszy dedykowanych na kraje EMEA 13% aktywów.

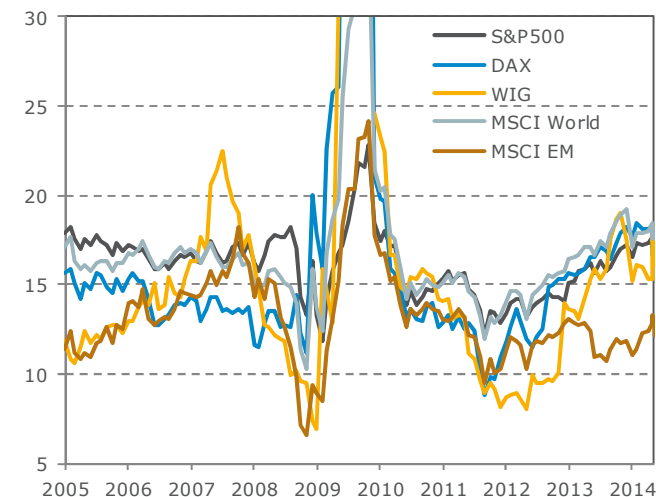
USD vs. wybrane waluty krajów EM i euro



Źródło: Bloomberg

Jeżeli niekonsensusowo sprawdzi się scenariusz, w którym następuje spowolnienie wzrostu w USA, a w Europie rozpoczyna się ożywienie, na rynkach walutowych powinniśmy zobaczyć przynajmniej zatrzymanie aprecjacji USD (europejskie QE jest naszym zdaniem już zdyskontowane). W połączeniu z poprawiającą się dynamiką wzrostu PKB na rynkach wschodzących (z wyłączeniem Rosji -4% i Chin $+6,5\%$) prognozowanym na br. powinno to prowadzić do lepszego zachowania się indeksów akcji EM.

P/E wybranych indeksów na świecie



Źródło: Bloomberg

W trakcie roku inwestorzy zagraniczni zobaczą, że OFE nie są stroną podaźową, a oszczędności gospodarstw domowych napływają do TFI. Oczekiwania co do wyników banków zostaną obniżone, zatrzymanie aprecjacji USD odwróci trend spadkowy spółek surowcowych. Zmieni to postrzeganie polskiego rynku.

Dyskonto wskaźnika P/E dla MSCI EM vs. MSCI World



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

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

Sektory w 2015

Finanse

- Zalecamy selektywne podejście do sektora bankowego w 2015 roku. Oczekujemy spadku zysku polskiego sektora bankowego o około 10% w roku obecnym (bez zdarzeń jednorazowych) oraz znaczącej poprawy wyników banków regionalnych, które w 2014 roku znalazły się pod negatywnym wpływem zdarzeń jednorazowych. Niemniej jednak, przecena spółek finansowych przez ostatnie 12 miesięcy (MSCI Financial indeks -29,5%; WIG Banki -24,2% w USD) naszym zdaniem stwarza okazje inwestycyjne.
- Oczekujemy, iż spadek wyników w polskim sektorze bankowym nastąpi głównie ze względu na kolejne obniżki stóp procentowych, wyższe opłaty BFG oraz niższe opłaty interchange. W bankach regionalnych oczekujemy kontynuacji presji na wyniki w Rosji oraz na Ukrainie oraz stopniowej poprawy wyników w regionie południowej Europy (np. Rumunia).
- Oczekujemy, iż spadek wyników sektora będzie się pogłębiał do 2Q'15 aby następnie notować stopniową poprawę.
- Rynek oczekuje poprawy wyników na poziomie 5% dla roku 2015 w polskich bankach oraz powrotu do rentowności banków regionalnych. Uważamy iż konsensus jest zbyt optymistyczny zaś nasze zagregowane prognozy znajdują się 13% poniżej konsensusu na 2015 rok oraz 6,6% na 2016.
- Kluczowe rekomendacje: PKO BP (kupuj), Bank Millennium (akumuluj), Erste Bank (kupuj) oraz BZ WBK (redukuj). Spoza sektora bankowego rekomendujemy Kruk (kupuj).

Paliwa

- Oczekujemy stabilizacji cen ropy na relatywnie niskich poziomach z uwagi na inercję procesów dostosowawczych po stronie podaży przy braku reakcji OPEC. Dodatkowym negatywnym katalizatorem może być dalsze umocnienie dolara i ewentualne porozumienie z Iranem.
- Otoczenie infekujące rentowność wydobycia jednocześnie bardzo sprzyja sektorowi rafineryjnemu, zarówno poprzez wysokie marże rafineryjne (koszty zużycia własnych, marże na produktach ciężkich i lekkich), jak i efekt elastyczności cenowej popytu. Wsparciem jest także zawężenie spreadu Brent/WTI (poprawa konkurencyjności europejskich instalacji) oraz wysokie dyskonto na mieszance Ural. Bardzo korzystnie wpływa także wysoki kurs USD/PLN, szczególnie przy niskich cenach detalicznych paliw.
- Znaczna poprawa konkurencyjności petrochemii opartej na nafcie dzięki zawężeniu spreadu etan-nafta przy wciąż bardzo pozytywnych tendencjach po stronie popytu i zacieśnianiu bilansu na rynku wobec braku istotnych nowych mocy produkcyjnych. Prognozujemy wzrost marż w segmencie w ujęciu r/r.
- Kluczowe rekomendacje: PGNiG (redukuj), PKN Orlen (akumuluj).

Chemia

- Ceny zbóż się ustabilizowały i wydaje się, że rynek dyskontuje już tegoroczny wzrost zapasów zarówno w przypadku kukurydzy jak i pszenicy. Producenci nawozów nie powinni więc już odczuwać większej presji ze strony spadku siły zakupowej rolników. Wsparciem mogą być spadające ceny gazu.
- Na rynku sody obserwujemy kontynuację pozytywnych tendencji rynkowych, a wzrost benchmarkowych cen o

kilka procent powinien być dla Ciechu dodatkowo wzmocniony wysokim kursem EUR/PLN. Mocny dolar powinien blokować import produktu z USA.

- Synthos korzystać będzie na spadających cenach ropy naftowej, które przekładają się na niższe ceny butadienu, a pośrednio na niższe ceny kauczuków syntetycznych. Różnica cen kauczuków syntetycznych do naturalnych się zmniejsza, co zwiększa zainteresowanie zastosowaniem mieszanek syntetycznej (większa stabilność podczas produkcji). Pozytywny wpływ na Spółkę powinien mieć również kurs walutowy (marża kwotowana w EUR).
- Kluczowe rekomendacje: Synthos (kupuj).

Energetyka

- Ceny energii w regionie znajdują się pod dużą presją taniejącego węgla, a niemiecki benchmark oscyluje wokół 32 EUR/MWh. Nie napawa to optymizmem jeśli chodzi o wyniki CEZ w kolejnych latach (opóźniony wpływ z uwagi na politykę zabezpieczeń). W przypadku polskiego sektora sytuacja wygląda inaczej z uwagi na krótszy hedging oraz premię cenową związaną z wprowadzonymi mechanizmami mocy i brakiem wystarczających połączeń międzysystemowych.
- Istotny wpływ na kształt polskiego sektora może mieć zapowiedziana konsolidacja spółek. Ostatnie spekulacje mówią o konfiguracji ENA/TPE i PGE/ENG. Naszym zdaniem wygranymi tego procesu mogą być akcjonariusze Enei i Tauronu (potencjalne synergije kosztowe, wzmocnienie profilu FCF), a stracić mogą właściciele akcji Energi (istotna zmiana profilu inwestycyjnego).
- W tym roku oczekujemy krystalizacji otoczenia regulacyjnego wokół odnawialnych źródeł energii (nowy system wsparcia) oraz wypracowania założeń nowego modelu w dystrybucji. Jeszcze w pierwszym półroczu rozstrzygnąć powinna się również dyskusja dotycząca uzdrowienia systemu ETS w Parlamencie Europejskim.
- Negatywnym katalizatorem jest zaangażowanie sektora w restrukturyzację górnictwa, szczególnie że w tym obszarze wciąż więcej jest spekulacji niż jasnych deklaracji spółek i resortu skarbu.
- Kluczowe rekomendacje: Tauron (kupuj), Enea (akumuluj), CEZ (redukuj).

Telekomunikacja, Media, IT

- Wysokie wskaźniki penetracji usługami telefonii ruchomej oraz presja na ceny w segmencie mobile B2B, która oprócz wzmożonej konkurencji wynika z trzech powodów: (1) wyższych cen w stosunku do rynku detalicznego, (2) popularyzacji oferty SIM only, (3) masowego przechodzenia klientów do ofert nielimitowanych. Stagnacja w segmencie Internetu stacjonarnego ze względu na spowolnienie wzrostu bazy klientów i delikatną erozję ARPU. Tendencje spadkowe w telefonii stacjonarnej ze względu na istotny odpływ abonentów utrzymują się. Presja na ceny w segmencie usług stacjonarnych (broadband i telefonia stacjonarna) ze względu na pojawienie się nowego gracza (T-Mobile + GTS).
- Na mniej zurbanizowanych terenach Polski operatorzy sieci komórkowych będą świadczyć usługi internetowe, na które popyt rośnie dynamicznie (ruch w Internecie zwiększył się 10x w latach 2013-19). Nasycenie usługami zintegrowanymi w Polsce wynosi 28%, podczas gdy w UE sięga 43%. Ze względu na infrastrukturę w kraju z usług zintegrowanych korzystają głównie konsumenci z terenów miejskich. Wraz z rozwojem Internetu mobilnego dysproporcje powinny zanikać.

- Jednym z najważniejszych wydarzeń na rynku telekomunikacyjnym w 2015 r. będzie aukcja częstotliwości z zakresu 800 MHz i 2 600 MHz, która naszym zdaniem może przynieść nawet 3,3 mld PLN dla budżetu państwa.
- Lekka zmiana nastawienia regulatora do operatora zasiedziałego (przykładem może być zniesienie obowiązku świadczenia usług BitStream Access na obszarze 76 wybranych gmin) co przełożyło się na wzmożoną konkurencję na rynku broadbandu, a dla Orange Polska stanowi zachętę do inwestycji w FTTx.
- Ożywienie na globalnym rynku reklamy i dynamika PKB dla Polski na poziomie ponad 3,0% w 2015 r. powinny przełożyć się na odbicie w reklamie ogółem R/R na poziomie 4%. W rozbiciu na segmenty wzrostów oczekujemy w Internecie oraz w reklamie TV (+5% R/R), spadać w dwucyfrowym tempie będzie reklama w prasie, co wiąże się z dalszymi znacznymi spadkami rozpowszechniania płatnego polskich dzienników ogólnopolskich. Presję na nadawców TV może rodzić polityka nowego inwestora strategicznego w TVN (wśród zainteresowanych są Time Warner i Discovery).
- Nowa ustawa medialna, zgodnie z którą obecny abonament RTV ma zastąpić opłata audiowizualna, będzie wspierać komercyjnych nadawców TV (więcej misyjnego kontentu w TVP przełoży się na mniejsze zainteresowanie reklamodawców).
- W 2015 r. wzrost polskiego rynku IT jest estymowany na 4-5%. Oczekujemy nieznacznego odbicia w segmencie oprogramowania rynku IT w 2015 r., zainteresowaniem cieszyć się będą systemy bilingowe, systemy CRM, oprogramowanie w formie SaaS, systemy dla transportu i medycyny. Najistotniejszym negatywnym trendem w kosztach spółek IT będzie wzrost wynagrodzeń.
- W latach 2014-2020 Polska zainwestuje 82,5 mld EUR z unijnej polityki spójności, co przełoży się na kontakty IT zwłaszcza w administracji publicznej (zwłaszcza w ramach programów „Inteligentny Rozwój”, „Polska Cyfrowa” i „Widza, Edukacja, Rozwój” które w sumie dają 15,5 mld PLN). Środki unijne są teraz dzielone, więc w 2015 r. spodziewamy się fali przetargów dotyczących projektów, których wykonanie będzie możliwe realnie dopiero w 2016 r. Na kilka kwartałów przed przetargami wydatki na IT od administracji publicznej uległy zamrożeniu (największymi dostawcami są matka Asseco Poland i Sygnity).
- Kluczowe rekomendacje: Asseco Poland (akumuluj), TVN (akumuluj), Cyfrowy Polsat (redukuj).

Surowce

- Ceny surowców obniżyły się do poziomu, przy którym część produkcji jest nierentowna i stopniowo będzie wyłączana. Sentyment inwestorów do sektora pozostaje bardzo negatywny. Istotny wpływ na przecenę surowców ma trend na USD i wycofywanie kapitału z funduszy hedgingowych, które poniosły duże straty – przede wszystkim na spadających cenach ropy. Uważamy jednak, że obecne ceny wyznaczają dno cyklu surowcowego.
- Nie widzimy przesłanek fundamentalnych do tak silnej przeceny na rynku miedzi. Za spadek cen do poziomu 5 500 USD/t odpowiada umocnienie USD i spekulacja inwestorów krótkoterminowych (najwyższa krótka pozycja na COMEX w historii), wspierana rosnącymi zapasami metalu na giełdach. Obecnie ceny miedzi obniżyły się do 10% najwyższego cash cost w sektorze. W latach 2008 i 2002 poziom ten wyznaczał „dołek” cenowy, co naszym zdaniem również w tym roku będzie miało miejsce. Jakiegokolwiek pozytywne informacje z rynku metali będą powodowały dynamiczne zamykanie krótkiej pozycji i silny wpływ na ceny metalu.

- Ceny sprzedaży węgla koksowego w pierwszym półroczu pozostaną na bardzo niskich poziomach (120 USD/t). Nieznacznego wzrostu cen spodziewamy się w drugiej połowie roku (125 USD/t w 3Q i 130 USD/t w 4Q), W długim okresie ceny powrócą do 150-160 USD/t. Jest to poziom, który uzasadnia inwestycje odtworzeniowe w sektorze i utrzymanie produkcji. Ceny węgla energetycznego na rynku polskim, na skutek nadpodaży i wysokiego poziomu zapasów, obniżą się jeszcze o 2-3% w roku bieżącym. W roku przyszłym zakładamy ich 1% wzrost.
- W przypadku węgla negatywnie na sentyment do sektora będzie wpływać tocząca się restrukturyzacja kopalni KW, szczególnie w kontekście prowadzonej restrukturyzacji w JSW.

Przemysł

- Oczekujemy wzrostowych wolumenów sprzedaży w przemyśle w wyniku spodziewanej pozytywnej dynamiki wzrostu konsumpcji prywatnej (efekt spadających cen paliw, niższych stóp procentowych w PLN) oraz rosnących inwestycji (nowa perspektywa wydatków z UE).
- Podobnie jak w 2014 tak również w 2015 roku eksporterzy korzystać będą ze słabej PLN do EUR. Branża przemysłowa powinna również odczuć spadek cen ropy naftowej, co przełoży się na niższe koszty logistyki.
- Oczekujemy, że skumulowana wartość EBITDA obserwowanych przez nas spółek przemysłowych wzrośnie w 2015 r. o 6,2% r/r, po 12,1% r/r wzroście w 2014 r. Skumulowana marża EBITDA powinna utrzymać się na zbliżonym poziomie do ubiegłorocznego 10,4% (najwyżej od 2011 roku – wówczas 12,0%). Największy wzrost wyniku EBITDA oczekivalibyśmy w Biomed Lublin, Elemental Holding, Famur, Feerum, Izostal, Orzeł Biały. Wzrost wyniku netto wynikać będzie również z niższych kosztów odsetkowych oraz niższych kosztów wynikających z różnic kursowych (w szczególności w odniesieniu do spółek sprzedających na wschód).
- W 4Q'14 oraz 1Q'15 baza rezultatów spółek przemysłowych jest na wysokim poziomie (w 4Q'13 aż 57% obserwowanych spółek poprawiało rezultaty, a w 1Q'14 aż 66%). Baza rezultatów obniża się w 2Q'14 oraz 3Q'14, dlatego oczekujemy, że poczynając od 2Q'15 spółki przemysłowe powinny znów poprawiać rezultaty.
- Podobnie jak w 2014 roku liczymy, że wiele spółek zdecyduje się na dokonanie akwizycji (najwyższe prawdopodobieństwo przejęcia widzimy w spółkach Alchemia, Amica, Apator, Boryszew, Elemental Holding, Libet, Synthos i Zamet Industry). Obiektem przejęcia mogą z kolei być takie spółki jak Biomed Lublin, Elemental Holding, Oponeo, Pozbud i Tarczyński.
- Wśród najbardziej preferowanych spółek wymienilibyśmy Biomed Lublin, Cognor, Elemental Holding, Famur, Feerum, Hydrotor, Orzeł Biały, Pozbud, Relpol i Tarczyński. Najmniej preferujemy akcje Alchemii, AC Auto Gaz, Boryszewa, Radpol, Patentus, PKM Duda oraz Polskiej Grupy Odlewniczej.
- Kluczowe rekomendacje: Elemental Holding (kupuj), Famur (kupuj), Tarczyński (kupuj)

Budownictwo

- Po szacowanym wzroście EBITDA i zysku netto spółek budowlanych w 2014 r. o odpowiednio 17% i 35%, w 2015 r. prognozujemy dalszy wzrost EBITDA o średnio 17% oraz zysku netto o 32% (EV/EBITDA'15=5,9x, P/E'15=11,5x).
- 2015 rok ma być okresem rekordowych inwestycji w energetyce (21 mld PLN, +45% r/r) i kolejach (9 mld PLN, +28% r/r). Wydatki na budowę i utrzymanie

infrastruktury drogowej powinny się ustabilizować na poziomie około 15 mld PLN), by w 2016 r. powrócić do rekordowych poziomów z lat 2011-2012.

- W oparciu o środki unijne z nowej perspektywy budżetowej stworzone zostały wieloletnie programy inwestycyjne na lata 2014-2020, które zakładają wydatki w kwocie 93 mld PLN w drogach oraz 59 mld PLN w kolejach. Wydatki spółek energetycznych w tym okresie szacujemy na 95 mld PLN. Największy front robót w branży będzie miał miejsce po 2015 r.
- Największy potencjał wzrostu w 2015 r. widzimy w Elektrobudowie, Erbudzie i Elektrotimie.

Deweloperzy

- Otoczenie makroekonomiczne (środowisko niskich stóp procentowych) oraz konkurencyjne (poziom nasycenia rynku, skala walki konkurencyjnej, regulacje prawne) bardziej będą sprzyjały deweloperom mieszkaniowym, stąd zalecamy przeważanie spółek z tego obszaru względem deweloperów komercyjnych.
- Rozliczenie w wynikach bardzo dobrej przedsprzedaży z 2014 r. wpłynęło na wzrost zysku netto deweloperów mieszkaniowych o około 40% w 2015 r. ($P/E'15=15,8x$, $P/BV=0,78x$). Już dziś z dużym prawdopodobieństwem można ocenić, że wynik sektora znacznie wzrośnie również w 2016 r. ze względu na utrzymujące się dobre tempo sprzedaży mieszkań, stopniowy proces konsolidacji rynku oraz szeroki bank ziemi deweloperów ($P/E'16=8,7x$, $P/BV'16=0,74x$).
- W 2015 r. utrzyma się ryzyko utraty wartości portfeli nieruchomości deweloperów komercyjnych, niemniej niska wycena rynkowa spółek ($0,6x BV$) powinna powstrzymać kursy przed silniejszym spadkiem. Potencjał do wzrostu kursów deweloperów komercyjnych kryje się w dużych pojedynczych projektach inwestycyjnych, których precyzyjny termin uruchomienia jest trudny do przewidzenia. Czyni to te spółki bardziej ryzykownymi i jednocześnie potencjalnie bardziej dochodowymi niż spółki z sektora mieszkaniowego.
- Największy potencjał wzrostu w 2015 r. widzimy w LC Corp, Polnordzie oraz Capital Park.

Handel

- Oczekujemy wzrostu wolumenów sprzedaży na polskim rynku handlu detalicznego w wyniku pozytywnej dynamiki konsumpcji prywatnej (+3,1% /r/ vs. 3,0% w roku 2014). Po stronie wartościowej oczekujemy presji ze strony deflacji cen żywności, która powinna się utrzymać przynajmniej do końca 1H'15.
- To będzie trudny rok dla polskiego rynku handlu detalicznego, w którym coraz większe nasycenie placówkami sprzedażowymi oraz środowisko deflacyjne, będą miały odzwierciedlenie w spadku sprzedaży porównywalnej sklepów. Co więcej, podmioty działające na rynku będą w dalszym ciągu zabiegały o klientów poprzez inwestowanie w ceny, co negatywnie odbije się na generowanych marżach.
- Aprecjacja dolara względem złotówki będzie wywierała presję na marże brutto ze sprzedaży spółek, które rozliczają koszty importu towarów w dolarze (CCC i LPP). Natomiast oczekiwane osłabienie się kursu euro do złotówki może pozytywnie wpłynąć na koszty opłat czynszowych.
- W 2015 roku widzimy potencjał wzrostu w CCC (znacznie mniejsza ekspozycja na dolara niż w przypadku LPP oraz dalszy rozwój biznesu na zachodnich rynkach) oraz potencjał do spadku w LPP (blisko 90% ekspozycja COGS na dolara oraz presja na wyniki ze strony biznesu prowadzonego w Rosji i na Ukrainie).

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	Redukuj	2015-01-26	343,15	310,36	343,15	-9,6%	16,5	18,1		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2015-01-26	1,80	2,26	1,80	+25,6%	11,6	16,9		
HANDLOWY	Redukuj	2015-01-26	108,80	95,35	108,80	-12,4%	14,7	17,2		
ING BSK	Trzymaj	2015-01-26	136,50	135,20	136,50	-1,0%	17,3	16,5		
MILLENNIUM	Akumuluj	2015-01-26	7,50	8,36	7,50	+11,5%	14,0	15,9		
PEKAO	Redukuj	2015-01-26	179,00	166,96	179,00	-6,7%	17,5	18,3		
PKO BP	Kupuj	2015-01-26	33,00	38,59	33,00	+16,9%	12,8	15,2		
KOMERCNI BANKA	Redukuj	2014-12-11	4920	4549 CZK	4851	-6,2%	14,5	14,7		
ERSTE BANK	Kupuj	2015-01-26	19,98	25,43 EUR	19,98	+27,3%	-	10,8		
RBI	Kupuj	2015-01-26	10,21	18,27 EUR	10,21	+79,0%	-	8,5		
OTP BANK	Akumuluj	2015-01-26	3779	4048 HUF	3779	+7,1%	-	8,6		
Ubezpieczyciele										
PZU	Trzymaj	2013-11-06	468,00	425,00	508,65	-16,4%	16,0	15,9		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2015-01-26	113,00	143,10	113,00	+26,6%	12,3	11,0		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzymaj	2015-01-26	48,40	46,90	48,40	-3,1%	27,8	15,0	7,5	6,4
LOTOS	Trzymaj	2015-01-08	26,56	26,80	24,74	+8,3%	-	13,8	38,4	7,3
MOL	Akumuluj	2015-01-08	153,60	174,00	154,70	+12,5%	17,6	13,1	5,1	4,7
PGNiG	Redukuj	2015-01-08	4,38	4,03	4,36	-7,6%	10,8	11,6	4,9	5,4
PKN ORLEN	Akumuluj	2015-01-08	49,94	55,50	53,31	+4,1%	-	8,7	-	5,8
POLWAX	Kupuj	2014-11-06	15,05	24,20	16,65	+45,3%	7,7	7,2	7,3	6,4
SYNTHOS	Kupuj	2015-01-26	4,07	5,20	4,07	+27,8%	15,0	12,2	8,8	8,4
Energetyka										
CEZ	Redukuj	2015-01-26	88,30	84,00	88,30	-4,9%	10,5	13,0	6,9	7,6
ENEA	Akumuluj	2015-01-26	16,96	18,00	16,96	+6,1%	8,2	9,5	4,8	5,7
ENERGA	Trzymaj	2015-01-26	23,30	23,40	23,30	+0,4%	9,8	10,9	5,7	6,0
PGE	Trzymaj	2014-12-05	20,02	20,10	19,07	+5,4%	10,2	10,9	4,6	5,7
TAURON	Kupuj	2015-01-26	5,01	6,10	5,01	+21,8%	7,3	8,5	4,3	5,2
Telekomunikacja										
NETIA	Trzymaj	2015-01-26	5,70	5,80	5,70	+1,8%	166,4	99,2	4,8	5,1
ORANGE POLSKA	Trzymaj	2015-01-26	8,20	8,40	8,20	+2,4%	21,0	38,6	3,7	4,3
Media										
AGORA	Trzymaj	2015-01-26	8,35	8,20	8,35	-1,8%	-	-	5,3	6,3
CYFROWY POLSAT	Redukuj	2015-01-26	22,90	21,80	22,90	-4,8%	36,9	18,2	9,9	7,1
GLOBAL CITY HOLDINGS	w trakcie aktualizacji	2014-05-13	34,30	-	41,53	-	-	-	-	-
TVN	Akumuluj	2015-01-26	17,60	19,00	17,60	+8,0%	26,4	15,3	13,6	13,0
IT										
ASSECO POLAND	Akumuluj	2015-01-26	53,80	59,00	53,80	+9,7%	12,5	12,9	7,2	7,1
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	110,00	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	13,60	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Trzymaj	2015-01-26	20,40	27,00	20,40	+32,4%	-	-	4,0	2,8
KGHM	Kupuj	2015-01-26	108,25	127,00	108,25	+17,3%	8,8	10,4	4,6	4,9
LW BOGDANKA	Kupuj	2015-01-26	99,00	121,50	99,00	+22,7%	12,1	11,0	5,4	5,1
Przemysł										
ELEMENTAL	Kupuj	2015-01-08	3,28	4,00	3,43	+16,6%	17,9	14,0	14,2	9,2
FAMUR	Kupuj	2015-01-26	3,28	4,00	3,28	+22,0%	18,4	10,5	6,1	4,8
KERNEL	Trzymaj	2015-01-26	32,48	31,00	32,48	-4,6%	-	7,6	6,1	4,8
KĘTY	Trzymaj	2015-01-26	280,00	275,80	280,00	-1,5%	15,0	13,5	9,0	8,3
KOPEX	Trzymaj	2015-01-26	10,82	11,40	10,82	+5,4%	7,9	14,8	4,4	4,9
TARCZYŃSKI	Kupuj	2015-01-26	12,75	15,00	12,75	+17,6%	15,2	10,0	7,4	6,2
VISTAL	Kupuj	2015-01-26	9,59	16,40	9,59	+71,0%	9,5	7,8	7,7	6,8
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2015-01-26	153,25	162,70	153,25	+6,2%	21,6	20,9	9,1	9,7
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-01-26	81,22	112,90	81,22	+39,0%	14,3	10,4	8,6	6,8
ERBUD	Kupuj	2015-01-22	25,20	34,50	25,86	+33,4%	14,0	11,8	7,1	6,0
UNIBEP	Kupuj	2015-01-22	8,59	10,40	8,60	+20,9%	16,0	12,4	8,9	7,6
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Kupuj	2014-10-22	4,59	6,70	4,15	+61,4%	46,5	26,5	37,0	41,6
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2015-01-26	46,70	57,90	46,70	+24,0%	20,3	15,4	16,0	12,5
ECHO	Kupuj	2014-10-22	6,25	8,00	6,64	+20,5%	5,4	20,2	7,8	26,8
GTC	Kupuj	2015-01-26	4,91	6,60	4,91	+34,4%	-	13,5	-	13,5
ROBYG	Kupuj	2015-01-26	2,16	2,95	2,16	+36,6%	17,0	12,5	12,8	11,0
Handel										
CCC	Akumuluj	2014-12-19	140,00	158,00	149,35	+5,8%	17,5	17,1	20,0	16,7
LPP	Sprzedaj	2015-01-26	7716	6400	7716	-17,1%	35,9	34,8	18,6	19,2
Inne										
WORK SERVICE	Kupuj	2015-01-26	18,11	21,90	18,11	+20,9%	39,9	25,1	15,1	11,7

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia	Cena docelowa	Data wydania
Asseco Poland	Akumuluj	Akumuluj	58,60	2015-01-13
Erbud	Kupuj	Kupuj	34,50	2015-01-22
Elemental	Kupuj	-	4,00	2015-01-08
Lotos	Trzymaj	Trzymaj	26,80	2015-01-08
MOL	Akumuluj	Kupuj	174,00	2015-01-08
PGNiG	Redukuj	Redukuj	4,03	2015-01-08
PKN Orlen	Akumuluj	Akumuluj	55,50	2015-01-08
Unibep	Kupuj	Kupuj	10,40	2015-01-22

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych Z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	1	2,0%	0	0,0%
Redukuj	7	14,0%	4	13,8%
Trzymaj	13	26,0%	7	24,1%
Akumuluj	9	18,0%	5	17,2%
Kupuj	23	46,0%	14	48,3%

Zmiany rekomendacji w Strategii 2015

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Agora	Trzymaj	Redukuj	8,20	2015-01-26
Asseco Poland	Akumuluj	Akumuluj	59,00	2015-01-26
Budimex	Akumuluj	Kupuj	162,70	2015-01-26
BZ WBK	Redukuj	Sprzedaj	310,36	2015-01-26
CEZ	Redukuj	Redukuj	84,00	2015-01-26
Ciech	Trzymaj	Trzymaj	46,90	2015-01-26
Cyfrowy Polsat	Redukuj	Redukuj	21,80	2015-01-26
Dom Development	Kupuj	Kupuj	57,90	2015-01-26
Elektrobudowa	Kupuj	Kupuj	112,90	2015-01-26
Enea	Akumuluj	Trzymaj	18,00	2015-01-26
Energa	Trzymaj	Trzymaj	23,40	2015-01-26
Erste Bank	Kupuj	Trzymaj	25,43 EUR	2015-01-26
Famur	Kupuj	Kupuj	4,00	2015-01-26
Getin Noble Bank	Kupuj	Akumuluj	2,26	2015-01-26
GTC	Kupuj	Kupuj	6,60	2015-01-26
Handlowy	Redukuj	Sprzedaj	95,35	2015-01-26
ING BSK	Trzymaj	Trzymaj	135,20	2015-01-26
JSW	Trzymaj	Trzymaj	27,00	2015-01-26
Kernel	Trzymaj	Trzymaj	31,00	2015-01-26
Kęty	Trzymaj	Trzymaj	275,80	2015-01-26
KGHM	Kupuj	Trzymaj	127,00	2015-01-26
Kopex	Trzymaj	Kupuj	11,40	2015-01-26
Kruk	Kupuj	Kupuj	143,10	2015-01-26
LPP	Sprzedaj	Redukuj	6900,00	2015-01-26
LW Bogdanka	Kupuj	Trzymaj	121,50	2015-01-26
Millennium	Akumuluj	Trzymaj	8,36	2015-01-26
Netia	Trzymaj	Trzymaj	5,80	2015-01-26
Orange Polska	Trzymaj	Redukuj	8,40	2015-01-26
OTP Bank	Akumuluj	Trzymaj	4048,00 HUF	2015-01-26
Pekao	Redukuj	Redukuj	166,96	2015-01-26
PKO BP	Kupuj	Kupuj	38,59	2015-01-26
RBI	Kupuj	Kupuj	18,27 EUR	2015-01-26
Robyg	Kupuj	Kupuj	2,95	2015-01-26
Synthos	Kupuj	Kupuj	5,20	2015-01-26
Tarczyński	Kupuj	Kupuj	15,00	2015-01-26
Tauron	Kupuj	Akumuluj	6,10	2015-01-26
TVN	Akumuluj	Kupuj	19,00	2015-01-26
Vistal	Kupuj	Kupuj	16,40	2015-01-26
Work Service	Kupuj	Kupuj	21,90	2015-01-26

Sektor finansowy

BZ WBK		Redukuj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		343,15 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		310,36 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	3 346,4	4 682,5	39,9%	3 946,8	-15,7%	3 868,8	-2,0%	Liczba akcji (mln)	98,9		
Marża odsetkowa	5,6%	3,9%		3,3%		2,9%		MC (cena bieżąca)	33 947,5		
WNDB	4 136,3	6 089,8	47,2%	6 507,5	6,9%	6 578,2	1,1%	Free float	30,0%		
Wynik operacyjny*	2 194,5	2 670,9	21,7%	3 400,0	27,3%	3 414,2	0,4%				
Zysk brutto	1 704,0	1 969,4	15,6%	2 612,7	32,7%	2 551,5	-2,3%				
Zysk netto	1 367,6	1 611,5	17,8%	1 920,7	19,2%	1 871,1	-2,6%				
ROE	16,8%	11,9%		12,5%		10,8%		Zmiana ceny: 1m	-8,5%		
P/E	18,3	19,9		17,7		18,1		Zmiana ceny: 6m	-4,4%		
P/BV	2,8	2,3		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	-9,2%		
DPS	8,0	7,6		10,7		10,3		Min (52 tyg.)	332,4		
Dyld (%)	2,3	2,2		3,1		3,0		Max (52 tyg.)	422,0		

* przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą negatywną rekomendację dla BZ WBK ze sprzedaj do redukuj, ale jednocześnie obniżamy 9-miesięczną cenę docelową do 310,36 PLN/akcję. Kurs akcji spadł o 29,3% (w USD) przez ostatnie 12 miesięcy wobec spadku indeksu WIG Banki na poziomie 26,2%. Oczekujemy, iż wyniki banku BZ WBK wspierane będą w bieżącym roku przez kolejne zdarzenia jednorazowe takie jak sprzedaż AM czy też sprzedaż biznesu ubezpieczeniowego Aviva chociaż wpływ ostatniej transakcji na wyniki finansowe banku nie został jeszcze przedstawiony. Niemniej jednak oczekujemy, iż wyniki banku w 2015 roku znajdą się pod znaczącą presją, która wywołana będzie przez presję na marżę. Jednocześnie, znaczący wzrost depozytów w 3Q'14 (+18% R/R) powinien pozwolić bankowi uniknąć oczekiwanej przez nas presji związanej z rynkiem depozytów w 2015 roku. Uważamy, iż 7% premia z jaką bank notowany był przez ostatnie dwa lata na wskaźniku 12M forward P/E do polskiego sektora bankowego powinna się zawęzić ze względu na znaczący spadek ROE oraz wskaźników wypłacalności.

Oczekujemy presji na wyniki

Oczekujemy, iż zysk netto spadnie o 5,2% r/r w 2015 roku ze względu na kolejne obniżki stóp procentowych w Polsce oraz wyższe opłaty BFG. Uważamy, iż wysoki udział kredytów konsumenckich znacząco przyczyni się do presji na marżę ze względu na kolejne obniżki stopy lombardowej. Ponadto w odróżnieniu do ostatniego cyklu obniżek stóp w Polsce, uważamy iż przecena depozytów w BZ WBK będzie trudniejsza ze względu na presję otaczającego rynku spowodowaną wzrostem popytu na finansowanie w wyniku deprecjacji PLN względem CHF. Obniżamy nasze prognozy na 2015 rok o 23,0% oraz o 15,7% na 2016 rok. Nasze prognozy znajdują się obecnie 18,5% poniżej konsensusu na 2015 rok oraz 12,1% poniżej na 2016 rok. Jednocześnie zaznaczamy, iż bank powinien zaksięgować znaczący zysk z odsprzedaży udziałów w biznesie ubezpieczeniowym Aviva, który nie został ujęty w naszych prognozach.

Marża pod presją

Dzięki dostosowaniu cen depozytów po stronie przejmowanego Kredyt Banku, BZ WBK nie odczuł obniżki stóp procentowych podczas ostatniego cyklu. W okresie 3Q'12-3Q'13 marża odsetkowa BZ WBK wzrosła o 27 p.b. (pro-forma). Niemniej jednak uważamy, iż w roku 2015 efekty obniżek stóp procentowych będą zdecydowanie bardziej dotkliwe dla banku ze względu na a) wysoki udział kredytów konsumenckich w kredytach ogółem (17% na koniec 3Q'14) i ich wrażliwość na kolejne obniżki stóp procentowych oraz ze względu na b) presję rynku na ceny depozytów w 2015 roku co nie pozwoli bankowi tak efektywnie dostosować strony pasywnej do niższego środowiska stóp procentowych. Dodatkowo, ostatni cykl obniżek stóp procentowych dowiódł, iż przejęty w 3Q'14 SCB jest bardzo wrażliwy na ruchy stóp procentowych. Według naszych szacunków, od końca 2012 roku do końca 2013 roku marża odsetkowa SCB, spadła aż o 155 p.b. Duża wrażliwość wynika ze struktury aktywów SCB, gdzie kredyty wysokomarżowe stanowią aż 52% bilansu. Oczekujemy, iż znacząca presja na marżę pojawi się już w 4Q'14 (-54 p.b. Q/Q) i pozostanie również w 2015 roku (-48 p.b. R/R)

Duża ekspozycja na CHF

Uważamy, iż BZ WBK charakteryzuje relatywnie duża ekspozycja na kredyty hipoteczne denominowane w CHF. Szacujemy, iż na koniec 2014 roku kredyty hipoteczne denominowane w walutach obcych (głównie CHF) stanowiły 17,3% kredytów ogółem. Oczekujemy, iż deprecjacja PLN względem CHF będzie miała negatywny wpływ na wskaźnik wypłacalności w wysokości 73 p.b. Dodatkowo, wzrost RWA na koniec roku oznaczać będzie wyższe koszty BFG w 2016 roku. Jednocześnie uważamy iż nawet po znaczącym wzroście kredytów denominowanych w walutach obcych (w ujęciu PLN) wskaźnik kredytów do depozytów BZ WBK pozostanie na koniec 2015 roku na bezpiecznym poziomie 97%. Ponadto, pomimo spadku współczynnika wypłacalności BZ WBK powinien być w stanie kontynuować swoją politykę dywidendową i wypłacić 50% zysku netto w 2016 roku (dividend yield na poziomie 2,9%).

Wycena z premią

Na wskaźniku 2015 P/E 18,1x BZ WBK notowany jest z 6,3% premią do polskich banków (17,1x). Obecnie uważamy, że bank nie powinien być notowany z tak istotną premią ze względu na niskie współczynniki wypłacalności. Dodatkowo oczekujemy, iż bank charakteryzował się będzie niższym niż średnia wskaźnikiem ROE (10,7% w 2015).

Getin Noble Bank
Kupuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:		1,80 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2015-01-26
	Cena docelowa:		2,26 PLN						
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 348,6	1 297,8	-3,8%	1 436,8	10,7%	1 333,4	-7,2%	Liczba akcji (mln)	2 650,1
Marża odsetkowa	2,4%	2,1%		2,2%		1,9%		MC (cena bieżąca)	4 770,3
WNDB	2 190,8	1 886,0	-13,9%	1 969,7	4,4%	1 882,7	-4,4%	Free float	49,8%
Wynik operacyjny*	1 356,9	1 007,3	-25,8%	1 036,9	2,9%	913,2	-11,9%		
Zysk brutto	409,1	388,0	-5,2%	316,6	-18,4%	258,9	-18,2%		
Zysk netto	333,2	399,7	20,0%	411,3	2,9%	281,8	-31,5%		
ROE	7,9%	8,8%		8,3%		5,3%		Zmiana ceny: 1m	-18,2%
P/E	14,3	11,9		11,6		16,9		Zmiana ceny: 6m	-38,6%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-41,2%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,8
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	3,7

* przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj dla Getin Noble Banku, jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do 2,26 PLN/akcję. Przez ostatnie 12 miesięcy kurs akcji GNB spadł o 51,8% (w USD) dyskontując obawy rynku odnośnie ryzyka podniesienia kapitałów, osłabienia PLN do CHF oraz pogarszającej się perspektywy wyników w kolejnych latach. W naszych prognozach staramy się konserwatywnie podejść do konsekwencji osłabionej waluty, co w praktyce przekłada się na wzrost presji na marżę w banku. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż GNB nadal zasługuje na najwyższe dyskonto do grupy porównawczej ze względu na najniższy poziom ROE oraz wskaźników wypłacalności. Niemniej uważamy, iż rynek zdyskontował już czarny scenariusz w spółce.

Obniżamy nasze prognozy

Znaczące osłabienie PLN do CHF po uwolnieniu kursu CHF przez bank centralny w Szwajcarii skłoniły nas do dalszej znacznej rewizji naszych prognoz dla GNB. Nasze prognozy na 2015 rok obniżyliśmy o kolejne 35,3% zaś na 2016 o 13,1%. Niższe prognozy wynikają nie tylko ze wzrastającej presji na marżę, ale i z wyższego salda rezerw spowodowanego gorszą spłacalnością kredytów hipotecznych. Nasze prognozy znajdują się 35,9% poniżej średnich oczekiwań rynku na 2015 rok oraz 12,0% poniżej na 2016 rok.

Marża odporna na wstrząsy

GNB był jednym z najmniej wrażliwych banków na obniżki stóp procentowych podczas ostatniego cyklu obniżek. Mała wrażliwość wynika z niskiego udziału KW i depozytów bieżących w aktywach (15,8% w 3Q'14) oraz wysokiego udziału niskomarżowych kredytów hipotecznych w kredytach (71,1% w 3Q'14). Niemniej jednak, ze względu na znaczący wzrost portfela kredytowego w 1Q'15 w związku z osłabieniem PLN do CHF oczekujemy, iż GNB będzie raz jeszcze aktywnym graczem na rynku depozytów. Oczekujemy, iż zwiększy to wrażliwość banku na cięcia stóp procentowych odraczając cięcia kosztów finansowych. Oczekujemy, iż marża odsetkowa zanotuje spadek w 4Q'14 oraz 1Q'15, aby następnie stopniowo wzrastać. Prognozujemy marżę odsetkową na poziomie 2,19% w 2014 (+7 p.b. R/R), 1,91% w 2015 (-29 p.b. R/R) oraz 2,23% w 2016 roku (+33 p.b. R/R).

Saldo rezerw ulegnie poprawie

W odpowiedzi na badanie jakości aktywów przeprowadzone przez KNF, saldo rezerw GNB wzrosło o 37,1% Q/Q w 3Q'14. Getin Noble Bank oczekuje, iż saldo rezerw w kolejnym kwartale pozostanie na poziomie nieco wyższym niż w 2Q'14 (163 mln PLN). Zarząd oczekuje, iż podwyższony koszt ryzyka bank zanotuje w hipotekach, zaś stabilny – w kredytach samochodowych oraz w korporacjach. Oczekujemy, iż pomimo znaczącego wzrostu salda rezerw wskaźnik NPL ogółem pozostanie na niezmiennym poziomie 13,7% w 4Q'14. Uważamy, iż spadek wskaźnika NPL w kredytach konsumenckich w roku obecnym (z 35,2% w 2013 do 26,0% w 2014 roku) zrównoważy wzrost w kredytach samochodowych (z 23,8% do 26,6%), hipotekach (z 10,3% do 11,0%) oraz w kredytach korporacyjnych (z 7,6% do 9,7%). W 2015 oraz 2016 roku oczekujemy stopniowej poprawy wskaźnika NPL do poziomu 13,0% w 2015 oraz 12,4% w 2016. Jednocześnie oczekujemy poprawy kosztu ryzyka (do średnich kredytów brutto) z poziomu 138 p.b. w 2014 roku do 122 p.b. w 2015 roku oraz do 118 p.b. w 2016 roku.

Kapitały i dywidenda

Aby wzmocnić swoje wskaźniki wypłacalności Getin Noble Bank zrezygnował z wypłaty dywidendy z zysku netto za 2014 rok. Oczekujemy, iż brak wypłaty dywidendy oraz osłabienie PLN do CHF przełożą się na stabilny poziom wskaźnika wypłacalności Tier 1 w 2015 roku (9,1%). W 2016 roku oczekujemy, iż Getin Noble Bank nadal nie wypłaci dywidendy, co pozwoli wzmocnić wskaźnik wypłacalności Tier 1 do 10% i uniknąć podniesienia kapitału. Niemniej jednak, brak wypłaty dywidendy może spowodować w konsekwencji podaż akcji ze strony OFE.

Wycena z dyskontem

Getin Noble Bank na wskaźniku 2015 P/E 16,9x oraz 2016 P/E 9,8x notowany jest z odpowiednio 1% oraz 29% dyskontem do polskiej średniej na poziomie 17,1x oraz 13,9x. Uważamy, iż tak głębokie dyskonto jest uzasadnione najniższym w sektorze wskaźnikiem wypłacalności Tier 1 (9% w 3Q'14) oraz ROE (8,5% w 2016).

Handlowy		Redukuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		108,80 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2015-01-26
		Cena docelowa:		95,35 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 488,3	1 242,2	-16,5%	1 195,0	-3,8%	1 086,1	-9,1%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,5%	2,8%		2,4%		2,0%		MC (cena bieżąca)	14 215,8
WNDB	2 780,0	2 540,9	-8,6%	2 491,0	-2,0%	2 349,3	-5,7%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 297,1	1 182,2	-8,9%	1 185,7	0,3%	1 048,5	-11,6%		
Zysk brutto	1 239,0	1 218,1	-1,7%	1 190,2	-2,3%	1 017,5	-14,5%		
Zysk netto	970,1	972,7	0,3%	964,6	-0,8%	824,9	-14,5%		
ROE	14,0%	15,3%		13,2%		11,3%		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/E	14,7	14,6		14,7		17,2		Zmiana ceny: 6m	-3,7%
P/BV	1,9	1,9		1,9		2,0		Zmiana ceny: 12m	6,3%
DPS	2,8	5,8		7,2		7,4		Min (52 tyg.)	102,4
Dyid (%)	2,5	5,3		6,6		6,8		Max (52 tyg.)	127,2

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację redukuj dla Banku Handlowego, jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 95,35 PLN/akcję. Przez ostatnie 12 miesięcy kurs Banku Handlowego spadł o 15,2% (w USD) wobec spadku indeksu WIG Banki o 26,2%. Uważamy, iż bank powinien być notowany z premią do sektora ze względu na konserwatywny bilans, wysokie wskaźniki wypłacalności oraz ponadprzeciętną dywidendę. Niemniej jednak, najwyższa wrażliwość na cięcia stóp procentowych będzie negatywnie wpływała na wyniki banku w 2015 roku, kiedy to oczekujemy spadku stóp procentowych o kolejne 50 p.b.

Wyniki pod presją

Oczekujemy, iż zysk netto Banku Handlowego skurczy się o 14,5% w 2015 roku głównie ze względu na niższy wynik odsetkowy (-9,1%) oraz normalizację po stronie salda rezerw. Niemniej jednak, pomimo wzrostu obciążeń z tytułu BFG oczekujemy, iż koszty pozostaną pod kontrolą dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji. Ze względu na wyższą od pierwotnie oczekiwaną presję na marżę odsetkową obniżyliśmy nasze oczekiwania na 2015 rok o 19,0% oraz o 21,9% na 2016. Nasze prognozy znajdują się 6,4% poniżej oczekiwań rynkowych na 2015 rok oraz 11,7% poniżej na 2016.

Wrażliwy na zmiany stóp

Podczas ostatniego cyklu obniżek stóp procentowych Bank Handlowy dowiódł, iż jest najbardziej wrażliwym bankiem na ruchy stóp procentowych. Na każde 100 p.b. obniżki stopy procentowej podczas ostatniego cyklu luzowania polityki monetarnej, marża banku Handlowego spadała średnio o 52 p.b. Wysoka wrażliwość banku Handlowego wynika głównie ze struktury aktywów (30% bilansu to kredyty konsumenckie). Struktura pasywów (28,8% bilansu to depozyty bieżące oraz KW) plasuje Bank Handlowy pośrodku naszej stawki. Niemniej jednak, podczas ostatniego cyklu luzowania polityki monetarnej Bank Handlowy wykazał niechęć do dynamicznego cięcia cen depozytów z obawy o utratę klientów z segmentu affluent.

Oczekujemy, iż podczas obecnego cyklu Bank Handlowy również pozostanie jednym z najbardziej wrażliwych banków na cięcia stóp procentowych szczególnie biorąc pod uwagę wysoki udział kredytów konsumenckich w bilansie. Prognozujemy, iż marża odsetkowa spadnie o kolejne 44 p.b. w 2015, aby się finalnie odbić o 20 p.b. w 2016 r.

Najmniej wrażliwy na umocnienie CHF

Szacujemy, iż udział kredytów hipotecznych denominowanych w CHF w Banku Handlowym jest bliski zeru. Dodatkowo, wzrost presji na ceny depozytów na rynku w wyniku popytu na depozyty banków z dużą ekspozycją na CHF nie powinien stanowić problemu dla Banku Handlowego ze względu na najniższy wskaźnik kredytów do depozytów, który na koniec 3Q'14 wynosił zaledwie 62%. Finalnie, brak ekspozycji na CHF nie przełoży się na znaczący wzrost RWA, co w konsekwencji pozwoli bankowi kontynuować swoją politykę dywidendową. Oczekujemy, iż wypłata 100% zysków za 2014 oraz 2015 roku przełoży się na wskaźnik dividend yield na poziomie odpowiednio 6,8% oraz 5,8%.

Korporacje napędzają kredyty

Bank ma najniższy poziom kredytów do depozytów pośród polskich banków – na poziomie 62% – co powinno go faworyzować w środowisku niskich stóp procentowych i wzrostu gospodarczego. Ze względu na charakter banku oczekujemy poprawy udziału w rynku w kredytach korporacyjnych z poziomu 2,5% na koniec 2013 do 2,9% w 2016 roku. Jednocześnie pozostajemy sceptyczni odnośnie wzrostu kredytów konsumenckich, których udział w portfelu ogółem spadł z poziomu 47% w 2009 r. do 37% w 3Q'14, pomimo silnego wzrostu rynku w ostatnich kwartałach.

Pewna premia uzasadniona, ale obecny poziom zbyt wysoki

Bank Handlowy na wskaźniku 2016 P/E 16,7x notowany jest z 19,7% premią do polskiego sektora. Duża premia odzwierciedla konserwatywny bilans banku (kredyty/depozyty równe 62%), wysoki wskaźnik wypłacalności, a przez to wysoką wypłatę dywidendy (100%). Analizując oczekiwania co do słabej dynamiki zysków w roku obecnym uważamy, iż Bank Handlowy jest notowany ze zbyt dużą premią.

ING BSK
Trzymaj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 136,50 PLN

Cena docelowa: 135,20 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26

(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	2 048,9	2 042,6	-0,3%	2 333,7	14,3%	2 413,0	3,4%	Liczba akcji (mln)	130,1
Marża odsetkowa	2,8%	2,5%		2,5%		2,3%		MC (cena bieżąca)	17 758,7
WNDB	3 209,4	3 245,1	1,1%	3 549,8	9,4%	3 673,6	3,5%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 343,2	1 417,0	5,5%	1 618,3	14,2%	1 647,2	1,8%		
Zysk brutto	1 016,1	1 192,9	17,4%	1 308,3	9,7%	1 326,0	1,4%		
Zysk netto	832,3	961,5	15,5%	1 024,7	6,6%	1 073,7	4,8%		
ROE	11,4%	11,5%		11,6%		11,7%		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/E	21,3	18,5		17,3		16,5		Zmiana ceny: 6m	5,0%
P/BV	2,2	2,1		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	19,2%
DPS	0,0	0,0		4,4		4,7		Min (52 tyg.)	114,6
Dyld (%)	0,0	0,0		3,2		3,5		Max (52 tyg.)	150,5

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla ING BSK, ale obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 135,20 PLN/akcję. Przez ostatnie 12 miesięcy kurs akcji ING BSK spadł zaledwie o 6,7% (w USD) zachowując się znacznie lepiej od indeksu WIG Banki (-26,2%) oraz MSCI EME Financials (-27,1%). Uważamy, iż sentyment odzwierciedla, konserwatywny bilans, wysokie wskaźniki wypłacalności, niską wrażliwość wyniku odsetkowego na zmiany stóp procentowych oraz niską ekspozycję banku na kredyty denominowane w CHF. Pomimo licznych przewag konkurencyjnych uważamy, iż bank jest już adekwatnie wyceniony.

Oczekujemy wzrostu zysku netto w 2015

Oczekujemy, iż zysk ING BSK wzrośnie w 2015 roku o 4,8% R/R, aby następnie przyspieszyć do 18% wzrostu w 2016 roku. Uważamy, że wzrost wolumenów kredytowych w dużej mierze zrekompensuje obniżki stóp procentowych w 4Q'14 oraz 1Q'15, zaś wzrost opłat BFG zostanie po części zrekompensowany przez jednorazowy zysk w wysokości około 90 mln PLN z tytułu sprzedaży PTE. Aby uchwycić podwyżkę opłat BFG, kolejne cięcia stóp procentowych (-50 p.b. w 1Q'15) oraz niższą opłatę interchange, obniżyliśmy nasze oczekiwania zysku netto na lata 2015-16 o odpowiednio 17,2% oraz 15,8%. Nasze prognozy znajdują się 6,5% poniżej konsensusu na 2015 rok oraz 2,6% poniżej na 2016 rok.

Odporny wynik odsetkowy

ING BSK znajduje się wśród najmniej wrażliwych banków na ruchy stóp procentowych. Na każde 100 p.b. obniżki stopy procentowej podczas ostatniego cyklu luzowania polityki monetarnej, marża banku ING BSK spadała średnio o 15 p.b. Niska wrażliwość to funkcja niskiego udziału depozytów bieżących i KW w bilansie (16,9%) oraz niski udział kredytów konsumenckich w aktywach (10%). Ponadto, bank ING cechuje niski poziom kredytów do depozytów, co pozwala zrekompensować spadek marży poprzez wyższe wolumeny kredytowe. Dodatkowo, niski poziom ekspozycji na CHF nie wywoła w ING BSK presji na znaczący wzrost bazy depozytowej chociaż pośrednio wzrost cen depozytów na rynku zostanie odzwierciedlony również i w kosztach finansowania ING. Oczekujemy, iż marża odsetkowa (do średnich aktywów) po wzroście o 3 p.b. w 2014 spadnie o 19 p.b. w 2015 do poziomu 2,32%, a następnie wzrośnie o 9 p.b. w 2016 roku. Jednocześnie oczekujemy, iż wynik odsetkowy nadal zanotuje pozytywną dynamikę na poziomie 3,4% w 2015 roku.

Rosnący udział w rynku

Niskie środowisko stóp procentowych, a także niski poziom wskaźnika kredytów do depozytów powinny wspierać wzrost wolumenów kredytowych ING BSK. Oczekujemy, iż wzrost kredytów w 2014 roku, szacowany przez nas poziomie 15%, utrzyma wysoką dynamikę także w latach 2015-16 (poziom 14%). Uważamy, iż bank poprawi swój udział rynkowy zarówno w kredytach detalicznych (z 3,4% w 2013 do 4,1% w 2016 roku), jak i w kredytach korporacyjnych (z 9,1% do 10,6%). Jednocześnie, wskaźnik kredytów do depozytów zanotuje wzrost z poziomu 78% w 2013 do 88,0% w 2016 roku, ale pozostanie poniżej poziomu 90%, który Zarząd uważa za nadal komfortowy.

Koszt ryzyka nadal niski

Oczekujemy, iż koszt ryzyka w ING BSK pozostanie na niskim poziomie również w 2015 roku. W przeciągu 2014 roku koszt ryzyka wspierany był zarówno przez segment detaliczny (skumulowany koszt ryzyka na poziomie 39 p.b.), jak i segment korporacyjny (55 p.b.). Niski koszt ryzyka został również odzwierciedlony w jakości aktywów, która również zanotowała poprawę zarówno w segmencie detalicznym (z 2,7% w 4Q'13 do 2,6% w 3Q'14), jak i przede wszystkim w segmencie korporacyjnym (z 5,8% do 5,1%). Uważamy, iż dalszej poprawie powinna ulec zarówno jakość aktywów, wspierana przez wzrost gospodarczy w Polsce, jak i koszt ryzyka (z poziomu 54 p.b. w 2014, przez 49 p.b. w 2015 do 46 p.b. w 2016 roku).

Średnia dywidenda

Oceniamy, iż osłabienie PLN do CHF będzie miało wpływ na wskaźniki wypłacalności w wysokości 15 p.b. Oczekujemy, iż na koniec 2015 roku skonsolidowany współczynnik wypłacalności CAR znajdzie się na poziomie 14,0%, co umożliwi bankowi wypłatę 50% zysku netto zgodnie z rekomendacją UKNF z 2014 roku. Szacowana przez nas dywidenda z zysku za 2015 rok przełoży się na wskaźnik dividend yield na poziomie 3,0%. Niemniej jednak uważamy, że istnieje ryzyko, iż Zarząd ING BSK nie zdecyduje się na wypłatę dywidendy ze względu na konserwatywną politykę dywidendową w przeszłości w momentach zawirowań rynkowych (brak dywidend w latach 2012-13).

Premia do rynku uzasadniona

ING na wskaźniku 2016 P/E 14,0x notowane jest z 1,0% premią do średniej na poziomie 13,9x. Uważamy, iż premia jest uzasadniona ze względu na ponadprzeciętną dynamikę zysków (3-letni CAGR równy 9,6%), wysoki wskaźnik wypłacalności oraz konserwatywny bilans. Uważamy, iż bank jest obecnie adekwatnie wyceniony.

Millennium		Akumuluj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		7,50 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		8,36 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	1 161,2	1 270,8	9,4%	1 460,8	14,9%	1 382,1	-5,4%	Liczba akcji (mln)	1 213,1		
Marża odsetkowa	2,2%	2,3%		2,5%		2,1%		MC (cena bieżąca)	9 098,4		
WNDB	2 008,2	2 006,4	-0,1%	2 320,7	15,7%	2 254,5	-2,9%	Free float	34,5%		
Wynik operacyjny*	832,0	916,8	10,2%	1 102,2	20,2%	995,1	-9,7%				
Zysk brutto	593,8	680,6	14,6%	835,6	22,8%	705,8	-15,5%				
Zysk netto	472,2	535,8	13,5%	648,4	21,0%	571,7	-11,8%				
ROE	10,0%	10,5%		11,7%		9,7%		Zmiana ceny: 1m	-7,4%		
P/E	19,3	17,0		14,0		15,9		Zmiana ceny: 6m	-8,5%		
P/BV	1,9	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-4,5%		
DPS	0,0	0,0		0,2		0,3		Min (52 tyg.)	7,1		
Dyld (%)	0,0	0,0		2,9		3,6		Max (52 tyg.)	9,6		

* przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą neutralną rekomendację trzymaj do akumuluj, jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do 8,36 PLN/akcję. Cena akcji przez ostatnie 12 miesięcy spadła o 23,2% (w USD), podobnie jak indeks WIG Banki (-26,2%). Notowania banku, szczególnie w styczniu, odzwierciedlają obawy inwestorów o osłabienie PLN wobec CHF ze względu na znaczącą ekspozycję banku na kredyty hipoteczne denominowane w walucie obcej (65% kredytów hipotecznych oraz 29% sumy bilansowej). Uważamy, iż gwałtowny wzrost sumy aktywów spowodowany głównie przez deprecjację PLN zostanie odzwierciedlony w dynamicznym wzroście depozytów, co z kolei odbije się na marży odsetkowej w 2015 roku. Jednocześnie nie oczekujemy, aby gwałtowne osłabienie waluty miało znaczący wpływ na jakość aktywów. Dodatkowo, wzrost aktywów ważonych ryzykiem może raz jeszcze odnowić spekulację odnośnie sprzedaży Banku Millennium przez spółkę matkę. Znaczącą przecenę walorów banku w styczniu (-14,7% w USD) oceniamy jako okazję inwestycyjną.

Problemy zaczynają się w 2015 roku

Obniżamy nasze prognozy o 23% na 2015 oraz 17,5% na 2016 rok. Odzwierciedla to oczekiwaną przez nas presję na marżę spowodowaną potrzebami płynnościowymi, wzrostem kosztów w 2015 i 2016 roku spowodowany wzrostem opłat BFG oraz dalszą obniżką opłaty interchange. Zwracamy również uwagę, iż wzrost średnich RWA spowodowany deprecjacją PLN do CHF nie tylko będzie miał wpływ na współczynniki wypłacalności, ale również poziom kosztów w 2016 roku (opłaty BFG). Nasze oczekiwania rynkowe znajdują się 15,2% poniżej średnich prognoz na 2015 rok oraz 5,2% poniżej prognoz na 2016 rok.

Oczekujemy presji na marżę

Pomimo swojej struktury bilansu, Bank Millennium okazał się najmniej wrażliwym bankiem na ruchy stóp na rynku. Na każde 100 p.b. obniżki stopy procentowej podczas ostatniego cyklu luzowania polityki monetarnej marża Banku Millennium spadała średnio o 3 p.b. Tak dobry efekt Bank Millennium zawdzięcza wysokiej sprzedaży kredytów konsumpcyjnych oraz efektywnemu cięciu stawek depozytów. Udział depozytów bieżących i KW w bilansie znajduje się w Banku Millennium na poziomie 32%, zaś udział kredytów konsumpcyjnych do aktywów na poziomie 11%. Niemniej jednak w 2015 roku oczekujemy, iż Bank Millennium pozostanie aktywnym graczem po stronie depozytowej, aby utrzymać swój wskaźnik kredytów do depozytów z bezpiecznym marginesem poniżej 100%.

Uważamy, iż podczas obecnego cyklu cięć stóp procentowych Bank Millennium nie będzie w stanie tak efektywnie ciąć kosztów finansowania jak miało to miejsce w 2013 roku. Nasza prognoza wskazuje na spadek marży odsetkowej o 37 p.b. do poziomu 2,11%, aby następnie odbić się o 10 p.b. w 2016 roku.

Dobra jakość aktywów do utrzymania

Pomimo znaczącej deprecjacji PLN wobec CHF nie oczekujemy, aby jakość kredytów uległa znaczącemu pogorszeniu. Uważamy, iż niższy poziom CHF Liboru w części zrekompensuje podwyżkę raty kapitałowej dla kredytobiorców. Na koniec 3Q'14 wskaźnik niepracujących kredytów hipotecznych w Banku Millennium na poziomie 1,46% znajdował się znacznie poniżej średniej rynkowej na poziomie 3,19%. Jednocześnie, wskaźnik pokrycia rezerwami kredytów hipotecznych w Banku Millennium stoi na średnio-rynkowym poziomie 53%. Ponadprzeciętna jakość aktywów zarówno po stronie detalicznej, jak i korporacyjnej ma również swoje odzwierciedlenie w koszcie ryzyka, który na koniec 9M'14 wynosił 63 p.b. (31 p.b. w detalu). Oczekujemy, iż wraz ze wzrostem gospodarczym koszt ryzyka pozostanie na prawie niezmiennym poziomie 59 p.b. w 2015 oraz 57 p.b. w 2016 roku.

Wskaźnik wypłacalności i dywidenda

Szacujemy, iż wzrost aktywów ważonych ryzykiem spowodowany deprecjacją PLN do CHF osłabi współczynnik wypłacalności Banku Millennium o 113 p.b. do poziomu 13,3%. Niemniej jednak, Bank Millennium nadal będzie mógł wypłacić do 50% zysku netto pod warunkiem podtrzymania przez UKNF rekomendacji w sprawie wypłaty z 2014 roku. Wpłata w maksymalnej wysokości przełoży się naszym zdaniem na współczynnik dividend yield na poziomie 3,1% w 2016 roku. Jednocześnie, współczynnik wypłacalności może ulec znaczącej poprawie w 2015 roku pod warunkiem akceptacji przez UKNF pełnej metodologii AIRB.

Niskie dyskonto uzasadnione

Na wskaźniku 2015 P/E 15,9x bank notowany jest z 6,8% dyskontem do średniej polskiej na poziomie 17,1x. Uważamy, iż pomimo znaczącej presji na wyniki Bank Millennium powinien być notowany na równi z rynkiem ze względu na nadal silne wskaźniki wypłacalności oraz wypłatę dywidendy. Ponadto, wprowadzenie pełnej metodologii AIRB może istotnie poprawić sytuację kapitałową banku poprzez zmniejszenie RWA, co z kolei będzie miało również pozytywne przełożenie na poziom kosztów w 2016 roku.

Pekao

Redukuj

Analitik: Michał Konarski	Cena bieżąca:		179,00 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2015-01-26
	Cena docelowa:		166,96 PLN						
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 862,0	4 505,6	-7,3%	4 466,4	-0,9%	4 402,2	-1,4%	Liczba akcji (mln)	262,5
Marża odsetkowa	3,3%	2,9%		2,7%		2,5%		MC (cena bieżąca)	46 982,1
WNDB	7 790,2	7 407,9	-4,9%	7 251,8	-2,1%	7 136,2	-1,6%	Free float	49,9%
Wynik operacyjny*	4 248,7	4 055,3	-4,6%	3 798,9	-6,3%	3 622,3	-4,7%		
Zysk brutto	3 619,4	3 433,2	-5,1%	3 306,9	-3,7%	3 160,5	-4,4%		
Zysk netto	2 906,0	2 767,8	-4,8%	2 680,3	-3,2%	2 562,5	-4,4%		
ROE	13,1%	11,9%		11,5%		11,1%		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/E	16,2	17,0		17,5		18,3		Zmiana ceny: 6m	1,1%
P/BV	2,0	2,0		2,0		2,0		Zmiana ceny: 12m	1,6%
DPS	5,4	8,4		10,0		10,2		Min (52 tyg.)	166,0
Dyld (%)	3,0	4,7		5,6		5,7		Max (52 tyg.)	199,8

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację redukuj dla Banku Pekao jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 166,96 PLN/akcję. Kurs akcji Banku Pekao spadł przez 12 miesięcy o 21,0% (w USD) wobec spadku indeksu WIG Banki o 26,2%. Pomimo niskiej wrażliwości banku na cięcia stóp procentowych podczas ostatniego cyklu, średnie oczekiwania rynkowe na lata 2015 oraz 2016 zostały obniżone odpowiednio aż o 19,4% i 21,9%. Obrazuje to obawy rynku odnośnie wrażliwości banku na coraz niższą opłatę interchange oraz rosnące koszty BFG w 2015 roku. Jednocześnie uważamy, iż dywidenda banku nie powinna być zagrożona w kolejnych latach, a jego ekspozycja na kredyty hipoteczne denominowane w CHF jest relatywnie bardzo niska. Uważamy, iż bank zasługuje na premię do sektora dzięki swojemu konserwatywnemu bilansowi popartemu przez wysoki wskaźnik wypłacalności. Ponadto, bank może skorzystać w obecnym roku z akwizycji na obiecującym runku M&A.

Za wysoki konsensus na 2015 rok

Średnie oczekiwania rynkowe wskazują na wzrost zysku netto na poziomie 2,4% w 2015 roku. Uważamy, iż biorąc pod uwagę oczekiwaną przez nas obniżkę stóp procentowych w marcu (-50 p.b.) oraz niższe zyski z obligacji, średnie oczekiwania rynku znajdują się nadal zbyt wysoko. Oczekujemy, iż zysk netto banku spadnie o 4,4% w 2015 roku, aby się odbić o 16% w 2016 roku. Nasze oczekiwania znajdują się o 5,6% poniżej konsensusu na 2015 rok, ale są zgodne na 2016 rok.

Dalsza presja na marżę

Podczas ostatniego cyklu cięcia stóp procentowych na każde 100 p.b. obniżki stopy procentowej marża odsetkowa (do średnich aktywów) Banku Pekao spadała średnio o 12 p.b. Uważamy, iż podczas obecnego cyklu obniżek stóp procentowych wrażliwość banku się zwiększy ze względu na wyższe cięcia stopy lombardowej w październiku. Nasza teoria znajduje potwierdzenie w prognozie Zarządu na wyniki 4Q'14, która zakłada obniżkę marży odsetkowej o około 30 p.b. Oczekujemy, iż presja na marżę będzie się również utrzymywała w 1H'15 ze względu na kolejne obniżki stóp procentowych dodatkowo spotęgowanymi presją na ceny depozytów wywołaną gwałtownym osłabieniem się CHF do PLN. Po oczekiwanym przez nas spadku marży odsetkowej (do średnich aktywów) o 14 p.b. do poziomu 2,73% w 2014 roku, Bank Pekao odczuje dalszą presję na poziomie 22 p.b. w 2015 roku, aby następnie stopniowo odbudować marżę (+20 p.b.) w 2016 roku.

Koszt ryzyka niezagrożony

Koszt ryzyka z poziomu 63 p.b. w 4Q'13 uległ znaczącej poprawie do poziomu 46 p.b. w 3Q'14. Spadek kosztu ryzyka został poparty poprzez poprawę wskaźnika NPL, który spadł z poziomu 7,3% w 4Q'13 do 6,9% w 3Q'14 przy wskaźniku pokrycia rezerwami na poziomie 69%. Oczekujemy, iż w świetle znaczącej presji na przychody i koszty w 2015 roku bank pozostanie konserwatywny odnośnie ryzyka. Nie oczekujemy, aby znaczące zaangażowanie w kredyty korporacyjne miało mieć negatywne przełożenie na jakość aktywów szczególnie, iż zaangażowanie banku w segmenty, których jakość może ulec pogorszeniu w obecnym roku, takie jak np. produkcja żywnościowa (3,5% portfela korporacyjnego), stanowią niewielki udział portfela kredytów korporacyjnych ogółem. Oczekujemy, iż koszt ryzyka wspierany przez wzrost gospodarczy zanotuje poprawę z poziomu 49 p.b. w 2014 roku do 43 p.b. w 2015 roku.

Dywidenda i kapitały

Oczekujemy, iż Bank Pekao utrzyma pełną zdolność do wypłacania 100% zysku netto w formie dywidendy. Jednocześnie, pomimo presji na wyniki w 2015 roku nie oczekujemy, aby regulator (UKNF) zmienił już dość restrykcyjne zasady wypłacania zysku netto. Uważamy, iż pomimo wzrostu RWA po osłabieniu PLN do CHF Bank Pekao nadal bez problemu spełni warunki UKNF, które wyznaczają minimalne współczynniki wypłacalności na poziomie Tier 1 12%, zaś CAR na 15,5%. Oczekujemy, iż zaproponowana dywidenda przełoży się na wskaźnik dividend yield na poziomie 5,7% w 2015 oraz 5,5% w 2016 roku.

Zbyt duża premia

Wskaźniki 2015 P/E 18,3x oraz 2016 P/E 15,8x implikują odpowiednio 7,4% oraz 13,5% premii do sektora polskich banków oraz 20,7% i 43,8% do banku PKO BP. Uważamy, iż pewna premia jest uzasadniona przez wysoki wskaźnik Tier 1 (18,3%), potencjał do wypłaty dywidendy oraz bezpieczny bilans ze wskaźnikiem L/D poniżej 100% oraz niską ekspozycją banku na kredyty hipoteczne denominowane w CHF. Niemniej jednak uważamy, iż obecny poziom premii jest zbyt wysoki. Z największych polskich banków preferujemy obecnie PKO BP, który pomimo znacznie wyższej presji na wyniki w 2015 roku oferuje znaczące dyskonto do polskiej średniej.

PKO BP		Kupuj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		33,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		38,59 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	8 089,3	6 722,0	-16,9%	7 467,2	11,1%	7 053,7	-5,5%	Liczba akcji (mln)	1 250,0		
Marża odsetkowa	4,2%	3,4%		3,4%		2,8%		MC (cena bieżąca)	41 250,0		
WNDB	12 007,4	10 706,9	-10,8%	11 507,7	7,5%	11 053,8	-3,9%	Free float	68,6%		
Wynik operacyjny*	6 939,1	6 047,4	-12,9%	6 000,0	-0,8%	5 377,8	-10,4%				
Zysk brutto	4 613,9	3 959,9	-14,2%	3 990,0	0,8%	3 281,7	-17,8%				
Zysk netto	3 738,6	3 233,8	-13,5%	3 215,3	-0,6%	2 716,3	-15,5%				
ROE	15,9%	13,0%		12,2%		9,7%		Zmiana ceny: 1m	-6,7%		
P/E	11,0	12,8		12,8		15,2		Zmiana ceny: 6m	-13,8%		
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	-17,7%		
DPS	1,3	1,8		0,8		1,0		Min (52 tyg.)	32,2		
Dyield (%)	3,8	5,5		2,3		3,1		Max (52 tyg.)	44,2		

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla banku PKO BP obniżając jednocześnie cenę docelową do poziomu 38,59 PLN/akcję. Kurs PKO BP spadł o 35,6% w przeciągu 12 miesięcy (w USD) zachowując się znacznie gorzej od indeksu WIG Banki (-26,2%). Uważamy, iż kurs akcji odzwierciedla obawy inwestorów spowodowane nagłym osłabieniem się PLN do CHF, oczekiwaną podażą akcji przez Skarb Państwa (6%), presją na wyniki spowodowaną kolejnymi obniżkami stóp procentowych, niższymi opłatami interchange oraz wyższymi kosztami BFG. Ze względu na relatywnie niski wskaźnik wypłacalności PKO BP uważamy, iż bank powinien być notowany z dyskontem, aczkolwiek jego obecny poziom jest zbyt wysoki. Nasza wycena implikuje 17% potencjału wzrostu.

Zbyt wysokie oczekiwania

Biorąc pod uwagę niższe stopy procentowe, oczekiwaną przez nas presję na ceny depozytów w 2015 r., niższe opłaty interchange, jak i wyższe koszty BFG, średnie oczekiwania rynkowe co do zysku netto PKO BP przez ostatnie 12 miesięcy spadły aż o 22,4% na 2015 rok oraz o 26,5% na 2016 rok. Uważamy, iż wraz z rozpoczęciem nowego cyklu luzowania polityki monetarnej w Polsce oraz ze względu na znaczące osłabienie PLN do CHF mającego pośredni wpływ na koszty finansowania, średnie oczekiwania rynkowe są nadal na zbyt wysokim poziomie na 2015 rok (o 20,3%). Uwzględniając wymagające środowisko operacyjne w 2015 roku skorygowaliśmy w dół nasze oczekiwania odnośnie zysku netto PKO BP o 32,9% na 2015 rok oraz o 23,5% na 2016. Jednocześnie widzimy potencjał do podniesienia naszych prognoz ze względu na planowaną sprzedaż przez PKO BP swojego biznesu ubezpieczeniowego w 2015 roku.

Marża odsetkowa pod presją

Pomimo konsolidacji banku z Nordea, PKO BP pozostaje jednym z najbardziej wrażliwych banków na cięcia stóp procentowych. Wrażliwość na ruchy stóp to funkcja wysokiego poziomu bieżących depozytów i KW w aktywach (34% w 3Q'14). Zarząd oczekuje, iż wpływ obniżek stóp procentowych, a w szczególności stopy lombardowej, będzie miał negatywny efekt w wysokości około -30 p.b. w 4Q'14. Ponadto oczekujemy, iż ostatnie cięcie stóp procentowych oraz kolejne prognozowane przez nas w marcu przełożą się na presję na marżę zarówno w 1Q'15, jak i w 2Q'15. Uważamy, iż negatywny efekt podczas obecnego cyklu luzowania polityki monetarnej zostanie dodatkowo spotęgowany przez presję na ceny depozytów wynikającą ze wzrastającego popytu na finansowanie po znaczącym wzroście salda kredytów w wyniku osłabienia się PLN do

CHF. W całym 2015 roku oczekujemy, iż marża odsetkowa (do średnich aktywów) spadnie o 61 p.b. do poziomu 2,75%, aby następnie wzrosnąć o 22 p.b. w 2016 roku.

Stopniowy spadek wskaźnika C/I

Synergie kosztowe powinny być jednym z głównych czynników poprawy wyniku netto w 2016 roku. W 2015 r. Zarząd oczekuje, iż uzyskane synergie zostaną w praktyce zrównoważone przez koszty integracyjne. W latach 2016-17 PKO BP nie oczekuje kosztów integracji, ale oczekuje synergii kosztowych na poziomie odpowiednio 174-200 mln PLN. W 2014 roku Zarząd banku zakłada koszty integracji na poziomie 85 mln PLN, co powinno przełożyć na 57 mln PLN kosztów w 4Q'14 (15 mln PLN w 3Q'14) oraz synergii kosztowych na poziomie 6 mln PLN. Przy jednoczesnej presji na wynik na działalności bankowej uważamy, iż PKO BP nie zrealizuje celu strategicznego dla kosztów (tj. C/I < 45% w 2015 roku) aż do 2016 roku.

Część portfela CHF finansowana przez Nordea

Na koniec 3Q'14 udział kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych stanowił 28% portfela kredytów hipotecznych ogółem oraz 10% sumy bilansowej. Niemniej jednak, w momencie fuzji Nordea Bank AB zobowiązał się, iż udzieli finansowania w wysokości 15,2 mld PLN (61% całej ekspozycji PKO BP) na potrzeby portfela hipotecznego w walutach obcych (przez 7 lat, z prostą amortyzacją rozpoczynającą się po 3 latach). Oczekujemy, iż wzrost RWA w 2015 roku przełoży się na spadek współczynnika wypłacalności o 62 p.b. Niemniej jednak pomimo spadku współczynnika CAR do poziomu 12,9% uważamy, iż PKO BP nadal będzie w stanie wypłacać dywidendę pod warunkiem niezmiennionej rekomendacji od UKNF. Prognozowana przez nas wypłata dywidendy na poziomie 40% powinna przełożyć się na współczynnik dividend yield w wysokości 2,6% w 2016 roku.

Zbyt wysokie dyskonto

Na wskaźniku 2016 P/E 11,0x PKO BP notowane jest z 21,1% dyskontem do polskich banków (13,9x) oraz z 30,4% dyskontem do Pekao (15,8x). Uważamy, iż bank PKO BP powinien być notowany z dyskontem do sektora ze względu na relatywnie niski wskaźnik Tier 1 (11,5%) oraz ROE (10% oraz 12% odpowiednio w latach 2015-16). Niemniej jednak, wyniki banku powinny ulec znaczącej poprawie w kolejnych latach, a sam bank powinien wykorzystać swoją dużą wrażliwość na stopy procentowe przy podwyżkach zaczynając od 2016 roku.

Komercni Banka
Redukuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 4 851,00 CZK

Cena docelowa: 4 549,00 CZK

Data ostatniej aktualizacji: 2014-12-11

(mln CZK)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)	
Wynik odsetkowy	21 969,0	21 207,0	-3,5%	21 396,0	0,9%	21 642,1	1,2%	Liczba akcji (mln)	37,8
Marża odsetkowa	2,9%	2,6%		2,4%		2,4%		MC (cena bieżąca)	183 228,0
WNDB	32 663,0	30 894,0	-5,4%	30 482,8	-1,3%	30 669,5	0,6%	Free float	39,6%
Wynik operacyjny*	19 179,0	17 746,0	-7,5%	17 456,4	-1,6%	17 600,7	0,8%		
Zysk brutto	16 940,0	16 940,0	0,0%	15 731,0	-7,1%	15 752,3	0,1%		
Zysk netto	13 954,0	12 528,0	-10,2%	12 666,7	1,1%	12 467,7	-1,6%		
ROE	15,8%	13,1%		13,3%		12,9%		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/E	13,1	14,6		14,5		14,7		Zmiana ceny: 6m	6,6%
P/BV	1,9	2,0		1,9		1,9		Zmiana ceny: 12m	12,8%
DPS	160,0	230,0		230,0		300,0		Min (52 tyg.)	4 300,0
Dywid (%)	3,3	4,7		4,7		6,2		Max (52 tyg.)	5 179,0

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj dla Komercni Banka wraz z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 4 549 CZK na akcję. Chociaż kurs akcji spadł (w USD) o 9,3% przez 12 miesięcy Komercni Banka zachowywał się znacznie lepiej od indeksu WIG Banki (-26,2%) oraz indeksu MSCI EME Financials (-27,1%). Uważamy, iż Komercni Banka oferuje z jednej strony jedną z najwyższych dywidend w sektorze, ale z drugiej strony będzie musiało się zmagać z wymagającym środowiskiem operacyjnym, które negatywnie będzie oddziaływać również w 2016 roku (np. cięcie opłat interchange). Ze względu na wyższą dywidendę uważamy, iż historyczne dyskonto z jakim Komercni Banka było notowane do banków polskich powinno się zawęzić, zaś obecny brak dyskonta uważamy za nieuzasadniony.

Zbyt optymistyczne oczekiwania rynku

Realizację pierwotnych prognoz Zarządu Komercni Banka na rok 2014 oceniamy negatywnie. Uważamy, iż bank nie zrealizuje mało wymagających celów odnośnie wyniku odsetkowego, marży odsetkowej, wzrostu kredytów oraz WNDB. Oczekiwany przez nas wzrost zysku netto w 2014 roku (+1,1% R/R) jest wynikiem niższego niż oczekiwaliśmy salda rezerw aczkolwiek uważamy, iż potencjał do dalszej poprawy jest już wyczerpany. Nasze obecne prognozy znajdują się o 2,8% poniżej średnich oczekiwań rynku na rok 2015 (według Bloomberg) oraz o 4,9% na rok 2016.

Kolejny rok presji na wyniki

Zarząd przedstawił swoje oczekiwania odnośnie wyników banku w 2015 roku. Komercni Banka zakłada stabilny wynik na działalności bankowej, przy wzroście wyniku odsetkowego i spadku wyniku z tytułu prowizji i opłat o 2-3%. Według Zarządu marża odsetkowa pozostanie pod presją ze względu na niskie środowisko stóp procentowych. Bank oczekuje wzrostu kredytów na poziomie 5-6%. Bank utrzyma także dyscyplinę kosztową, ale oczekuje normalizacji po stronie kosztów ryzyka (około 35 p.b.). Nasze oczekiwania są zgodne z prognozami Zarządu, co implikuje spadek zysku netto w 2015 roku o 1,6%.

Wysoka dywidenda

Z jednym z najwyższych współczynników wypłacalności w regionie Zarząd Komercni Banka postanowił zwiększyć poziom wypłaty dywidendy do 70-100%. Oczekujemy, iż Komercni Banka będzie mogło wypłacać około 90% zysku netto w najbliższych latach tak, aby wskaźnik wypłacalności nie spadł poniżej wewnętrznego limitu 15-16%. Przekłada się to na wskaźnik dividend yield na poziomie 6,2% w latach 2015-16.

Niski koszt ryzyka

Niski poziom salda rezerw Komercni Banka zawdzięcza głównie segmentowi korporacyjnemu, gdzie koszt ryzyka (do średnich kredytów brutto) w 9M'14 znajdował się na poziomie 22 p.b. wobec 34 p.b. w 9M'13. Koszt ryzyka w działalności detalicznej również uległ poprawie w 9M'14 do poziomu 36 p.b. z 44 p.b. w 9M'13. Zarząd oczekuje normalizacji kosztu ryzyka do poziomu 35-40 p.b. w 2015 roku. Niemniej jednak uważamy, iż prognoza Zarządu może być zbyt konserwatywna szczególnie biorąc pod uwagę poprawiającą się sytuację gospodarczą. Oczekujemy, iż koszt ryzyka w Komercni Banka wzrośnie z poziomu 27 p.b. w 2014 do 31 p.b. w 2015 oraz do 36 p.b. w 2016 roku.

Presja na marżę pozostaje

Marża odsetkowa (do średnich aktywów) Komercni Banka znajduje się pod presją od 2011 roku i oczekujemy, iż będzie znajdowała się również pod nią w 2015 roku. Presja na marżę wynika z coraz niższego środowiska stóp procentowych, zmiany kompozycji portfela w kierunku niskomargowych produktów oraz presji cenowej po stronie depozytowej. Oprócz Komercni Banka, presja na marżę jest również widoczna w wynikach CSOB (z 2,64% w 3Q'13 do 2,41% w 3Q'14), chociaż marża odsetkowa w CS oraz RBI uległa w analogicznym okresie znaczącej poprawie o odpowiednio +9 p.b. oraz +20 p.b. Uważamy, iż główny czynnik presji na marżę, czyli niskie środowisko stóp procentowych, utrzyma się aż do 2016 roku. Niemniej jednak w 2016 roku zgodnie ze średnimi oczekiwaniami rynkowymi (Bloomberg) zakładamy podwyżkę stóp zaledwie o 50 p.b. (analogicznej podwyżki oczekujemy w Polsce). Przy utrzymującej się konkurencji po stronie depozytowej oczekujemy, iż przełoży się to na presję na marżę również w 2015 roku. Oczekujemy, iż marża odsetkowa KB w 2014 spadnie do poziomu 2,43% (-14 p.b. R/R) oraz do 2,36% w 2015 roku (-6 p.b.), aby następnie nieznacznie wzrosnąć o 4 p.b. do poziomu 2,40% w 2016 roku.

Zasługuje na dyskonto do polskich banków

Obecnie, KB notowany jest na wskaźniku 2016 P/E 14,0x bez dyskonta do polskich banków (13,9x). Uważamy, iż brak dyskonta KB do polskiego sektora bankowego jest nieuzasadnione ze względu na słabsze perspektywy rynku w kolejnych latach. Oczekujemy iż pomimo znaczącego pogorszenia wyników polskiego sektora bankowego w 2015 roku, 3 letni CAGR zysku netto (+4%) pozostanie nadal na wyższym poziomie niż w KB (+1%). Niemniej jednak uważamy także, iż historyczny 13% poziom dyskonta z jakim bank był notowany jest zbyt wysoki ze względu na ponadprzeciętną dywidendę oraz konserwatywny bilans.

Erste Bank		Kupuj										
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		19,98 EUR				Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26		
		Cena docelowa:		25,43 EUR								
(mln EUR)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)				
Wynik odsetkowy	5 235,3	4 673,5	-10,7%	4 496,1	-3,8%	4 406,4	-2,0%	Liczba akcji (mln)		429,8		
Marża odsetkowa	2,5%	2,3%		2,2%		2,1%		MC (cena bieżąca)		8 587,4		
WNDB	7 229,5	6 812,0	-5,8%	6 638,6	-2,5%	6 549,2	-1,3%	Free float		69,5%		
Wynik operacyjny*	2 781,2	2 148,7	-22,7%	1 357,5	-36,8%	2 547,8	87,7%					
Zysk brutto	801,2	374,3	-53,3%	-836,8		1 341,1						
Zysk netto	342,4	245,8	-28,2%	-1 515,1		793,8						
ROE	3,2%	2,2%				7,8%		Zmiana ceny: 1m		1,7%		
P/E	23,0	34,9				10,8		Zmiana ceny: 6m		2,4%		
P/BV	0,7	0,8		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m		-26,6%		
DPS	0,0	0,4		0,2		0,0		Min (52 tyg.)		17,0		
Dyld (%)	0,0	2,0		1,0		0,0		Max (52 tyg.)		29,6		

* przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą rekomendację dla Erste Banku z trzymaj do kupuj jednocześnie obniżając 9-miesięczną ceną docelową do 25,43 EUR na akcję. Kurs Erste Banku spadł o 33,1% w 2014 roku (w USD) oraz o kolejne 3,8% od początku bieżącego roku. Taka przecena walorów Erste Banku to wina znaczących odpisów, jakie bank musiał ponieść w 2014 roku na aktywa na odroczony podatek dochodowy, sprzedaż kredytów niepracujących, odpis goodwillu w Rumunii oraz znaczące odpisy na Węgrzech. Oczekujemy, iż Erste Bank zamknie 2014 rok stratą w wysokości 1 515 mln EUR, aby następnie osiągnąć zysk netto na poziomie 794 mln EUR w 2015, a tym samym wskaźnik ROTE na poziomie 8%. Ponadto, zgodnie z zapowiedziami Zarządu, oczekujemy znaczącej poprawy wyników w Rumunii (BCR) w kolejnych latach, która będzie kluczowa dla wzrostu zyskowności całej grupy. Uważamy, iż z uwagi na brak w ekspozycji banku na Ukrainę oraz Rosję, Erste Bank powinien być notowany z premią do RBI oraz OTP Banku.

Mocna poprawa wyników w 2015

Erste Bank oczekuje straty netto w wysokości 1,4-1,6 mld EUR w 2014 r. (nasza prognoza: 1,5 mld EUR). Jednocześnie bank oczekuje salda rezerw w wysokości 2,1-2,4 mld EUR oraz wskaźnika CET 1 (Bazylea III) na poziomie powyżej 10%. W 2015 roku Erste Bank oczekuje, iż wskaźnik ROTE plasował się będzie w przedziale 8-10%. Uważamy, iż Erste Bank powinien zaraportować zysk netto w wysokości 794 mln EUR w 2015 r., który przełoży się na wskaźnik ROTE na poziomie 8%. Ponadto, Erste Bank oczekuje poprawy kosztu ryzyka w Rumunii do 100-150 p.b. (zaczynając od 2015 roku) oraz kosztu ryzyka w przedziale 150-200 p.b. na Węgrzech (do końca 2016 roku). Nasze prognozy pozostają 5,5% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na 2015 r. oraz o 7,1% na 2016 r.

Czechy nadal generują większość wyniku

Oczekujemy, iż Czechy będą nadal generować większość wyniku netto (64,6%) grupy w 2015 roku. Uważamy, że oddział Erste w Czechach będzie się zmagać z niskim środowiskiem stóp procentowych w 2015 roku przez co wzrost wyniku szacujemy jedynie na 0,8% R/R. Poprawy wyniku oczekujemy również w Austrii na skutek poprawy wyniku w segmentach Savings Banks oraz Austria pozostała. W regionie CEE, zgodnie z zapowiedziami Zarządu, oczekujemy poprawy zysku netto w Rumunii (ze straty na poziomie 649 mln EUR w 2014 do 89 mln EUR zysku) głównie dzięki normalizacji kosztów ryzyka, które oczekujemy na poziomie 180 p.b. w 2015 roku i 145 p.b. w 2016 roku. Finalnie oczekujemy, iż strata na Węgrzech zawęzi się do 23 mln EUR w 2015 roku. Uważamy, iż ze

względem na utracony wynik odsetkowy na skutek przewalutowania kredytów FX strata w segmencie węgierskim będzie kontynuowana również w 2016 roku.

Jakość aktywów

Wskaźnik NPL dla Erste Banku spadł od końca 2013 roku z poziomu 9,6% do 8,9% na koniec 9M'14. Za spadek wskaźnika w głównej mierze odpowiada spadek nieregularnych kredytów w Rumunii (-17,2% R/R) przez wymuszoną sprzedaż (około 400 mln EUR w 3Q'14), na Węgrzech (-10,0% R/R) oraz w Austrii (-7,6% R/R). Wolumeny nieregularnych kredytów na głównych rynkach CEE Erste Bank, tj. Czechy oraz Słowacja, nieznacznie wzrosły od początku roku o odpowiednio 2,0% R/R oraz 3,8% R/R. Oczekujemy, iż wskaźnik NPL zanotuje dalszą poprawę w 2015 r. do poziomu 8,3%, a następnie do 7,9%. Uważamy, iż jakość aktywów w Erste Bank w dalszym ciągu wspierana będzie przez sprzedaż kredytów niepracujących w Rumunii oraz stabilizację na Węgrzech. Oczekujemy, iż konsekwencją tego będzie spadek salda rezerw o 45,0% r/r w 2015 r. oraz o 3,9% w 2016 r. Jednocześnie dostrzegamy ryzyko, iż utrzymująca się destabilizacja na Ukrainie i w Rosji może mieć negatywne przełożenie na gospodarkę w CEE oraz Austrii.

Kredyty w CHF

Obecna ekspozycja największa jest w Austrii (6,9 mld EUR, 8,7% kredytów w Austrii), a następnie na Węgrzech (2,3 mld EUR, 48% kredytów na Węgrzech) i w Chorwacji (0,6 mld EUR, 8,4% kredytów w Chorwacji). Uważamy, iż jedynie portfel kredytów w Austrii może stanowić potencjalne zagrożenia dla jakości aktywów jako, że wraz z przewalutowaniem kredytów w walucie obcej na Węgrzech, banki zabezpieczyły kurs w 4Q'14. Nie oczekujemy, aby portfel kredytów w Austrii uległ pogorszeniu.

Widzimy potencjał dla wyceny

Erste Bank na wskaźniku 2015 P/E 10,8x oraz na 2016 P/E 8,9x notowany jest z odpowiednio 15% oraz 16% dyskontem do banków w regionie CEE (12,8x oraz 10,6x). Uważamy, iż Erste Bank powinien być notowany z premią do pozostałych banków regionalnych ze względu na wysoki udział w wycenie krajów notowanych z premią (Czechy i Słowacja) oraz brakiem ekspozycji na Ukrainę i Rosję. Ponadto, z wyceną 2015 P/BV (skorygowaną o wartości niematerialne i prawne) na poziomie 0,8x, Erste Bank notowany jest z dyskontem do 5-letniej średniej regionalnych banków oraz z dyskontem do własnej 5-letniej historycznej średniej na poziomie 1,0x. Uważamy, iż kapitalizacja rynkowa Erste Bank odzwierciedla obecnie jedynie wartość biznesu w Czechach oraz na Słowacji pozostawiając potencjalny potencjał wzrostu wynikający z poprawy w Rumunii czy na Węgrzech.

RBI
Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 10,21 EUR

Cena docelowa: 18,27 EUR

Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26

(mln EUR)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Wynik odsetkowy	3 472,2	3 728,9	7,4%	3 760,9	0,9%	3 513,1	-6,6%	Liczba akcji (mln)	292,4
Marża odsetkowa	2,5%	2,8%		2,9%		2,7%		MC (cena bieżąca)	2 984,2
WNDB	5 304,3	5 477,3	3,3%	4 858,0	-11,3%	4 837,6	-0,4%	Free float	21,5%
Wynik operacyjny*	2 046,2	1 990,3	-2,7%	1 753,5	-11,9%	1 922,9	9,7%		
Zysk brutto	1 037,4	834,7	-19,5%	-44,1		451,8			
Zysk netto	752,0	602,9	-19,8%	-534,2		349,5			
ROE	10,1%	8,0%				3,8%		Zmiana ceny: 1m	-18,5%
P/E	2,6	3,3				8,5		Zmiana ceny: 6m	-53,2%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-65,6%
DPS	1,1	1,2		1,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,0
Dyield (%)	10,3	11,5		10,0		0,0		Max (52 tyg.)	29,7

* przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Raiffeisen Bank International (RBI) z niższą ceną docelową na poziomie 18,27 EUR na akcję. Kurs akcji RBI w 2014 roku spadł (w USD) aż o 48,9% i zachowywał się najgorzej wśród analizowanych przez nas banków oraz względem indeksu MSCI EME Financials (-27,1%). Odzwierciedla to negatywny sentyment inwestorów spowodowany stratami na Węgrzech, oczekiwanymi odpisami wartości niematerialnych w Polsce czy też znaczną ekspozycją banku na Rosję oraz Ukrainę. Dodatkowo, znaczące osłabienie się RUB do EUR spowodowały spadek współczynników wypłacalności, a przez to powrót spekulacji rynkowych odnośnie podniesienia kapitału w banku. Finalnie, bank na 2015 rok zapowiedział restrukturyzację grupy i wyjście z mało rentownych rynków. Niemniej jednak uważamy, iż RBI w 2015 roku powinien powrócić do rentowności i systematycznie poprawiać wyniki. Nie oczekujemy również podniesienia kapitału, który według nas zostanie zastąpiony redukcją aktywów ważonych ryzykiem. Uważamy, iż obecna wycena jest zbyt niska, zaś sam bank na wskaźniku P/BV 0,3x notowany jest ze zbyt dużym dyskontem nawet do banków w Rosji (np. Sberbank). Niemniej jednak uważamy, iż negatywny sentyment będzie się utrzymywał do momentu poprawy sytuacji w Rosji lub wzmocnienia bazy kapitałowej.

Prognozy nadal zbyt wysokie

Strategia RBI obejmuje zwrot z kapitałów własnych na poziomie 11% w średnim okresie, stabilne wolumeny kredytowe w 2014 roku, saldo rezerw na poziomie około 1,8 mld EUR w 2014 roku. Dodatkowo, w 2014 roku RBI nie wyklucza znaczącego odpisu goodwillu w Polsce (do 197 mln EUR) i w Rosji (do 148 mln EUR) oraz aktywów na odroczonego podatek (do 158 mln EUR). Na 2016 rok RBI przewiduje bazę kosztową niższą niż w 2012 roku (3,3 mld EUR). Nasze założenia są znacznie bardziej konserwatywne od Zarządu i zakładają zwrot z kapitałów własnych na poziomie 4% w 2015 roku oraz 7% w 2016 roku pomimo spłaty całości kapitału partycypacyjnego w 2014 roku. Dodatkowo uważamy, iż istnieje ryzyko dla naszych prognoz wynikające z niestabilnej sytuacji w Rosji oraz na Ukrainie. W 2015 roku oczekujemy znacznej presji na wynik odsetkowy (-7%), wynik prowizyjny (-6%) po części zrównoważony przez niższe koszty operacyjne (-6%) oraz saldo rezerw (-18%). Nasze prognozy są 36% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na 2015 rok oraz 20,2% poniżej na 2016 rok.

Restrukturyzacja – Rosja i Polska

RBI uznał, iż wśród strategicznych rynków obecnie widzi Czechy, Słowację, Rumunię oraz Austrię. Do końca 1H'15 bank ma przedstawić plan restrukturyzacji, który ma zadecydować o sprzedaży jednostek lub zmniejszeniu ich skali działalności. Obecnie do rynków nie-strategicznych bank zalicza Rosję, Polskę, Węgry, Słowenię, Albanie, Bośnię i Hercegowinę, Bułgarię, Chorwację, Kosowo, Serbię, Białoruś oraz Ukrainę. Uważamy, iż najbardziej prawdopodobna jest sprzedaż działalności w Polsce, szczególnie że bank planuje znaczący odpis goodwillu w 4Q'14 (do 197 mln EUR). Ponadto, bank posiada w Polsce znaczącą ekspozycję na kredyty walutowe denominowane w CHF (2,9 mld EUR) co po uwolnieniu kursu stworzy dodatkową presję na wskaźniki wypłacalności RBI. Bank szukał nabywcy na biznes na Węgrzech oraz na Ukrainie. Uważamy, iż po przewalutowaniu kredytów do waluty lokalnej RBI ma znacznie większe szanse, aby znaleźć nabywcę na swój węgierski biznes.

Kapitał nadal pod presją

Na koniec 9M'14 wskaźnik wypłacalności CET1 (Bazylea III) wynosił 10,2%. Niemniej jednak z powodu znaczącej deprecjacji rubla wskaźnik wypłacalności na koniec 2014 roku powinien znaleźć się o 50 p.b. niżej niż w 3Q'14. Jednocześnie bank w prezentacji za 3Q'14 potwierdził, iż na chwilę obecną nie przewiduje podniesienia kapitału. Uważamy, iż ryzyko to wzrasta wraz z deprecjacją Rubla z poziomu 73,5 EUR/RUB na koniec 2014 roku. Niemniej jednak, zgodnie z konsensusem nie oczekujemy znaczącego dalszego osłabienia się rosyjskiej waluty do EUR. Ponadto uważamy, iż sprzedaż działalności w Polsce mogłaby uwolnić około 13% RWA grupy, co również poprawiłoby sytuację kapitałową banku.

Atrakcyjna wycena niepozbawiona ryzyka

Na 2015 P/E 8,5x RBI notowany jest z 33,1% dyskontem do banków w regionie CEE (12,8x) oraz z 21% dyskontem do Erste Banku (10,8x). Uważamy, iż obecna wycena banku znajduje się znacząco poniżej naszej implikowanej wyceny SOTP. Ponadto uważamy, iż ze względu na najniższy współczynnik wypłacalności wśród banków regionalnych bank zasługuje na dyskonto, aczkolwiek obecny poziom wskaźnika P/BV (skorygowany o wartości niematerialne i prawne) na poziomie 0,3x jest zbyt niski wobec 5-letniej średniej dla banków regionalnych na poziomie 0,9x.

OTP BANK		Akumuluj							
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		3 779,00 HUF				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26	
		Cena docelowa:		4 048,00 HUF					
(mld HUF)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mld HUF)	
Wynik odsetkowy	647,8	653,8	0,9%	620,1	-5,2%	551,0	-11,2%	Liczba akcji (mln)	251,7
Marża odsetkowa	6,4%	6,4%		6,0%		5,4%		MC (cena bieżąca)	951,1
WNDB	1 488,6	1 528,4	2,7%	1 457,2	-4,7%	1 317,1	-9,6%	Free float	100,0%
Wynik operacyjny*	445,9	457,4	2,6%	428,3	-6,4%	375,7	-12,3%		
Zysk brutto	192,2	184,9	-3,8%	141,5	-23,5%	160,5	13,4%		
Zysk netto	121,7	64,2	-47,2%	-116,5		110,0			
ROE	8,3%	4,3%				7,4%		Zmiana ceny: 1m	-0,7%
P/E	7,8	14,8				8,6		Zmiana ceny: 6m	-8,9%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-11,1%
DPS	101,7	121,7		156,0		137,4		Min (52 tyg.)	3 479,0
Dyld (%)	2,7	3,2		4,1		3,6		Max (52 tyg.)	4 875,0

* przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą neutralną rekomendację dla OTP Banku do akumuluj, jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 4 048 HUF na akcję. Przez ostatnie 12 miesięcy kurs OTP Banku spadł o 33,0%, poniżej węgierskiego indeksu BUX (-30,4%) oraz indeksu MSCI EME Financials (-27,1%). Odzwierciedla to odpisy jakie OTP Bank musiał ponieść ze względu na ustawę dotyczącą jednostronnych zmian w umowach oraz program przewalutowania kredytów FX do waluty lokalnej. Uważamy, iż ze względu na niepewną sytuację w sektorze bankowym na Węgrzech, Rosji oraz na Ukrainie dyskonto do sektora jest nadal uzasadnione.

Strata w 2014 roku spowodowana zdarzeniami jednorazowymi

Nasze prognozy są 12,5% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na 2015 rok oraz 14,2% poniżej na 2016 rok. Wynika to w głównej mierze z zakładanej przez nas presji na wyniki segmentu na Ukrainie oraz na Węgrzech. Jednocześnie oczekujemy, iż wyniki w latach 2015-16 zostaną wsparte przez spadek salda rezerw. W 2014 roku wyniki OTP Banku zostały negatywnie dotknięte przez ustawę o jednostronnych zmianach w umowach oraz niewłaściwego stosowania kursu wymiany walut (-168 mld HUF), odpisy goodwillu (-12 mld HUF) oraz odpisy na Ukrainę (-36 mld HUF). Jednocześnie zysk przed zdarzeniami jednorazowymi zanotował spadek o 14% głównie ze względu na spadek wyniku na działalności bankowej (-4,3%) przy jednoczesnym wzroście salda rezerw (+5,2%). Uważamy, iż zagrożeniem dla naszej prognozy jest ewentualny odpis goodwillu w Rosji, który na koniec 9M'14 wyniósł 58,5 mld HUF. Odpis ten może być zaksięgowany nadal w wynikach za 2014 rok.

Wynik na działalności bankowej pod presją

Oczekujemy, iż wynik na działalności bankowej znajdzie się pod presją głównie ze względu na program konwersji kredytów hipotecznych do waluty lokalnej na Węgrzech oraz ze względu na znaczące osłabienie się rubla oraz hrywny do węgierskiego forinta. Według planu konwersji kredytów hipotecznych do waluty lokalnej, kredyty będą konwertowane po kursie 256,47 do CHF oraz 308,97 do EUR. Konwersja nastąpi 1 lutego 2015 roku. Odsetki od kredytów powiązane będą z 3-miesięcznym Buborem. Marża kredytowa po konwersji nie może być niższa niż 1% oraz przekraczać 4,5% w przypadku kredytów hipotecznych oraz 6,5% w przypadku kredytów zabezpieczonych hipoteką. Oczekujemy, iż górny limit na marży kredytowej spowoduje spadek wyniku odsetkowego na Węgrzech o 5% w 2015 roku.

Niższe rezerwy, koszty oraz podatek bankowy w 2015 roku

Oczekujemy, iż silna oraz utrzymująca się deprecjacja rubla do forinta spowoduje w 2015 roku znaczący spadek kosztów rezerw oraz kosztów administracyjnych. Ponadto oczekujemy, iż po znaczącym wzroście salda rezerw na Ukrainie (+200% pomimo deprecjacji hrywny) ekspozycja banku na Donieck, Ługańsk oraz Krym zostaną dostatecznie obrezerwowane, co zmniejszy potrzeby dotwarzania rezerw w 2015 roku. Ponadto oczekujemy iż w związku ze znaczącymi odpisami w 2014 rok na Ukrainę, OTP Bank zapłaci niższy podatek bankowy o około 4 mld HUF.

Rosja i Ukraina pod presją

Oczekujemy, iż Rosja oraz Ukraina będą ponosić straty zarówno w 2015, jak i w 2016 roku. Według Zarządu OTP Banku wyniki w Rosji powinny się systematycznie poprawiać i osiągnąć zysk netto w drugiej połowie roku. Uważamy, iż taki scenariusz jest mało prawdopodobny ze względu na coraz gorsze perspektywy rosyjskiej gospodarki mające przełożenie na jakość kredytów banków. Koszt ryzyka w kredytach gotówkowych oraz na kartach kredytowych w OTP Bank Rosja pozostaje na bardzo wysokim poziomie 18%-19%. W 2015 roku oczekujemy, iż saldo rezerw w OTP Bank Rosja wzrośnie o 14% (w rublu), a strata netto wzrośnie o 88%. Z drugiej strony oceniamy, iż saldo rezerw w OTP Bank Ukraina w 2015 spadnie o 46% R/R, zaś strata netto zawęzi się o 56% R/R. Oczekujemy, iż całkowita strata w 2014 roku (z odpisami na Krym, Donieck i Ługańsk) przewyższy zakładany poziom 50 mld HUF i osiągnie poziom 80 mld HUF głównie przez dotworzenie rezerw.

Zbyt duże dyskonto

OTP Bank notowany jest na wskaźniku 2015 P/E 8,6x z 32% dyskontem do banków w regionie CEE (12,8x). Dyskonto jest nawet większe w przypadku wskaźnika 2015 P/BV na poziomie 0,6x wobec 1,3x notowanego w sektorze CEE. Niemniej jednak naszym zdaniem, dyskonto usprawiedliwione jest ryzykiem regulacyjnym, a przede wszystkim obecną sytuacją w Rosji oraz na Ukrainie. Dodatkowo, wartość w OTP Banku generowana jest głównie przez kraje o niskich wskaźnikach wyceny takich jak Węgry. W naszej wycenie uwzględniliśmy podatek bankowy, który według nas nie zostanie zlikwidowany w najbliższej przyszłości.

Ubezpieczyciele

PZU Trzymaj								
Analitik: Michał Konarski			Cena bieżąca: 508,65 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) 43 923,1
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 5,5%
P/E	13,5	13,3		16,0		15,9		Zmiana ceny: 6m 12,6%
P/BV	3,1	3,6		3,5		3,5		Zmiana ceny: 12m 21,9%
DPS	22,4	29,7		58,6		31,8		Min (52 tyg.) 409,0
Dywid (%)	4,4	5,8		11,5		6,3		Max (52 tyg.) 511,0

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację trzymaj dla PZU. 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 styczniu Spółka ma zaprezentować nową strategię, która ma na celu uniezależnienie Spółki od zmiennych zysków z tytułu działalności lokacyjnej poprzez wzrost zysku z działalności podstawowej oraz działalności w segmencie służby zdrowia. Uważamy, iż kolejne cięcia stóp procentowych oraz zatwierdzenie przez parlament ustawy dotyczącej kapitałów Tier 2, pozytywnie będą wpływać na sentyment do Spółki.

Spadek zysku netto w 2015 roku

Zgodnie z rynkiem oczekujemy, iż wyniki PZU w 2015 roku znajdą się pod niewielką presją. Obecnie średnie oczekiwania rynkowe wskazują na spadek zysku netto o 5%. Uważamy, iż PZU w 2015 roku nadal będzie się zmagać z presją na składkę przypisaną brutto w segmencie majątkowym spowodowaną wojną cenową w segmencie motoryzacyjnym. Dodatkowo, przychylne warunki pogodowe w 2013 oraz 2014 roku wspierały wskaźniki szkodowości, które naszym zdaniem w średnim terminie mogą być nie do utrzymania. Niemniej jednak Zarząd PZU uważa, iż koszty administracyjne, które znacząco wzrosły w 9M'14, powinny spowolnić poniżej tempa wzrostu składki przypisanej brutto. Nasze prognozy na 2015 rok znajdują się obecnie 7% poniżej konsensusu.

Polityka kapitałowa

W 2013 roku PZU uchwaliło nową politykę kapitałową, w której przewiduje w latach 2013-15 zwiększenie stopy zwrotu dla akcjonariuszy. W ramach tej polityki PZU wypłaciło zaliczkową dywidendę w wysokości 20 PLN na akcje w 2013 roku oraz po 17 PLN na akcję w październiku 2014 oraz w styczniu 2015. Uważamy, iż PZU, zgodnie z uchwaloną polityką dywidendową, wypłaci 100% zysku jednostkowego oraz kapitał nadwyżkowy (1,3 mld PLN) w latach 2015-16. Niemniej jednak, wypłata kapitału nadwyżkowego uzależniona jest od zgody parlamentu na zmianę zapisów odnośnie zaliczania do kapitałów instrumentów Tier 2. Ponadto uważamy, iż wypłata dywidendy nie powinna zostać zagrożona również przez KNF ze względu na silną pozycję kapitałową PZU.

Nowa strategia 2015-2020

PZU ogłosi nową strategię rynkową na lata 2015-2020 28 stycznia 2015. Według doniesień prasowych, ubezpieczyciel w nowej strategii skupi się na rozwoju biznesu zarządzania aktywami, który ma stać się istotnym 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 uważamy, że PZU potwierdzi, iż nie jest zainteresowane przejęciami szpitali. Dodatkowo uważamy, iż Zarząd potwierdzi dalsze aspiracje PZU do przejęć w regionie skupiając się nie tylko na biznesie ubezpieczeniowym.

Z premią do sektora

PZU notowane jest na wskaźniku 2015 P/E 15,9x, znacznie powyżej średniej dla ubezpieczycieli (na poziomie 11,7x), ale również powyżej średniej dla polskich banków w przypadku 2016 roku (13,9x). Uważamy, iż w przypadku PZU premia do rynku jest uzasadniona wysokim ROE oraz poprzez najwyższy na rynku wskaźnik dividend yield.

Usługi finansowe

Kruk		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		113,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26	
		Cena docelowa:		143,10 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody ogółem	343,0	405,6	18,3%	496,1	22,3%	553,3	11,5%	Liczba akcji (mln)	17,0
Zakupy wierzytelności	303,0	355,7	17,4%	449,8	26,5%	502,7	11,7%	MC (cena bieżąca)	1 916,4
Inkaso	32,9	39,9	21,4%	32,7	-18,2%	35,5	8,5%	Free float	87,0%
Marża pośrednia	194,1	222,9	14,8%	300,8	35,0%	337,6	12,2%		
Zysk brutto	85,1	98,5	15,7%	155,2	57,6%	179,7	15,8%		
Zysk netto	81,2	97,8	20,4%	155,2	58,8%	174,3	12,3%		
ROE	29,2%	26,7%		31,5%		26,5%		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/E	23,5	19,6		12,3		11,0		Zmiana ceny: 6m	25,8%
P/BV	6,0	4,6		3,4		2,6		Zmiana ceny: 12m	33,7%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	77,2
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	119,0

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Kruka jednocześnie podnosząc 9-miesięczną cenę docelową do 143,10 PLN/akcję. Kruk pozostaje liderem na rynku wierzytelności w Polsce i Rumunii, a nabycie portfela wierzytelności hipotecznych w 1Q'14 i 4Q'14 oraz wejście na 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. Kruk na wskaźnikach P/E'15 11,0x oraz na P/E'16 9,3x notowany jest z odpowiednio 10% i 19% dyskontem do międzynarodowej grupy porównawczej, które uważamy za nieuzasadnione. Nasza 9-miesięczna cena docelowa implikuje 26,6% potencjału wzrostu.

Dynamika zysków do utrzymania

Uważamy, iż wysoka dynamika zysków z lat ubiegłych jest do utrzymania, a w kolejnych trzech latach zysk netto Kruka wzrośnie aż o 28,0% (CAGR). Kluczowym czynnikiem dla zachowania dynamiki będzie wzrost sumy bilansowej, dzięki wejściu na nowe rynki, jak i w nowy segment wierzytelności hipotecznych. Nasze prognozy znajdują się 11% powyżej konsensusu na 2015 oraz 9% na 2016 rok. Nasze założenia odnośnie wzrostu zysku netto znajdują się w dolnych granicach prognozy Zarządu, która mówi o wzroście zysku netto na poziomie 10-20% w 2015 roku.

Spadające zadłużenie

Wysoki poziom wskaźnika ROE (>20% przez ostatnie 5 lat) oraz brak wypłaty dywidendy pozwolił Spółce na systematyczną redukcję wskaźnika długu netto/KW. Oczekujemy, iż ten trend zostanie kontynuowany, zaś sam wskaźnik długu netto/KW obniży się z poziomu 1,6x w 2013 roku do 1,1x w 2016 roku, znacząco poniżej ustanowionych kowenant na poziomie 2,5x. Jednocześnie oczekujemy, iż poziom ROE w kolejnych 2 latach będzie się kształtował w przedziale 24-26%.

Zarząd chce dalej zatrzymywać zyski

Pomimo spadającego zadłużenia Spółki, Kruk nie planuje wypłaty dywidendy w najbliższych latach. W naszych prognozach uwzględniliśmy wypłatę dywidendy dopiero w 2017 roku (50% zysku netto) chociaż uważamy, iż Spółka jest w stanie pogodzić dynamiczny rozwój oraz wypłatę dywidendy już w chwili obecnej. Zmiana w podejściu do dywidendy może nastąpić ze strony akcjonariatu – ponad 50% głosów na ZWZ znajduje się w rękach OFE.

Nowe rynki

W sierpniu 2014 Kruk ogłosił wejście na niemiecki rynek. Organizacja nowego podmiotu jest budowana od podstaw, zaś część operacji zostanie ulokowanych w Polsce z powodu znacznie niższego poziomu wynagrodzeń. Kruk szacuje wartość nakładów rynku niemieckiego na kilkaset milionów euro rocznie. W obecnym roku Kruk planuje dalszą ekspansję na takie rynki jak Wielka Brytania, Hiszpania lub Włochy. Ekspansja na kolejne kraje ma się odbyć w przeciągu 4-5 lat. Oczekujemy, iż nakłady na nowe portfele w Niemczech pojawią się już w 1Q'15, ale w skali całego roku oraz operacji Kruka będą niewielkie.

Nakłady Kruka na nowe portfele

W roku 2014 Kruk zainwestował w nowe portfele na wszystkich rynkach łącznie 570 mln PLN (+55% R/R). W 2015 r. spodziewamy się znacznego skoku inwestycji do rekordowego poziomu 718 mln PLN głównie ze względu na zakup portfela kredytów hipotecznych za 317 mln PLN, przy wzrastających inwestycjach na pozostałych rynkach. Oczekujemy, iż Kruk zwiększy również nakłady w Polsce w segmentach kredytów konsumenckich i korporacyjnych z szacowanych przez nas 97 mln PLN w 2014 r. do 169 mln PLN w 2015 r. W naszej ocenie w segmencie wierzytelności konsumenckich wzrost będzie podyktowany wzrostem rynku należności konsumenckich w 2014 roku. W segmencie korporacyjnym za wzrost nakładów będą odpowiadały wzrost rynku (+10% R/R w wartości nominalnej) oraz wzrost udziału w rynku Kruka do 30%. W Rumunii zakładamy lekki wzrost inwestycji z 141 mln PLN do 146 mln PLN przy utrzymującym się udziale w rynku na poziomie 35%. W całym roku wydatki szacujemy na 718 mln PLN (+26% R/R), przy czym oczekujemy umiarkowanej kontrybucji (7% nakładów) z nowego rynku (Niemcy).

Dyskonto nie uzasadnione

Kruk na wskaźnikach P/E'15 11,0x oraz P/E'16 9,3x notowany jest z odpowiednio 10% oraz 19% dyskontem do średniej rynkowej na poziomie 12,3x oraz 11,6x. Uważamy, iż dyskonto jest nieuzasadnione ze względu na ponadprzeciętną dynamikę zysków (2013-16 CAGR równy 28%), najwyższe w sektorze ROE na poziomie 31,5% oraz spadające zadłużenie. Niemniej jednak uważamy, iż Kruk nie zasługuje obecnie na premię ze względu na brak dywidendy.

Paliwa, Chemia

Ciech

Trzymaj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		48,40 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		46,90 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	4 378,0	3 501,0	-20,0%	3 144,0	-10,2%	3 133,8	-0,3%	Liczba akcji (mln)	52,7		
EBITDA	38,5	356,3	826,6%	496,9	39,5%	574,9	15,7%	MC (cena bieżąca)	2 550,7		
marża EBITDA	0,9%	10,2%		15,8%		18,3%		EV (cena bieżąca)	3 751,2		
EBIT	-198,2	139,7		296,6	112,3%	364,1	22,8%	Free float			
Zysk netto	-430,6	49,4		91,6	85,3%	170,1	85,6%				
P/E		51,6		27,8		15,0		Zmiana ceny: 1m	12,6%		
P/CE		9,6		8,7		6,7		Zmiana ceny: 6m	31,5%		
P/BV	2,9	2,8		2,7		2,3		Zmiana ceny: 12m	59,7%		
EV/EBITDA	97,8	10,5		7,5		6,4		Min (52 tyg.)	30,3		
Dyld (%)	0,0	0,0		2,3		0,0		Max (52 tyg.)	48,4		

Zwrot z akcji Ciechu w ubiegłym roku łącznie z dywidendą sięgnął 37%, co plasuje Spółkę w czołówce indeksu WIG. Oczekujemy, że pozytywny sentyment powinien w najbliższych miesiącach się utrzymać, czemu sprzyjać będzie dalsza poprawa wyników i coraz bliższe refinansowanie drogiej obligacji. Sytuacja na rynku sody wydaje się stabilna, a dodatkowym wsparciem rentowności jest wyższy kurs EUR oraz tańsze surowce energetyczne (gaz, węgiel). Po uwzględnieniu niższej stopy wolnej od ryzyka oraz aktualizacji założeń makro podnosimy naszą wycenę z 41,60 PLN do 46,90 PLN, ale rekomendacja pozostaje bez zmian. Na bazie prognoz na lata 2015/16 Spółka jest wyceniana z około 10% dyskontem do grupy porównawczej, zarówno na P/E, jak i EV/EBITDA.

Pozytywny trend na wynikach do utrzymania

W ubiegłym roku Ciech zaskakiwał pozytywnie wynikami, głównie dzięki procesom restrukturyzacji (koszty ogólnego zarządu w okresie 9M'14 udało się obniżyć o 27 mln PLN). Spółka zwiększyła również wykorzystanie mocy wytwórczych w sodzie oraz wdrożyła nowy produkt w ramach środków ochrony roślin, który wypłaszczył sezonowy spadek przychodów w drugim półroczu. W tym roku te pozytywne tendencje powinny być kontynuowane głównie dzięki nieznaczny podwyżkom cen sody (pozytywny efekt waluty) i zwiększeniu wolumenu o 120 tys. ton (inwestycje w Polsce i Rumunii), dalszym spadkom cen gazu w Niemczech (efekt formuły cenowej częściowo powiązanej z notowaniami ropy) i mniejszym wydatkom na węgiel w Polsce. W efekcie prognozujemy wzrost EBITDA do 575 mln PLN.

Szansa na refinansowanie obligacji

Istotnym potencjałem wzrostu wartości Ciechu jest możliwość refinansowania drogiej euroobligacji, które może wydarzyć się już pod koniec tego roku. Jeśli koniunktura na rynku długu korporacyjnego utrzyma się, Spółka będzie w stanie obniżyć oprocentowanie z obecnych 9,5% nawet do 5% (ostatnia emisja Synthosa zamknęła się na poziomie 4%), co przy nominale 245 mln EUR oznacza roczne oszczędności rzędu 40-45 mln PLN. Oczywiście należy pamiętać, że wcześniejsza spłata aktualnej transzy wiąże się z jednorazowym kosztem opcji na poziomie 70 mln PLN, ale prawdopodobnie na rachunku wyników zostanie on rozłożony w czasie (prawdopodobnie będzie amortyzowany zgodnie z harmonogramem spłaty nowej transzy).

Tempo spadku długu może spowolnić

W pierwszych trzech kwartałach 2014 roku Ciech zdołał obniżyć zadłużenie netto o 80 mln PLN, ale warto podkreślić że było to możliwe dzięki uwolnieniu ponad 100 mln PLN w ramach umowy faktoringu należności. W najbliższych latach Zarząd zapowiada nakłady inwestycyjne rzędu 350-400 mln PLN rocznie, a dodatkowo jeszcze w ostatnim czasie Spółka musiała wypłacić „zaległą” dywidendę i wykupić „cichych” współników w Niemczech (łącznie ponad 100 mln PLN). Proces dezinwestycji obecnie spowolnił i praktycznie ogranicza się tylko do mniejszych spółek (Transoda, Transclean czy Ciech Pianki), których wartość łącznie może oscylować wokół 100 mln PLN. W tym kontekście tempo spadku zadłużenia w najbliższych kwartałach może spowolnić i wskaźnik dług netto/EBITDA utrzyma się powyżej 2,0x. Przy spadającym kosztach obsługi nie powinno to już jednak obciążać wyceny koncernu.

Nowa strategia ogłoszona

Ciech ogłosił założenia nowej strategii Grupy na lata 2014-19. 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 3,3 mld PLN, a tegoroczna sprzedaż powinna wynieść około 3,1 mld PLN), znormalizowana EBITDA 660 mln PLN (nasza prognoza to 595 mln PLN, a zeszłoroczny wynik prognozujemy na 497 mln PLN), a marża 17%. Spółka założyła również wypłatę dywidendy na średniorocznym poziomie 3% i osiągnięcie wskaźnika długu netto do EBITDA poniżej 1,90x w 2019 roku. Przedstawione cele wydają się dość ambitne (szczególnie podwojenie sprzedaży na polskim rynku środków ochrony roślin) i w naszym modelu nie uwzględniamy m.in. profitów z „optymalizacji sprzedaży sody” (Zarząd szacuje je na +35 mln PLN na EBITDA).

Co z planami ekspansji?

W ostatnich wywiadach prasowych Zarząd wielokrotnie wskazywał, że Spółka jest zainteresowana ekspansją na nowe rynki łącznie z inwestycjami w moce wytwórcze (soda w Afryce, środki ochrony roślin w Azji). Na razie nie podano żadnych konkretnych projektów, które są analizowane, ale pewnym jest że przy aktualnym stanie zadłużenia potencjał do finansowania dodatkowych przedsięwzięć jest w Ciechu ograniczony. Nie można więc wykluczyć, że w przyszłości pojawi się pomysł emisji nowych akcji bądź dodatkowego wsparcia ze strony głównego akcjonariusza, czyli KI Chemistry. Szczegółowe parametry takich rozwiązań mogą stanowić potencjalne ryzyko dla obecnych mniejszościowych akcjonariuszy Spółki.

Lotos		Trzymaj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		24,74 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-08	
		Cena docelowa:		26,80 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	33 111,0	28 597,3	-13,6%	28 516,3	-0,3%	20 129,2	-29,4%	Liczba akcji (mln)	184,9
EBITDA	979,2	802,6	-18,0%	262,3	-67,3%	1 419,3	441,1%	MC (cena bieżąca)	4 573,8
marża EBITDA	3,0%	2,8%		0,9%		7,1%		EV (cena bieżąca)	10 060,8
EBIT	312,8	146,5	-53,2%	-554,1		610,5		Free float	46,8%
Zysk netto	927,8	39,4	-95,8%	-553,2		331,6			
P/E	3,5	81,5				13,8		Zmiana ceny: 1m	-5,0%
P/CE	2,0	4,6		17,4		4,0		Zmiana ceny: 6m	-25,5%
P/BV	0,4	0,3		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-23,5%
EV/EBITDA	9,7	11,1		38,4		7,3		Min (52 tyg.)	23,1
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	36,8

Decyzja o emisji akcji oraz spadki cen ropy pograżyły kurs Lotosu w ubiegłym roku. Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach trudno będzie koncernowi odbudować kapitalizację ze względu na dużą wrażliwość wyceny na NPV kluczowych projektów inwestycyjnych, których termin oddania do eksploatacji (a co za tym idzie przełożenie na wyniki finansowe) wykracza poza standardowy horyzont inwestycyjny na rynku akcji. Dodatkowym problemem jest fakt, że w obecnym otoczeniu makro (niskie ceny węglowodorów, zawężenie spreadu gaz-ropa, poprawa marż na ciężkich produktach) profil zwrotu DCU, B4/B6 czy HRU wygląda mniej atrakcyjnie. Oczekiwana w tym roku poprawa wyników na podstawowym biznesie rafineryjnym nie jest w stanie zachęcić do zainwestowania w akcje koncernu, gdyż implikuje oczyszczony wskaźnik EV/EBITDA LIFO na poziomie 6,8x (wysoki kurs USD/PLN podwyższa dug netto). Uwzględniając emisję, aktualne założenia makro i nowe przedsięwzięcia inwestycyjne w modelu, obniżyliśmy ostatnio naszą cenę docelową do 26,80 PLN (poprzednio 38,60 PLN) i utrzymujemy neutralną rekomendację.

Projekty inwestycyjne za 4 mld PLN...

W najbliższych 3 latach Lotos wyda na nowe przedsięwzięcia 4 mld PLN, czyli prawie tyle, ile wynosi aktualna kapitalizacja koncernu. Problemem nie jest jednak tylko skala projektów (napięty bilans wymaga delewarowania), ale fakt że aktualne otoczenie makro nie sprzyja kalkulacji NPV tych przedsięwzięć. Trudno dziś przy niskich cenach węglowodorów dyskontować wysokie zwroty na inwestycjach w morskie wydobycie ropy i gazu (złoża B8 i B4/B6). Gorzej wyglądają również profile zyskowości na instalacji odzysku wodoru (zmniejszenie różnicy cenowej pomiędzy gazem ziemnym a LPG) oraz na sztandarowym projekcie DCU, który według naszych szacunków przy aktualnych cenach ropopochodnych nie jest w stanie poprawić modelowej marży Lotosu o zapowiadane 2 USD/Bbl (poprawa cracków na HSF0 i asfaltach obniża bowiem profity z konwersji tych ciężkich produktów na diesla).

... skonsumują rosnące przepływy z operacji

Wysokie nakłady inwestycyjne powinny być jednak sfinansowane bez problemów, nie tylko dzięki przeprowadzonej emisji, ale również dzięki oczekiwanej przez nas poprawie przepływów w segmencie rafineryjnym. Wyższa modelowa marża przerobowa, wzrost rentowności na produktach ciężkich dzięki niższym cenom surowca (asfalty, oleje bazowe), utrzymanie pozytywnych tendencji w detalu oraz niższe koszty gazu (roczne zużycie 0,6 mld m³) pozwolą na zwiększenie oczyszczonego

strumienia EBITDA LIFO w tym obszarze o ponad 300 mln PLN r/r (przypominamy, że wyniki 2014 roku były zaniżone przez straty na przeliczeniach walutowych). Ubytek zysków na wydobyciu będzie zneutralizowany przez uwolnienie gotówki z kapitału obrotowego w związku ze zmianą stanu zapasów obowiązkowych. Ze względu na wspomniane inwestycje i osłabienie złotego inwestorzy nie mogą jednak liczyć w najbliższych latach na istotne obniżenie zadłużenia.

Ceny ropy – stabilizacja na niższych poziomach

Strukturalna nadpodaż na rynku ropy sięga obecnie według EIA około 0,7 mln boe/d, co odpowiada 0,7%-0,8% globalnego zapotrzebowania. Wobec deklaracji OPEC o ochronie udziału w rynku i braku cięć produkcji oraz niesłabnącego trendu umocnienia dolara, oczekujemy że otoczenie niskich cen potrwa co najmniej kilka kwartałów. Procesy dostosowawcze po stronie podaży będą następowały stopniowo, szczególnie że według Rystad Energy nawet przy cenie 60 USD za Brent wciąż można oczekiwać w tym roku zwiększenia produkcji ropy łąkowej w Ameryce Płn. nawet bez zakładania spadku kosztów inwestycyjnych. Katalizatorami niskich cen mogą być również zmiany w limitach eksportowych w USA i postępy w negocjacjach z Iranem. W modelu przyjmujemy Brent na poziomie 65 USD w tym roku i wzrost do 80 USD w perspektywie roku 2017, a nasze założenia są o około 5% wyższe od aktualnej krzywej terminowej.

Prognozy bilansu

W 4Q'14 łącznie z wygenerowanym strumieniem EBITDA przepływy z operacji powinny sięgnąć około 0,4 mld PLN. Po uwzględnieniu capex na poziomie 200 mln PLN, 40 mln PLN z tytułu kosztów odsetkowych, przeszacowania kredytów -440 mln PLN oraz 1 mld PLN środków pozyskanych z emisji akcji prognozujemy obniżenie długu netto Grupy na koniec grudnia do poziomu 5,45 mld PLN. W tym roku przepływy operacyjne skorygowane o odsetki powinny sięgnąć 1,7 mld PLN, w tym około 200 mln PLN z zapasów obowiązkowych (efekt częściowo zneutralizowany przez wzrost wolumenów zapasów związany z wyższą sprzedażą 2014 vs 2013). Przy capex na poziomie około 1,8 mld PLN, dług netto na koniec grudnia 2015 powinien wynosić 5,9 mld PLN. W roku 2016 będą jeszcze ponoszone wydatki na instalację DCU oraz złoża B4 i B6, ale przepływy pieniężne netto Lotosu powinny być już zbilansowane dzięki uruchomieniu B8. Wskaźnik dług netto do EBITDA będzie wówczas wynosił 2,9x (spadek r/r to efekt zakładanego umocnienia złotego i przeszacowania długu USD). Potencjalnie szansą na obniżenie zadłużenia są dezinvestycje, a największą z nich może być transakcja sprzedaży Lotos Kolej (około 0,3-0,4 mld PLN), która teoretycznie jest możliwa do zrealizowania w roku 2015.

MOL		Akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		154,70 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-08	
		Cena docelowa:		174,00 PLN					
(mld HUF)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 521,3	5 401,1	-2,2%	4 587,2	-15,1%	3 457,1	-24,6%	Liczba akcji (mln)	104,5
EBITDA	524,9	520,4	-0,9%	434,1	-16,6%	483,5	11,4%	MC (cena bieżąca)	16 169,1
marża EBITDA	9,5%	9,6%		9,5%		14,0%		EV (cena bieżąca)	29 920,2
EBIT	205,3	-18,7		174,0		194,4	11,8%	Free float	31,3%
Zysk netto	151,5	21,6	-85,7%	67,5	212,6%	91,1	34,9%		
P/E	7,9	55,1		17,6		13,1		Zmiana ceny: 1m	-2,1%
P/CE	2,5	2,1		3,6		3,1		Zmiana ceny: 6m	-1,5%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-20,7%
EV/EBITDA	4,8	4,0		5,1		4,7		Min (52 tyg.)	142,0
Dyld (%)	3,2	3,3		5,0		3,9		Max (52 tyg.)	195,0

Akcje MOL-a spadły w ubiegłym roku o 20% i to pomimo dobrego sentymentu na węgierskim rynku obligacji (zachwiana została długoterminowa korelacja w tym zakresie), a głównymi katalizatorami były rewizja prognoz produkcji w obszarze wydobycia oraz brak porozumienia z chorwackim rządem. Dodatkowym obciążeniem jest też ostatnie załamanie na rynku ropy, ale Spółka mimo dużego udziału segmentu E&P w EBITDA reagowała już dość spokojnie na negatywne tendencje na surowcu. Naszym zdaniem nie jest to jednak nieefektywność rynku, gdyż wyniki w tym roku powinny być wspierane przez znaczną poprawę rentowności w rafinerii, a dodatkowo spadek przychodów z wydobycia będzie neutralizowany przez wzrost wolumenów (Irak, Morze Północne). Akcje MOL-a mogą być w tym kontekście traktowane jako swego rodzaju instrument „zabezpieczający” przed odbiciem cen ropy. Niemniej jednak zmiana długoterminowych założeń wpłynęła na obniżenie w ostatnim raporcie naszej ceny docelowej do 12 850 HUF (równowartość 174 PLN; poprzednia cena docelowa to 15 652 HUF) i zmianę rekomendacji z kupuj na akumuluj.

Wzrost wolumenów i rafineria zneutralizują spadki cen ropy

Ostatnie spadki cen ropy *ceteris paribus* implikowałyby obniżenie oczyszczonego strumienia EBITDA segmentu wydobywczego w tym roku o około 66 mld HUF. Naszym zdaniem Spółka powinna jednak w dużym stopniu zrekomensować ubytek przychodów wzrostem wolumenów. Zarząd zapowiada bowiem zwiększenie średniej produkcji o około 15 mboe/d i to w projektach o wysokim poziomie rentowności operacyjnej (model *Production Sharing Agreement* w Kurdystanie i niskie koszty wydobycia na Morzu Północnym). Jednocześnie lepszych rezultatów oczekujemy w segmencie rafineryjnym, gdzie oprócz wyższych marż wzrost CCS EBITDA (+46 mld HUF) będzie efektem wyższej utylizacji mocy przerobowych (brak kapitalnego przestoju w Slovnaft) i normalizacji wyników we Włoszech (+10 mld HUF z uwagi na brak kosztów konwersji rafinerii na terminal). W ujęciu r/r lepiej wypadnie również obszar gazowy, gdzie nie powtórzą się straty na wymuszonej sprzedaży zapasów w Chorwacji. Nieco słabiej będzie wyglądało porównanie na poziomie zysku netto z uwagi na wysoką efektywną stopę podatkową w Wielkiej Brytanii oraz wyższy podatek Robin Hooda na Węgrzech w związku ze wzrostem zysków rafinerii.

Małe szanse na pozytywne rozstrzygnięcia w INA

W poprzednich raportach wskazywaliśmy, że pozytywnym katalizatorem dla kursu MOL-a może być zakończenie sporu z chorwackim rządem w sprawie INA, albo poprzez osiągnięcie kompromisu albo poprzez sprzedaż udziałów. W obecnych warunkach rynkowych dezinvestycja aktywów skoncentrowanych w obszarze wydobywczym wydaje się mało prawdopodobna (brak atrakcyjnych ofert), a ostatnie doniesienia z Chorwacji nie wskazują na tonowanie nastrojów politycznych (kontrola skarbowe INA, cofnięcie koncesji poszukiwawczych, reakcja ministra gospodarki na propozycję dywidendy specjalnej). Nie oczekujemy więc, aby z tego kierunku akcjonariusze MOL otrzymali pozytywne informacje w tym roku, szczególnie że procesy arbitrażowe dopiero się rozpoczęły. Niemniej jednak kurs koncernu nie powinien być już infekowany nowymi negatywnymi informacjami w tym temacie.

Mocny bilans zapewnia środki na dywidendę

W 4Q bilans MOL będzie jeszcze obciążony płatnością za przejęte aktywa Premier Oil na Morzu Północnym, której nominalna wartość sięga 130 mln USD (wyływ gotówki będzie nieco mniejszy z uwagi na fakt, że są to złoża produkcyjne, a rozliczenie zostało ustalone na 1 stycznia 2014). Mocne spadki cen ropy powinny z kolei pozwolić na wygenerowanie dodatkowej gotówki z kapitału obrotowego w segmencie rafineryjnym. W tym roku zakładamy capex na 1,7 mld USD, czyli na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego uwzględniającego wspomniane wcześniej akwizycje. Oznacza to wzrost organicznych nakładów na prowadzone projekty, co ma związek z fazą zagospodarowywania złóż w Kurdystanie i na Morzu Północnym oraz końcowymi płatnościami za inwestycje petrochemiczne. Zarząd zapowiada co prawda, że w najbliższych 3 latach nakłady mogą sięgać do 2 mld USD rocznie, ale wydaje się, iż przy obecnych poziomach cen ropy Spółka będzie ostrożniej podchodziła do nowych przedsięwzięć i skupi swoje wysiłki na już zaawansowanych projektach. Mimo intensywnego programu inwestycyjnego wskaźnik długu netto do EBITDA na koniec roku powinien wynieść zaledwie 1,3x. Szacowany przez nas DYield w tym roku powinien zbliżyć się do 4%.

PGNiG		Redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		4,36 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-08	
		Cena docelowa:		4,03 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	28 730,0	32 120,0	11,8%	31 614,0	-1,6%	28 652,1	-9,4%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	4 609,0	5 612,0	21,8%	6 007,5	7,0%	5 449,2	-9,3%	MC (cena bieżąca)	25 724,0
marża EBITDA	16,0%	17,5%		19,0%		19,0%		EV (cena bieżąca)	29 549,1
EBIT	2 540,0	3 149,0	24,0%	3 457,3	9,8%	2 884,4	-16,6%	Free float	27,6%
Zysk netto	2 242,0	1 918,0	-14,5%	2 379,3	24,1%	2 211,4	-7,1%		
P/E	11,5	13,4		10,8		11,6		Zmiana ceny: 1m	-1,8%
P/CE	6,0	5,9		5,2		5,4		Zmiana ceny: 6m	-16,6%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-8,6%
EV/EBITDA	7,4	5,4		4,9		5,4		Min (52 tyg.)	4,2
Dyld (%)	0,0	3,0		3,4		4,6		Max (52 tyg.)	5,3

Od czasu naszej listopadowej negatywnej rekomendacji kurs PGNiG spadł o 13%, ale jednocześnie obniżyły się także notowania ropy i gazu wyrażone w PLN odpowiednio o ponad 20% i 15%. Dodatkowo zmaterializowało się ryzyko kontraktu katarskiego (potencjalnie około 250 mln PLN straty w skali roku), a decyzja taryfowa okazała się mało łaskawa szczególnie w kontekście mocnego osłabienia złotego. Pozytywnym katalizatorem mogła być ogłoszona strategia, ale naszym zdaniem raczej rozczarowała (wysokie nakład inwestycyjne, konserwatywne prognozy zysków, dywidenda zgodna z oczekiwaniami) i w najbliższych miesiącach nie będzie miała istotnego wpływu na kurs. Obciążeniem dla koncernu będzie też nieuchronnie postępujący proces liberalizacji rynku gazu, którego ceny w Polsce są obecnie około 20% wyższe niż na sąsiednim rynku niemieckim. Widzimy potencjał do rewizji rynkowego konsensusu prognoz EBITDA na najbliższe lata o około 10%. W tym kontekście w naszym styczniowym raporcie obniżyliśmy prognozy oraz wycenę do 4,03 PLN (poprzednio 4,64 PLN) i podtrzymaliśmy rekomendację redukcji.

Kontrakt katarski i decyzja taryfowa

Aneks do kontraktu katarskiego, choć ogranicza ryzyko płatności za nieodebrany gaz, to sankcjonuje straty na niekorzystnej formule cenowej, które nie będą mogły być przeniesione w taryfie (przynajmniej do czasu uruchomienia terminala), a w skali roku szacujemy je na 250-300 mln PLN (ostatnio spada co prawda cena wraz z załamaniem rynku ropy, ale równocześnie obniżyły się również spoty kwotowania LNG). Wszystko wskazuje na to, że wsparciem dla wyników segmentu obrotu nie będzie również polityka regulatora, który obniżył cennik hurtowy PGNiG o 4% na pierwsze 4 miesiące tego roku, co w kontekście słabego złotego może oznaczać pogorszenie marży handlowej w stosunku do 4Q'14, który i tak będzie naszym zdaniem dość słaby pod tym względem (wzrost kosztów pozyskania gazu o 7% q/q). Uwzględniając te elementy szacujemy, że tegoroczna strata EBIT na obrocie może sięgnąć 0,4 mld PLN, co nie jest jeszcze odzwierciedlone w rynkowym konsensusie. Wciąż nie została również uporządkowana kwestia sposobu rozliczania kosztów regazyfikacji LNG w terminalu oraz finansowania zapasów obowiązkowych w otoczeniu utraty udziałów rynkowych PGNiG.

Strategia nie zaskoczyła pozytywnie

Zarząd zapowiedział, że podjęte inicjatywy strategiczne (m.in. zwiększenie produkcji węglowodorów o 10-15 mln boe poprzez przejęcia zagraniczne, obniżenie kosztów o 700-800 mln PLN) powinny umożliwić wypracowanie w roku 2022 wyniku EBITDA na poziomie 7 mld PLN. Nie zaprezentowano co prawda założeń makro, ale w kontekście tegorocznego wyniku (około 6 mld PLN) cel może wydawać się bardzo konserwatywny. Naszym zdaniem Spółka starała się jednak w tych szacunkach uwzględnić obciążenie rentowności z tytułu liberalizacji rynku gazu i strat na kontraktach długoterminowych, co wciąż nie do końca jest brane pod uwagę przez inwestorów. Zapowiedź wypłaty 50% zysków w formie dywidendy również nie stanowi pozytywny niespodzianki (mocny bilans teoretycznie umożliwia większy transfer do akcjonariuszy), a podane prognozy capex na poziomie 40-50 mld PLN (nawet uwzględniając, że część środków będzie przeznaczona na akwizycje, a Spółka standardowo nie realizuje w pełni zapowiadanych wydatków) rodzą ryzyko dla FCF (w naszym modelu capex 2014-22 to zaledwie 31 mld PLN). Negatywnym zaskoczeniem w kwestii budowania relacji z rynkiem kapitałowym był brak telekonferencji, w czasie której Zarząd mógłby odpowiedzieć na pytania i wątpliwości inwestorów.

Ryzyka na rynku gazu wciąż aktualne

Tempo procesu liberalizacji rynku jest niższe niż zakładaliśmy, ale nie oznacza to, że wynikające z niego zagrożenia dla PGNiG się zdezaktualizowały. Spółka co prawda tymczasowo podniosła w 4Q ceny gazu na TGE poprzez „zablokowanie” całej wolnej przepustowości na rewersie, ale po pierwsze jest to kosztowna walka z arbitrażem, a po drugie od stycznia moc przesyłowa rewersu w trybie ciągłym została zwiększona z 2,3 mld m³ w skali roku do 5,5 mld m³. Najwięksi klienci coraz mocniej naciskają na zmianę warunków w umowach ramowych, PGNiG traci monopol importowy i udziały w rynku, a dodatkowo wciąż nierozwiązana pozostaje kwestia drogich kontraktów zakupowych *take or pay* (w tym rozliczanie kosztów regazyfikacji LNG). Nie oczekujemy, aby nowa taryfa URE przyniosła remedium na te problemy, szczególnie że nie można wykluczyć obniżenia cennika hurtowego (spadek średnich kosztów zakupu). Wydaje się mało prawdopodobne, aby regulator nie uwzględnił w swoich analizach bieżącej sytuacji na rynku ropy. Jako niewielkie oceniamy również prawdopodobieństwo szybkiego porozumienia z Gazpromem w sprawie zmiany formuły cenowej, nie tylko ze względu na napięcie polityczne, ale także z uwagi na mocny spadek jednostkowego kosztu rosyjskiego surowca w związku z przeceną na rynku ropy i zawężeniem spreadu pomiędzy ceną kontraktową a giełdową gazu.

PKN Orlen
Akumuluj

Analitik: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 53,31 PLN

Cena docelowa: 55,50 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-08

(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	120 101,6	113 853,0	-5,2%	106 832,0	-6,2%	81 323,0	-23,9%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	4 284,5	2 503,0	-41,6%	-2 720,0		5 678,6		MC (cena bieżąca)	22 801,2
marża EBITDA	3,6%	2,2%		-2,5%		7,0%		EV (cena bieżąca)	34 336,2
EBIT	2 024,4	333,0	-83,6%	-4 711,0		3 692,3		Free float	72,5%
Zysk netto	2 344,8	176,0	-92,5%	-5 811,0		2 635,8			
P/E	9,7	129,6				8,7		Zmiana ceny: 1m	9,9%
P/CE	5,0	9,7				4,9		Zmiana ceny: 6m	37,1%
P/BV	0,9	0,9		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	40,4%
EV/EBITDA	7,3	12,6				5,8		Min (52 tyg.)	36,9
Dywidend (%)	0,0	2,8		2,7		3,5		Max (52 tyg.)	53,3

Akcje Orlenu okazały się ostatecznie najlepszą inwestycją ubiegłego roku w ramach indeksu WIG20, ale naszym zdaniem potencjał wzrostowy wciąż nie został w pełni wyczerpany. Spółka jest bowiem jednym z największych beneficjentów taniej ropy w regionie, co wynika ze: (1) spadku kosztów zużycia własnych, które ze względu na rozbudowane instalacje petrochemiczne sięgają w koncernie 9-10% przerobu; (2) znaczącej wrażliwości na poprawiające się marże rafineryjne z mocami rzędu 34 mln ton rocznie; (3) ekspozycji na segment detaliczny i rosnące wolumeny stymulowane niskimi cenami paliw; (4) poprawy konkurencyjności petrochemii opartej na nafcie; (5) pomijalnego udziału wydobycia w EBITDA. Dodatkowymi argumentami za inwestycją w PKN jest słaby złoty, perspektywa pozytywnych zaskoczeń na wynikach i rosnącego poziomu FCF, który pozwoli zbliżyć się do 5% DYield. Wciąż znaczny potencjał poprawy wyników tkwi też w urynkowaniu cen gazu w Polsce (przy zużyciu 1,6 mld m³ rocznie 10% obniżka to spadek kosztów o 0,2 mld PLN). W tym kontekście zwiększyliśmy w ostatnim raporcie naszą wycenę do 55,50 PLN (poprzednio 49,10 PLN) i utrzymaliśmy rekomendację akumuluj.

Niedoszacowane prognozy na rok 2015

Pomimo słabego pierwszego półrocza, oczyszczona EBITDA LIFO za 2014 rok powinna sięgnąć 4,8 mld PLN. Wszystko wskazuje na to, że korzystne otoczenie makro utrzyma się także w kolejnych kwartałach zarówno w petrochemii, jak i rafinerii, co oznacza że średnie modelowe marże powinny być w tym roku wyższe (pomagać będzie również wyższy o 13% kurs USD/PLN). Dodatkowo, Spółka będzie w pełni korzystać ze zwiększonych mocy przerobowych w Czechach (zakup potencjału 2,8 mln ton od ENI) oraz poprawy uzysków na Litwie (oddana do użytku w 3Q instalacja *vacuum flasher*). Spodziewamy się również mniejszej skali przestojów remontowych, poprawy marż hurtowych oraz niższych kosztów zakupu gazu. W efekcie czysta EBITDA LIFO wzrośnie według naszych szacunków co najmniej o 1,1 mld PLN do 5,9 mld PLN. Tymczasem rynkowy konsensus zakłada zaledwie 4,6 mld PLN i będzie rewidowany w górę.

Znaczna poprawa FCF na horyzoncie

Oczekujemy, że sytuacja bilansowa w kolejnych kwartałach będzie się dalej poprawiać z uwagi na korzystniejsze saldo pomiędzy strumieniem EBITDA a nakładami inwestycyjnymi. Przypominamy, że ubiegłoroczny capex jest zawyżony akwizycją w Kanadzie (0,7 mld PLN) oraz

koncentracją nakładów na blok gazowo-parowy we Włocławku (1,2 mld PLN). Dodatkowo, pojawią się pierwsze skutki obniżenia limitów dla zapasów obowiązkowych (przy dzisiejszych cenach około 0,5 mld PLN) oraz pełny efekt spadku cen ropy na kapitale obrotowym. Dług netto na koniec września sięgał zaledwie 1,3x EBITDA, tak więc wbrew niedawnym obawom inwestorów Spółka posiada bardzo duży potencjał dywidendowy, szczególnie że Zarząd prezentuje dość ostrożne podejście w kwestii ewentualnych akwizycji i zapowiedział odmrożenie 1 mld PLN w ramach dezinvestycji. Zgodnie z naszymi prognozami średni yield w okresie 2015-17 może wynosić 4,8%.

Petrochemia naftowa odzyskuje konkurencyjność

Niskie stany magazynowe u przetwórców i wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych to główne źródła utrzymujących się wysokich marż petrochemicznych. Najwięksi gracze (Dow, Lyondell) oceniają, że cykliczne ożywienie dopiero się rozpoczęło i napięcie pomiędzy popytem i podażą powinno jeszcze rosnać. Firma doradcza IHS zredukowała swoje prognozy wzrostu podaży etylenu w okresie 2014-17 o 7,6 mln ton (prawie o 30%) podnosząc jednocześnie tempo oczekiwanego średniorocznego wzrostu konsumpcji z 5,9% do 6,2%. Dodatkowo, pozycję konkurencyjną europejskich producentów poprawiło zawężenie o połowę spreadu pomiędzy naftą i etanem. W tym kontekście zmieniamy nieco nasze bazowe prognozy przesuwając pogorszenie koniunktury z roku 2017 na rok 2018 i podnosząc średni benchmark dla lat 2015-18.

Marże rafineryjne wysokie wbrew konsensusowi

Po słabym 1H'14 druga połowa 2014 przyniosła znaczącą poprawę marż, a wsparcie dla rentowności przerobu pojawiło się na kilku płaszczyznach (wysoka dynamika popytu w Ameryce Płd. i Afryce, spadki cen surowca skutkujące obniżeniem kosztów zużycia własnych i stymulacją konsumpcji paliw, wzrost marż na ciężkich produktach). Wskaźnik wykorzystania mocy w sektorze utrzymuje się na wysokim poziomie (niski poziom przestojów remontowych), co nie potwierdza powszechnej tezy o znacznej nadpodaży i wskazuje na niewielki bufor bezpieczeństwa na wypadek nieplanowanych wyłączeń. Oczekujemy, że elastyczność cenowa popytu będzie coraz bardziej widoczna, co przełoży się na spadek zapasów paliw i będzie gwarantować utrzymanie wyższych marż. W naszych założeniach nie jesteśmy jednak agresywni, a średnioroczny benchmark szacujemy na 4 USD wobec 3,2 USD w 2014 roku i 4,8 USD w 2H'14.

Synthos		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		4,07 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2015-01-26
		Cena docelowa:		5,20 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	6 206,5	5 359,3	-13,7%	4 816,1	-10,1%	4 768,8	-1,0%	Liczba akcji (mln)	1 323,3
EBITDA	932,1	605,3	-35,1%	699,5	15,6%	753,3	7,7%	MC (cena bieżąca)	5 385,6
marża EBITDA	15,0%	11,3%		14,5%		15,8%		EV (cena bieżąca)	6 160,9
EBIT	776,1	453,0	-41,6%	547,6	20,9%	593,9	8,4%	Free float	
Zysk netto	586,3	416,9	-28,9%	359,5	-13,8%	443,2	23,3%		
P/E	9,2	12,9		15,0		12,2		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE	7,3	9,5		10,5		8,9		Zmiana ceny: 6m	-11,3%
P/BV	1,8	2,4		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	-21,0%
EV/EBITDA	5,7	9,8		8,8		8,4		Min (52 tyg.)	3,9
Dyld (%)	12,3	18,7		7,6		3,3		Max (52 tyg.)	5,4

Spadające ceny ropy naftowej przekładają się na niższe ceny butadienu, a pośrednio na niższe ceny kauczuków syntetycznych. To z kolei powoduje, że różnica cen kauczuków syntetycznych do naturalnych się zmniejsza, co zwiększa zainteresowanie zastosowaniem mieszanki syntetycznej (większa stabilność podczas produkcji). W 1H'15 pozytywnie na zintegrowanych producentów kauczuków (w tym Synthos) powinien wpływać wzrost relacji butadienu do ropy naftowej (w Azji w ostatnich tygodniach – najwyższej od III'13). Niewykluczone, że w 2015 roku w Europie pojawi się popyt odtworzeniowy na opony do samochodów, które kupowane były w czasie ostatniej koniunktury na sprzedaż aut (lata 2005-2008). Od tego okresu upływa właśnie 10 lat, co może znaleźć odzwierciedlenie w popycie na nowe opony. Oczekujemy wzrostu wolumenów sprzedaży na kauczuki w Grupie Synthos w 2015 roku na poziomie 16% r/r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla spółki Synthos, a cenę docelową podwyższamy z 5,10 na 5,20 PLN/akcja.

Rynek azjatycki uzupełniany przez amerykański

Szansą dla Synthosu jest rozpoczęcie sprzedaży kauczuków na rynek amerykański, gdzie ceny butadienu od dłuższego czasu pozostają na poziomie wyższym niż w Europie, a ceny transportu nie odbiegają od tego do Azji (fracht na poziomie 70-75 EUR/t wobec 60 EUR/t do Chin). Dotychczas amerykańscy producenci opon większość zakupów realizowali na własnym rynku, dlatego aby zwiększyć szanse wejścia Synthos planuje zakupić udziały w działającej spółce handlowej.

Rynek kauczuków naturalnych w opałach?

Obecnie niskie ceny kauczuków połączone ze spadającymi cenami ropy, a przez to spadającymi cenami butadienu, zwiększają presję na ceny kauczuków naturalnych. Według naszego zestawienia w wyniku spadających od 2011 roku cen kauczuków naturalnych skumulowany dług netto największych na świecie jego producentów wzrósł obecnie do poziomu ponad 2,0x skumulowanej EBITDA'12M. Spadek cen od 2011 roku spowodował zmniejszenie rentowności EBITDA, a nominalnie jej skumulowana wartość jest w wyraźnym trendzie spadkowym. Naszym zdaniem w takim otoczeniu producenci kauczuków naturalnych nie będą chętni do rozpoczynania nowych inwestycji (stabilne dostawy kauczuku naturalnego), a skorzystają na tym producenci kauczuków syntetycznych.

Butadien droższy w relacji do ropy

Obecnie spadające ceny ropy naftowej zwiększają iloraz cen butadienu i ropy. Szacujemy, że po spadku proporcji w 2014 roku do poziomu 1,46x, w 2015 roku relacja wzrośnie do 1,5x, a w kolejnych latach utrzyma się na poziomie 1,55x (średnia od 2005 roku 2,07x). Relatywnie wyższa cena butadienu do ropy sprzyjać będzie zintegrowanym producentom kauczuków syntetycznych, w tym również Grupie Synthos.

Rozpoczęcie produkcji na instalacji SSBR

Głównym obecnie realizowanym przez Synthos projektem inwestycyjnym jest budowa instalacji produkcji nowoczesnych kauczuków SSBR w Oświęcimiu. Łączny koszt projektu wynosi 550 mln PLN, z czego Synthos posiada 147 mln PLN dofinansowania z funduszy UE oraz możliwość skorzystania z ulg podatkowych z tytułu działalności w strefie do końca 2023 roku w wysokości 35% kosztów kwalifikowanych (141 mln PLN). Rozpoczęcie działalności fabryki spodziewane jest w 3Q'15, ale pierwsze większe przychody pojawiają się w 2016 roku. Obłożenie mocy będzie wzrastać z około 50-60% w 2016 roku do 100% w 2018 roku.

Wyższa dywidenda kosztem Capex?

Obecnie Synthos analizuje rentowność wszystkich możliwych projektów inwestycyjnych. Naszym zdaniem jeżeli Synthos nie osiągnie ostatecznego porozumienia z brazylijskim partnerem (Braskem A/S), to wówczas wstrzymany lub opóźniony byłby projekt budowy instalacji kauczuków Nd-BR za 170 mln USD. Obecnie Braskem prowadzi inwestycję w budowę zintegrowanego kompleksu petrochemicznego w Meksyku za 3,2 mld USD (0,6x EBITDA'13). Otwarcie nowej inwestycji planowane jest na drugą połowę 2015 roku, z czego zadłużenie Braskem na koniec 3Q'14 wyniosło 2,7x EBITDA'12M. Porozumienie z Synthosem zakładałoby dostawy butadienu do budowanej przez polską spółkę instalacji. Z punktu widzenia Braskem butadien, który obecnie sprzedawany jest na eksport trafiałby do Synthosu. Opóźnienie budowy projektu w Brazylii mogłoby naszym zdaniem zwiększyć szansę na wyższą dywidendę z zysku za 2014 rok.

Energetyka

CEZ

Redukuj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		88,30 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		84,00 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%	64 250,1	-9,9%	MC (cena bieżąca)	47 504,5		
marża EBITDA	39,4%	33,9%		34,9%		30,5%		EV (cena bieżąca)	75 019,6		
EBIT	57 083,0	45 755,0	-19,8%	43 236,6	-5,5%	35 709,3	-17,4%	Free float	29,5%		
Zysk netto	41 429,0	35 885,0	-13,4%	29 889,7	-16,7%	24 161,5	-19,2%				
P/E	7,6	8,7		10,5		13,0		Zmiana ceny: 1m	-5,6%		
P/CE	4,5	4,9		5,4		5,9		Zmiana ceny: 6m	0,5%		
P/BV	1,3	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	9,0%		
EV/EBITDA	5,8	6,7		6,9		7,6		Min (52 tyg.)	76,0		
Dyield (%)	7,7	6,9		6,9		5,7		Max (52 tyg.)	100,6		

Akcje CEZ zamknęły ubiegły rok wzrostem rzędu 25%, a więc zbliżonym do średniej sektorowej na GPW. W kontekście zmian w otoczeniu makro jest to zaskoczenie i można je tłumaczyć tylko wzrostem popularności spółek dywidendowych w kontekście mocnego spadku rynkowych stóp procentowych. Zwracamy jednak uwagę, że w przypadku czeskiego koncernu należy liczyć się ze spadkową trajektorią wyników, co nawet przy wyższym wskaźniku wypłaty będzie oznaczać w kolejnych latach spadek DYield. Aktualne ceny energii na rynku niemieckim są o 12 EUR/MWh niższe od poziomu realizowanego przez CEZ w ubiegłym roku, co tylko obrazuje skalę potencjalnego spadku rentowności w perspektywie najbliższych lat, szczególnie że konsensus EBITDA zakłada już wypłaszczenie zysków od roku 2016. Rynek praktycznie nie wycenia ryzyk związanych z powrotem do programu jądrowego czy planami akwizycyjnymi. W modelu uwzględniliśmy niższą stopę wolną od ryzyka, ale zostało to w dużej części zneutralizowane przez obniżenie długoterminowych prognoz cen energii, w efekcie nasza cena docelowa nieznacznie tylko wzrosła do 84 PLN także utrzymujemy rekomendację redukuj.

Korelacja CEZ z cenami energii zachwiana

W ciągu ostatniego roku ceny kontraktowe energii w Niemczech spadły o 10% (przy stabilnym kursie EUR/CZK), a akcje CEZ w tym czasie zyskały ponad 25%. Narusza to długoterminową korelację tych parametrów, która sięgała w ostatnich latach ponad 90%. Naszym zdaniem taka dywergencja może mieć tylko krótkoterminowy charakter, gdyż trendy z rynku energii z opóźnieniem, ale znajdują odzwierciedlenie w wynikach koncernu. Aktualne notowania na EEX oscylują wokół 32 EUR/MWh, czyli 12 EUR/MWh poniżej cen realizowanych przez CEZ w ubiegłym roku. Tak znaczący ubytek przychodów jednostkowych implikowałby spadek EBITDA nawet o 15-18 mld CZK w perspektywie roku 2017, co automatycznie redukowałoby podstawę do wypłaty dywidendy o około 12-14 mld CZK, czyli nawet o połowę licząc do bazy roku 2014. Przypominamy, że sprzedaż roku 2016 jest już zabezpieczona w dwóch trzecich wolumenu przy cenie 36 EUR/MWh, co oznacza że ostateczna efektywna cena może wynieść około 34-35 EUR/MWh vs. oczekiwane niecałe 40 EUR/MWh w tym roku.

Ceny CO₂ pozostają kluczową kwestią

Wzrost cen CO₂, pozytywnie wpływający na czystych producentów, jest w mniejszym lub większym stopniu uwzględniany w prognozach analityków dotyczących

wyników finansowych CEZ. Tymczasem powściągliwa reakcja rynku certyfikatów na mechanizm backloadingu, ostatnie postanowienia szczytu klimatycznego czy zapowiedzi uruchomienia rezerwy stabilizacyjnej rodzą obawy, czy rzeczywiście przy takiej nadwyżce podaży uprawnień jest możliwe uzdrowienie systemu ETS. Problemem w tym kontekście jest nie tylko proponowany termin wejścia w życie wspomnianej rezerwy (wciąż brak politycznego kompromisu w tej kwestii), ale również systematyczny spadek emisji CO₂ (już osiągnięto cel przewidziany na rok 2020) związany z rozwojem OZE. Dodatkowo problemem dla czystych wytwórców jest fakt, że spadające ceny węgla wywierają presję na ceny energii (osłabia to mechanizm korelacji), a proponowane rozwiązania w zakresie rynku mocy w Niemczech będą tylko wspierać ten trend. Istnieje więc duże ryzyko, że w najbliższych kwartałach konieczne będą rewizje prognoz.

Plany akwizycyjne vs dywidenda

Stopa dywidendy to główny parametr utrzymujący premię w wycenie CEZ w relacji do konkurentów. Według naszych prognoz spadająca rentowność nie pozwoli jednak utrzymać wypłaty na tak wysokim poziomie, szczególnie że Spółka deklaruje chęć utrzymania wskaźnika długu netto do EBITDA na poziomie 2,0-2,5x (na koniec 3Q'14 wskaźnik ten sięgał 2,5x). Dodatkowym zagrożeniem dla oczekiwań dywidendowych jest planowana publikacja rządowej strategii dotyczącej energetyki jądrowej (ryzyko powrotu do projektów rozbudowy elektrowni Temelin i Dukovany) oraz plany akwizycyjne Zarządu. Według naszych szacunków, zarówno w przypadku przejęcia Energi, jak i Slovenske Elektrarne wskaźnik zadłużenia do strumienia EBITDA wzrósłby powyżej 3,0x, a przecież te transakcje nie wykluczają kontynuacji programu jądrowego.

Potencjał redukcji kosztów

Przy publikacji wyników za 3Q Zarząd ogłosił szczegóły programu redukcji kosztów, którego zadaniem jest częściowa kompensacja ubytku wyników spowodowanego pogorszeniem otoczenia. Podjęte inicjatywy w zakresie cięcia kosztów i zwiększenia marży brutto powinny pozwolić na poprawę EBITDA w tym roku o około 4,6 mld CZK i 4,9 mld CZK w 2016. Elementem tego programu jest redukcja zatrudnienia o około 3,7%, co odpowiada około tysiącu etatom. Należy jednak pamiętać o tym, że podane kwoty odnoszą się do pierwotnych założeń budżetowych na te lata i częściowo są już widoczne w wynikach ubiegłorocznych. Według naszych szacunków dodatkowy pozytywny efekt oszczędności w tym roku może sięgnąć 2 mld CZK.

Enea		Akumuluj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		16,96 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26	
		Cena docelowa:		18,00 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%	1 802,0	-2,4%	MC (cena bieżąca)	7 486,9
marża EBITDA	15,6%	18,1%		19,6%		18,7%		EV (cena bieżąca)	8 847,1
EBIT	824,9	897,0	8,7%	1 184,7	32,1%	1 105,4	-6,7%	Free float	48,5%
Zysk netto	699,7	715,4	2,2%	909,7	27,2%	786,4	-13,6%		
P/E	10,7	10,5		8,2		9,5		Zmiana ceny: 1m	10,2%
P/CE	5,2	5,1		4,8		5,0		Zmiana ceny: 6m	8,7%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	35,7%
EV/EBITDA	3,8	3,9		4,8		5,7		Min (52 tyg.)	12,5
Dyld (%)	2,8	2,1		3,4		3,0		Max (52 tyg.)	18,1

Akcje Enei po słabszej końcówce roku ostatecznie zanotowały zwrot zbliżony do średniej sektorowej. Naszym zdaniem ostatnia korekta kursu stanowi bardzo dobrą okazję do kupna akcji i dlatego podnosimy naszą rekomendację do akumuluj z trzymaj, podwyższając cenę docelową do 18,00 PLN z 17,20 PLN (efekt zmiany stopy wolnej od ryzyka). Spółka nie ma co prawda profilu dywidendowego charakterystycznego dla sektora użyteczności publicznej, ale uważamy, że może pozytywnie zaskoczyć tegorocznymi wynikami (coraz bardziej widoczne efekty programu oszczędnościowego, wzrost cen energii, potencjalnie niższe koszty węgla). Wycena rynkowa nie jest zbyt wymagająca (13% dyskonta do grupy porównawczej), szczególnie jeśli przeprowadzimy analizę metodą sumy części (niedoszacowanie sięga nawet 2 mld PLN). Dotychczas największym obciążeniem kursu Enei był projekt 1GW w Koźienicach, ale w kontekście jego zaawansowania (50% capex, 65% budowa), ostatnich decyzji szczytu klimatycznego (darmowe uprawnienia po roku 2020) oraz wprowadzanych mechanizmów mocowych (stabilizacja przepływów i obniżanie ryzyka inwestycji) ten negatywny wpływ powinien być coraz mniejszy. Pozytywnym katalizatorem może być potencjalna fuzja z Tauronem (synergie kosztowe).

Pozytywne katalizatory dla wyników 2015

Oczekujemy, że w tym roku EBITDA oczyszczona o KDT-y powinna wzrosnąć o około 15% r/r, a źródłem tej poprawy powinny być zarówno czynniki kosztowe, jak i przychodowe. Wzrost efektywnej ceny sprzedaży powinien poprawić EBIT o około 85 mln PLN, a dodatkowym wsparciem może być także obniżka cen węgla (tylko na efekcie zawyżonej bazy 1Q'14 redukcja kosztów może sięgnąć 20 mln PLN) oraz brak kosztów awarii bloku 9., które w ubiegłym roku obniżyły zyski o 23 mln PLN. W segmencie obrotu spodziewamy się do 30 mln PLN dodatkowej marży z uwagi na brak strat na obowiązku sprzedawcy z urzędu (cena regulowana będzie niższa od rynkowej). Z kolei w przypadku dystrybucji nieznaczny spadek WACC powinien być neutralizowany przez wzrost WRA oraz oszczędności kosztowe, choć należy pamiętać, że wynik 2Q'14 w tym obszarze został wzmocniony kwotą 25-20 mln PLN z tytułu rozwiązania rezerw.

Rynek przeszacowuje koszty finansowe

Nasze prognozy zysku netto Enei na najbliższe lata są wyższe od konsensusu średnio o 40%, co częściowo może wynikać z nieuwzględnienia przez rynek obniżonej amortyzacji w Elektrowni Koźienice (wydłużenie księgowego

okresu eksploatacji obniży roczne odpisy amortyzacyjne o około 100 mln PLN), a także z przeszacowywania kosztów finansowych. Zwracamy uwagę, że obecnie Spółka posiada na bilansie jedynie atrakcyjny kredyt z EBI oraz obligacje krajowe oparte o WIBOR 6M. Kolejne zobowiązania również będą zaciągane w ramach programu obligacji złotych, co oznacza że średni koszt nie powinien przekraczać 3,0-3,5%. Enea nie zabezpiecza płatności swapami, tak więc w pełni powinna korzystać na obserwowanym spadku stopy benchmarkowej, podobnie jak na zawężeniu spreadów na papierach korporacyjnych.

Zaawansowanie projektu w Koźienicach

Budowa nowego bloku w Koźienicach jest najbardziej zaawansowana spośród wszystkich dużych projektów konwencjonalnych w grupach energetycznych. Na koniec 2014 roku zaawansowanie miało sięgnąć 65%, a do końca tego roku projekt ma być gotowy w 80%. Jeśli chodzi o poziom poniesionych nakładów to Spółka jest na półmetku, a do końca tego roku capex będzie zrealizowany w 75%. W otoczeniu rosnących cen energii w Polsce oraz dyskusji na temat wprowadzenia kolejnych elementów rynku mocy (swego rodzaju konwersja generacji energii na stabilny regulowany biznes), inwestorzy powinni coraz przychylniej oceniać tę inwestycję, która na razie wciąż mocno obciąża rynkową wycenę Enei (według naszych szacunków dyskonto do wyceny sumą części sięga nawet 2 mld PLN). Tymczasem ujemny FCF będzie już w tym roku mniejszy niż w 2014, a dodatnie przepływy dla akcjonariuszy Enea zacznie generować w 2018 roku. Nie jest to co prawda profil inwestycyjny dla inwestorów poszukujących bieżącego DYield, ale trzeba mieć na uwadze, że Enea w obecnym momencie to spółka wzrostowa. Większa dywidenda może się pojawić dopiero za 3 lata, kiedy przy EBITDA rzędu 3,4-2,4 mld PLN, capex będzie sięgał zaledwie 1,6 mld PLN.

Program oszczędnościowy zaczyna być widoczny

Przypominamy, że Zarząd ogłosił plan redukcji kosztów na lata 2014-16 opiewający na kwotę 0,5 mld PLN, z czego 189 mln PLN miało być zrealizowane w 2014 roku (124 mln PLN po 9M'14). Potencjał oszczędności dobrze obrazuje wskaźnik WRA/pracownika w dystrybucji (16% powyżej średniej sektorowej), szczególnie że koszty wynagrodzeń w tym obszarze to ponad 0,5 mld PLN rocznie. Oczywiście do tego typu szacunków należy podchodzić z rezerwą (skala redukcji dotyczy pierwotnego budżetu i nie obniża bazy kosztowej 1:1), ale w wynikach za pierwsze trzy kwartały 2014 odnotowujemy spadek oczyszczonych wydatków w pozycjach „świadczenia pracownicze” czy „inne usługi obce” w łącznej kwocie około 50 mln PLN.

Energa

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		23,30 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2015-01-26
		Cena docelowa:		23,40 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%	10 627,5	3,8%	Liczba akcji (mln)	414,1
EBITDA	1 629,2	1 965,5	20,6%	2 307,9	17,4%	2 315,0	0,3%	MC (cena bieżąca)	9 647,8
marża EBITDA	14,6%	17,2%		22,6%		21,8%		EV (cena bieżąca)	13 051,2
EBIT	906,0	1 194,8	31,9%	1 461,0	22,3%	1 405,0	-3,8%	Free float	50,0%
Zysk netto	457,0	764,0	67,2%	982,5	28,6%	882,9	-10,1%		
P/E	21,1	12,6		9,8		10,9		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/CE	8,2	6,3		5,3		5,4		Zmiana ceny: 6m	10,3%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	42,1%
EV/EBITDA	6,8	6,4		5,7		6,0		Min (52 tyg.)	16,1
Dyld (%)	6,8	5,2		4,3		5,2		Max (52 tyg.)	25,1

Energa jest zdecydowanym liderem ubiegłorocznych wzrostów w sektorze (+50%), co obok atrakcyjnej stopy dywidendy zawdzięcza także przetasowaniu w indeksach benchmarkowych. Obecnie rynek zaczyna wyceniać już ryzyka regulacyjne (spadek WACC, arbitralna ingerencja URE w formułę zwrotu w dystrybucji, wprowadzenie wskaźników jakościowych) oraz polityczne (zapowiedź konsolidacji spółek energetycznych). W naszej opinii szczególnie ta druga kwestia może obciążać notowania, gdyż fuzja z PGE oznaczałaby zmianą profilu inwestycyjnego (ekspozycja na generację, możliwość wznowienia projektów CCGT, mniej hojna polityka dywidendowa). Uwzględniając zmianę stopy wolnej od ryzyka w dystrybucji korygujemy wycenę do 23,40 PLN i utrzymujemy neutralną rekomendację ze względu na dużą wrażliwość wyceny porównawczej na stopę dywidendy, która może być zagrożona w scenariuszu fuzji z PGE.

Schładzanie oczekiwań na końcówkę roku

EBITDA po 9 miesiącach 2014 roku wynosi 1,8 mld PLN i w tym kontekście dziwne mogą ostatnie wypowiedzi Zarządu sugerujące, że konsensus na poziomie powyżej 2,2 mld PLN jest zbyt optymistyczny. Może to wskazywać na możliwość pojawienia się istotnych zdarzeń jednorazowych w 4Q. Oprócz standardowych rezerw aktuarialnych (efekt obniżenia stopy dyskontowej) potencjalnie mogą się pojawić rezerwy na darmowe uprawnienia CO₂ (jeśli ponownie opóźni się proces ich przydzielania) lub testy na utratę wartości aktywów (zwracamy uwagę, że Spółka ma na bilansie 144 mln PLN w pozycji wartość firmy, z czego większość została rozpoznana na przejęciu farm wiatrowych). Wydaje się jednak, że bardziej istotny od księgowych przeszacowań będzie dla rynku poziom wygenerowanych przepływów pieniężnych w 4Q'14, gdyż w pierwszych trzech kwartałach ten element rozczarował (-27% r/r). Pojawi się również odpowiedź na pytanie, czy Energa zrealizuje zapowiadane nakłady na AMI.

Ryzyka dla wyników kolejnych lat

Obecne otoczenie niskich stóp procentowych zwiększa zainteresowanie Energa w kontekście płaconej dywidendy, ale nie można zapominać, że prawie 70% strumienia EBITDA jest generowane przez segment dystrybucji, którego rentowność będzie infekowana przez spadające rentowności obligacji. Uwzględnienie aktualnych parametrów rynkowych do modelu regulowanego oznaczałoby obniżenie zysków operacyjnych Spółki w 2016 roku nawet o 150 mln PLN (my w modelu aplikujemy WACC o 1% wyższy). Zwracamy także uwagę, że na razie mimo coraz bliższego uchwalenia nowej ustawy o OZE, ceny zielonych certyfikatów ustabilizowały się na relatywnie

niskich poziomach, które odbiegają od naszych bazowych założeń o 30 PLN/MWh (implikowałoby to ubytek przyszłorocznego EBIT o ponad 40 mln PLN). Jeśli chodzi o segment energetyki konwencjonalnej to nie można zapominać, iż bardzo dobre ubiegłoroczne wyniki niejako uwzględniały już wzrosty cen widoczne w kontraktach terminowych na rok 2015, gdyż większość energii Elektrownia Ostrołęka sprzedaje w wymuszeniu lub na rynku bilansującym (stąd błędem jest założenie istotnego wzrostu średniej ceny sprzedaży również w tym roku). Pozytywnym katalizatorem dla segmentu wytwórczego może być obniżka cen węgla, którą szacujemy na około 15-20 mln PLN. Lepiej powinien wypaść także segment obrotu, gdzie nie powtórzą się już straty (około 100 mln PLN) na funkcji sprzedawcy z urzędu (ceny regulowane będą niższe od rynkowych). Jednocześnie zwracamy uwagę, że bazę wyników 2014 roku należy oczyścić o zdarzenia jednorazowe w kwocie około 100 mln PLN (rozwiązane rezerwy na odprawy i CO₂ oraz wycena zapasów zielonych certyfikatów).

Plany inwestycyjne – aktualizacja

W latach 2014-22 Spółka planuje capex na poziomie 18,2 mld PLN, z czego inwestycje podstawowe to 11,8 mld PLN, a dodatkowe inwestycje rozwojowe uzależnione m.in. od otoczenia regulacyjnego to 6,4 mld PLN. Nasza prognoza skumulowanego strumienia EBITDA w latach 2014-22 wynosi 22,8 mld PLN. Zestawienie tych wartości może wskazywać na ryzyka dla przyszłych dywidend, szczególnie że Zarząd wyraził wstępne zainteresowanie prywatyzacją PKP Energetyka (wartość transakcji można szacować na ponad 1 mld PLN). Przypominamy również, że „na półce” leżą projekty budowy drugiego stopnia na Wiśle oraz 2 jednostki CCGT, które w kontekście planowanego rynku mocy mogą ponownie wrócić na komitet inwestycyjny. Nasze aktualne prognozy implikują średni DYield w najbliższych latach na poziomie 5,4%.

Wkrótce nowy model dla dystrybucji

Przypominamy, że wciąż trwa dyskusja z regulatorem na temat systemu taryfowania dystrybucji w latach 2016-20. Prawdopodobnie trzon formuły przychodu regulowanego pozostanie bez zmian, ale URE wprowadzi dodatkowe współczynniki korygujące uzależnione od sprawności sieci przesyłowej (bez konieczności zmian w prawodawstwie). W pierwszej kolejności operatorzy będą rozliczani z poprawy wskaźników SAIDI i SAIFI w stosunku do średniej z ostatnich lat. Regulator raczej sugeruje, że rewolucji w systemie nie będzie, ale po ostatniej arbitralnej decyzji obniżającej zwrot z WRA na ten rok, ryzyko niekorzystnych rozstrzygnięć raczej rośnie.

PGE		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		19,07 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%	7 817,3	-2,5%	7 326,0	-6,3%	MC (cena bieżąca)	35 656,8
marża EBITDA	24,0%	26,6%		28,3%		26,2%		EV (cena bieżąca)	35 736,9
EBIT	4 377,8	5 060,4	15,6%	4 786,8	-5,4%	4 264,5	-10,9%	Free float	38,1%
Zysk netto	3 616,3	4 118,5	13,9%	3 502,7	-15,0%	3 259,4	-6,9%		
P/E	9,9	8,7		10,2		10,9		Zmiana ceny: 1m	0,9%
P/CE	5,4	5,0		5,5		5,6		Zmiana ceny: 6m	-9,6%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	15,6%
EV/EBITDA	4,5	4,1		4,6		5,7		Min (52 tyg.)	16,0
Dyld (%)	9,6	4,5		5,8		4,9		Max (52 tyg.)	22,5

Kurs PGE uwzględniając dywidendę wzrósł w ubiegłym roku o 24%, a więc ostatecznie nie odchylił się istotnie od średniej sektorowej mimo znacznie lepszego sentymentu w pierwszej połowie roku. Notowania pograżyły spekulacje dotyczące zaangażowania w ratowanie górnictwa. Wszystko wskazuje na to, że ogłoszony program restrukturyzacji KW oddala w czasie to ryzyko, ale pozostawia niepewność co do skali wpływu na Spółkę. Wciąż uważamy, że Spółka ma bardzo dużą ekspozycję na ceny węgla (wysoki wskaźnik pionowej integracji produkcji), które na razie szukają średnioterminowego minimum. W takim otoczeniu nie widzimy obecnie szans na kontynuację wzrostowego trendu na prognozach EBITDA na kolejne lata. Wyceniamy PGE na 20,10 PLN na akcję. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Perspektywy wyników 2015

Raportowana EBITDA za rok 2014 powinna sięgnąć około 8 mld PLN, ale trzeba pamiętać że uwzględnia ona kilka zdarzeń jednorazowych (+1,6 mld PLN z rozliczeń KDT, +0,75 mld PLN rozwiązanej rezerwy na CO₂ oraz -0,65 mld PLN rezerwy na rekultywację). W tym kontekście powtórzenie tych wyników w tym roku mimo wzrostu cen energii nie będzie możliwe. Niemniej jednak oczyszczona EBITDA powinna wzrosnąć o około 1 mld PLN. Złoży się na to wyższa marża w generacji (wzrost średniej ceny sprzedaży o 10 PLN/MWh implikuje dodatkowe 0,5-0,6 mld PLN), przychody z KDT na poziomie 0,2 mld PLN, brak straty na detalu (+0,2-0,3 mld PLN z uwagi na rezygnację ze strategii zdobywania wolumenu) oraz stabilny wynik w dystrybucji mimo obniżonego WACC. Na poziomie zysku netto dodatkowym wsparciem będzie brak straty na wycenie obligacji Autostrady Wielkopolskiej w kwocie 0,4 mld PLN.

Niskie ceny węgla podwójnym obciążeniem

PGE zużywa rocznie 6 mln ton węgla kamiennego w swoich elektrowniach i w ostatnich kwartałach korzystała z niższych cen tego paliwa (w 2H'14 fenomen ten stracił już na sile z uwagi na obniżoną bazę). Utrzymujące się niskie notowania węgla to nie jest jednak dobra wiadomość dla Spółki, gdyż prawie 75% energii wytwarza ona w oparciu o własny węgiel brunatny i OZE, a więc praktycznie na kosztach stałych. Wzrosty cen paliwa na globalnych giełdach, podwyższając koszt jednostkowy elektrowniom krańcowym, mogłyby tymczasem zaowocować wzrostem notowań energii. Niestety na razie strukturalna nadpodaż wyklucza szybką realizację takiego scenariusza. Rodzi to dla PGE dodatkowe ryzyko polityczne związane z koniecznością wspierania sektora górniczego w Polsce, które już się

materializuje chociażby poprzez przedpłaty za węgiel (0,4 mld PLN w 2Q).

Premia cenowa w Polsce nie jest zagrożona

Ceny energii na polskim rynku utrzymują premię w stosunku do rynku niemieckiego (ponad 30 PLN/MWh), która wynika w dużym stopniu z wprowadzonego mechanizmu rezerwy operacyjnej i strukturalnej różnicy w bilansie popytowo-podażowym. Perspektywa utrzymania ORM w najbliższych latach na podobnych zasadach oraz dyskusje nad wprowadzaniem rynku mocy pozwala naszym zdaniem na założenie, że dyferencjał cenowy będzie się utrzymywał (w krótkim terminie może nawet się rozszerzyć po uruchomieniu rezerwy zimnej i planowanych wyłączeniach mocy). Obawy o zawężenie tego spreadu w związku z zapisami szczytu klimatycznego dotyczącymi rozbudowy połączeń międzysystemowych uważamy za nieuzasadnione. Przypominamy, że niewielkie komercyjne moce importowe na granicy niemieckiej (500 MW) będą uruchamiane sukcesywnie dopiero w latach 2016-18, a realny arbitraż może się pojawić dopiero w latach 2023-25 kiedy do użytku zostanie oddany trzeci przekrój na tym połączeniu (+1500 MW). Planowany na lata 2015-20 interkonektor z Litwą ze względu na relacje cenowe powinien być neutralny dla rynku.

Udział PGE w ratowaniu górnictwa

W ostatnich tygodniach często pojawiały się spekulacje dotyczące różnych scenariuszy ratowania polskiego górnictwa, a jednym z rozważanych rozwiązań było zaangażowanie spółek energetycznych, czy też poprzez kontrakty długoterminowe na odbiór węgla, czy też konsolidację. Szacowaliśmy, że jeśli dekonstrukcja się przeciągnie rok to całkiem realne staną się scenariusze przejmowania upadających kopalni (przy obecnych warunkach każdy przejęty 1 mln ton wydobycia implikowałby ubytek wartości PGE o 0,2 PLN/akcję). Kompromis wypracowany przez MG i stronę związkową KW oraz wstępna deklaracja Tauronu w sprawie KWK Brzeszcze wskazują, że PGE będzie uczestniczyć dopiero na kolejnym etapie całego procesu. Niemniej jednak brak perspektyw na szybkie odbicie cen węgla sugeruje, że „Nowa Kompania Węglowa” może w perspektywie kolejnych miesięcy potrzebować dokapitalizowania. PGE kupuje z zewnątrz ponad 6 mln ton węgla rocznie, a wolumen większy się jeszcze po uruchomieniu bloków w Opolu, co czyni Spółkę naturalnym partnerem dla kopalni (Tauron po przejściu KWK Brzeszcze i produkcji na własnych złożach będzie już zbilansowany). Ryzykiem pozostają parametry ewentualnych akwizycji.

Tauron
Kupuj

Analitik: Kamil Kliszcz

 Cena bieżąca: 5,01 PLN
 Cena docelowa: 6,10 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26

(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	24 753,0	19 131,1	-22,7%	18 195,5	-4,9%	18 875,3	3,7%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	3 851,6	3 661,5	-4,9%	3 631,7	-0,8%	3 575,6	-1,5%	MC (cena bieżąca)	8 780,3
marża EBITDA	15,6%	19,1%		20,0%		18,9%		EV (cena bieżąca)	15 629,5
EBIT	2 165,1	1 934,1	-10,7%	1 808,2	-6,5%	1 675,0	-7,4%	Free float	54,5%
Zysk netto	1 476,4	1 308,3	-11,4%	1 195,6	-8,6%	1 030,7	-13,8%		
P/E	5,9	6,7		7,3		8,5		Zmiana ceny: 1m	1,6%
P/CE	2,8	2,9		2,9		3,0		Zmiana ceny: 6m	-0,8%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	21,9%
EV/EBITDA	3,6	3,9		4,3		5,2		Min (52 tyg.)	4,1
Dywid (%)	6,2	4,0		3,8		3,4		Max (52 tyg.)	5,6

Tauron systematycznie od wielu kwartałów pozytywnie zaskakuje wynikami, co stymuluje kolejne rewizje konsensusu, ale niestety nie w pełni przekłada się na zachowanie kursu, który odstaje od branżowych liderów 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 dyskutowane mechanizmy mocowe mogą zmienić zupełnie optykę w obszarze wytwarzania. Uwzględniając obniżoną stopę wolną od ryzyka podnosimy naszą wycenę do 6,10 PLN i rekomendację do kupuj z akumuluj. Jeśli potwierdzą się ostatnie spekulacje o fuzji z Eneą to akcjonariusze Tauronu mogą być beneficjentami znacznych synergii kosztowych (szacujemy, że oszczędności w kategorii ogólnego zarządu mogą przekroczyć w nowym podmiocie 240 mln PLN, czyli 10% kapitalizacji). W takim scenariuszu poprawi się też profil przepływów gotówkowych w kolejnych latach (wcześniejsze uruchomienie bloku w Kozienicach). Cieniem rzuca się scenariusz potencjalnego przejścia KWK Brzeszcze, ale naszym zdaniem zakup zrestrukturyzowanych i nieobciążonych długiem aktywów od SRK może nie być tak destrukcyjny jak się dzisiaj wydaje.

Perspektywy wyników 2015

W 2014 roku Spółka kolejny raz z rzędu pozytywnie zaskoczyła rynek, a konsensus EBITDA musiał się podnieść na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy o 13%. W tym roku z uwagi na wzrost średnich cen energii o około 7-10 PLN/MWh oczekujemy dalszej poprawy rezultatów w segmencie wytwarzania, gdzie strata operacyjna powinna zmniejszyć się o około 90 mln PLN r/r. W obszarze dystrybucji, mimo spadku regulowanego WACC oraz „ręcznego” obniżenia zwrotu z WRA przez URE, oczekujemy lekkiej poprawy EBIT (+40 mln PLN) z uwagi na mocny wzrost bazy aktywów (+0,7 mld PLN). Dużą zagadką jest segment obrotu, gdzie z jednej strony widzimy zagrożenie dla marż z tytułu środowiska rosnącej ceny hurtowej, ale z drugiej pozytywnym katalizatorem powinno być zmniejszenie presji konkurencyjnej (zmiana polityki PGE) oraz spadek kosztów zielonych certyfikatów (160 PLN vs 186 PLN/MWh w 2014 roku). Gorszych rezultatów r/r spodziewamy się w obszarze ciepłowniczym z uwagi na wydzielenie części aktywów do JV z Arcelor Mittal. Źródłem pozytywnego zaskoczenia mogą być, podobnie jak w ubiegłym roku, oszczędności na kosztach operacyjnych, w szczególności efekty kontynuowanego programu dobrowolnych odejść.

Niskie koszty odsetkowe

Niskie stopy procentowe i utrzymujący się wysoki popyt na obligacje korporacyjne skutkują systematycznym spadkiem kosztów finansowania (marża powyżej WIBOR na ostatniej wyemitowanej transzy była niższa niż 100 bps), które obecnie kształtują się już nawet poniżej 3%. Tauron około 50% długu brutto ma obecnie zabezpieczone poprzez IRS, ale w ciągu najbliższego roku zapewne podwoi zadłużenie, co oznacza że będzie beneficjentem wspomnianych trendów. Oszczędności w stosunku do dotychczasowych oczekiwań można szacować na poziomie 50 mln PLN.

Sprzedaż farm wiatrowych na początku 2015?

Tauron pracuje nad wydzieleniem działających farm wiatrowych do osobnej spółki. Następnym krokiem miałyby być sprzedaż większościowego pakietu w tym podmiocie z opcją jego odkupienia za kilka lat. Według naszych szacunków wspomniane farmy wiatrowe generują około 120 mln PLN EBITDA i około 50 mln PLN zysku netto. Kluczowym parametrem dla kupującego będzie implikowana stopa dywidendy (Tauron zagwarantuje odbiór energii i zielonych certyfikatów po określonych cenach). W przypadku yieldu w przedziale 5%-6% wycena całej spółki wiatrowej sięgałaby 0,8-1,0 mld PLN. Tauron pozyskałby w ten sposób finansowanie na dalszy rozwój OZE, a jednocześnie transakcja poprawiłaby wskaźniki wyceny koncernu, gdyż wskaźniki EV/EBITDA i P/E implikowane przez transakcję byłyby znacznie wyższe niż te, przy których Spółka jest dziś notowana.

Tauron zainteresowany KWK Brzeszcze

Tauron wyraził wstępne zainteresowanie nabyciem od Spółki Restrukturyzacji Kopalń całości lub części aktywów kopalni Brzeszcze. Kopalnia ta jest zlokalizowana blisko bloków ciepłowniczych w Bielsku-Białej (20 km). Produkcja węgla w ubiegłym roku wyniosła zaledwie 0,9 mln ton, co oznacza spadek na przestrzeni lat 2011-14 o 1 mln ton. W efekcie załamała się rentowność tej kopalni i w ubiegłym roku strata EBIT sięgnęła -230 mln PLN. Zasoby wydobywalne tego zakładu to 11,8 mln ton, a dodatkowy potencjał 52,3 mln ton może być udostępniony kosztem inwestycji w nowy pokład (szacowany CAPEX 0,5 mld PLN). W ubiegłym roku Tauron przejmując mniejszościowe udziały w PKW od KW płać za rentowne kopalnie 119 PLN za tonę rocznego wydobycia. Przykładając ten wskaźnik do KWK Brzeszcze można by wycenić kopalnię na 107 mln PLN. Zaangażowanie w proces ratowania górnictwa zostało ocenione negatywnie, ale naszym zdaniem może się okazać że ta akwizycja wyczerpuje temat z punktu widzenia Tauronu (zbilansowanie dostaw węgla w Grupie), a swoistym plusem zakupu kopalni od SRK może być to, że będą to aktywa bez obciążeń pracowniczych i finansowych.

Telekomunikacja

Netia		Trzymaj						
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		5,70 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		5,80 PLN		2015-01-26		
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	2 121,4	1 876,0	-11,6%	1 675,7	-10,7%	1 562,3	-6,8%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	461,5	532,8	15,4%	463,0	-13,1%	421,8	-8,9%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	21,8%	28,4%		27,6%		27,0%		EV (cena bieżąca)
EBIT	-21,0	92,8		41,8	-54,9%	41,6	-0,4%	Free float
Zysk netto	-87,7	46,3		11,9	-74,2%	20,0	67,7%	
P/E		42,8		166,4		99,2		Zmiana ceny: 1m
P/CE	5,5	4,1		4,6		5,0		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,9	0,9		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	5,6	4,3		4,8		5,1		Min (52 tyg.)
Dywidenda (%)	0,0	0,0		7,4		7,5		Max (52 tyg.)

Podtrzymujemy nasze neutralne podejście do Netii i podwyższamy naszą cenę docelową do poziomu 5,80 PLN. Korygujemy nasze prognozy finansowe o (1) niższe przychody z tytułu bezpośrednich usług głosowych w związku z szybszą od naszych poprzednich założeń deterioracją ARPU na własnej infrastrukturze, (2) wyższe przychody z usług telekomunikacyjnych, które obejmują m.in. przychody z usług telewizyjnych i mobilnych oraz (3) niższy CAPEX, co wynika z celowego spadku inwestycji we własną sieć pod klientów B2C. Na wycenę istotnie przekłada się także płatność od Orange Polska w wysokości 145 mln PLN oraz zwrot podatku CIT w wysokości 81,5 mln PLN. Według informacji prasowych Netia jest zainteresowana przejęciem TK Telekom, który wygeneruje w 2014 r. ok. 45 mln PLN zysku EBITDA. Sądzymy, że główną motywacją Netii jest posiadana przez TK Telekom sieć światłowodowa (7,4 tys. km sieci w Polsce) w celu konsolidacji rynku infrastruktury światłowodowej i dodatkowe synergije kosztowe.

Oszczędności kosztowe

Netia poinformowała przy okazji wyników 3Q'14 o programie redukcji kosztów, który ma przynieść 50 mln PLN oszczędności w skali roku. Główne obszary realizacji oszczędności są związane z redukcją liczby stanowisk menedżerskich wyższego szczebla, uproszczeniem struktury organizacyjnej i ograniczeniem wydatków, przy czym znaczące oszczędności z tytułu tego projektu są oczekiwane już w drugim półroczu 2014 r. W połowie grudnia Zarząd Netii powiadomił o negocjacjach zwolnień grupowych w spółce ze związkami zawodowymi, co ma przynieść kolejne 50 mln PLN oszczędności w skali roku.

Nowa strategia przybliży perspektywę podziału na B2C/B2B

Netia opublikowała w listopadzie aktualizację strategii na kolejne lata. W segmencie B2B spółka zamierza zmniejszyć ekspozycję na usługi głosowe i rozbudować partnerstwo w zakresie usług konwergentnych. Netia stawia tutaj na dynamiczny rozwój w segmencie ICT (centra danych, usługi w chmurze) i może podejmować selektywne działania akwizycyjne w celu poszerzenia kompetencji lub infrastruktury. Zakładamy, że Netia będzie koncentrować się na obrocie rentowności EBITDA poprzez wdrażanie optymalnych modeli kosztowych. W segmencie B2C Netia będzie się koncentrować na obrocie wartości segmentu poprzez: intensywne działania retencyjne na bazie klientów, ograniczenie kosztów obsługi klienta i akwizycję klienta na

sieci własnej. Netia nie chce inwestować w modernizację sieci. Netia stawia się na penetrację oferty pakietowej z TV (2P/3P). Spółka chce uprościć oraz zmodernizować sieci w celu zmniejszenia kosztów utrzymania sieci oraz optymalizować systemy IT. Netia zamierza rozdzielić sieci B2B i B2C (separacja infrastruktury B2C oraz współpraca na zasadzie SLA z sieciami B2B), co przybliży scenariusz podziału Netii na części B2C i B2B oraz sprzedaż poszczególnych części spółki.

Aktualizacja wyceny SOTP

W celach poglądowych aktualizujemy naszą wycenę SOTP. Wycenę Netii w takim scenariuszu sporządziliśmy przy zastosowaniu założeń: (1) 115,0 mln PLN kosztów niezalokowanych bez amortyzacji, które przypisujemy do segmentów B2B i B2C stosując wagi odpowiednio 70% i 30%, (2) wynik EBITDA segmentu B2C obniżamy o wielkość opłaty, jaką segment płaciłby do segmentu B2B z tytułu umów SLA dla usług telekomunikacyjnych, do której naszym zdaniem doszłoby w wyniku połączenia (stosujemy opłatę w wysokości 10 PLN za każdego z 360 tys. abonentów usług stacjonarnych na własnej infrastrukturze w segmencie B2C i 10 PLN dla każdego z 251 tys. użytkowników Internetu w segmencie B2C na własnej infrastrukturze, co naszym zdaniem jest poziomem konserwatywnym patrząc na poziom opłat w dostępie regulowanym do Orange Polska w wysokości 20,0 PLN miesięcznie dla usług WLR i 21,2-38,7 PLN dla BSA), (3) dla segmentu B2B stosujemy mnożnik EV/EBITDA w wysokości 6,3x (z przejęcia GTS przez Deutsche Telekom ogłoszonego w listopadzie 2013 r.), (4) dla segmentu B2C przyjmujemy mnożnik 2,5x, co odzwierciedla ryzyko regulacyjne segmentu, zwłaszcza w kontekście zapowiadanej przez UKE deregulacji rynku BSA, (5) dług netto w wysokości 299,7 mln PLN powiększony o płatność dywidendy za 2013 r. w wysokości 146,1 mln PLN i o 145 mln PLN otrzymanych od Orange Polska i 81,5 mln PLN zwrotu podatku CIT przypisujemy segmentowi B2B. Wycena SOTP na poziomie 6,80 PLN implikuje istotny potencjał wzrostowy Netii.

Korzystna uгода z Orange Polska i zwrot CITu za 2003 r.

W wyniku ugody Orange Polska i Netia uzgodniły, że rozliczenie wzajemnych roszczeń nastąpi poprzez zapłatę na rzecz Netii kwoty 145,0 mln PLN (tj. 0,42 PLN na akcję). Kolejną pozytywną informacją dla Netii jest otrzymanie przez Spółkę 81,5 mln PLN tytułem zwrotu podatku dochodowego od osób prawnych za rok podatkowy 2003 wraz z odsetkami.

Orange Polska
Trzymaj

Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		8,20 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		8,40 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	14 141,0	12 923,0	-8,6%	12 135,7	-6,1%	11 681,9	-3,7%	Liczba akcji (mln)	1 312,0
EBITDA	4 841,0	3 895,0	-19,5%	4 014,2	3,1%	3 575,0	-10,9%	MC (cena bieżąca)	10 758,4
marża EBITDA	34,2%	30,1%		33,1%		30,6%		EV (cena bieżąca)	15 021,8
EBIT	1 574,0	788,0	-49,9%	961,2	22,0%	721,4	-24,9%	Free float	
Zysk netto	855,0	296,0	-65,4%	513,2	73,4%	278,5	-45,7%		
P/E	12,6	36,3		21,0		38,6		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE	2,6	3,2		3,0		3,4		Zmiana ceny: 6m	-17,3%
P/BV	0,8	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-15,5%
EV/EBITDA	3,3	3,9		3,7		4,3		Min (52 tyg.)	7,8
Dyld (%)	18,3	6,1		3,0		6,1		Max (52 tyg.)	11,9

Kurs giełdowy Orange Polska spadł od wydania naszej listopadowej rekomendacji o blisko 18%. Podnosimy rekomendację do trzymaj z redukcją przy jednoczesnym obniżeniu ceny docelowej do 8,40 PLN. W ostatnim czasie na horyzoncie pojawiło się zagrożenie ze strony T-Mobile, które może odebrać Orange dużych klientów B2B świadcząc usługi konwergentne (przed przejściem przez T-Mobile spółki GTS tylko Orange Polska posiadało potrzebną infrastrukturę). Kolejnym podmiotem walczącym o klienta w tym segmencie rynku jest Netia, która w grudniu wygrała przetarg na świadczenie usług operatora sieci rozległej Poczty Polskiej. W przetargu zwycięzca zaproponował 40 mln PLN vs. 79 mln PLN oferta Orange Polska. Tak duża różnica w ofertach świadczy o zawyżonym cenniku Orange Polska i jest naszym zdaniem zwiastunem spadku przychodów z rozwiązań teleinformatycznych dla przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach, co implikuje dalszą erozję rentowności EBITDA (usługi te są wysokomarżowe). Estymowany wynik EBITDA'15 obniżamy do poziomu 3 575 mln PLN. Zwracamy uwagę inwestorów, że Orange Polska przedstawi 12 lutego raport finansowy. Materializacja spadku dywidendy (nasze założenia to obniżenie poziomu wypłaty z 0,50 PLN do 0,25 PLN) może wywołać negatywne reakcje rynku. Powrót do 0,50 PLN dywidendy będzie zależny od podejścia Orange Polska do inwestycji w FTTx, które po deregulacji BSA na rynku 5. mogą przynieść Spółce dodatkowe przychody w kolejnych latach.

Deregulacja BSA

Orange Polska skorzystało z możliwości obniżania cen detalicznych stacjonarnego dostępu do Internetu (wyłączenie testu marży) na rynku 5., na co operatorzy kablowi i Netia odpowiedzieli przeceną oferty broadbandu z niższymi prędkościami przesyłu. Zakładamy, że brak obowiązku sprzedaży usług hurtowych na terenie 76 gmin

(z 3,9 mln gospodarstw domowych) zachęci Orange Polska do dosprzedaży swoich usług na tym terenie. Jednak musi być to poprzedzone inwestycjami w infrastrukturę światłowodową, by skutecznie konkurować z kablówkami posiadającymi nowoczesne rozwiązania technologiczne.

Pozorna stabilizacja na linii EBITDA

W 2Q-3Q'14 skorygowany wynik EBITDA był niższy R/R o 2%, co oznaczałoby pewną stabilizację. Zwracamy jednak uwagę, że wynik został zwiększony o ponad 150 mln PLN przez zmianę sposobu rozpoznawania sprzedaży ratalnej urządzeń mobilnych. Skala spadku R/R po oczyszczeniu o ten efekt byłaby na poziomie 9%. Odzwierciedlenie zmiany widać w CFO, który ulega obniżeniu na linii należności. W nadchodzących kwartałach na spadek EBITDA wpłynie presja na ceny na mobilnym rynku B2B, która oprócz wzmożonej konkurencji wynika z trzech powodów: (1) wyższych cen w stosunku do rynku detalicznego, (2) popularyzacji oferty SIM only, (3) masowego przechodzenia klientów do ofert nielimitowanych. W 4Q'14 wpływ na wyniki Orange Polska będą miały podobne tendencje: po oczyszczeniu o księgowy efekt sprzedaży ratalnej spadek na linii EBITDA będzie na poziomie ponad 10%.

Szef T-Mobile Polska o synergiiach z GTS

Od 15 stycznia wszystkie usługi i produkty dostępne do tej pory pod marką GTS są oferowane pod marką Grupy Deutsche Telekom. Jest to kolejny etap integracji spółek T-Mobile Polska i GTS Poland, który rozpoczął się w czerwcu 2014 r. Na wczorajszej konferencji prasowej Igor Matejov, członek zarządu ds. rynku B2B w T-Mobile Polska poinformował, że dzięki ofercie GTS w 4Q'14 grupa T-Mobile podpisała kontrakty o łącznej wartości 70 mln PLN. To negatywne informacje dla Orange Polska. Po przegranej z konsorcjum Netii i GTS w przetargu od Poczty Polskiej, Spółka może stracić kolejnych ważnych klientów. Do tej pory tylko Orange Polska mogła świadczyć konwergentne usługi telefoniczne.

Media

Agora		Trzymaj									
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		8,35 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		8,20 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 138,6	1 073,9	-5,7%	1 077,6	0,3%	1 094,8	1,6%	Liczba akcji (mln)	50,9		
EBITDA	80,7	103,4	28,2%	88,4	-14,5%	79,0	-10,6%	MC (cena bieżąca)	425,3		
marża EBITDA	7,1%	9,6%		8,2%		7,2%		EV (cena bieżąca)	470,0		
EBIT	-13,1	7,3		-6,7		-12,1	79,2%	Free float	81,4%		
Zysk netto	-9,0	0,6		-11,2		-17,9	60,1%				
P/E		688,2						Zmiana ceny: 1m	10,0%		
P/CE	5,0	4,4		5,1		5,8		Zmiana ceny: 6m	5,7%		
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-10,2%		
EV/EBITDA	5,6	4,3		5,3		6,3		Min (52 tyg.)	7,4		
Dyld (%)	12,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyq.)	11,4		

Podnosimy naszą cenę docelową do 8,20 PLN (z 7,60 PLN poprzednio) i podwyższamy rekomendację do **trzymaj z redukcją**. Bezpośrednią przyczyną są nasze szacunki bardzo dobrej sprzedaży biletów do kin w sieci Helios w 4Q'14 oraz dobry repertuar filmowy w 2015 r. ze względu na nadchodzące kolejne przygody Bonda („Spectre”), kolejną część Igrzysk Śmierci i Gwiezdných Wojen, ekranizację książki „50 twarzy Greya” oraz powrót starych franczyz: „Jurassic Park”, „Avengers”, „Terminator” i „Mad Max”. Segment Kino powinien minimalizować negatywny wpływ segmentu Prasa na linie EBITDA Agory. W naszym modelu finansowym korygujemy także założenia dot. projektu budowy wiat w Warszawie i wyników segmentu Outdoor. Nasza nowa estymacja wyniku EBITDA na 2014 to 88,4 mln PLN vs. 77,4 mln PLN poprzednio (79,0 mln PLN vs. 75,7 mln PLN w 2015 r.).

Dobry rok w kinach

Jak wynika ze wstępnych danych Boxoffice.pl rok 2014 był rekordowy dla branży kinowej. W Polsce sprzedano 40,2 mln biletów do kina, tj. 11% więcej R/R, co daje najlepszy wynik w branży po 1989 r. Dobre wyniki są zasługą lokalnych produkcji. Sprzedaż biletów na film „Bogowie” 2,15 mln, na film „Miasto” przybyło 1,74 mln widzów. Wyniki 4Q'14 zostały wsparte przez kolejną część Hobbita z wynikiem 1,29 mln biletów. Spodziewamy się, że w sieci Helios w 4Q'14 sprzedano 2,7 mln wejściówek, tj. 17% więcej R/R, co powinno przy lekkim wzroście cen przełożyć się na wynik 45,7 mln PLN. W sieci Helios obserwujemy także od kilku kwartałów wzrosty wysokomarżowych przychodów z barów na 1 sprzedany bilet. Ostatecznie estymujemy wynik EBITDA w 4Q'14 na poziomie 18,6 mln PLN vs. 17,4 mln PLN (+7% R/R), co powinno częściowo zminimalizować negatywny wpływ wyników Prasy na wynik EBITDA Grupy. Na 2015 r. skorygowaliśmy w dół liczbę kin w grupie Agora w związku z opóźnieniami w uruchomieniu 11-ekranowego multiplexu w Jeleniej Górze. Trzy kolejne kompleksy kinowe (w Białymstoku, Łodzi i Wrocławiu) z łączną sumą 23 ekranów wystartują dopiero w 4Q'15. Niemniej jednak rok 2015 pod względem repertuaru kin zapowiada się dobrze ze względu na nadchodzące kolejne przygody Bonda („Spectre”), kolejną część Igrzysk Śmierci i Gwiezdných Wojen, ekranizację książki „50 twarzy Greya” oraz powrót starych franczyz: „Jurassic Park”, „Avengers”, „Terminator” i „Mad Max”.

Outdoor: remedium na spadki?

W najbliższych kwartałach dla segmentu Reklama Zewnętrzna kluczowe znaczenie będzie mieć projekt budowy 1,58 tys. wiat przystankowych w Warszawie. Realizacja inwestycji oparta jest o umowę koncesji zawartą przez konsorcjum AMS i Stroera z m. st. Warszawy. Zgodnie z umową koncesji w 2014 roku wybudowane zostanie 180 wiat, w 2015 roku 720 wiat, zaś w 2016 roku 680 wiat. Według koncesjodawcy, szacowany łączny koszt wybudowania 1580 wiat to kwota ok. 80 mln PLN. W komunikacie wydanym w grudniu 2013 r. podano, że strony konsorcjum, czyli AMS i Stroer postanowiły, że nakłady związane z procesem inwestycyjnym, koszty utrzymania wiat oraz przyszłe przychody z ich użytkowania przypadną w całości AMS. Interpretujemy to jako wycofanie się Stroera z projektu, co negatywnie rzutuje na NPV projektu. Ponadto, zwracamy uwagę na opóźnienia w realizacji projektu. Sądzymy, że wybudowanie wiat w niektórych częściach Warszawy będzie trudnym zadaniem ze względu na czynniki zewnętrzne (taki jak chociażby potrzebne zgody konserwatorów zabytków i architektów miejskich). Agora prawdopodobnie nie zrealizowała budowy 180 wiat przystankowych zaplanowanych na 2014 r. Nadrobienie zaległości i budowa kolejnych 720 wiat może się okazać niemożliwa do realizacji. Zwracamy także uwagę na słaby wynik segmentu w 3Q'14. Pomimo odbicia na rynku reklamowym, Agora zaraportowała blisko 4% spadek na linii przychody ze sprzedaży reklam w segmencie Outdoor. Zdecydowaliśmy się obniżyć wzrost reklamy per punkt reklamowy z +7% R/R do 4% R/R. Naszym zdaniem wybory parlamentarne i prezydenckie nie koniecznie muszą implikować renesans w segmencie, gdyż działają negatywnie na aktywność komercyjnych reklamodawców, korzystających w tym czasie chętniej z innych nośników reklamy.

Nieefektywne wykorzystywanie aktywów

Aktywa przypisane do segmentu Druk (w tym działki na warszawskiej Białolecie, w Pile i Tychach) w wysokości 204,7 mln PLN stanowią blisko połowę (4,02 PLN/akcję) bieżącej wyceny giełdowej Agory, przy czym długoterminowy cel dla segmentu to utrzymanie rentowności operacyjnej. Kolejne 29% to wartość bilansowa siedziby Agory na ulicy Czerskiej. Sądzymy, że utrzymywanie wysokiej bazy aktywów jest ekonomicznie nieuzasadnione i niekorzystne dla akcjonariuszy.

Cyfrowy Polsat

Redukuj

Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		22,90 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26		
		Cena docelowa:		21,80 PLN								
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	2 778,2	2 910,8	4,8%	7 397,1	154,1%	9 756,5	31,9%	Liczba akcji (mln)		639,5		
EBITDA	1 032,3	1 046,3	1,4%	2 716,9	159,7%	3 562,5	31,1%	MC (cena bieżąca)		14 645,5		
marża EBITDA	37,2%	35,9%		36,7%		36,5%		EV (cena bieżąca)		26 878,7		
EBIT	789,2	789,9	0,1%	1 404,3	77,8%	1 761,4	25,4%	Free float		33,5%		
Zysk netto	598,3	525,4	-12,2%	397,2	-24,4%	804,1	102,5%					
P/E	13,3	15,2		36,9		18,2		Zmiana ceny: 1m		-5,2%		
P/CE	9,5	10,2		8,6		5,6		Zmiana ceny: 6m		-3,8%		
P/BV	3,2	2,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m		16,8%		
EV/EBITDA	9,7	9,1		9,9		7,1		Min (52 tyg.)		19,4		
Dyld (%)	0,0	0,0		1,1		0,0		Max (52 tyg.)		27,8		

Grupa, po oczyszczeniu wyników o współpracę z Midasem, jest wyceniana na EV/EBITDA'15 z istotną premią biorąc pod uwagę telekomu z regionu CEE w grupie porównawczej. Premia nie jest uzasadniona biorąc pod uwagę: (1) słabe wyniki finansowe Eileme 2 (podmiotu kontrolującego Polkomtela), który zaraportował w 3Q'14 spadek zysku EBITDA R/R o 13,5% pomimo wprowadzenia ofert ratalnych podwyższających księgowe wyniki telekomów oraz CFO 9M'14 mniejszy o 22,1% R/R; (2) wysoką konkurencję i presję na ceny usług telefonii mobilnej, które dotyczą Cyfrowy Polsat, podobnie jak Orange Polska, i przełożą się wraz z rosnącymi kosztami transmisji danych na słabe wyniki w 4Q'14; (3) istotne zadłużenie Grupy, które jest obniżane w tempie wolniejszym od naszych pierwotnych założeń i rodzi dużą wrażliwość wyceny kapitałów własnych Spółki na tle spółek telekomunikacyjnych; (4) brak dywidendy, którą statystyczny telekom wypłaca oraz (5) istotne prawdopodobieństwo przejścia Midasa co jest źródłem ryzyka inwestycyjnego, gdyż łączy go z Cyfrowym Polsatem największy akcjonariusz. Główną pozytywną informacją, której spodziewamy się ze Spółki jest renegocjacja stawki opłat za 1MB w pakietach danych, które Grupa nabywa od Midasa. Zwracamy jednak uwagę, że ważniejszy wpływ na wycenę Cyfrowego Polsatu będzie mieć nie sama wysokość obniżki, ale przede wszystkim wielkość i sposób płatności za dane, które niekoniecznie muszą ulec istotnej zmianie vs. ustalenia z marca br. Dodatkowym argumentem wspierającym nasze negatywne podejście do Cyfrowego Polsatu są plany zaciągnięcia 1 mld PLN dodatkowego długu przez Spółkę, które mogą rodzić spekulacje związane z kolejnymi przejściami/dużą ceną za pasmo LTE. Nasze model wyceny korygujemy o niższe prognozy dla telewizyjnej części Cyfrowego Polsatu w związku z prawdopodobieństwem pojawienia się nowego inwestora strategicznego w TVN. Wprowadzamy także techniczne zmiany do wyceny DCF: obniżamy RFR do 3,50% i podwyższamy parametr Beta do 1,1 (vs. 1,0 poprzednio) ze względu na zadłużenie Cyfrowego Polsatu oraz vs. spółki porównywalne. Obniżamy cenę docelową do 21,80 PLN (vs. 22,00 PLN poprzednio) z rekomendacją redukuj.

Kolejny dług bez potrzeb gotówkowych?

Zarząd Cyfrowego Polsatu zamierza wyemitować obligacje o wartości do 1 mld PLN. Cel to zapewnienie spółce we wskazanym w uchwale okresie pełnego dostępu do

wszystkich dostępnych na rynku form finansowania dłużnego, w tym na rynku obligacji korporacyjnych. Przypuszczamy, że powodem zwiększenia długu może być chęć pozyskania większej elastyczności na zbliżającej się aukcji LTE. Kolejny dług jest o tyle niepokojący, że Elieme 2 (spółka kontrolująca Polkomtela) zaraportowała 1 700,9 mln PLN środków pieniężnych na koniec 3Q'14, a dla przypomnienia w 4Q'13 wygenerowało 603,3 mln PLN przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. W związku z tym kolejny dług może zrodzić spekulacje o kolejnych akwizycjach, co może pogorszyć sentyment wokół walorów Cyfrowego Polsatu.

Inwestor strategiczny w TVN

Nasz model wyceny aktualizujemy o gorsze wyniki segmentu telewizyjnego Cyfrowego Polsatu, których spodziewamy się po finalizacji transakcji nabycia pakietu większościowego TVN przez któregoś z inwestorów strategicznych. Naszym zdaniem nowy inwestor będzie zdeterminowany do (1) zdobycia większej części rynku oraz (2) uzyskania synergii kosztowych związanych z kontentem, co wzmocni walkę konkurencyjną na linii TVN - Polsat i prawdopodobnie odbije się niekorzystnie na rentowności polsatowskiego biznesu telewizyjnego.

NetNet, Midas a CAPEX Cyfrowego Polsatu

Obecność NetNet w aukcji LTE jest naszym zdaniem alternatywną drogą do zdobycia przez grupę Cyfrowego Polsatu dostępu do częstotliwości 800 MHz, nie wykorzystując i tak już nadwyżęzonego CAPEXem Midasa. Bez względu na to, czy NetNet zdobędzie częstotliwości, zakładamy że ostatecznym i jedynym głównym klientem na dane dostarczane w oparciu o nowe pasma radiowe będzie grupa Cyfrowego Polsatu, dla której WACC jest niższy niż dla Midasa i NetNet. Stąd wartość bieżąca inwestycji w częstotliwości LTE oraz rozbudowę sieci RAN jest większa dla akcjonariuszy Cyfrowego Polsatu niż dla udziałowców dwóch spółek. Zasadnym jest więc uwzględnienie CAPEXu na poziomie 1 600 mln PLN na projekt LTE w wycenie CPS.

Ryzyko przejścia Midasa

Agresywna polityka cenowa, rosnąca utylizacja smartfonów oraz popularyzacja użycia mobilnej transmisji wideo doprowadzi do wzrostu użycia danych i presji na wyniku EBITDA Cyfrowego Polsatu. W 2015 r. (przy obniżonej stawce za 1 MB) całkowity negatywny wpływ współpracy z Midasem na linię EBITDA Cyfrowego Polsatu estymujemy na 130 mln PLN. Sądzymy, że w tej sytuacji Cyfrowy Polsat może być zdeterminowany do przejścia Midasa, co rodzi dodatkowe ryzyko inwestycyjne.

TVN		Akumuluj							
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		17,60 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26	
		Cena docelowa:		19,00 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 584,3	1 554,6	-1,9%	1 612,9	3,8%	1 692,8	5,0%	Liczba akcji (mln)	337,2
EBITDA	456,0	372,4	-18,3%	586,0	57,4%	599,5	2,3%	MC (cena bieżąca)	5 935,2
marża EBITDA	28,8%	24,0%		36,3%		35,4%		EV (cena bieżąca)	7 996,3
EBIT	374,3	297,2	-20,6%	519,0	74,7%	530,7	2,2%	Free float	46,2%
Zysk netto	485,9	-197,8		224,8		388,9	73,0%		
P/E	12,5			26,4		15,3		Zmiana ceny: 1m	3,5%
P/CE	10,7			20,3		13,0		Zmiana ceny: 6m	19,0%
P/BV	4,5	6,4		6,1		5,5		Zmiana ceny: 12m	17,4%
EV/EBITDA	17,5	22,1		13,6		13,0		Min (52 tyg.)	13,3
Dyldel (%)	0,6	3,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	18,0

Po 20% wzroście kursu akcji TVN od wydania naszej wrześniowej rekomendacji, sądzymy że kurs grupy mediowej ma nadal potencjał do wzrostów. Nasz model wyceny korygujemy o nowe estymacje wyników Grupy na 2014 r., wyższe założenia dot. CAPEX-u grupy zgodnie z prognozą Zarządu oraz nowe założenia dotyczące RFR (obniżka z 4,25% do 3,5%). Sentyment wokół walorów TVN wspierają informacje o potencjalnej sprzedaży pakietu większościowego TVNu (53,8% po umorzeniu 12,5 mln akcji skupionych przez TVN w ciągu 2014 r.), Wśród dwunastu zainteresowanych obecni są Time Warner, Discovery Communications oraz Axel Springer, co traktujemy jako dodatkowy argument wspierający naszą rekomendację ze względu na możliwe synergie, zwłaszcza w zakresie kosztów kontentu i do tańszego źródła finansowania. Podnosimy cenę docelową walorów do 19,0 PLN z 17,5 PLN i obniżamy zlecenie inwestycyjne do akumuluj.

Sprzedaż pakietu kontrolnego TVN

Wśród 12 zainteresowanych pakietem kontrolnym TVN obecni są: Time Warner, Discovery Communications, 21st Century Fox i Ringer Axel Springer. Prawdopodobieństwo zakupu przez któryś z podmiotów jest bardzo duże. Dla Time Warnera, właściciela biblioteki filmowej Warner Bros i stacji telewizyjnych HBO i CNN, główne synergie pochodzą z obszernej bazy kontentu. Ponadto Time Warner jest już obecny w regionie, kontroluje CME - właściciela stacji telewizyjnych obecnych w sześciu państwach Europy Środkowo-Wschodniej. Wejście do Polski z niemal duopolistycznym kształtem rynku reklamy telewizyjnej i poprawiającymi się warunkami makroekonomicznymi jest ciekawym posunięciem. Discovery dzięki TVNowi podobnie jak Time Warner, zyska możliwość monetyzacji posiadającego kontentu. Zwracamy uwagę, że razem z Liberty Global (do którego należy UPC posiadające 17% pakiet w nC+) Discovery zakupiło w 2014 r. All3Media, jednego z najbardziej rozpoznawalnych producentów kontentu na świecie. Z kolei Axel Springer, po nabyciu TVN byłby graczem w polskich mediach, kontrolując lidera polskiej reklamy telewizyjnej i internetowej (Onet). Dodatkowo zwracamy uwagę, że zgodnie z polskimi przepisami, jeśli transakcja sprzedaży pakietu dojdzie do skutku, PTH (spółka matka TVNu) będzie musiała ogłosić wezwanie do 66% ogólnej liczby głosów (czyli na 12,2% akcji).

Prognoza Zarządu na lata 2014-16

Zarząd Grupy TVN 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.
- 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: 545,9 mln PLN, 591,3 mln PLN i 630,9 mln PLN.

Potencjalne refinansowanie

Obligacje Senior Notes 7,875% są notowane z Option Adjusted Spread = 471,1 bps, co implikuje, że w tym momencie ich refinansowanie jest opłacalne, gdyż TVN uzyskałby lepsze warunki kredytowe o około 3 p.p. (opcja call na obligacjach kosztuje 3,94%). Sądzymy, że po informacji o sprzedaży pakietu kontrolnego, Grupa może mieć dostęp to jeszcze tańszego źródła refinansowania.

IT
Asseco Poland
Akumuluj

Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		53,80 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		59,00 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	5 529,1	5 898,1	6,7%	6 182,2	4,8%	6 443,6	4,2%	Liczba akcji (mln)	83,0		
EBITDA	888,9	875,0	-1,6%	915,3	4,6%	918,3	0,3%	MC (cena bieżąca)	4 465,4		
marża EBITDA	16,1%	14,8%		14,8%		14,3%		EV (cena bieżąca)	6 576,0		
EBIT	649,9	610,5	-6,1%	650,1	6,5%	656,2	0,9%	Free float	65,4%		
Zysk netto	370,1	393,9	6,4%	358,2	-9,1%	345,6	-3,5%				
P/E	12,1	11,3		12,5		12,9		Zmiana ceny: 1m	1,5%		
P/CE	7,3	6,8		7,2		7,3		Zmiana ceny: 6m	33,1%		
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	18,0%		
EV/EBITDA	6,9	7,6		7,2		7,1		Min (52 tyg.)	39,3		
Dyild (%)	3,8	4,5		4,8		5,2		Max (52 tyg.)	54,5		

Zakładana przez nas zmiana podejścia Asseco do kluczowego kontraktu z ZUSEM pozytywnie wpłynęła na wyniki 3Q'14 spółki matki. Restrukturyzacja kontraktu dla ZUS wraz ze zdobytym przez Unizeto i Asseco Poland w październiku kontraktem dla KRUS przełoży się na stabilizację w segmencie publicznym w spółce matce. W 2015 r. ważnym obszarem wzrostów będzie dynamicznie rozwijająca się Formula Systems, zwłaszcza dzięki rekordowej sprzedaży w Sapiens International. Podwyższamy nasze prognozy wyniku EBITDA do 915 mln PLN w 2014 r. i 918 mln PLN w 2015 r. (vs. 885 mln PLN i 874 mln PLN poprzednio). Asseco Poland jest notowane na wskaźnikach EV/EBITDA'14 i P/E'14 z odpowiednio 15% i 17% dyskontem do spółek porównywalnych, co nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę wysoką dywidendę (podtrzymujemy wcześniejszą prognozę 2,81 PLN na akcję z zysku 2014 r. co implikuje 5,2% DivYield) i brak zadłużenia netto. Ponadto, Asseco Poland, z długą historią w obsłudze wielkich zamówień w administracji publicznej, jest najlepszym wyborem w polskim IT dla monetyzacji nowej fali środków unijnych na lata 2014-2020 (pierwszych przetargów spodziewamy się w połowie 2015 r.). Zalecamy akumulowanie akcji. Podnosimy cenę docelową do 59,00 PLN.

Fundusze unijne szansą na odbicie w polskim IT dopiero w 2016

W latach 2014-2020 Polska zainwestuje 82,5 mld EUR z unijnej polityki spójności, co przełoży się na kontakty IT zwłaszcza w administracji publicznej, na którą dużą ekspozycję posiada Asseco Poland. Środki unijne są teraz dzielone, więc w 2015 r. spodziewamy się fali przetargów dotyczących projektów, których wykonanie będzie możliwe realnie dopiero w 2016 r. Mniejsze projekty mogą pojawić się najwcześniej w 2H'15. Nowa transza środków unijnych przełożyła się już na zamrożenie wydatków IT sektora publicznego. Ciężki pod tym względem 2015 r. Asseco Poland może przetrwać bez większych spadków na

wynikach spółki matki dzięki (1) restrukturyzacji kontraktu ZUS-owskiego, (2) zdobytym kontraktom dla KRUSu na kompleksową obsługę systemów IT, (3) potencjalnej akwizycji Unizeto Technologies oraz (4) zamówieniom od telekomunikacji i energetyki.

Reorganizacja i zmiana podejścia do M&A

Asseco zdobyło pierwszy kontrakt na system AUMS w Etiopii, chce dokonać niewielkiej akwizycji w tym kraju oraz otworzyć start-up w Nigerii. Sądzymy, że to dowód zmiany podejścia do agresywnej ekspansji zagranicznej przez M&A. Dodatkowo, grupa Asseco sprzedała 49% Slovanet za 11 mln EUR (EV/EBIT'13 = 14x) oraz poszukuje kupca na Sigilogic. W kolejnych kwartałach spodziewamy się niewielkich dezinvestycji spółek niegenerujących dostatecznych wyników lub nieprzynoszących wystarczających synergii. Ponadto Asseco, znane z dużych akwizycji w poprzednich latach, lepiej gospodaruje gotówką. W 2H'14 spółka matka poinformowała o przejęciu Unizeto za 11 mln PLN. Akwizycja ma dużo sensu, zwłaszcza że dwie spółki zdobyły ważny kontrakt dla KRUS, a Asseco rozbudowuje kompetencje w public IT na chwilę przed nowymi zamówieniami.

Wyniki za 4Q'14 przyniosą kontynuację pozytywnych tendencji

W 4Q'14 spodziewamy się kontynuacji pozytywnych tendencji z poprzedniego kwartału i zysku EBITDA dla całej grupy na poziomie 254 mln PLN vs. 192 mln PLN w 4Q'13 (+32% R/R), co będzie wynikać przede wszystkim (1) ze wzrostów sprzedaży Sapiens International i Magic Software z grupy Formula oraz (2) z poprawy rentowności spółki matki dzięki zakładanej przez nas zmianie podejścia do kluczowych kontraktów (w tym obniżki kosztów w kontrakcie realizowanym dla ZUS). Przypominamy, że w 4Q'13 wyniki matki Asseco zostały obniżone przez rozpoznanie 28 mln PLN rezerwy na naprawy gwarancyjne dot. projektu Śląskiej Karty Usług Publicznych, a we wrześniu zarząd KZK GOP nałożył na Asseco Poland 4,2 mln PLN kary za opóźnienia we wdrażaniu Karty, tak więc nie powinno mieć to wpływu na wyniki finansowe w kontekście zawiązanej rezerwy.

Górnictwo i metale

JSW		Trzymaj							
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca:		20,40 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26	
		Cena docelowa:		27,00 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	8 821,0	7 632,2	-13,5%	6 723,2	-11,9%	8 473,6	26,0%	Liczba akcji (mln)	117,4
EBITDA	2 374,8	1 382,1	-41,8%	764,2	-44,7%	1 160,4	51,8%	MC (cena bieżąca)	2 395,2
marża EBITDA	26,9%	18,1%		11,4%		13,7%		EV (cena bieżąca)	3 021,2
EBIT	1 308,2	201,9	-84,6%	-531,8		-157,6	-70,4%	Free float	44,8%
Zysk netto	985,1	77,3	-92,2%	-473,0		-243,7	-48,5%		
P/E	2,4	31,0						Zmiana ceny: 1m	21,1%
P/CE	1,2	1,9		2,9		2,2		Zmiana ceny: 6m	-52,9%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-54,7%
EV/EBITDA	0,2	0,6		4,0		2,8		Min (52 tyg.)	16,3
Dyild (%)	26,4	12,3		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	54,0

Pod względem momentum wyników uważamy, że najgorszy okres jest już za Spółką. Wzrost wolumenu sprzedaży i rosnące ceny węgla wyrażone w PLN będą powodować, że kwartalne straty będą coraz mniejsze. Posiadane zasoby gotówkowe wystarczą, aby przetrwać ten trudny okres bez emisji akcji. Od 3Q w kolejnych kwartałach zakładamy stopniowy wzrost cen węgla koksowego na rynkach światowych, co determinuje wycenę Spółki wyższą niż obecny kurs jej akcji na GPW. Tym niemniej najbliższe tygodnie przyniosą eskalację konfliktu na linii Zarząd - związki zawodowe, co będzie negatywnie wpływać na kurs akcji Spółki. Uległość Rządu w rozmowach ze związkami zawodowymi Kompanii Węglowej z pewnością nie pomaga Zarządowi w prowadzeniu restrukturyzacji JSW. Biorąc to pod uwagę, utrzymujemy neutralną rekomendację dla akcji Spółki z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 27 PLN.

Trudny 2014...

Rok 2014 był dla Spółki bardzo trudny zarówno pod kątem czynników zewnętrznych (spadek cen węgla koksowego do 120 USD/t z 158 USD/t (średniorocznie) w roku poprzednim), jak również wewnętrznych (ze względu na problemy geologiczne spadek wydobycia o ok. 1,2 mln ton w 2Q i 3Q). Ponadto Spółka kupiła od Kompanii Węglowej aktywa kopalni Knurów-Szczygłowice za astronomiczną kwotę 1,5 mld PLN. Przejęte aktywa są konsolidowane od sierpnia i w istotny sposób wpływają już na raportowany wolumen produkcji (3 mln ton w całym roku).

... poprawa w 2015

Dlaczego rok 2015 powinien być już lepszy? Zakładamy, że nie powtórzą się problemy z wydobyciem i Spółka powróci do normalnego (13,8 mln ton w JSW) wolumenu produkcji, powiększonego o 3 mln ton (50% to węgiel *semi-soft*) z przejętych aktywów. Łączny wolumen produkcji wyniesie więc blisko 17 mln ton z czego 11,5 mln ton to węgiel koksowy. Produkcja koksu utrzyma się na poziomie 4 mln ton. Spółka powinna stopniowo zmniejszać poziom zapasów, które znacząco wzrosły (1,2 mln ton) m.in. w efekcie przejęcia Knurów. Oznacza to, że wolumen sprzedaży w roku 2015 powinien być nieco wyższy od poziomu wydobycia. Ceny sprzedaży węgla - przynajmniej w pierwszym półroczu - pozostaną na bardzo niskich poziomach (120 USD/t). Nieznaczny wzrost cen spodziewamy się w drugiej połowie roku (125 USD/t w 3Q i 130 USD/t w 4Q), co jednak nadal będzie wielkością odbiegającą od poziomu rentowności dużej części

światowych zasobów wydobywanych. Spółce będzie pomagać osłabienie PLN w relacji do USD, które powoduje, że obecnie złotówkowe ceny sprzedaży są porównywalne z cenami z początku 2014 roku. W takim scenariuszu w 1H Spółka nadal generuje stratę na poziomie netto (-159 mln PLN), jednak jest ona znacząco niższa niż w 2014 (-770 mln PLN bez zdarzeń jednorazowych). Na koniec 2014 roku szacujemy, że dług netto Spółki wyniósł 650 mln PLN, z czego Spółka posiadała 1,47 mld PLN długu i 0,8 mld PLN gotówki. W naszej prognozie zakładamy, że w 2015 spółka nadal będzie generować ujemny FCF (-135 mln PLN), jednak posiadane zasoby gotówkowe wystarczą, aby przetrwać ten trudny okres, a Spółka nie musiała przeprowadzać emisji akcji.

Powrót cen węgla koksowego do 150 USD/t w 2017 roku

Rekomendacja i wycena akcji Spółki opiera się na założeniu, że ceny węgla koksowego w długim okresie powrócą do 150 -160 USD/t. Jest to poziom, który uzasadnia inwestycje odtworzeniowe w sektorze i utrzymanie produkcji na obecnym poziomie (przy rosnącym popycie w skali globalnej: przede wszystkim w Chinach i Indiach).

Restrukturyzacja

Ważnym elementem działań Zarządu jest przeprowadzenie restrukturyzacji w Spółce, która zakładałaby m.in. uporządkowanie kwestii pracowniczych. Związki zawodowe w JSW są gotowe do rozpoczęcia rozmów, ale stawiają warunki. Na pierwszym miejscu żądają „uwiarygodnienia się większościowego właściciela i strony pracodawcy, czyli stworzenie możliwości „nowego otwarcia”. Ponadto żądają przedstawienia programu naprawczego, obejmującego całościowe problemy funkcjonowania Spółki i podpisanie jednolitego Zakładowego Układu Zbiorowego Pracy. Według naszej interpretacji oznacza to, że związki nie chcą już rozmawiać z obecnym Zarządem i jako stronę traktują Rząd. Tym bardziej, że Rząd - na przykładzie porozumienia ze związkami w Kompanii Węglowej - jest uległy i gotowy spełniać oczekiwania pracowników. Tym czasem Zarząd - nie mając innej opcji - idzie w kierunku siłowego rozwiązania sporu (wypowiedział porozumienia zbiorowe zawarte ze związkami zawodowymi, chce zamrożenia płac w br., zmniejszenia deputatu węglowego oraz rezygnacji z dopłat do zwolnień lekarskich). Naszym zdaniem oznacza to, że zanim dojdzie do nieuchronnej restrukturyzacji, przed JSW burzliwy okres wewnętrznych konfliktów, manifestacji, strajków, które będą negatywnie wpływać na kurs akcji.

KGHM
Kupuj

Analitik: Michał Marczak

Cena bieżąca: 108,25 PLN

Cena docelowa: 127,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26

(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	26 705,0	24 110,0	-9,7%	21 874,1	-9,3%	22 991,0	5,1%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	8 199,0	5 952,0	-27,4%	5 506,7	-7,5%	5 192,2	-5,7%	MC (cena bieżąca)	21 650,0
marża EBITDA	30,7%	24,7%		25,2%		22,6%		EV (cena bieżąca)	25 109,3
EBIT	6 475,0	4 372,0	-32,5%	3 599,5	-17,7%	3 140,3	-12,8%	Free float	68,2%
Zysk netto	4 753,0	3 033,0	-36,2%	2 462,8	-18,8%	2 074,2	-15,8%		
P/E	4,6	7,1		8,8		10,4		Zmiana ceny: 1m	-2,0%
P/CE	3,3	4,7		5,0		5,2		Zmiana ceny: 6m	-17,3%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-1,6%
EV/EBITDA	2,7	4,0		4,6		4,9		Min (52 tyg.)	99,9
Dywid (%)	26,2	9,1		4,6		4,6		Max (52 tyg.)	138,0

Obecny spadek cen miedzi na giełdach to pokłosie umocnienia USD i spekulacji inwestorów krótkoterminowych (najwyższa krótka pozycja na COMEX w historii). Nie widzimy przesłanek fundamentalnych do tak silnej przeceny metalu, tym bardziej że jego ceny obniżyły się już do 10% najwyższego cash cost w sektorze. To poziom, który w latach 2008 i 2002 wyznaczał „dołek” cenowy. Z punktu widzenia Spółki osłabienie PLN powoduje, że ceny metalu utrzymują się na poziomie zbliżonym do okresu 9M’14, kiedy Spółka raportowała ok. 600 mln PLN kwartalnego zysku netto. Biorąc pod uwagę spadek cen akcji Spółki, jaki dokonał się w ostatnich tygodniach, podwyższamy rekomendację inwestycyjną z trzymaj do kupuj, z ceną docelową na poziomie 127 PLN za akcje.

Wzrost zapasów na giełdach

Obecnie zapasy miedzi monitorowane przez giełdy to 360 tys. ton, z czego 57% to zapasy zlokalizowane na rynku azjatyckim. W ujęciu rocznym zapasy obniżyły się o blisko 130 tys. ton, co było dla rynków dużym zaskoczeniem (spodziewano się nadwyżki podaży na poziomie 300-500 tys. ton). Zaskoczenie wynikało zarówno z tradycyjnych już opóźnień w dostarczeniu surowca z nowych projektów, wyłączeń już funkcjonujących kopalń (największy to Grasberg), czy aktywności po stronie popytowej chińskiego SRB. Od sierpnia ur. momentum na zapasach jednak się odwróciło, nastąpił wzrost zapasów o ok. 100 tys. ton, z czego 77 tys. ton od grudnia, co negatywnie wpływało na cenę metalu na LME. Obecnie rynek znajduje się w fazie nadwyżki podaży, jednak należy również pamiętać o sezonowości rynku miedzi, zgodnie z którą następuje spadek popytu w okresie grudzień-marzec. Oficjalne zapasy miedzi wraz z zapasami zgromadzonymi u producentów stanowią równowartość 2,7x tygodnia światowej konsumpcji metalu. W ujęciu historycznym to relatywnie niski poziom (średnia w 2009-14 to 3,4x tygodnia, średnia od 2000 roku to 4,0x tygodnia). Wzrost wskaźnika do średniej szacowanej od 2009 roku musiałby oznaczać wzrost zapasów o 300 tys. ton.

Spadek cen na LME do 10% najdrożej wytwarzanego wolumenu miedzi

W 2014 roku jednostkowy cash cost (C1) dla 10% najdrożej wytwarzanego wolumenu światowej produkcji wyniósł 5 430 USD/t. Jest to poziom zbliżony do obecnych notowań surowca na LME (5 500 USD/t). Podobna sytuacja miała miejsce w „dołku” notowań miedzi w grudniu 2008 roku (3 100 USD/t) oraz w dołku długiego cyklu surowcowego w 2001-2002 (1500 USD/t). Obecnie zapasy miedzi znajdują się na podobnym poziomie jak w roku 2008 i zdecydowanie niższym w porównaniu z rokiem 2002.

Inwestorzy nie wierzą w miedź

W połowie stycznia na giełdzie COMEX krótka pozycja netto na miedzi (*High Grade Copper Non-Commercial*) wyniosła 41 tys. kontraktów i była najwyższym ujemnym odchyleniem od co najmniej 1993 roku (dostępne dane). Za odchylenie odpowiada zbudowanie aż 89 tys. krótkich pozycji, przy utrzymaniu liczby długich na zbliżonym poziomie utrzymującym się od sierpnia. Naszym zdaniem jakiegokolwiek pozytywne informacje z rynku metali będą powodowały dynamiczne zamykanie krótkiej pozycji i silny wpływ na cenę metalu.

Ceny miedzi najniższe w 1Q, potem wzrosną

W naszych prognozach zakładamy, że w pierwszym kwartale ceny miedzi notują najniższy poziom w roku (średnia: 5 550 USD/t). W kolejnych kwartałach następuje ich stopniowy wzrost do 5 900 USD/t (w 4Q). Przy obecnym osłabieniu PLN w relacji do USD oznacza to otoczenie zbliżone do okresu 9M’14 (cena miedzi w PLN wynosiła ok. 21,5 tys. PLN), kiedy Spółka na poziomie jednostkowym raportowała ok. 600 mln PLN zysku netto kwartalnie.

Wzrost wolumenu dzięki Sierra Gorda

Pod koniec 2014 roku wykorzystanie zdolności wydobywczych Sierra Gorda wyniosło 70%. Zarząd szacuje, że w 1Q wzrośnie do 80%, tj. 22 tys. ton metalu w kwartale. W kolejnych okresach będzie zbliżało się do pełnego wykorzystania. W całym roku szacujemy, że produkcja Sierra Gorda wyniesie 95 tys. ton, z czego połowa należy do KGHM. Oczekujemy, że po wynikach za 4Q’14 Zarząd przedstawi więcej szczegółów dotyczących kosztu jednostkowego w kopalni oraz planów co do uruchomienia drugiego etapu produkcji.

Ryzyko odpisów utraty wartości kopalń

Spadek cen miedzi może powodować, że Spółka będzie zmuszona dokonać odpisów wartości kopalń zlokalizowanych w Ameryce Północnej. Odpisy nie mają wpływu na naszą wycenę Spółki, jednak mogą negatywnie wpływać na reakcje inwestorów.

Dywidenda za 2014

W naszych prognozach zakładamy, że Spółka przeznaczy na wypłatę dywidendy dla akcjonariuszy z zysku za 2014 rok kwotę 1 mld PLN, tj. 5,0 PLN na akcje. Przy obecnej cenie implikuje to DY w wysokości 4,6%.

LW Bogdanka		Kupuj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca:		99,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26	
		Cena docelowa:		121,50 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 835,8	1 899,8	3,5%	2 053,3	8,1%	2 224,9	8,4%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	658,1	754,9	14,7%	731,8	-3,1%	781,4	6,8%	MC (cena bieżąca)	3 367,3
marża EBITDA	35,8%	39,7%		35,6%		35,1%		EV (cena bieżąca)	3 967,9
EBIT	357,3	424,8	18,9%	358,8	-15,5%	393,7	9,7%	Free float	100,0%
Zysk netto	289,7	329,7	13,8%	278,5	-15,5%	306,7	10,1%		
P/E	11,6	10,2		12,1		11,0		Zmiana ceny: 1m	2,1%
P/CE	5,7	5,1		5,2		4,8		Zmiana ceny: 6m	-13,2%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	-20,5%
EV/EBITDA	5,6	5,0		5,4		5,1		Min (52 tyg.)	94,2
Dyld (%)	5,1	5,9		5,9		5,0		Max (52 tyg.)	128,5

Negatywny sentyment wokół sektora i reformy górnictwa, a w efekcie spadek cen akcji Spółki poniżej 100 PLN jest naszym zdaniem okazją do ich kupna. Podwyższamy rekomendację inwestycyjną z trzymaj do kupuj z ceną docelową 121,50 PLN. Spółka oferuje DY na poziomie 5% z opcją wzrostu EPS jako efekt rosnącego wolumenu wydobycia w przyszłym roku, a także wzrostu cen węgla.

Wzrost wolumenu wydobycia po słabym 2014

W 2014 roku wydobycie węgla w Bogdancie wyniosło 9,19 mln ton, tj. o 10% więcej w ujęciu r/r. Ze względu na problemy geologiczne (2Q spadek kwartalnej produkcji do 2 mln ton) Spółka nie osiągnęła zakładanego na początku roku wolumenu w wysokości 9,3-10,0 mln ton, obniżonego w połowie roku do 9,3-9,6 mln ton. Już drugi rok z rzędu Spółka nie dostarcza obiecanego na początku roku wolumenu. Uważamy jednak, że rok 2015 powinien przynieść w tym zakresie zmianę. Naszym zdaniem działania Zarządu w końcówce ubiegłego roku miały m.in. obniżyć oczekiwania analityków na rok kolejny. Uważamy, że w 2015 nastąpi zwiększenie produkcji węgla handlowego do 10,5 mln ton. Na początku roku Spółka rozpocznie eksplorowanie nowej ściany kombajnowej o wysokiej zawartości węgla. Już w 4Q'14 Spółka wyprodukowała 2,57 mln ton surowca, co było rekordowym wynikiem w historii spółki. W 2016 roku wydobycie wzrośnie o kolejny 1 mln ton.

Ceny węgla na rynkach światowych i w Polsce

W pierwszych trzech tygodniach stycznia ceny węgla energetycznego w ARA obniżyły się do zaledwie 58 USD/t (-31% r/r), tj. do najniższego poziomu od marca 2009. Tona węgla rosyjskiego w portach bałtyckich kosztuje 57 USD/t. Osłabienie rubla może skłonić rosyjskich producentów do agresywniejszego wychodzenia ze sprzedażą na rynki zachodnie, jak na razie nie widać tego jeszcze na oficjalnych danych. Należy przy tym pamiętać, że dotychczas głównym odbiorcą węgla rosyjskiego były zakłady produkcyjne (w tym lokalne elektrociepłownie) i klienci indywidualni. Bogdanka dostarcza węgiel przede wszystkim do energetyki zawodowej (92% przychodów z: Elektrowni Kozienice (Enea), GDF Suez Energia, PGNiG Termika, Elektrownia Ostrołęka (Energa) i ZA Puławy). Po kosztach transportu (centrum Polski) cena importowanego węgla ARA w przeliczeniu za GJ to ok. 10,90 PLN, a węgla rosyjskiego 10,60 PLN. Cena uzyskiwana przez LWB to ok. 10 PLN/GJ. W naszych prognozach na 2015 rok zakładamy, że cena sprzedaży surowca przez Bogdankę obniży się o 2,5% za GJ w ujęciu r/r. W kolejnym roku ceny wzrosną o 1% r/r, co w połączeniu z nadal rosnącym wolumenem wydobycia będzie przekładało się na dynamiczny wzrost EPS.

Co dalej z FCF?

W 1H'15 Bogdanka zapłaci ostatnią ratę za kombajn strugowy, zamykając tym samym okres wieloletnich inwestycji w Polu Stefanów. CAPEX odtworzeniowy w Spółce szacujemy na 350-400 mln PLN rocznie. Przed Zarządem i akcjonariuszami ważna decyzja, co do dalszej strategii Spółki. Naszym zdaniem, ze względu na niepewne otoczenie na rynku węgla, Spółka nie zdecyduje o eksploracji kolejnego złoża (odłoży decyzję do przyszłego roku). Przy zadłużeniu netto na poziomie 0,8x EBITDA i FCF po roku 2015 na poziomie ok. 300 mln PLN (8% EV), będzie podwyższać oczekiwania, co do wysokości wypłacanej dywidendy. W naszym modelu zakładamy, że w br. Spółka wypłaci akcjonariuszom 4,9 PLN na akcje (60% zysku za 2014), co implikuje DY na poziomie 5%.

Restrukturyzacja KW – duże rozczarowanie

Rząd podpisał porozumienie ze związkami zawodowymi w kwestii restrukturyzacji górnictwa, które zakłada odstepienie od rządowego projektu dotyczącego m.in. likwidacji 4 kopalń – wcześniej uznanych za trwałe nierentowne. Kopalnie te zostaną poddane restrukturyzacji, a jeśli ta zakończy się sukcesem – sprzedane do inwestora lub zamienione w spółki pracownicze. Powołana spółka do restrukturyzacji kopalń będzie miała gwarancje Skarbu Państwa, spółka gwarantuje zatrudnienie górnikom którzy nie skorzystają z programu dobrowolnych odejść. Do Węglokoksu trafi tylko jedna kopalnia (Bobrek Centrum). Podstawą warunkującą zasady zatrudnienia górników w nowej spółce będzie nowy zakładowy układ pracy, którego treść zostanie wypracowana w najbliższych tygodniach. Strona w negocjacjach mają być związki zawodowe i strona rządowa, a podstawą negocjacji będzie stary zakładowy układ pracy. Naszym zdaniem w takiej formie reforma górnictwa nie powiedzie się. Duży wpływ na restrukturyzację czterech kopalń będą mieć związki zawodowe. Jeżeli ponad 50% wszystkich kosztów w kopalniach stanowią wynagrodzenia to bez zdecydowanych działań w tym obszarze nie można obniżyć kosztów ogółem. W konsekwencji uważamy, że środki przeznaczone na restrukturyzację zamiast uzdrowić kopalnie (poprzez ich doinwestowanie) zostaną zmarnowane... a najsłabsze kopalnie i tak upadną. Z punktu widzenia Bogdanki taki scenariusz w długim okresie jest korzystny, bo Spółka będzie mogła łatwiej lokować na rynku własny węgiel. W krótkim okresie istnieje ryzyko, że sektor energetyczny kontrolowany przez SP będzie „zobligowany” odbierać węgiel z kopalni śląskich. Dyskusje na ten temat toczą się już od miesięcy. Naszym zdaniem, m.in. ze względu na konieczność zerwania długoterminowych umów odbiorców z LWB (i konieczność zapłacenia kar) oraz nieprzewidywalną ciągłość dostaw z kopalni śląskich (ryzyko z punktu widzenia elektrowni), taki scenariusz jest mało prawdopodobny.

Przemysł

Oczekujemy, że łączne skumulowane **przychody ze sprzedaży 48 obserwowanych przez nas spółek przemysłowych wzrosną w 2015 r. o 6,3% r/r**, po 0,8% r/r spadku w 2014 r. i 5,3% r/r spadku w 2013 r. Oczekujemy wzrostowych wolumenów sprzedaży w rezultacie spodziewanej **pozytywnej dynamiki wzrostu konsumpcji prywatnej** (efekt spadających cen paliw, niższych stóp procentowych w PLN) oraz **rosnących inwestycji** (nowa perspektywa wydatków z UE). Podobnie jak w 2014 tak również w 2015 roku **eksporterzy korzystać będą ze słabego kursu PLN/EUR**. Uważamy również, że eksportowi sprzyjać będzie kontynuacja trendu poszukiwania przez zachodnioeuropejskich producentów tańszych poddostawców. **Gorsze otoczenie powinny mieć spółki sprzedające na Wschód** (Rosja i Ukraina) – oczekujemy około 10% spadku obrotów realizowanych z tego kierunku, na co wpływ ma z jednej strony spadek koniunktury, z drugiej osłabienie RUB i UAH.

Po stronie kosztowej na wyniki spółek przemysłowych pozytywny wpływ powinny mieć **stabilne bądź spadające ceny surowców oraz stabilne ceny energii i gazu ziemnego**. Branża przemysłowa powinna również odczuć **spadek cen ropy naftowej, co przełoży się na niższe koszty logistyki**. W środowisku niskiej inflacji i stabilnego rynku pracy **nie oczekujemy wysokiej presji płacowej po stronie pracowników** (około +2,5% r/r). Nie spodziewamy się znaczących podwyżek cen produktów końcowych.

Spadające ceny ropy naftowej będą miały negatywny wpływ na wielkość generowanych przychodów przez poddostawców komponentów do wydobywania ropy i gazu (Alchemia, Vistal Gdynia i Zamet Industry) oraz spółek korzystających z wysokich cen paliw (AC Auto Gaz). **Na drogim dolarze** pomniejszenie marży odczują Ferro (import półproduktów z Chin) oraz Grupa Kęty (wysoka cena aluminium + premia w przeliczeniu na PLN).

Oczekujemy, że **skumulowana wartość EBITDA obserwowanych przez nas spółek przemysłowych wzrośnie w 2015 r. o 6,2% r/r**, po 12,1% r/r wzrostu w 2014 r. Skumulowana marża EBITDA powinna utrzymać się na zbliżonym poziomie do ubiegłorocznego 10,4% (najwyżej od 2011 roku – wówczas 12,0%). **Największy wzrost wyniku EBITDA oczekivalibyśmy w Biomed Lublin, Elemental Holding, Famur, Feerum, Izostal, Orzeł Biały**. Skumulowana wartość wyniku netto wzrośnie w 2015 r. o 13,9% r/r po 1,8% r/r wzrostu w 2014 r. Wzrost wyniku netto wynikać będzie również z niższych kosztów odsetkowych oraz niższych kosztów wynikających z różnic kursowych (w szczególności w odniesieniu do spółek sprzedających na wschód). Oczekujemy, że marża skumulowanego wyniku netto w 2015 r. wzrośnie do 5,0% vs. 4,7% w 2014 r. i będzie najwyższa od 2011 r. (7,2%).

W 4Q'14 oraz 1Q'15 baza rezultatów spółek przemysłowych jest na wysokim poziomie (w 4Q'13 aż 57% obserwowanych spółek poprawiało rezultaty, a w 1Q'14 aż 66%). Baza rezultatów obniża się w 2Q'14 oraz 3Q'14, dlatego **oczekujemy, że począwszy od 2Q'15 spółki przemysłowe powinny znów poprawiać rezultaty**.

Według naszych prognoz obserwowane przez nas spółki przemysłowe **zakończą 2015 rok z zadłużeniem netto do EBITDA na poziomie 1,31x** (wartość skumulowanego długu netto do EBITDA) wobec 1,44x na koniec 2014 roku. Podobnie jak w 2014 roku liczymy, że wiele spółek zdecyduje się na dokonanie akwizycji **(najwyższe**

prawdopodobieństwo przejęcia widzimy w spółkach Alchemia, Amica, Apator, Boryszew, Elemental Holding, Libet, Synthos i Zamet Industry). **Obiektem przejęcia mogą z kolei być takie spółki jak Biomed Lublin, Elemental Holding, Oponeo, Pozbud i Tarczyński**.

Prognozujemy, że skumulowana wartość dywidend śledzonych przez nas spółek przemysłowych w 2015 roku (wypłata w 2015 roku) **wprawdzie spadnie o 53,5% r/r**, ale wynikać to będzie z braku jednorazowych dywidend z kapitałów, jakie miały miejsce w 2014 roku (ACE 5,1 mln EUR, Famur 404,5 mln PLN, Ferro 21,2 mln PLN, Mercor 145,0 mln PLN). Gdyby skorygować wartość skumulowanych dywidend 2014 roku o wielkość tych jednorazowych dywidend oraz spadek dywidendy w Synthos, to w **2015 roku odnotowalibyśmy wzrost wypłaty skumulowanych dywidend o 30,8% r/r**. Zakładając bieżące wyceny, **skumulowany DYield'15 wyniesie 2,1%** (mediana 2,3%) wobec 4,5% w 2014 roku (mediana 2,2%). **Największej wypłaty dywidendy oczekujemy w ACE, AC SA, Berling, Ferro, Hydrotor, Lena, Mercor, Kęty, Koelner, Kruszwica i Relpol**.

Indeks cenowy śledzonych przez nas spółek przemysłowych spadł w 2014 roku o 27%, podczas gdy w tym samym czasie indeks **MSCI Industrials dla Europy wzrósł o 0,2%**, a dla świata spadł o 3,4%. Częściowo spadki na mniejszych spółkach przemysłowych wynikały z obawy o **podaż ze strony funduszy emerytalnych**, które po zmianach w systemie miałyby otrzymywać niższą niż wcześniej składkę. Z drugiej strony, wpływ miał także **konflikt wokół Ukrainy** (odpływy z funduszy inwestycyjnych małych i średnich spółek, ryzyka nałożenia embarga na eksport towarów z Polski do Rosji, spadek wolumenów sprzedaży na Ukrainie oraz ryzyko spadku wolumenów na rynku rosyjskim).

Analizowane przez nas spółki przemysłowe są obecnie wyceniane z **27-28% dyskontem na wskaźniku P/E'15 (11,6x)** do spółek z indeksu MSCI Industrial dla świata i Europy, a w przypadku **EV/EBITDA'15 (7,0x) z 23-27% dyskontem**.

Wśród najbardziej preferowanych spółek wymienilibyśmy **Biomed Lublin** (rozpoczęcie sprzedaży leków z frakcjonowania osocza w 1H'15), **Cognor** (poprawa na rynku stali, wzrost cracków na przerobie złomu na stal), **Elemental Holding** (wysoka dynamika wyników dzięki przeprowadzeniu skutecznych przejęć), **Famur** (zwiększenie udziału kontraktów zagranicznych), **Feerum** (kontrakty eksportowe połączone z realizacją kontraktów ze starej perspektywy), **Hydrotor** (wysoki powtarzalny DYield), **Lena** (wysoki powtarzalny DYield), **Mercor** (wysoki DYield połączony ze wzrostem rezultatów), **Orzeł Biały** (wzrost cracków na przerobie zużytych akumulatorów), **Pozbud** (zakończenie nowej inwestycji), **Relpol** (DYield + tania spółka) i **Tarczyński** (niskie ceny mięsa wieprzowego wspierają rentowność).

Najmniej preferujemy akcje spółek: **Alchemia** (wysoka wycena, brak wyników finansowych), **AC Auto Gaz** (spadająca cena benzyny i diesla zmniejsza popyt na instalacje LPG), **Boryszew** (spółka wyraźnie droższa od europejskich poddostawców Automotive), **Radpol** (spółka droga, brak efektów ostatnich przejęć), **Patentus** (spółka zadłużona z dużym udziałem sprzedaży do kopalni na Górnym Śląsku), **PKM Duda** (ryzyko ustalenia parytetów przy połączeniu z Cedrob, słabe wyniki finansowe w 2015 roku) oraz **Polska Grupa Odlewnicza** (droga spółka).

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	Niedoważaj	27,60	9,6	10,4	12,7	6,4	6,9	8,1	7,6%	8,3%	7,7%	2,7	2,6	2,6	-0,2
ACE	Równoważ	8,79	21,9	18,1	11,4	5,2	5,4	4,6	3,5%	12,1%	3,9%	1,1	1,2	1,2	1,2
Alchemia	Niedoważaj	5,05	-	201,9	58,7	23,6	20,1	17,5	0,0%	0,0%	0,0%	1,9	1,9	1,8	1,9
Amica	Równoważ	105,00	9,1	11,4	8,9	7,1	6,4	6,3	4,4%	3,4%	3,1%	2,1	1,8	1,8	0,8
Apator	Równoważ	35,21	18,0	15,4	14,0	11,3	10,8	9,5	4,0%	3,1%	2,6%	4,7	4,2	3,6	0,0
Berling	Przeważaj	3,79	6,1	7,2	7,4	3,3	3,5	3,5	5,5%	8,0%	6,9%	0,9	0,8	0,8	-2,2
Biomed Lublin	Przeważaj	3,28	53,5	-	-	22,1	36,2	26,0	0,0%	0,0%	0,0%	2,1	2,5	2,5	2,8
Boryszew	Niedoważaj	5,45	95,3	14,7	14,8	13,4	9,4	9,5	0,0%	0,0%	0,0%	2,3	1,7	1,5	3,1
BSC Drukarnia	Przeważaj	27,70	14,9	13,6	12,8	8,0	7,4	6,9	1,9%	1,9%	3,3%	1,5	1,4	1,3	-0,6
Ceramika NG	Równoważ	1,15	-	19,3	60,6	7,5	6,1	6,2	0,0%	5,7%	2,1%	0,4	0,4	0,4	2,3
Cognor	Przeważaj	1,33	-	11,0	3,8	9,9	6,4	5,8	0,0%	0,0%	0,0%	0,8	0,7	0,6	5,5
Duda	Niedoważaj	7,18	8,7	12,0	13,1	5,5	6,2	7,1	0,0%	0,0%	0,0%	0,7	0,7	0,7	2,6
Elemental	Przeważaj	3,43	21,7	17,9	14,0	20,4	15,9	9,4	0,0%	0,0%	0,0%	3,5	2,9	2,4	0,6
Ergis Eurofilms	Równoważ	4,14	14,3	10,1	9,5	5,9	6,0	5,8	0,5%	2,4%	3,0%	1,2	1,1	1,0	2,6
ES System	Równoważ	2,44	23,8	12,8	12,8	8,4	6,2	6,0	2,0%	2,0%	3,1%	0,7	0,7	0,6	-1,7
Famur	Przeważaj	3,28	7,6	18,4	10,5	3,7	6,4	4,9	0,0%	25,6%	0,0%	1,6	2,4	1,9	-0,3
Fasing	Przeważaj	19,20	7,3	7,1	7,5	3,3	3,6	4,0	3,4%	3,7%	2,1%	0,5	0,5	0,5	1,4
Feerum	Przeważaj	16,64	13,1	22,4	9,1	9,1	13,5	6,2	0,0%	0,0%	1,6%	1,8	1,6	1,4	1,1
Ferro	Równoważ	9,20	9,1	7,5	8,4	7,4	7,1	7,6	2,6%	10,6%	4,7%	2,6	2,4	2,1	2,1
Forte	Równoważ	50,00	20,9	14,8	13,4	13,5	10,3	9,7	1,9%	2,9%	3,4%	3,1	2,8	2,5	0,0
Grajewo	Równoważ	30,65	9,8	13,7	13,2	10,4	7,7	7,1	0,0%	0,0%	1,8%	2,7	2,3	2,0	0,5
Hydrotor	Przeważaj	32,15	10,7	9,2	8,9	6,1	4,5	4,4	6,3%	6,3%	7,6%	1,0	0,9	0,9	-0,5
Impexmetal	Przeważaj	2,62	7,2	7,2	7,5	8,1	6,8	6,5	0,0%	0,0%	0,0%	0,6	0,5	0,5	2,6
Izotal	Równoważ	5,00	12,2	35,8	13,1	9,0	19,4	8,5	3,6%	2,4%	1,1%	1,0	1,0	0,9	3,4
Kety	Równoważ	280,00	16,9	15,0	13,5	12,4	9,0	8,3	2,1%	3,6%	4,0%	2,3	2,2	2,1	0,7
Koelner	Równoważ	6,49	21,2	37,2	11,7	7,4	8,3	6,3	1,4%	5,4%	5,4%	0,6	0,6	0,6	4,5
Kopex	Równoważ	10,82	11,9	7,9	14,8	5,0	4,4	4,9	0,5%	0,0%	0,0%	0,6	0,6	0,6	1,6
Kruszwica	Równoważ	55,80	11,6	14,6	14,1	7,5	9,5	8,7	0,2%	4,3%	5,2%	1,9	1,8	1,8	1,3
Lena Lighting	Przeważaj	4,26	11,7	10,9	11,2	7,3	7,2	7,4	6,9%	6,9%	7,0%	1,2	1,2	1,1	-0,1
Libet	Przeważaj	2,43	19,8	13,6	9,4	5,6	4,8	4,4	0,0%	2,0%	2,2%	0,6	0,6	0,5	2,0
Mercor	Przeważaj	8,77	11,9	11,9	10,8	2,7	7,4	7,1	0,0%	105,2%	4,2%	0,6	1,4	1,5	2,1
Oponeo	Równoważ	9,99	40,4	33,6	21,5	10,4	10,2	8,8	0,3%	0,7%	1,0%	2,5	2,3	2,2	-1,9
Orzeł Biały	Przeważaj	6,29	-	14,5	6,2	-	7,8	4,1	3,6%	0,0%	2,4%	0,5	0,4	0,4	1,8
Patentus	Niedoważaj	1,15	5,7	17,7	199,0	6,4	7,4	8,5	0,0%	0,0%	0,0%	0,4	0,3	0,3	4,5
PGOdlew	Niedoważaj	5,50	24,4	29,0	27,1	14,4	15,7	13,5	0,0%	0,0%	1,2%	2,9	2,4	2,1	1,5
Pozbud	Przeważaj	4,40	10,1	9,9	9,1	6,8	6,8	6,0	2,0%	3,0%	3,5%	0,8	0,8	0,7	0,6
Radpol	Niedoważaj	8,24	13,8	15,1	13,4	9,0	8,9	8,1	2,4%	3,4%	3,6%	2,4	2,2	2,1	1,9
Relpol	Przeważaj	5,70	11,3	9,9	9,8	5,3	4,4	4,3	6,4%	4,3%	4,5%	0,8	0,8	0,7	0,0
Seco Warwick	Równoważ	23,73	16,5	44,6	17,4	9,1	20,2	9,8	0,0%	3,0%	1,1%	1,4	1,4	1,3	1,5
Selena FM	Równoważ	16,55	18,3	9,4	12,1	6,1	5,3	6,5	2,3%	1,7%	2,1%	1,0	0,9	0,9	1,2
Synthos	Przeważaj	4,07	-	15,0	12,2	9,8	8,8	8,4	18,7%	7,6%	3,3%	2,5	2,5	2,2	1,1
Tarczyński	Przeważaj	12,75	15,5	15,2	10,0	7,4	7,4	6,2	0,9%	0,0%	0,0%	1,3	1,2	1,0	3,7
Vistal Gdynia	Przeważaj	9,59	6,7	9,5	7,8	7,5	7,7	6,8	0,0%	0,0%	0,0%	0,9	0,8	0,8	4,1
Zamet Industry	Równoważ	2,85	8,7	9,4	11,1	7,1	6,8	7,0	11,9%	0,0%	3,2%	2,6	2,0	1,8	0,7
Zetkama	Przeważaj	64,79	12,5	10,3	10,3	8,5	7,0	7,0	0,0%	0,0%	3,4%	2,1	1,7	1,5	0,0
ZM Kania	Równoważ	2,94	23,6	12,7	9,7	16,3	9,0	7,8	0,0%	0,0%	0,0%	2,5	2,1	1,7	2,5
ZM Ropczyce	Równoważ	16,60	6,0	9,6	11,3	5,6	6,9	7,1	2,1%	3,9%	3,6%	0,4	0,4	0,3	3,7

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Elemental		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,43 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-08	
		Cena docelowa:		4,00 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	895,0	859,6	-4,0%	774,3	-9,9%	1 310,9	69,3%	Liczba akcji (mln)	159,3
EBITDA	29,5	28,6	-3,0%	40,4	41,2%	63,9	58,1%	MC (cena bieżąca)	546,5
marża EBITDA	3,3%	3,3%		5,2%		4,9%		EV (cena bieżąca)	575,4
EBIT	27,3	25,7	-5,8%	35,0	35,9%	54,9	56,8%	Free float	27,0%
Zysk netto	19,2	24,4	27,5%	30,6	25,1%	39,0	27,7%		
P/E	18,4	21,7		17,9		14,0		Zmiana ceny: 1m	6,9%
P/CE	16,6	19,4		15,2		11,4		Zmiana ceny: 6m	49,1%
P/BV	3,0	2,1		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	39,4%
EV/EBITDA	13,7	20,4		14,2		9,2		Min (52 tyg.)	2,1
Dyild (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	3,4

Skuteczne przejęcie trzech podmiotów na rynkach zagranicznych (EMP Recycling, Evciler oraz Metal Holding) oraz wyraźny wzrost udziału w polskim rynku ZSEE (do ponad 26% w 2014 roku) powodują, że Elemental Holding staje się coraz bardziej zauważalnym graczem w Europie. Dzięki przejęciu Evciler Spółka w kolejnych latach skorzysta na dynamicznym wzroście rynku ZSEE w Turcji (zakładając, że poziom zbierania ZSEE na mieszkańca wzrośnie z 0,5 kg obecnie do 4 kg w 2018 roku, to rynek w tym czasie wzrośnie z około 37,5 tys. ton odpadów rocznie do ponad 300 tys. odpadów rocznie – obecnie Polska to 170 tys. ton odpadów rocznie). Elemental planuje organiczne zwiększenie sieci zakupowej o Łotwę, Estonię, Bułgarię, Czechy, Rumunię i kraje Bliskiego Wschodu. Spodziewamy się, że zainicjowany rozwój Grupy będzie dalej kontynuowany, co przełoży się na dalszy dynamiczny wzrost wolumenów. W 2015 roku oczekujemy, że dzięki akwizycjom i wzrostowi rynku wynik EBITDA Elemental Holding wzrośnie o 58% r/r, a wynik netto o 28% r/r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj i cenę docelową na poziomie 4,00 PLN na akcję.

Niewykluczone wyższe marże na handlu metalami kolorowymi

W okresie wakacyjnym 2014 roku marże na handlu złomem metali kolorowych wróciły do poziomów ostatni raz obserwowanych 2-3 lata wcześniej. Przyczyną poprawy rentowności jest wyeliminowanie pośredników, którzy z jednej strony skupowali towary od mniejszych skupów, z drugiej zaś byli zbyt mali, aby dostarczyć produkt do hut. Niskie marże w branży w ostatnich latach powodowały, że sens ekonomiczny funkcjonowania tego typu pośredników był nieuzasadniony. Dodatkowym czynnikiem jest walka z działalnością szarej strefy, która znowa była z precedensu wyłudzenia podatku VAT. Ograniczenie działalności pośredników i podmiotów z szarej strefy może utrzymać wyższe marże na obrocie złomem metali kolorowych w 2015 roku.

Wzrost wolumenów pozytywnie przekłada się na osiągane marże

Zwiększenie rozmiaru działalności Elementalu oraz dywersyfikacja na inne rynki powoduje, że Spółce dużo łatwiej jest dotrzeć do bezpośrednich klientów (wielkich hut, producentów platyny, spółek wykorzystujących metale

rzadkie). Możliwość zapewnienia dostawy określonej ilości odpadów w ustalonym wcześniej terminie ułatwia Grupie wyeliminowanie pośredników i umożliwia sprzedaż bezpośrednio do klientów po wyższych cenach. Niewykluczone, że po osiągnięciu większego potencjału w zakresie recyklingu zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego Elemental zdecyduje się na zakup pieca plazmowego, co pozwoliłoby na uzyskiwanie metali rzadkich z elementów elektronicznych i wydłużenie łańcucha wartości dodanej. Decyzja taka mogłaby być podjęta prawdopodobnie w końcu 2015 roku.

W 2015 roku efekt przejęć na rynkach zagranicznych

Zakup trzech podmiotów na rynkach zagranicznych (EMP Recycling – konsolidacja od 2Q'14, Evciler – konsolidacja od 1Q'15 oraz Metal Holding – konsolidacja od 4Q'14) naszym zdaniem zwiększy wynik EBITDA Grupy w 2015 roku o 23,7 mln PLN (EMP 6,15 mln PLN, Evciler 14,5 mln PLN, Metal Holding 3 mln PLN). Dzięki temu w 2015 roku oczekujemy, że skonsolidowany wynik EBITDA Elemental Holding wzrośnie o 57% r/r, a wynik netto o 28% r/r.

Próba dalszej optymalizacji podatkowej

Do końca października 2015 roku Elemental Holding korzystać będzie z preferencyjnych schematów optymalizacji podatkowej, dzięki funkcjonowaniu poprzez komandytowo-akcyjne spółki zależne. Po październiku schemat ten nie będzie dostępny, a Spółka będzie musiała znaleźć alternatywny sposób na rozliczanie podatku. Obecnie trwają prace w tej sprawie. W naszych prognozach zakładamy, że od 2016 roku Grupa Elemental w Polsce będzie płaciła efektywną stopę podatku CIT na poziomie 19%. Efektywna stopa podatkowa w Turcji wynosić będzie 8% (w wyniku optymalizacji przez działalność przez Dubaj), Litwie 18%, a na Słowacji 19%. Do tej pory Elemental płacił efektywną stawkę CIT na poziomie 3-4,5%.

Możliwa akwizycja na Bałkanach

Elemental obecnie analizuje podmiot z branży recyklingu odpadów na Bałkanach. Wielkość generowanej EBITDA analizowanego podmiotu to około 16 mln PLN. Zakładając, że przejęcie zmaterializuje się w 2015 roku po wskaźnikach zbliżonych do tych, jakie Elemental realizował przy przejęciach w 2014 roku (6,6x-8,5x), to w najlepszym wariancie akwizycja wpłynęłaby pozytywnie na wycenę nawet o 29 mln PLN (+0,18 PLN/akcja).

Famur		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,28 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26	
		Cena docelowa:		4,00 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 471,5	1 176,4	-20,1%	595,6	-49,4%	938,0	57,5%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	455,6	384,7	-15,6%	246,5	-35,9%	313,2	27,1%	MC (cena bieżąca)	1 579,3
marża EBITDA	31,0%	32,7%		41,4%		33,4%		EV (cena bieżąca)	1 508,7
EBIT	348,9	224,6	-35,6%	92,6	-58,8%	184,6	99,3%	Free float	16,8%
Zysk netto	271,1	207,6	-23,4%	85,8	-58,7%	149,8	74,6%		
P/E	5,8	7,6		18,4		10,5		Zmiana ceny: 1m	-6,0%
P/CE	4,2	4,3		6,6		5,7		Zmiana ceny: 6m	-13,7%
P/BV	1,8	1,4		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m	-33,7%
EV/EBITDA	3,5	3,7		6,1		4,8		Min (52 tyg.)	2,9
Dyild (%)	0,0	0,0		25,6		0,0		Max (52 tyg.)	5,3

Spadek wydobywania węgla na Górnym Śląsku (-6,7% r/r w 1'14), wysokie zwałowiska węgla energetycznego (8,4MT na koniec 3Q'14; +5,0% r/r) powodują, że kopalnie zmuszone są do czasowego wstrzymania projektów inwestycyjnych (inwestycje górnicze w 9M'14 -15,1% r/r). Spodziewamy się, że po drastycznym spadku inwestycji górniczych w 2013 i 2014 roku wartość nowych zamówień na rynku krajowym w 2015 roku pozostanie na niskim poziomie. Jedyną alternatywą dla polskiego zaplecza górnictwa będą kontrakty eksportowe. W 2014 roku Famur zdobył trzy duże kontrakty eksportowe za łączną kwotę 465 mln PLN. Dwa z nich zostaną wykonane w 2015 roku, co powodować będzie, że przy niskiej bazie rezultatów roku 2014 Spółka zanotuje naszym zdaniem około 30% poprawę wyniku na poziomie EBITDA. O ile w 2014 roku przychody eksportowe stanowiły co najwyżej 20% obrotów Famur, to naszym zdaniem w 2015 roku mają szansę przekroczyć 30%. Naszym zdaniem może to pozytywnie wpłynąć na postrzeganie Spółki przez inwestorów (nie tylko generującej obroty na słabym rynku krajowym). Podwyższamy naszą cenę docelową z 3,80 PLN do 4,00 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Liczne kontrakty eksportowe

W 2014 roku Famur zdobył trzy duże kontrakty eksportowe za łączną kwotę 465 mln PLN (kontrakt z OAO SUEK-Kuzbass z Rosji za 25,85 mln EUR, z JSC ArcelorMittal za 20 mln EUR oraz z Hattat Enerji Ve Madec Tic za 66 mln EUR). W 2014 roku Famur około 80% sprzedaży plasował na rynku polskim. Zeszłoroczna baza utrzymuje się na niskim poziomie i prawdopodobnie Spółka nie będzie miała większych problemów z jej pobiciem w roku kolejnym, tym bardziej że na wynikach ciąży 20 mln PLN kosztów restrukturyzacji i połączenia Remag z Famur.

Famak w grupie Famur

W końcówce 2014 roku Famur za 69,1 mln PLN kupił pakiet kontrolny w spółce Famak, dzięki czemu rozszerzy skalę prowadzonej działalności o systemy przeładunkowe i suwnicowe. Obecny portfel zamówień Famak sięga 300 mln PLN, a głównym jego składnikiem jest realizacja systemu nawęglania i odżużlania dla bloków 5. i 6. w Elektrowni Opole za 139,8 mln PLN. Przewidywane daty finalnych odbiorów dla bloku nr 5 i 6 to odpowiednio 31.07.2018 oraz 31.03.2019. W naszych prognozach nie uwzględniamy jeszcze wyników oraz przejęcia Famak.

Ekspozycja na KW i KHW

W końcówce 2014 roku szacujemy, że ekspozycja należności Famuru od KHW opiewała na kwotę

20-40 mln PLN, a od Kompani Węglowej na około 20 mln PLN. Gdyby Rząd zdecydował się na scenariusz upadłości Kompani Węglowej (naszym, zdaniem scenariusz mało prawdopodobny w roku wyborczym), to potencjalny odpis wyniósłby około 13% prognozowanego przez nas wyniku netto Famur.

Koniunktura na węgiel na Górnym Śląsku

Po spadkowym pod względem wolumenów sprzedaży roku 2012, w kolejnym 2013 roku sprzedaż węgla kamiennego wprawdzie wzrosła +7,7% r/r i była o 1,3% wyższa niż wydobywanie. Niestety w 9M'14 sytuacja znów się pogorszyła – sprzedaż węgla wyniosła 49,5 mln ton i była o 10,4% r/r niższa i 5,0% niższa niż wyniosło w tym okresie wydobywanie. Niestety również w okresie 9M'14 najbardziej, bo aż o 8,1% r/r spadało wydobywanie węgla energetycznego (do 43,1 mln ton).

Na koniec IX'14 zapasy węgla kamiennego w kopalniach wyniosły 8,4 mln ton i były o około 400 tys. ton r/r wyższe. Średnia cena sprzedaży węgla kamiennego w Polsce w 9M'14 była średnio o 6,6% r/r niższa, a cena węgla energetycznego była średnio o 4,9% r/r niższa. Również średnia cena sprzedaży węgla kamiennego była o 9,8% niższa niż średni koszt jego wydobywania.

Taka sytuacja spowodowała, że wynik netto sektora w 9M'14 spadł do -532 mln PLN z -71,8 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. W ciągu roku 2014 rosła również różnica zobowiązań i należności kopalni zlokalizowanych na Górnym Śląsku i na koniec IX'14 sięgnęła poziomu 10,05 mld PLN (+9,4% r/r). Słaba kondycja finansowa kopalni zmusiła je do drastycznych cięć wydatków na inwestycje górnicze (inwestycje ogółem w 9M'14 spadły o 15,1% r/r (do poziomu 1,8 mld PLN), a nakłady na maszyny i urządzenia spadły o 20,4% r/r (do poziomu 0,6 mld PLN). Nakłady na wyrobiska górnicze spadały w niższym tempie (o 10,2% r/r) i w okresie 9M'14 wyniosły 857,7 mln PLN.

W 2015 roku polski sektor górniczy będzie się musiał zmierzyć z utrzymującą się presją na ceny węgla na rynku krajowym. Z jednej strony wpływ na to mają spadające ceny ropy naftowej i utrzymujące się na rynkach światowych niskie ceny węgla (na początku roku ceny węgla rosyjskiego były o około 5-8% niższe niż w 2014 roku, a ARA o około 19% niższe niż w 2014 roku). Na początku roku po uwzględnieniu średniej kaloryczności węgla oraz kosztów transportu węgla energetyczny na Górnym Śląsku był o około 5% droższy od węgla ARA oraz 5,9% tańszy od węgla rosyjskiego. O ile złotówka utrzyma się na niskim poziomie do dolara, to ceny węgla na Górnym Śląsku powinny mieć ograniczony potencjał do spadku.

Naszym zdaniem inwestycje kopalni powinny pozostać na niskich poziomach.

Kernel
Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		32,48 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		31,00 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%	2 393,3	-14,4%	1 880,5	-21,4%	Liczba akcji (mln)		79,7	
EBITDA	322,0	290,7	-9,7%	223,0	-23,3%	266,8	19,6%	MC (cena bieżąca)		2 588,1	
marża EBITDA	14,9%	10,4%		9,3%		14,2%		EV (cena bieżąca)		3 269,7	
EBIT	256,5	200,9	-21,7%	128,7	-35,9%	173,6	34,9%	Free float		61,8%	
Zysk netto	206,7	111,3	-46,2%	-98,3		91,0					
P/E	3,3	6,2				7,6		Zmiana ceny: 1m		9,7%	
P/CE	2,5	3,4				3,7		Zmiana ceny: 6m		8,6%	
P/BV	0,6	0,5		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m		-19,8%	
EV/EBITDA	2,7	3,0		3,9		3,2		Min (52 tyg.)		22,0	
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,9		Max (52 tyg.)		41,2	

Wyższe o 85% r/r na początku IV'14 zapasy słonecznika na rynku ukraińskim pozytywnie przekładają się na wolumeny produkcji i sprzedaży oleju słonecznikowego w 3Q'14 i 4Q'14. Spodziewamy się jednak, że wraz ze spadkiem zgromadzonych zapasów (produkcja słonecznika w sezonie 2014/15 była o 8,7% r/r niższa), wolumeny oraz rentowności na przerobie słonecznika będą w kolejnych kwartałach spadać (prawdopodobnie począwszy od 2Q'15). Oczekujemy również, że uchwalony przez ukraiński parlament brak zwrotu nadpłaconego VAT dla producentów i eksporterów zbóż w 2015 roku będzie się w kolejnych kwartałach negatywnie przekładać na wolumeny eksportowe i marże osiągane na handlu zbożem (począwszy od 1Q'15). Dzięki zwiększeniu w sezonie 2013/2014 nakładów na nawożenie pól szacujemy, że w 2014/2015 roku EBITDA na tonę sprzedawanego zboża wzrośnie do 7,3 USD/t (wobec -26,6 USD/t w sezonie 2013/2014). Liczymy na dodatnią dynamikę rezultatów w 4Q'14 oraz 1Q'15. W 2Q'15 i 3Q'15 naszym zdaniem dynamika poprawy rezultatów będzie spadać. Głównym punktem ryzyka dla Kernel na 2015 rok jest trudna sytuacja gospodarki Ukrainy (problemy z uzyskiwaniem finansowania) oraz możliwe utrudnienia w uzyskiwaniu zwrotu nadpłaconego podatku VAT dla eksporterów oleju słonecznikowego. Obniżamy naszą cenę docelową z 32,5 PLN do 31,00 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Brak zwrotu podatku VAT dla eksporterów

28 grudnia 2014 Verkhovna Rada Ukrainy zagłosowała przeciwko zwrotowi nadpłaconego podatku VAT w 2015 roku zarówno dla eksporterów, jak i producentów zbóż. Wcześniejszy reżim prawny zakładał zwrot nadpłaconego podatku VAT dla producentów zbóż w 3Q'14 oraz 4Q'14, a w 2015 roku zarówno dla eksporterów, jak i producentów. Unieważnienie zwrotu nadpłaconego podatku VAT dla rolników powoduje, że wyższe wartości EBITDA na każdej tonie sprzedanego zboża będą miały miejsce do końca 2014 roku, a w kolejnych okresach spadną prawdopodobnie do co najwyżej 10 USD/t. Kernel nadal w 2015 roku będzie otrzymywał zwrot nadpłaconego podatku VAT od sprzedanego oleju słonecznikowego (zwrot VAT zapłaconego od nasion uprawy). Opóźnienia w zwrocie nadpłaconego podatku VAT są głównym zagrożeniem dla generowania przepływów pieniężnych przez Kernel w 2015 roku.

Prognozy zbiorów zbóż na Ukrainie

Według portalu APK-Inform produkcja zbóż na Ukrainie w sezonie 2015/2016 spadnie do poziomu 63,2 mln ton wobec

64,1 mln ton w 2014/2015 roku. Prognoza eksportu zbóż w sezonie 2014/2015 jest na poziomie 36,7 mln ton wobec 32,6 mln ton w sezonie 2013/2014. W 4Q'14 eksport zbóż z Ukrainy spadł o 22,7% r/r (do 9,9 mln ton), natomiast produkcja oleju słonecznikowego spadła o 18% r/r (do 1,0 mln ton). Mimo spadku wolumenów produkcji oleju luzem oczekujemy, że wolumeny eksportowe w 4Q'14 nadal utrzymywać się będą na wyższych r/r poziomach – głównie dzięki wysokiej produkcji 3Q'14.

Trudna sytuacja Ukrainy i budżetu

W 3Q'14 PKB Ukrainy zmniejszyło się o 5,3% r/r, a prognozy analityków na 4Q'14 są na poziomie -7% r/r. W 2015 roku spadek PKB sięgnie prawdopodobnie między -2% r/r a -4,5% r/r. Prawdopodobnie również PKB wytraci spadek najszybciej w 4Q'15 (do 3Q'14 nadal utrzymywać się będzie względnie wysoka baza). Inflacja na koniec 3Q'14 sięgnęła 21,2% r/r, a w 4Q'14 wyniesie ma według konsensusu Bloomberg +20,6% r/r. W 2015 roku inflacja utrzymywać się będzie wciąż na poziomie +14% r/r, więc realnie PKB Ukrainy będzie nadal spadać w tempie dwucyfrowym.

W wyniku trwających działań wojennych w obwodach ługańskim i donieckim sierpniowa produkcja przemysłowa regionów spadła o odpowiednio 85% r/r i 59% r/r. Sierpniowa produkcja węgla na Ukrainie spadła o 60% r/r, wyrobów metalurgii o 30%, a przemysłu maszynowego o 31% r/r. Sprzedaż detaliczna w sierpniu zmalała o 17% r/r. Słabe otoczenie ekonomiczne i brak stabilności powoduje, że przedsiębiorstwa ograniczają inwestycje do najbardziej potrzebnych (wydatki na nowe środki trwałe spadną w 2014 roku o 30-35% r/r).

Produkcja przemysłowa w listopadzie spadła o 16,3% r/r, a na koniec 2014 roku spadek sięgnie -15% r/r. Ograniczeniu produkcji przemysłowej towarzyszy spadek eksportu (wojna handlowa z Rosją + spadek produkcji w regionach wschodnich).

Spadkom PKB i eksportu towarzyszy spadek rezerw walutowych (z 20,4 mld USD na koniec 2013 roku do 10 mld USD na koniec listopada 2014 roku) oraz osłabienie waluty (kurs UAH/USD spadł w 2014 roku o 92%). Jedynym czynnikiem utrzymującym płynność w gospodarce Ukrainy jest pomoc Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Unii Europejskiej oraz USA. O ile pomoc ta zostanie utrzymana, to sytuacja płynnościowa (zdolność do finansowania wydatków budżetowych, bezpieczeństwo sektora finansowego) powinna zostać utrzymana w 2015 roku. Wciąż jednak dane odnośnie kondycji gospodarki Ukrainy w 2015 roku będą słabe, a przestawienie eksportu na rynek Unii Europejskiej będzie długotrwałe. Nadzieją dla Ukrainy są zapowiedziane przez lokalny rząd reformy gospodarcze, w tym ograniczenie korupcji.

Kęty		Trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		280,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26	
		Cena docelowa:		275,80 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 568,1	1 593,8	1,6%	1 799,6	12,9%	1 958,8	8,8%	Liczba akcji (mln)	9,4
EBITDA	224,2	225,9	0,7%	315,0	39,5%	335,3	6,4%	MC (cena bieżąca)	2 626,6
marża EBITDA	14,3%	14,2%		17,5%		17,1%		EV (cena bieżąca)	2 836,8
EBIT	142,1	144,9	2,0%	232,1	60,1%	250,8	8,1%	Free float	48,0%
Zysk netto	117,0	153,5	31,1%	175,2	14,1%	193,9	10,7%		
P/E	22,1	16,9		15,0		13,5		Zmiana ceny: 1m	0,2%
P/CE	13,0	11,1		10,2		9,4		Zmiana ceny: 6m	32,1%
P/BV	2,5	2,3		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	32,6%
EV/EBITDA	12,6	12,4		9,0		8,3		Min (52 tyg.)	190,0
Dyld (%)	1,8	2,1		3,6		4,0		Max (52 tyg.)	297,6

Dynamika wzrostu EBITDA w 4Q'14 wyniosła +25% vs. +32,9% r/r w 3Q'14, +53,4% r/r w 2Q'14 oraz +50,5% r/r w 1Q'14. Jednocześnie Spółka w 1H'15 wchodzi w wysoką bazę rezultatów i prawdopodobnie dużo trudniej jej będzie osiągać tak wysokie jak w 2014 roku dynamiki. Szacujemy, że po wzroście EBITDA Grupy w 2014 roku o 39,5% r/r, w tym roku wartość ta wzrośnie jedynie o 6,4%. Spodziewamy się, że największa presja na poziom rentowności będzie miała miejsce w segmencie systemów aluminiowych, w którym Spółka będzie musiała podnosić cenniki w efekcie wzrostu cen surowca (realnej ceny zakupu aluminium). Cena aluminium + premia producencka w lokalnej walucie (PLN) na początku roku wzrosły do poziomu 8,2 tys. PLN/t (vs. 7,2 tys. PLN/t w 2014 roku), co oznacza, że aby zneutralizować ten wpływ Spółka będzie musiała podnieść średnie ceny segmentu o ponad 4% r/r. Obecnie Grupa Kęty notowana jest z odpowiednio 12% i 13% premią do spółek porównywalnych na wskaźnikach P/E'15 oraz EV/EBITDA'15. Wzrosty cen akcji w następstwie planowanej publikacji strategii wykorzystywalibyśmy do ich sprzedaży. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj oraz podwyższamy cenę docelową z 226,80 PLN do 275,80 PLN.

Perspektywy segmentów w 2015 roku

W 2015 roku spodziewamy się, że największą dynamikę wzrostu wyniku EBITDA zanotuje segment wyrobów wyciskanych (+9,8% r/r vs. +43,2% r/r w 2014 roku). Będzie to efektem cały czas rosnącego wolumenu sprzedaży oraz zwiększaniu udziału produktów o wyższej wartości dodanej. Prognozujemy, że rentowność EBITDA segmentu, mimo wzrostu realnego kosztu zakupu aluminium o 8,9% r/r (aluminium + premia w PLN), pozostanie na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego.

Poprawę rezultatów powinien naszym zdaniem zanotować również segment opakowań giętkich (EBITDA'15 +4,3% r/r). Wzrost będzie następował wraz ze zwiększeniem wolumenu sprzedaży oraz sprzedaży produktów wytwarzanych na nowych instalacjach zakupionych podczas ostatniego programu inwestycyjnego. W zakresie produkcji opakowań giętkich oczekujemy, że rentowność segmentu z jednej strony będzie traciła z tytułu wyższych realnych cen zakupu aluminium, z drugiej zaś spodziewamy się spadku cen folii poliuretanowej (pochodnej ropy naftowej).

Naszym zdaniem, po dynamicznym wzroście EBITDA segmentu systemów aluminiowych (+31% r/r w 2014 roku), w 2015 roku rentowność będzie pod wpływem rosnących realnych cen zakupu aluminium (nasze założenie +8,9% r/r – cena aluminium + premia w PLN). Obecnie cena aluminium powiększona o premię producencką w PLN

w 1Q'15 wynosi 8200 PLN/t wobec 6462 PLN/t w 1H'14 oraz 8015 PLN/t w 2H'15 (7247 PLN/t w całym 2014). Koszt aluminium odpowiada za około 1/3 wszystkich kosztów segmentu, co oznacza, że aby utrzymać dotychczasową rentowność Spółka przy bieżących cenach surowca musi podnieść cenniki o średnio 4,3%. W naszych prognozach zakładamy, że łączne przychody segmentu systemów aluminiowych wzrosną w 2015 roku o 5,8% r/r (po 17,7% r/r wzrostu w 2014 roku), a marża EBITDA segmentu spadnie z 19,3% do 18,6% (w 2014 roku rentowność EBITDA segmentu była najwyższa w historii).

Oczekujemy również, że EBITDA segmentu usług budowlanych wzrośnie w 2015 roku z 4,0 do 7,5 mln PLN, a akcesoriów budowlanych z 7,5 do 7,9 mln PLN.

Pozytywny wpływ na wyniki Spółki powinien mieć utrzymujący się wysoki kurs walutowy EUR/PLN (niska wartość złotówki). W 9M'14 około połowa przychodów Grupy Kęty realizowana była w EUR (48%).

Nowa strategia na początku 2015 roku

Według zapowiedzi Zarządu Grupy Kęty nowa strategia Grupy na lata 2015-2020 zostanie opublikowana na początku 2015 roku przy okazji publikacji prognoz na 2015 rok i publikacji wyników za 2014 rok. Nowa strategia 2015-2020 będzie zakładać koncentrację na rozwoju dotychczasowych segmentów działalności Spółki, ale Spółka nie wyklucza także akwizycji w obszarze systemów aluminiowych.

W końcówce 2014 roku Rada Nadzorcza Grupy Kęty w ramach strategii rozwoju segmentu opakowań giętkich zgodziła się na budowę nowego zakładu. Łączna planowana kwota wydatków ma wynieść około 150 mln PLN. Podstawową działalnością nowego zakładu będzie produkcja i uszlachetnianie folii z tworzyw sztucznych oraz produkcja cylindrów stanowiących narzędzie w procesie nadruku opakowań giętkich techniką rotograviurą. Planowany termin uruchomienia produkcji to 1Q'17.

Zdaniem Zarządu obecny poziom zadłużenia Grupy, jak również wielkość generowanej przez nią gotówki umożliwiają finansowanie rozwoju wszystkich segmentów przy jednoczesnym dzieleniu się zyskami z akcjonariuszami. To naszym zdaniem oznacza, że mimo programu inwestycyjnego Grupa Kęty cały czas pozostanie przy wypłacie co najmniej 30-40% skonsolidowanego wyniku.

Podaż akcji z programu menadżerskiego?

Na koniec 3Q'14 kadra kierownicza Grupy Kęty posiadała 142,65 tys. akcji Spółki (wartość około 40 mln PLN) stanowiących 1,5% akcji znajdujących się w obrocie. Zdecydowana większość z nich obejmowana była w programie menadżerskim po cenach 67,05-124,79 PLN za akcję. Przy wysokim kursie akcji Grupy Kęty niewykluczone, że Zarząd mógłby się zdecydować na ich sprzedaż.

Kopex
Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca:		10,82 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2015-01-26
	Cena docelowa:		11,40 PLN						
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 022,2	1 395,1	-31,0%	1 368,4	-1,9%	1 255,1	-8,3%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	234,3	241,4	3,0%	292,4	21,2%	231,5	-20,8%	MC (cena bieżąca)	804,3
marża EBITDA	11,6%	17,3%		21,4%		18,4%		EV (cena bieżąca)	1 276,8
EBIT	109,6	91,2	-16,7%	141,6	55,2%	90,9	-35,8%	Free float	25,1%
Zysk netto	54,7	67,6	23,5%	101,6	50,3%	54,2	-46,7%		
P/E	14,7	11,9		7,9		14,8		Zmiana ceny: 1m	0,5%
P/CE	4,5	3,7		3,2		4,1		Zmiana ceny: 6m	-1,6%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-9,8%
EV/EBITDA	6,6	5,0		4,4		4,9		Min (52 tyg.)	10,2
Dyld (%)	0,0	0,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	14,4

Spadek wydobywania węgla na Górnym Śląsku (-6,7% r/r w 9M'14), wysokie zwałowiska węgla energetycznego (8,4MT na koniec 3Q'14; +5,0% r/r) powodują, że kopalnie zmuszone są do czasowego wstrzymania projektów inwestycyjnych (inwestycje górnicze w 9M'14 -15,1% r/r). Spodziewamy się, że po drastycznym spadku inwestycji górniczych w 2013 i 2014 roku wartość nowych zamówień na rynku krajowym w 2015 roku pozostanie na niskim poziomie. Jedyną alternatywą dla polskiego zaplecza górnictwa będą kontrakty eksportowe. W przypadku Kopex – po 1H'15 Spółka zakończy wykonywanie wysokomarżowego kontraktu dla klienta argentyńskiego (pozostały prace za 150 mln PLN). Po tym okresie Spółka będzie zmuszona podpisać nowe umowy, podczas gdy portfel zamówień notuje spadek od trzech kwartałów. Wśród największych ryzyk dla Kopex na 2015 rok widzimy brak zastąpienia kontraktu argentyńskiego inną umową, wysoką bazę rezultatów roku 2014, możliwe rozpoczęcie kosztownego (1,5 mld PLN) projektu budowy kopalni oraz możliwa podaż akcji ze strony TDJ (akcjonariusz Famur posiadający 4,7-7,4 mln akcji). Obniżamy naszą cenę docelową z 14,50 PLN do 11,40 PLN, a rekomendację z kupuj do trzymaj.

Możliwa podaż od akcjonariusza Famur

Po informacji Famur o rezygnacji z kupna akcji Kopex zwiększyło się ryzyko podaży akcji od głównego akcjonariusza Famur (TDJ). Naszym zdaniem potencjalna wielkość podaży jest między 4,7-7,4 mln akcji Kopex (w zależności od obecnie posiadanego stanu 50-80 mln PLN).

Ryzyko zaangażowania się w budowę kopalni

Według zapowiedzi Zarządu Kopex w 2015 roku Spółka zamierza rozpocząć pracę nad budową własnej kopalni na obszarze koncesyjnym w Oświęcimiu. Według harmonogramu budowa rozpocznie się w 2015 roku, a pierwszy urobek trafi na powierzchnię w 2018 roku. Kopalnia ma docelowo wydobywać rocznie 3 mln ton węgla i kosztować 1,5 mld PLN. Bez udziału partnera zewnętrznego naszym zdaniem Kopex nie będzie w stanie obecnie udźwignąć obciążeń wynikających z projektu. Ze względu na ryzyko projektu decydujemy się na podwyższenie parametru Beta dla Spółki do poziomu 1,2x.

Oczekiwanie na zapłatę z Argentyny

Od 2Q'13 do 3Q'14 wartość należności z tytułu umów o usługi budowlane wzrosła o 155 mln PLN do poziomu 245 mln PLN. Wyniki z tytułu wykonywania kontraktu zostały jednocześnie uwzględnione w raportowanym rachunku zysków i strat. W połowie 2014 roku ze względu na osłabienie waluty oraz problemy z obsługą zadłużenia

Argentyny zamawiający kontraktu wstrzymał płatności. Według zapowiedzi Zarządu płatności zostały przywrócone w 4Q'14. Wartość pozostałego do wykonania kontraktu do Argentyny to około 150 mln PLN i będzie on wykonywany do końca 1H'15. Istnieje ryzyko, że Spółce po tym okresie nie uda się znaleźć równie wysokomarżowej umowy.

Ekspozycja na KW i KHW

Według naszych szacunków wielkość należności od KHW wynosiła około 15 mln PLN, a od Kompani Węglowej około 50 mln PLN. Gdyby Rząd zdecydował się na scenariusz upadłości Kompani Węglowej (naszym, zdaniem scenariusz mało prawdopodobny w roku wyborczym), to potencjalny odpis mógłby sięgnąć nawet 90% wyniku netto.

Koniunktura na węgiel na Górnym Śląsku

Po spadkowym pod względem wolumenów sprzedaży roku 2012, w kolejnym 2013 roku sprzedaż węgla kamiennego wprawdzie wzrosła +7,7% r/r i była o 1,3% wyższa niż wydobyte. Niestety w 9M'14 sytuacja znów się pogorszyła – sprzedaż węgla wyniosła 49,5 mln ton (-10,4% r/r i 5,0% niższa niż wyniosło wydobyte).

Na koniec IX'14 zapasy węgla kamiennego w kopalniach wyniosły 8,4 mln ton i były o około 400 tys. ton r/r wyższe. Średnia cena sprzedaży węgla kamiennego w Polsce w 9M'14 była średnio o 6,6% r/r niższa, a cena węgla energetycznego była średnio o 4,9% r/r niższa. Również średnia cena sprzedaży węgla kamiennego była o 9,8% niższa niż średni koszt jego wydobywania.

Taka sytuacja spowodowała, że wynik netto sektora w 9M'14 spadł do -532 mln PLN z -71,8 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. W ciągu 2014 roku rosła również różnica zobowiązań i należności kopalni zlokalizowanych na Górnym Śląsku i na koniec IX'14 sięgnęła poziomu 10,05 mld PLN (+9,4% r/r). Słaba kondycja finansowa kopalni zmusiła je do drastycznych cięć wydatków na inwestycje górnicze (inwestycje ogółem w 9M'14 spadły o 15,1% r/r (do poziomu 1,8 mld PLN), a nakłady na maszyny i urządzenia spadły o 20,4% r/r (do poziomu 0,6 mld PLN). Nakłady na wyrobiska górnicze spadały w niższym tempie (o 10,2% r/r).

W 2015 roku polski sektor górniczy będzie się musiał zmierzyć z utrzymującą się presją na ceny węgla na rynku krajowym. Z jednej strony wpływ na to mają spadające ceny ropy naftowej i utrzymujące się na rynkach światowych niskie ceny węgla. Na początku roku po uwzględnieniu średniej kaloryczności węgla oraz kosztów transportu węgiel energetyczny na Górnym Śląsku był o około 5% droższy od węgla ARA oraz 5,9% tańszy od węgla rosyjskiego. O ile złotówka utrzyma się na niskim poziomie do dolara, to ceny węgla na Górnym Śląsku powinny mieć ograniczony potencjał do spadku.

Tarczyński		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		12,75 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26	
		Cena docelowa:		15,00 PLN					
(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	33,3	32,9	-1,1%	39,2	19,1%	42,4	8,1%	MC (cena bieżąca)	144,7
marża EBITDA	8,6%	7,3%		8,1%		7,8%		EV (cena bieżąca)	291,2
EBIT	21,2	17,3	-18,5%	19,1	10,3%	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	7,5	15,5		15,2		10,0		Zmiana ceny: 1m	-1,9%
P/CE	3,5	5,8		4,9		4,3		Zmiana ceny: 6m	26,0%
P/BV	1,2	1,3		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	-7,7%
EV/EBITDA	5,2	7,4		7,4		6,2		Min (52 tyg.)	9,3
Dyld (%)	5,6	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 sprzedaży w 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 korzystać będzie z niskich cen mięsa wieprzowego, które obecnie są o 10,5% niższe niż średnia za 11M'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 amortyzacja 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 (+51% r/r). Podwyższamy naszą cenę docelową dla akcji Tarczyńskiego z 14,60 PLN do 15,00 PLN (efekt obniżenia stopy wolnej od ryzyka) oraz podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Ceny mięsa wieprzowego pomagają

Utrudnienia w eksporcie mięsa wieprzowego do Rosji powodują, że ceny mięsa wieprzowego w Europie utrzymują się na wyraźnie niższych r/r poziomach. Obecnie niemiecki indeks ZMP (indeks cenowy surowca mięsnego – wieprzowego) spadł do rekordowo niskiego od 2012 roku poziomu 1,28 EUR/kg (5,48 PLN/kg). Średnia wartość indeksu ZMP w 2014 roku wynosiła 1,54 EUR/kg (tj. 6,45 PLN/kg). Istotny spadek cen surowca mięsnego pozytywnie wpływa na rentowność przetwórców mięsa. Efekty spadów cen mięsa będą widoczne w 4Q'14 oraz w 1Q'15. Liczymy, że przy obecnie niskich cenach zbóż, ceny mięsa wieprzowego pozostaną na niskim poziomie co najmniej do końca 1Q'15. To z kolei gwarantować będzie wzrost wyników finansowych w tym okresie.

Lokalnie wysoki dług netto, w 1Q'15 zacznie wyraźnie spadać

Zakończenie programu inwestycyjnego w zakładzie w Ujeźdźcu spowoduje, że na koniec 2014 roku relacja długu netto do EBITDA wzrośnie do poziomu 3,7x (z 3,0x na koniec 2013 roku). W 1Q'15 Tarczyński rozliczy dotacje do wydatków poniesionych na budowę zakładu (14,4 mln PLN), dzięki czemu dług netto do EBITDA na koniec 2015 roku naszym zdaniem spadnie do poziomu 2,8x. To z kolei zwiększy szansę na wypłatę pierwszej od debiutu dywidendy w 2016 roku (DY ponad 5%).

Rozpoczęcie działalności rozbudowanego zakładu w Ujeźdźcu

W 4Q'14 działalność rozpoczął rozbudowany zakład w Ujeźdźcu Małym. Łączne moce Grupy Tarczyński zwiększą się o 20%, a zakładu w Ujeźdźcu o 40%. Nowe moce produkować będą produkty podsuszane o najwyższej w Grupie rentowności. Począwszy od 4Q'14 liczymy, że na wyniki operacyjne Tarczyńskiego wpłynąć będzie zrealizowana ze środków z emisji akcji inwestycja.

Budowa trzeciej nogi sprzedażowej

Po zrealizowaniu inwestycji w Ujeźdźcu Grupa Tarczyński rozpocznie sprzedaż w oparciu o eksport. Docelowo obok kanału nowoczesnego i tradycyjnego, kanał eksportowy powinien uzupełniać dotychczasowe kanały dystrybucji. Grupa Tarczyński planuje rozpoczęcie sprzedaży poprzez sieć Lidl na rynek czeski i słowacki, a także poprzez sieci kanału nowoczesnego w Wielkiej Brytanii. Docelowo kanał eksportowy ma równoważyć wpływ zakupywanego surowca mięsnego w EUR (około 60-70% surowca mięsnego jest kupowane z importu).

Niższe stawki amortyzacyjne

Po zakończeniu 2014 roku Zarząd Grupy Tarczyński deklaruje rewizję dotychczasowych stawek amortyzacyjnych. Dotychczas, te w Grupie Tarczyński były o odpowiednio 13% i 90% wyższe niż w PKM Duda oraz w ZM Kania. Zdaniem Zarządu część nowych urządzeń mogła być amortyzowana zbyt szybko niż wynosił ich realny czas zużycia. 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. W efekcie oczekujemy, że wynik operacyjny i wynik netto Grupy będą rosły szybciej niż wynikałoby to ze wzrostu wyniku EBITDA.

Vistal
Kupuj

Analitik: Jakub Szkopek	Cena bieżąca:		9,59 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2015-01-26
	Cena docelowa:		16,40 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%	334,2	15,1%	Liczba akcji (mln)	14,2
EBITDA	10,8	34,2	216,1%	37,7	10,1%	41,8	10,7%	MC (cena bieżąca)	136,3
marża EBITDA	4,7%	12,1%		13,0%		12,5%		EV (cena bieżąca)	291,6
EBIT	0,0	23,5		22,2	-5,5%	26,1	17,3%	Free float	29,6%
Zysk netto	1,1	20,4	1789,3%	14,3	-29,8%	17,5	22,6%		
P/E	88,9	6,7		9,5		7,8		Zmiana ceny: 1m	9,5%
P/CE	8,0	4,4		4,6		4,1		Zmiana ceny: 6m	-27,9%
P/BV	1,2	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-35,6%
EV/EBITDA	18,4	7,5		7,7		6,8		Min (52 tyg.)	8,7
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	17,9

Według naszych szacunków w 2015 roku wartość rozpoczynanych nowych mostów przekroczy 400 mln PLN (ponad +10% r/r), a w 2016 roku przekroczy 1,1 mld PLN (więcej niż w rekordowym 2010 roku – 952 mln PLN). Już na koniec 3Q'14 Vistal złożył oferty na obiekty inżynieryjne za kwotę 0,7 mld PLN, a dodatkowym czynnikiem wpływającym na poziom sprzedaży będą umowy na wykonanie infrastruktury poza granicami kraju (na koniec 3Q'14 wartość podpisanych zamówień wzrosła do poziomu 89 mln PLN - ponad 6-krotnie więcej niż na początku 2014 roku). Prawdopodobnie niższe obroty zanotuje segment Marine&Offshore (oczekujemy 7% r/r spadku), co wynika ze spadku cen ropy naftowej i prawdopodobnego opóźnienia realizacji części obiektów w rejonie Morza Północnego. W dłuższym terminie jednak spadek cen ropy naftowej powinien mieć pozytywny wpływ na wartość kontraktów podwykonawczych realizowanych przez polskie podmioty. Porównywalna jakość przy niższych kosztach wykonania (niższe koszty spawaczy), podobnie jak po spadku cen w 2009 roku, powinna przełożyć się na większą ilość zamówień w regionie (od 2010 roku polscy producenci z zalepcza off-shore odnotowywali dynamiczny wzrost obrotów). Obniżamy naszą cenę docelową dla spółki Vistal z 16,90 PLN do 16,40 PLN (niższa prognoza sprzedaży segmentu Marine&Offshore oraz spadek cen spółek porównywalnych) oraz podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Nowe zamówienia mostowe w drodze

W 2015 roku do budowy przeznaczone będą co najmniej trzy obiekty mostowe o kosztorysie przekraczającym 50 mln PLN, oraz co najmniej 8 mniejszych obiektów mostowych. W sumie wartość rozpoczętych mostów w 2015 roku naszym zdaniem przekroczy 400 mln PLN, nie uwzględniając potencjalnych 11 obiektów, których rozpoczęcie budowy zaplanowano na rok 2015, a których kosztorys nie został jeszcze podany.

Znaczącą ilość obiektów jest w planach również na 2016 rok (w sumie za ponad 1,1 mld PLN). Dotyczy to między innymi budowy Alei Wielkiej Wyspy (Wrocław), nowego mostu na Wiśloce, obwodnicy Milska z mostem przez Odrę, obwodnicy Miękinia – Błonie czy Mostu Kłody.

Łączna wartość obiektów mostowych, jakich prace rozpoczną się w 2015 roku jest o ponad 10% wyższa niż tych rozpoczętych w 2014 roku. Wartość ta jest również najwyższa od 2012 roku, kiedy to łączna wartość rozpoczynanych mostów wyniosła 576 mln PLN (w 2015 roku 427,5 mln PLN). W 2016 roku wartość rozpoczynanych obiektów mostowych może przekroczyć wartość

1,1 mld PLN, co oznaczałoby pobicie rekordu z 2010 roku, kiedy rozpoczęto budowę mostów za łącznie 952 mln PLN.

Na koniec 3Q'14 Vistal złożył oferty na kwotę 698 mln PLN w ramach Generalnego Wykonawstwa robót mostowych oraz podwykonawstwa. Wiele z ofert składanych jest wraz z dużymi firmami budowlanymi, w tym przede wszystkim Budimex, Warbud czy Salini. W 4Q'14 oferta budowy mostu w Malborku złożona przez Vistal została wybrana za najkorzystniejszą, jednak w wyniku złożenia protestu przez Strabag – KIO ją odrzuciła. Vistal zamierza odwołać się od decyzji KIO po uzyskaniu pisemnego uzasadnienia.

Potencjalnie duże kontrakty w Skandynawii

W 2015 roku dodatkowym czynnikiem wpływającym na większą podaż obiektów mostowych w regionie mogą być programy infrastrukturalne ogłoszone w Szwecji (72,6 mld EUR na lata 2014-2025) i Norwegii (56,1 mld EUR na lata 2014-2023). Te w zdecydowanym środku mają zostać przeznaczone na infrastrukturę drogową i kolejową, co w przypadku ukształtowania terenu w tych krajach będzie się wiązało z koniecznością budowy obiektów mostowych. Vistal dotychczas wysyłał gotowe prefabrykaty do Skandynawii, a obecnie stara się o kontrakty wraz z montażem.

Na koniec 3Q'14 Vistal w portfelu posiadał umowy na wykonanie infrastruktury poza granicami kraju na kwotę 89 mln PLN (ponad 6-krotnie więcej niż na początku 2014).

Wysoki backlog kluczowych klientów Vistal – możliwe jednak opóźnienia

Spadające ceny ropy naftowej składają się na opóźnienia w realizacji kontraktów dla branży podwodnego wydobycia ropy i gazu. Na koniec 3Q'14 portfele zamówień Aker Solutions (jednego z trzech największych dostawców rozwiązań dla podwodnego wydobycia ropy) i Kvaerner (spółka konstrukcyjna Aker) były na zbliżonych poziomach do średniej za lata 2012-2014 (odpowiednio 49,0 mld NOK i 19,4 mld NOK).

Budownictwo energetyczne – możliwe kontrakty w 2015 roku

W Polsce obecnie planowanych jest kilkanaście projektów budowy bloków energetycznych, zarówno opalanych węglem, jak i gazem ziemnym. Łącznie PMR szacuje, że w latach 2014-2024 nakłady na inwestycje w energetyce sięgnąć mogą 135 mld PLN. Obecnie w fazie budowy są inwestycje na łącznie 19,4 mld PLN, a w fazie przetargowej 32,1 mld PLN.

Vistal w końcówce 2014 roku złożył ofertę na wykonanie ciężkich elementów stalowych pod inwestycję bloków elektrowni w Opolu. Rozstrzygnięcie przetargu może nastąpić w 1Q'15.

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	10,65	106	-13	94	208	239	4	9	9	15	25,9	11,4	10,0	6,3
Herkules	Przeważaj	3,22	140	98	238	122	134	8	12	31	39	17,0	11,4	7,5	5,8
Ulma	Niedoważaj	56,00	294	-6	289	201	221	-6	8	65	82	-	35,4	4,2	2,9
Torpol	Przeważaj	9,75	224	-96	128	802	1 039	23	26	43	50	9,8	8,5	4,6	4,3
Trakcja	Przeważaj	8,82	453	170	623	1 619	1 631	47	50	100	103	9,6	9,0	6,2	5,8
ZUE	Równoważ	6,36	146	-23	124	634	570	6	12	17	23	26,2	12,3	8,0	5,5

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Spółki

W grupie monitorowanych spółek budowlanych podwyższamy pozycjonowanie Trakcji oraz Herkulesa z „równoważ” do „przeważaj”. Ponadto podwyższamy prognozy zysków w Herkulesie oraz Trakcji oraz aktualizujemy prognozy dla Torpolu, podnosząc oczekiwane zyski za 2014 r. i jednocześnie lekko obniżając prognozy wyników na 2015 r.

Elektrotim

Na początku października Grupa Elektrotim posiadała rekordowy portfel zamówień w wysokości 264 mln PLN (+52% r/r). W czwartym kwartale Elektrotim oraz spółki z jego grupy podpisały kilka istotnych kontraktów w sektorze przemysłowym (POSCO, KGHM) oraz publicznym (regionalne zarządy Infrastruktury, GDDKiA). Przy silnym backlogu spółka nie powinna mieć problemu ze zwiększeniem przychodów w 2015 r. o prognozowane 15%. Zarząd Elektrotimu spodziewa się, że obecny portfel zamówień będzie źródłem lepszych marż niż mogliśmy zaobserwować w ostatnich kwartałach. Szacujemy, że w 2015 r. Elektrotim powróci do zysków obserwowanych w latach 2007-2009. Przy naszych prognozach wyników spółka jest notowana na $P/E'15=11,4x$, oraz $EV/EBITDA'15=6,3x$. Prognozujemy, że Elektrotim wypłaci w 2015 r. dywidendę w wysokości przynajmniej 0,60 PLN/akcję, oferując najwyższy DYield w sektorze budowlanym (5,6%). Podtrzymujemy pozycjonowanie „przeważaj”.

Herkules

Zgodnie z opublikowanym przez spółkę komunikatem, w 2014 r. przychody Herkulesa wzrosły o 18% r/r. Ze względu na dużą dźwignię operacyjną oraz poprawę marż, szacowany przez nas zysk netto w Herkulesie wzrósł w ubiegłym roku o ponad 120% do 8,2 mln PLN ($P/E'14=17,0x$). Nasze zaktualizowane prognozy na 2015 r. zakładają dalszy wzrost zysku netto Herkulesa do 12,2 mln PLN ($P/E'15=11,4x$). Wzrost ten będzie wynikiem: (1) utrzymania wysokiego stopnia wynajęcia sprzętu oraz marż, osiągniętych przez spółkę w drugiej połowie 2014 r., (2) rozszerzenia bazy sprzętowej dzięki poczynionym w ubiegłym roku inwestycjom, (3) akwizycji 66% akcji spółki Viatron, której roczny zysk netto szacujemy na ok. 2 mln PLN. 2015 rok powinien być okresem znacznie mniejszych inwestycji w nowy sprzęt, co przełoży się na spadek zadłużenia. Zarząd wskazywał na możliwość wypłaty dywidendy w 2015 r. Liczymy na DYield w wysokości 1,5-2,0%. Powracamy do pozytywnego pozycjonowania Herkulesa w portfelu.

Ulma

Szacujemy, że Ulma poniosła w 2014 r. 6 mln PLN straty netto. Problemem spółki są opóźnienia w rozstrzyganiu kontraktów drogowych przez GDDKiA oraz silna konkurencja na rynku budownictwa mieszkaniowego i energetycznego w zakresie systemów deskowań i rusztowań. 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 ($EV/EBITDA\sim 4x$), niemniej po uwzględnieniu wydatków na CAPEX, tempo odbudowywania rezerw gotówkowych nie jest imponujące, a w perspektywie 2016 r. Ulma może być zmuszona do większych nakładów odtworzeniowych. Podtrzymujemy niedoważanie akcji Ulmy.

Torpol

Torpol pozostaje w naszej opinii najciekawszą spółką z grupy firm budowlanych, specjalizujących się w budownictwie kolejowym. Torpol jest notowany na zbliżonych wskaźnikach do Trakcji na P/E, jednak ze względu na znacznie niższe zadłużenie, dyskonto na $EV/EBITDA$ wynosi około 25%. Portfel zamówień na koniec września 2014 r. wynosił w Torpolu około 2 mld PLN, z czego około 1,6 mld na lata 2015-2016. Z tak silnym backlogiem spółka może z większym spokojem niż konkurencja czekać na kontrakty kolejowe finansowane z nowej perspektywy budżetowej UE. Torpol pozostaje w naszej opinii jednym z najciekawszych tematów inwestycyjnych w branży budowlanej. Podtrzymujemy pozytywne pozycjonowanie.

Trakcja

Portfel zamówień, który spółka zbudowała w minionych latach ma znacznie lepszą rentowność niż wcześniej prognozowaliśmy, dlatego też podnosimy nasze prognozy zysku netto w Trakcji o 22% na 2014 r. do 47 mln PLN oraz o 40% na 2015 r. do 50 mln PLN. Bardzo dobre wyniki finansowe za pierwsze 9 miesięcy 2015 r. miały potwierdzenie w cash flow. Na koniec września dług netto Trakcji spadł o 37% r/r do 169 mln PLN. Poprawa płynności może skłonić zarząd do wypłaty dywidendy w bieżącym roku. Wyniki spółki za 2015 r. powinny być zbliżone do osiągniętych w 2014 r. Czynnikiem ryzyka pozostaje 2016 rok, na który spółka posiada niewiele zamówień. Przetargi kolejowe z nowej perspektywy budżetowej UE, które miały pojawić się w 2014 r., jeszcze nie wystartowały. Zakładamy, że pojawią się w większej skali w drugiej połowie bieżącego roku. Spadek przychodów w 2016 r. nie musi być dotkliwy, jeśli Trakcja zrealizuje plany wejścia na rynki skandynawskie. Podnosimy nasze pozycjonowanie akcji Trakcji z „równoważ” do „przeważaj”.

ZUE

Słabe wyniki ZUE w 2014 r. wynikały z rezerw na kilku problematycznych kontraktach oraz konserwatywnego podejścia do wyceny kontraktów długoterminowych. W 2015 r. spodziewamy się znacznej poprawy wyników, niemniej będą one według nas wciąż odbiegać od osiąganych przez najtańsze spółki z branży. Podtrzymujemy neutralne pozycjonowanie.

Budimex
Akumuluj

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		153,25 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		162,70 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	6 077,7	4 749,5	-21,9%	4 943,7	4,1%	4 953,2	0,2%	Liczba akcji (mln)	25,5		
EBITDA	233,1	362,2	55,4%	254,7	-29,7%	245,9	-3,5%	MC (cena bieżąca)	3 912,5		
marża EBITDA	3,8%	7,6%		5,2%		5,0%		EV (cena bieżąca)	2 312,0		
EBIT	182,4	333,3	82,7%	231,7	-30,5%	223,6	-3,5%	Free float	30,9%		
Zysk netto	186,0	300,5	61,6%	180,8	-39,8%	187,3	3,6%				
P/E	21,0	13,0		21,6		20,9		Zmiana ceny: 1m	8,3%		
P/CE	16,5	11,9		19,2		18,7		Zmiana ceny: 6m	28,9%		
P/BV	9,0	6,2		7,7		7,6		Zmiana ceny: 12m	20,7%		
EV/EBITDA	11,5	6,4		9,1		9,7		Min (52 tyg.)	111,2		
Dyld (%)	7,2	2,9		7,7		4,6		Max (52 tyg.)	153,3		

W 2014 r. 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 w ubiegłym roku rozstrzygnięto zaledwie ok. 1/4 kontraktów objętych Programem Budowy Dróg Krajowych na lata 2014-2020, a Budimex jest jedynym wykonawcą, który złożył oferty we wszystkich dotychczas ogłoszonych przetargach. W końcówce 2014 r. pracom budowlanym sprzyjały warunki pogodowe, stąd liczymy na dobre wyniki finansowe za Q4'14 oraz osiągnięcie w całym 2014 r. zysku netto w wysokości 181 mln PLN, który w całości powinien być przeznaczony na wypłatę dywidendy. W związku z bardzo dobrym tempem pozyskiwania nowych kontraktów w ostatnich tygodniach oraz oczekiwanym umiarkowanym wzrostem marży w segmencie budowlanym, podnosimy naszą prognozę zysku netto za 2015 r. o 4,4% do 187 mln PLN. Minimalnie podnosimy również nasze prognozy zysku netto za 2016 r. do 280 mln PLN, uwzględniając fakt bardzo dobrej przedsprzedaży mieszkań w minionym kwartale. Ze względu na wzrost kursu obniżamy rekomendację dla akcji Budimeksu z kupuj do akumuluj. Jednocześnie podwyższamy naszą cenę docelową do 162,7 PLN (poprzednia: 160,6 PLN).

Nowy PBDK o 27% większy od wcześniejszych planów

Na początku listopada Ministerstwo Infrastruktury i Rozwoju opublikowało projekt Programu Budowy Dróg Krajowych na lata 2014-2020, który przewiduje wydatki na budowę nowych dróg w wysokości 92,8 mld PLN (wzrost wartości o 27% względem wcześniejszych planów) oraz kolejne 48,7 mld PLN na utrzymanie, remonty i zarządzanie infrastrukturą drogową. Szczegółowy harmonogram PBDK zakłada, że największe wydatki związane z realizacją programu inwestycyjnego będą ponoszone w latach 2016-2018 (około 20 mld PLN rocznie). W 2014 r. rozstrzygnięto około 1/4 wszystkich kontraktów przewidzianych Programem. W 2015 r. powinno być rozstrzygniętych większość przetargów. Będzie to okres intensywnego wzrostu portfela zamówień Budimeksu.

26% skuteczności Budimeksu w przetargach

W 2014 r. nastąpiło otwarcie ofert w przetargach za prawie 14 mld PLN (ceny netto oferentów). Stanowi to około 1/4 całkowitego programu inwestycyjnego przewidzianego w PBDK. Budimex pozyskał z tej puli 3,64 mld PLN (26%), co jest najlepszym wynikiem wśród spółek biorących udział w przetargach. Spółka pozyskała również 2 kontrakty za 0,6

mld PLN ze starego PBDK.

Skokowy wzrost wyników w 2016 r.

Nowe kontrakty drogowe są w formule „projektuj i wybuduj”, co oznacza, że istotne przychody z nich pojawiają się dopiero w 2016 r. Szacujemy, że w 2014 r. przychody z realizacji kontraktów dla GDDKiA wyniosły w Budimeksie poniżej 1,5 mld PLN. W latach 2016-2018 mogą one wynieść około 2,5-3,0 mld PLN, przy założeniu średnio 20% skuteczności w przetargach.

Nowy lider w mieszkaniówce

Sprzedając 654 lokale w Q4'14 Budimex Nieruchomości wskoczył na pierwszą pozycję wśród notowanych na giełdzie deweloperów mieszkaniowych, pokonując Robyga o 19%, a Dom Development o 23%. Uważamy, że wynik ten nie jest przypadkowy. Budimex Nieruchomości obecnie realizuje 8 wieloetapowych projektów mieszkaniowych w Warszawie, Krakowie i Poznaniu. Na koniec września '14 spółka posiadała w budowie ponad 2 400 mieszkań oraz kolejne 5 600 lokali w banku ziemi. Wyjątkowo silna pozycja gotówkowa (około 300 mln PLN gotówki netto) umożliwi spółce akwizycję nowych gruntów i rozszerzenie oferty w 2015 r. Skokowy wzrost wyników segmentu nastąpi w 2016 r. wraz z falą przekazania mieszkań.

Silny wzrost rezerw w Q3'14

W Q3'14 Budimex zwiększył saldo rezerw na straty na kontraktach o 142 mln PLN do 387 mln PLN. Kwota ta stanowi około 60% prognozowanego na ten rok wyniku EBIT. Uważamy, że wzrost rezerw ma związek z nowymi kontraktami drogowymi i stanowi bufor bezpieczeństwa na wypadek zmaterializowania się ryzyk budowlanych w przyszłości.

Nie widać ryzyk dla wypłaty dywidendy

Bilans powinien pozostać mocną stroną Budimeksu. Od sześciu kwartałów spółka systematycznie zwiększa pozycję gotówkową w ujęciu rocznym. Na koniec września 2014 r. gotówka netto Budimeksu wyniosła 1,2 mld PLN (+27% r/r) i szacujemy, że na koniec 2014 r. mogła sezonowo wzrosnąć do ok. 1,6 mld PLN. Nie widzimy powodów by pozycja gotówkowa miała ulec istotnemu pogorszeniu przynajmniej w najbliższych 1-2 latach. Aktualnie podpisywane kontrakty drogowe zawierają zapisy o 5-10% zaliczce, co powinno wspierać pozycję gotówkową Budimeksu w całym 2015 r. Szacowany przez nas na koniec 2014 r. kapitał obrotowy Budimeksu wyniósł -1,71 mld PLN. Przy tak mocnym bilansie i braku znaczących potrzeb inwestycyjnych Budimeksu, nie spodziewamy się zmiany polityki dywidendowej, zakładającej wypłatę 100% zysku netto w postaci dywidendy.

Elektrobudowa		Kupuj									
Analitik: Piotr Zybała		Cena bieżąca:		81,22 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		112,90 PLN							
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 018,0	905,6	-11,0%	1 123,0	24,0%	1 351,7	20,4%	Liczba akcji (mln)	4,7		
EBITDA	34,6	38,7	11,8%	51,0	31,8%	68,4	34,1%	MC (cena bieżąca)	385,6		
marża EBITDA	3,4%	4,3%		4,5%		5,1%		EV (cena bieżąca)	436,6		
EBIT	22,5	24,6	9,5%	37,5	52,6%	55,1	46,7%	Free float	43,5%		
Zysk netto	22,9	17,2	-24,8%	27,0	57,0%	37,2	37,6%				
P/E	16,8	22,4		14,3		10,4		Zmiana ceny: 1m	15,6%		
P/CE	11,0	12,3		9,5		7,6		Zmiana ceny: 6m	6,9%		
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	-31,6%		
EV/EBITDA	10,2	8,1		8,6		6,8		Min (52 tyg.)	69,7		
Dyideld (%)	4,9	2,5		2,5		2,8		Max (52 tyg.)	128,7		

Po publikacji rozczarowujących prognoz zarządu w kwietniu ubiegłego roku, kurs Elektrobudowy zanurkował do najniższego poziomu od ośmiu lat. Obecny kurs akcji dyskontuje scenariusz, w którym Rynek Przemysłu generuje w nieskończoność kilkanaście milionów straty, silne pogorszenie przepływów pieniężnych w okresie 9M'14 jest nieodwracalne, a marże w podstawowych segmentach działalności Elektrobudowy spadają trwale o około 1/3. Uważamy taki scenariusz za zbyt pesymistyczny. Wyniki spółki w Q3'14 potwierdziły poprawę w segmencie Rynek Przemysłu, choć do odzyskania dodatniej rentowności pewnie poczekamy do pierwszych kwartałów 2015 r. Segmenty Rynek Wytwarzania Energii oraz Rynek Dystrybucji Energii wyraźnie poprawiły marże w pierwszych 9M'14. Ze względu na słaby cash flow, budzący obawy o przyszłą rentowność największych kontraktów, poprawa marż zupełnie nie wiązała się z poprawą sentymentu wokół spółki. Szacujemy, że cash flow z działalności operacyjnej będzie w 2015 r. co najmniej zbliżony do zera. Po dobrych wynikach Q3'14 podwyższamy nasze prognozy zysku na 2014 r. o 12% do 27 mln PLN. W 2015 r. prognozujemy wzrost zysku netto o 38% do 37 mln PLN (P/E=10,4x). Podtrzymujemy rekomendację kupuj, podwyższając cenę docelową dla akcji Elektrobudowy do 112,9 PLN (poprzednia 107,0 PLN).

Kwestia wyceny kontraktów budowlanych

Na koniec września 2014 r. kwoty należne z tytułu umów o budowę wzrosły do niespotykanego wcześniej w Elektrobudowie poziomu 282 mln PLN, ze 135 mln PLN rok wcześniej. Skala tego wzrostu okazała się wyższa od naszych założeń, co jest zjawiskiem w naszej opinii niepożądanym, lecz dającym się w całości uzasadnić gwałtownym wzrostem wartości wykonywanych prac przy trzech długoterminowych kontraktach, realizowanych dla PSE (Stacje Byczyna i Skawina) i Tauronu (EC Tychy), których łączna wartość przekracza 1 mld PLN. W 2015 r. Elektrobudowa będzie realizowała główną część prac we wspomnianych zleceniach, co w naszej opinii może wiązać się z utrzymaniem wysokiej kwoty z wyceny kontraktów budowlanych. Według zarządu, zgodnie z planem przebiega rozbudowa stacji Skawina. Pewne perturbacje związane z ochroną środowiska przechodzi stacja Byczyna, jednak oba kontrakty mieszczą się w zaplanowanych budżetach. Elektrobudowa wyprzedza harmonogram na budowie bloku w Tychach o kilka tygodni i nie spodziewa się, aby w najbliższym czasie cokolwiek mogło spowolnić tempo prac. Zakładając, że spółka nie napotka istotnych problemów na kontraktach, wycena kontraktów budowlanych powinna spaść najpóźniej w 2017 r. (o ile spółka wcześniej nie

pozyska innych podobnych zleceń). W wycenie konserwatywnie zakładamy, że poziom zaangażowanego przez spółkę kapitału obrotowego nie spadnie w przyszłości. Gdybyśmy założyli, że kapitał obrotowy spada do średniej z lat 2012-2013 (kapitał obrotowy równy około 12% rocznych przychodów), nasza wycena wzrosłaby o około 10%.

Rynek Przemysłu wychodzi na prostą

Po 9 miesiącach 2014 r. segment Rynek Przemysłu wygenerował 14,9 mln PLN straty netto, co było związane z rozliczaniem zakończonych wcześniej kontraktów. W 2014 r. segment doświadczył głębokiej restrukturyzacji. Przeprowadzona likwidacja jednego ze szczebli organizacji (biur realizacji projektów) skutkowała istotnym obniżeniem kosztów pośrednich. Pierwsze efekty finansowe działań oszczędnościowych pojawiły się na przełomie Q2 i Q3 2014 r. Stan docelowy miał być osiągnięty w Q4'14. Spodziewamy się, że segment Rynek Przemysłu wypracował w ostatnim kwartale wynik finansowy zbliżony do zera. Według Zarządu Elektrobudowy, spółka powinna w kolejnych latach trwale odzyskać rentowność.

Rosja niegroźna dla wyników

W okresie 9M'14 przychody Elektrobudowy z zagranicy spadły o 76% r/r do 45 mln PLN, co stanowi zaledwie 6% skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży. W H1'14 udział sprzedaży do Rosji i na Ukrainę stanowił łącznie około 38% eksportu spółki. Podsumowując, rynek rosyjski nie ma obecnie istotnego znaczenia dla działalności Elektrobudowy. Według prezesa, wyniki spółki ukraińskiej oscylowały w 2014 r. wokół zera i podobny pod tym względem powinien być 2015 r. Gdyby nie gwałtowny spadek kursu rubla w Q4'14, spółka rosyjska prawdopodobnie osiągnęłaby zysk. Szacujemy, że ostatecznie jej wynik w Q4'14, jak i w całym 2014 r. był bliski zera. Konserwatywnie nie zakładamy zysków spółki rosyjskiej w kolejnych latach prognoz. W 2014 r. prawdopodobne jest zwiększenie przychodów Elektrobudowy w Finlandii, gdzie spółka negocjuje warunki kontraktu na kolejny znaczący etap prac przy Elektrowni Atomowej Olkiluoto. W przypadku pomyślnego zamknięcia negocjacji, widzimy podstawy do podniesienia naszych prognozy wyników Elektrobudowy na 2015 r.

Podstawowe segmenty lepiej od oczekiwań

Segmenty Rynek Wytwarzania Energii (RWE) oraz Rynek Dystrybucji Energii (RDE), odpowiadające łącznie za około 75% przychodów Elektrobudowy, prezentowały w okresie 9M'14 bardzo dobre wyniki. RWE odnotował wzrost przychodów o 14% r/r oraz marżę operacyjną 5,9% (+1,0 p.p. r/r). RDE we wspomnianym okresie zwiększył przychody o 20% i osiągnął marżę operacyjną 8,4% (+2,1 p.p. r/r).

Erbud		Kupuj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		25,86 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-22	
		Cena docelowa:		34,50 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 384,5	1 225,1	-11,5%	1 583,4	29,2%	1 642,1	3,7%	Liczba akcji (mln)	12,8
EBITDA	36,9	40,1	8,5%	48,5	21,0%	54,8	12,9%	MC (cena bieżąca)	330,0
marża EBITDA	2,7%	3,3%		3,1%		3,3%		EV (cena bieżąca)	342,5
EBIT	29,4	32,4	10,3%	40,6	25,2%	46,7	15,1%	Free float	
Zysk netto	17,2	17,5	1,4%	23,6	35,2%	27,9	18,0%		
P/E	19,0	18,8		14,0		11,8		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/CE	13,2	13,1		10,5		9,2		Zmiana ceny: 6m	3,4%
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-12,0%
EV/EBITDA	6,5	7,6		7,1		6,0		Min (52 tyg.)	22,4
Dyild (%)	0,0	0,0		2,8		1,9		Max (52 tyg.)	34,2

Szacujemy, że w 2014 r. zysk netto Erbudu wzrósł o 35% r/r do najwyższego poziomu od 5 lat. Spółka wykazała silną pozycję finansową oraz kłopoty mniejszych konkurentów, zwiększając o około 1/3 przychody segmentu kubaturowego w Polsce. Największy postęp dokonał się jednak w dwóch mniejszych segmentach działalności: budownictwie energetycznym i inżynieryjnym, które zwiększyły przychody o około 2/3 w 2014 r., a ich udział w całkowitych przychodach spółki wzrósł do prawie 20%. Marże w budownictwie energetycznym i infrastrukturalnym (4-5% marży EBIT) są dwukrotnie wyższe niż w podstawowym dla spółki budownictwie kubaturowym. Strategicznie Erbud zamierza silnie rozwijać oba segmenty, które powinny stać się motorem wzrostu wyników spółki w najbliższych latach. W perspektywie 2017 r. prawdopodobny jest wzrost zysków segmentu deweloperskiego, gdyż spółka negocjuje zakup działek pod mieszkania w Warszawie. Oczekując stabilnego dwucyfrowego wzrostu zysków Erbudu w kolejnych latach podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Dobry kwartał na zakończenie 2014 r.

W pierwszych trzech kwartałach 2014 r. Erbud wypracował 32,1 mln PLN EBITDA (+23% r/r) oraz 15,0 mln PLN zysku netto (+50% r/r). Q4 powinien być dla spółki najlepszym wynikiem kwartałem w 2014 r., czemu sprzyjały wysoki portfel zamówień oraz dobra pogoda. Szacujemy, że w samym Q4'14 Erbud osiągnie EBITDA w wysokości 16,4 mln PLN (+17% r/r) oraz zysk netto 8,6 mln PLN (+15% r/r).

Zmiany w strukturze portfela zamówień

W ostatnich latach budownictwo kubaturowe miało w Erbudzie ponad 80% udział w przychodach ze sprzedaży. Szacujemy, że w 2014 r. udział ten spadł do 78% i w kolejnych latach będzie stopniowo malał z uwagi na silny wzrost segmentów inżynieryjno-drogowego oraz energetycznego. Świadczą o tym zmiany w strukturze portfela zamówień Erbudu, który na koniec września 2014 r. miał wartość 1,53 mld PLN (-1,6% r/r). Udział kubatury w portfelu spadł na przestrzeni ostatniego roku z 79% do 75%. W Q4'14 Erbud informował o podpisaniu nowych kontraktów/złożeniu najkorzystniejszej oferty w zamówieniach o łącznej wartości 562 mln PLN. Z powyższej kwoty 72% wartości kontraktów dotyczyło segmentu inżynieryjno-drogowego. Szacujemy, że Erbud wszedł w 2015 r. z nieco wyższym portfelem zamówień niż ubiegłoroczne rekordowe 1,60 mld PLN.

Segment inżynieryjno-drogowy

Segment inżynieryjno-drogowy w Erbudzie był najsilniej

rosnącym w 2014 r. Szacujemy, że miniony rok zamknął się przychodami segmentu w wysokości 168 mln PLN (+74% r/r). W grudniu spółka złożyła najkorzystniejszą ofertę w przetargu na budowę odcinka drogi ekspresowej S7 o wartości 243 mln PLN netto. W przetargu brały udział jedynie 4 podmioty. Oferta Erbudu była niższa od drugiej oferty Strabaga o 0,1%, a od trzeciej oferty Budimeksu o 2,4%. Na przełomie marca i kwietnia spółka powinna podpisać umowę z GDDKiA. Jednym z głównych obszarów działalności Erbudu w segmencie inżynieryjno-drogowym jest realizacja farm wiatrowych. W Q4'14 Erbud zdobył dwa kolejne duże zlecenia na realizację farm wiatrowych o łącznej wartości 158 mln PLN, dlatego też nasze prognozy odnośnie dalszego wzrostu segmentu o 34% w 2015 roku i 10% w 2016 r. nie wydają się zbyt wymagające.

Segment energetyczny

Segment budownictwa energetycznego jest wciąż na wstępnym etapie rozwoju i spodziewamy się, że będzie on najdynamiczniej rozwijającym się obszarem działalności Erbudu. Przychody segmentu za 2014 r. szacujemy na 125 mln PLN (+57% r/r). Erbud zaczął w 2014 r. zdobywać zlecenia w obszarach, gdzie nie był dotychczas aktywny, jak np. instalacje odazotowania spalin w elektrowni w Kozienicach, kanały spalin w elektrowni w Rybniku, czy roboty budowlane i dostawa sprzętu do elektrociepłowni w Kędzierzynie. Spółka koncentruje się w ramach energetyki na pracach serwisowych i montażowych. Zarząd ma duże oczekiwania związane z rozwojem tego segmentu działalności w przyszłości i liczy na 3-4-krotny wzrost przychodów w perspektywie najbliższych lat.

Wyższa rentowność w energetyce

Szacujemy, że marża operacyjna w Erbudzie osiągnęła w minionym roku 2,6%. Rentowność poszczególnych segmentów powinna być w całym 2014 roku zbliżona do osiągniętej w 2013 r. W kolejnych latach marża operacyjna Erbudu ma potencjał do wzrostu, co wynika ze zwiększenia w przychodach udziału wysokomarżowych segmentów. Segment kubaturowy osiąga obecnie marżę operacyjną w wysokości ok. 2%, podczas gdy segment inżynieryjno-drogowy około 5%, a segment energetyczny 3-4%. Ponadto Erbud liczy na wzrost rentowności segmentu energetycznego do około 5-6% w długim terminie.

Pozytywny one-off w 2015 r.?

W połowie 2015 r. Erbud zakończy realizację projektu Deptak w Poznaniu. Obiekt ma 6,5 tys. m² powierzchni handlowej wynajętej w 100% oraz 2,5 tys. m² powierzchni biurowej wynajętej w 1/3. Potencjalny zysk ze sprzedaży obiektu szacujemy na około 10 mln PLN, co nie jest uwzględnione w prognozach.

Unibep		Kupuj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		8,60 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-22	
		Cena docelowa:		10,40 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	837,8	920,5	9,9%	1 084,3	17,8%	1 253,1	15,6%	Liczba akcji (mln)	35,1
EBITDA	25,8	34,0	32,1%	31,8	-6,5%	41,2	29,6%	MC (cena bieżąca)	301,6
marża EBITDA	3,1%	3,7%		2,9%		3,3%		EV (cena bieżąca)	284,2
EBIT	20,2	28,1	39,0%	25,0	-11,0%	34,6	38,5%	Free float	27,8%
Zysk netto	16,8	13,6	-18,7%	18,9	38,5%	24,3	28,4%		
P/E	17,4	21,7		16,0		12,4		Zmiana ceny: 1m	5,5%
P/CE	13,1	15,1		11,7		9,8		Zmiana ceny: 6m	16,2%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	4,4%
EV/EBITDA	15,1	8,2		8,9		7,6		Min (52 tyg.)	6,9
Dyld (%)	1,4	1,4		1,4		1,7		Max (52 tyg.)	9,1

Unibep w 2014 r. umocnił swoją pozycję na rynku budownictwa mieszkaniowego w Warszawie. Prognozowany przez nas wzrost skali inwestycji przez dużych deweloperów w 2015 r. oraz planowane przez spółkę rozszerzenie działalności na inne rynki geograficzne wpłyną na dalszy wzrost przychodów Unibepu w kolejnych latach. Już w tej chwili portfel zamówień na 2015 r. w segmencie kubaturowym w Polsce (ok. 570 mln PLN) przekracza wartość ubiegłorocznych przychodów segmentu. Unibep negocjuje znaczące kontrakty z deweloperami komercyjnymi i uważamy, że spółkę stać na zwiększenie udziałów w tym obszarze rynku, gdzie obecny portfel nieznacznie przekracza 80 mln PLN. Gwiazdą Unibepu powinien stać się segment deweloperski, gdzie spółka poczyniła znaczące inwestycje, a w latach 2016-2017 powinna zbierać ich owoce. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Kolejny rok wzrostów w kubaturze w Polsce

W budownictwie kubaturowym w Polsce Unibep ma silną pozycję na rynku mieszkaniowym. Spółka realizuje projekty dla m.in. Dom Development, Layetana Developments, Dantex-Waryński, Turret Development i Neocity. Portfel zamówień na 2015 r. od zewnętrznych deweloperów mieszkaniowych wynosi około 450 mln PLN. Przewidujemy dalszy rozwój budownictwa mieszkaniowego w Warszawie, skąd wciąż powinno pochodzić większość nowych kontraktów. Ponadto Unibep chce wejść na rynek Poznania oraz oferować usługi na wybrzeżu. W budownictwie biurowym i handlowym spółka realizuje pojedyncze inwestycje, łączny portfel zamówień w tych obszarach nie przekracza obecnie 100 mln PLN. Unibep negocjuje znaczące kontrakty z deweloperami komercyjnymi i uważamy, że spółkę stać na zwiększenie udziałów w tym obszarze rynku kubaturowego. Przychody segmentu kubaturowego w Polsce za 2014 r. szacujemy na ok. 550 mln PLN, natomiast portfel zamówień wobec klientów zewnętrznych w krajowej kubaturze na 2015 r. wynosi obecnie około 570 mln PLN, co uzasadnia nasze założenie o wzroście przychodów segmentu w bieżącym roku.

Segment domów modułowych nareszcie zarabia

Działalność produkcyjna Unibepu na rynek norweski (domy modułowe) wchodzi w fazę dojrzałości. Przychody segmentu ustabilizowały się w 2014 r. na poziomie około 120 mln PLN. Jednocześnie nastąpił zdecydowany wzrost marży brutto ze sprzedaży z 1,4% do prognozowanych 7,2% w 2014 r. Spółka planuje rozpocząć eksport swoich produktów również na inne rynki (głównie Szwecja, potencjalnie Niemcy i Belgia). W 2014 r. Unibep zakończył rozbudowę zakładu w Bielsku Podlaskim, co wpłynęło na podniesienie

jakości oraz zwiększenie mocy produkcyjnych o około 1/3. Docelowy poziom sprzedaży segmentu szacujemy na 150-160 mln PLN. Jeśli Unibep zrealizuje swoje plany eksportowe poziom ten powinien być przekroczony.

Deweloperka z potencjałem na lata 2016+

W 2014 r. Unibep budował fundamenty na których w kolejnych latach znacznie zwiększy skalę działalności w segmencie mieszkaniowym. Spółka zakupiła 2 działki w Warszawie i 1 w Poznaniu pozwalające na wybudowanie łącznie ok. 820 mieszkań. Ponadto zawarte zostały 2 umowy JV dotyczące wieloetapowych inwestycji w Warszawie (Ursus oraz Przeworska). Dzięki tym umowom Unibep jest w stanie skokowo zwiększyć przychody i zyski segmentu począwszy od 2016 r.

Segment drogowy odzyskał rentowność

Segment drogowy w Unibepie od trzech lat rośnie w dwucyfrowym tempie. Spółka realizuje projekty drogowe lokalnie w północno-wschodniej Polsce. W związku z realizacją brakujących odcinków trasy S8 Unibep może liczyć na zlecenia podwykonawcze. Zakładamy, że przychody segmentu ustabilizują się na poziomie około 160-170 mln PLN po 2015 r. W 2014 r. nastąpił wyraźny wzrost marży segmentu do szacowanych 4,0% z 1,7% w 2013 r.

Słabsze rynki zagraniczne

Budownictwo kubaturowe na rynkach zagranicznych, choć rentowne, nie przyniosło w 2014 r. tak wysokich zysków, jak w 2013 r. Dotyczy to również pierwszego kontraktu na rynku niemieckim. W 2015 r. spółka będzie kończyć 2 duże kontrakty w Tiumentu i Petersburgu oraz realizować kolejne kontrakty w Niemczech. Zarząd spodziewa się poprawy marży. Biorąc pod uwagę obecną wartość portfela zamówień, w 2015 r. przychody z działalności kubaturowej zagranicą powinny być porównywalne r/r. Spodziewamy się natomiast spadku po 2015 r. Rozwój sytuacji gospodarczej na wschodzie zweryfikuje nasze oczekiwania.

Bardzo dobry cash flow nadzieją na wyższe dywidendy

Na koniec września 2014 r. Unibep posiadał 16 mln PLN gotówki netto vs. 41 mln PLN długu netto rok wcześniej. W tym samym okresie poziom zaangażowanego kapitału obrotowego spadł w Unibepie z ponad 12% przychodów ze sprzedaży do nieco ponad 4%. Wycena kontraktów budowlanych netto spadła o ponad 40% r/r do 35 mln PLN. Wszystko to składa się na poprawę struktury bilansu, która w kolejnych latach powinna przełożyć się na wzrost wypłacanej dywidendy. Unibep jest jedną z nielicznych spółek budowlanych, które regularnie dzielą się zyskiem z akcjonariuszami.

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.	Równoważ	1,12	117	230	347	21	83	-23	13	247	261	-	8,7	0,47	0,45
JWC	Równoważ	2,60	231	511	742	302	287	16	7	637	644	14,0	32,2	0,36	0,36
LC Corp	Przeważaj	1,80	806	700	1 506	326	360	65	30	1 250	1 280	12,4	26,9	0,64	0,63
P.A. Nova	Przeważaj	14,85	149	224	372	173	176	19	19	295	310	7,8	7,7	0,50	0,48
Polnord	Przeważaj	6,42	210	433	643	187	272	4	2	1 087	1 090	52,4	87,4	0,19	0,19
Ronson	Równoważ	1,44	392	144	536	152	281	-5	25	460	485	-	15,5	0,85	0,81

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Spółki

W grupie monitorowanych spółek deweloperskich obniżamy pozycjonowanie BBI Development z „przeważaj” do „równoważ”. Ponadto aktualizujemy prognozy finansowe dla spółek: BBI Development, JWC, Polnord oraz Ronson.

BBI Development

2015 rok powinien być okresem przyspieszenia inwestycji w BBI, gdyż spółka (1) posiada gotówkę na rozwój po sprzedaży Pl. Unii, (2) jest na finalnym etapie pozyskiwania decyzji administracyjnych w inwestycjach, nad którymi pracowała latami (Centrum Marszałkowska, Koneser). W perspektywie całego 2015 roku widzimy potencjał do wzrostu kursu akcji BBI Development. W perspektywie najbliższych miesięcy nie widzimy czynników, które miałyby zainicjować wzrost. Pozytywna reakcja rynku na fakt sprzedaży Pl. Unii była zaskakująco słaba. Uważamy, że oczekiwana przez nas strata finansowa za Q4'14 związana ze sprzedażą Pl. Unii nie będzie poprawiać sentymentu do spółki w najbliższych miesiącach. Wzrostu zainteresowania akcjami BBI Development spodziewamy się w Q2/Q3 w miarę jak zaplanowane na ten rok inwestycje nabiorą ostatecznych kształtów i potwierdzone zostaną terminy ich realizacji. Tymczasem obniżamy nasze pozycjonowanie akcji BBI Development z „przeważaj” do „równoważ”.

JWC

Według naszych szacunków spółka weszła w 2015 r. mając zaledwie 1,2 tys. mieszkań w aktywnej budowie, z czego 964 dotyczy dwóch etapów Bliskiej Woli, których termin realizacji to 2016 r. Pozostałe 245 mieszkań dotyczy dwóch projektów w Katowicach i Łodzi, których budowa ma się zakończyć w 2015 r. Powyższe statystyki dowodzą, że spółka wciąż nie może poradzić sobie z opóźnieniami w uruchamianiu nowych inwestycji. Rok 2015 będzie prawdopodobnie czwartym z kolei, w którym JWC bez dodatnich rewaluacji nieruchomości nie będzie w stanie osiągnąć zysku netto. Do pozytywnych wydarzeń minionego roku z pewnością można zaliczyć redukcję kosztów administracyjnych i finansowych o około 15% r/r oraz spadek zadłużenia o ok. 25% (głównie dzięki emisji akcji). Na uwagę zasługuje również bardzo dobra sprzedaż mieszkań w inwestycji Bliska Wola, co wpłynie na znaczącą poprawę wyników w 2016 r. W krótkim okresie kurs akcji JWC powinny wspierać dobre wyniki Q4'14 (przekazania w pierwszym etapie Bliskiej Woli). W naszej opinii to za mało, by akcje JWC były atrakcyjne przy bieżącej cenie. Podtrzymujemy neutralne pozycjonowanie.

LC Corp

LC Corp był w ostatnich dwóch latach jednym z największych nabywców gruntów wśród deweloperów mieszkaniowych, pozyskując nieruchomości o łącznej wartości ok. 280 mln PLN. Uważamy, że przełoży się to na najsilniejszą dynamikę sprzedaży mieszkań wśród wszystkich analizowanych przez nas deweloperów mieszkaniowych. W 2015 r. prognozujemy wzrost

przedsprzedaży w LC Corp o 26% r/r do 1540 lokali oraz o 21% w 2016 r. do 1860 lokali, opierając nasze szacunki całkowicie na zabezpieczonych już przez spółkę gruntach. LC Corp jest w stanie systematycznie poprawiać wyniki finansowe przynajmniej w okresie najbliższych trzech lat. W latach 2011-2013 skorygowany o rewaluację zysk netto LC Corp wahał się w przedziale 32-34 mln PLN. W 2014 r. szacujemy wzrost skorygowanego zysku netto do 56 mln PLN (P/E=14,3x) oraz jego dalszy wzrost w latach 2015-2017 w średnim tempie 28% rocznie aż do 118 mln PLN (P/E=6,8x). Podtrzymujemy pozycjonowanie „przeważaj”.

P.A. Nova

Bardzo niska płynność akcji skutecznie odstraszała przed inwestowaniem w P.A. Nova w trakcie 2014 r. Bieżący rok wydaje się ostatnim, w którym spółka ponosi wysoki CAPEX, co jest związane z realizacją Galerii Galena – największej inwestycji w historii spółki. Projekt ten będzie oddany do użytku w Q4'15. Przy pełnym obłożeniu powinien generować ponad 10 mln PLN zysku netto (po uwzględnieniu kosztów finansowych), dlatego w 2016 r. spodziewamy się skokowego wzrostu zysku netto dewelopera. Spółka już dziś notowana jest na atrakcyjnych wskaźnikach finansowych (P/E~8x, P/BV~0,5x). W 2015 r. spodziewamy się wypłaty dywidendy na poziomie 0,50 PLN/akcję (DYield=3,7%). Od 2016 r. oprócz znacznego wzrostu wyników liczymy na trwały wzrost poziomu wypłacanej dywidendy. Z powyższych względów spodziewamy się wzrostu zainteresowania akcjami P.A. Nova w trakcie 2015 r. Podtrzymujemy pozycjonowanie „przeważaj”.

Polnord

Pomimo dokonanej w 2014 r. korekty wartości aktywów o kwotę 295 mln PLN, Polnord jest notowany na P/BV=0,19x. Szacujemy, że w ubiegłym roku Polnord obniżył SG&A i koszty finansowe o 18% i proces ten będzie kontynuowany w 2015 r., podobnie jak redukcja zadłużenia, które w 2014 r. spadło o 14%. Szacujemy, że po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe w 2014 r. Polnord był bliski osiągnięcia zysku netto z podstawowej działalności. Cel ten powinien być osiągnięty w 2015 r. W 2016 r. zyski powinny być już przyzwoite. Uważamy, że czasy, w których Polnord był spółką o wysokim ryzyku kredytowym powoli mijają. Oczekiwana finalizacja procesu sprzedaży pakietu akcji przez głównego akcjonariusza może w 2015 r. zdecydowanie poprawić sentyment do dewelopera. Podtrzymujemy pozycjonowanie „przeważaj”.

Ronson

Na zaktualizowanych prognozach Ronson jest wyceniony na P/BV'14=0,85x, P/E'15=15,5x, P/E'16=8,7x. Z uwagi na oczekiwane bardzo słabe wyniki za Q4'14 oraz Q1'15, rozczarowującą sprzedaż mieszkań w Q4'14 oraz trwający proces sprzedaży ok. 80% akcji przez głównych akcjonariuszy, spółka jest według nas jednym ze słabszych pomysłów inwestycyjnych przynajmniej na pierwszą połowę 2015 r. Podtrzymujemy neutralne pozycjonowanie.

Capital Park		Kupuj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		4,15 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)	437,2
marża EBITDA	-212,0%	105,1%		71,2%		47,7%		EV (cena bieżąca)	1 173,5
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		17,0		46,5		26,5		Zmiana ceny: 1m	3,8%
P/CE		16,8		44,7		26,0		Zmiana ceny: 6m	-6,3%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-36,2%
EV/EBITDA		23,9		37,0		41,6		Min (52 tyg.)	3,6
Dyild (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	5,7

Choć nie widać tego po zachowaniu kursu akcji 2014 r. Capital Park może zaliczyć do udanych. Spółka w terminie zakończyła budowę pierwszego etapu kompleksu biurowego Eurocentrum na 42,3 tys. m² GLA, wynajętego obecnie w 67%. Zgodnie z planem rozpoczęto budowę drugiego etapu tej inwestycji. Royal Wilanów na ponad pół roku przed otwarciem jest skomercjalizowany w 70%, a Art Norblin uzyskał we wrześniu ostateczne pozwolenie na budowę. Za niespełna rok portfel nieruchomości Capital Park będzie składał się w ponad 75% z ukończonych obiektów, które generują przychód z najmu. Kolejne 15% portfela stanowić będzie projekt Art Norblin, którego budowa ma rozpocząć się jesienią tego roku. W niespełna 2 lata od IPO Capital Park przekształci portfel wysoko wycenionych gruntów w portfel rozsądnie wycenionych biurowców, wskutek czego obserwowane obecnie około 50% dyskonto do NAV straci uzasadnienie. Zmianie struktury portfela nieruchomości towarzyszyć będzie dynamiczny wzrost wyników operacyjnych Capital Park (wzrost NOI w tempie 37%/rok w latach 2015-2018. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Capital Park.

Poprawa wynajmu w 2014 r.

W trudnym dla najemców 2014 r. Capital Park poprawił wskaźnik wynajęcia portfela ukończonych nieruchomości z 78% do 88%. W ukończonym w czerwcu br. Eurocentrum I wskaźnik wynajęcia wzrósł z 51% do 67%. Spodziewamy się przekroczenia 70% wynajęcia w Q1'15. Pre-leasing w Royal Wilanów wzrósł z 29% do 70%.

Eurocentrum II bez najemców lecz z kredytem

Słabo wygląda natomiast wynajem powierzchni w drugim etapie kompleksu Eurocentrum, którego budowa rozpoczęła się we wrześniu ubiegłego roku. Capital Park nie podpisał tam jak dotąd żadnej umowy z najemcą. Mimo tego nie ma ryzyka związanego z finansowaniem tej inwestycji. Spółka posiada jeden kredyt inwestycyjny refinansujący cały kompleks Eurocentrum. W związku z wysokim poziomem wynajmu powierzchni w I etapie projektu, spółka może uruchomić finansowanie bez pre-leasingu w etapie II.

Budowa Art Norblin ruszy jesienią

Pozyskanie we wrześniu ostatecznego pozwolenia na budowę liczącego 64 tys. m² GLA Art Norblin otwiera drogę do realizacji tego największego w historii spółki obiektu. Spółka dysponuje pierwszymi umowami pre-leasingu. Około 1,9 tys. m² wynajął Biobazar, a ok. 2 tys. m² Piotr i Paweł. W rejonie, gdzie ma powstać Art Norblin panuje silna konkurencja deweloperów biurowych. Projekt Capital Park

ma dużą przewagę nad konkurencją z uwagi na część handlowo-usługową, stanowiącą 37% całkowitej powierzchni najmu. Jest ona łatwiejsza w komercjalizacji i będzie miała kluczowe znaczenie dla uruchomienia kredytu inwestycyjnego. W styczniu opracowana została koncepcja zagospodarowania części handlowej. Szacowane przez nas potencjalne NOI projektu Art Norblin to 57 mln PLN (biura 17 EUR, handel - 22 EUR). Realną datą rozpoczęcia budowy jest jesień 2015 r. (zapowiadany przez spółkę start inwestycji na wiosnę jest mało realny).

Duży potencjał portfela inwestycyjnego

Po zakończeniu zakładanego przez nas programu inwestycyjnego Capital Park będzie dysponował portfelem nieruchomości o potencjale 217 tys. m² GLA, NOI ok. 164 mln PLN i FFO ok. 77 mln PLN. Przy bieżącym kursie oznacza to FFO Yield = 16%. Dla porównania FFO Yield w Echo i GTC po zrealizowaniu planu inwestycyjnego na lata 2014-2018 wynosi 8-10%. Nie uważamy, że realizacja programu inwestycyjnego Capital Park wiąże się z większym ryzykiem niż w wymienionych spółkach.

Potrzeby kapitałowe a dług

Szacujemy, że pozostały wkład własny, który Capital Park musi ponieść do czasu uruchomienia finansowania wynosi 40 mln PLN w Eurocentrum II oraz 60 mln PLN w Art Norblin. Na 30.09.2014 spółka posiadała 113 mln PLN gotówki, a wskaźnik zadłużenia (LTV) wynosił 36%. W trakcie 2014 r. Capital Park wyemitował niezabezpieczone obligacje o wartości 109 mln PLN. Gotówka posłużyła na spłatę przed terminem 90% obligacji serii A. Spółce pozostały jeszcze do wykupu obligacje o wartości 10 mln PLN, których termin zapadalności to lipiec 2015 r. W naszej opinii struktura kapitału nie jest barierą w rozwoju Capital Park.

Sprzedaż aktywów

2014 r. był okresem intensywnych nakładów inwestycyjnych w Capital Park. Uważamy, że w 2015 r. spółka może spieniężyć część aktywów, w tym projekt Eurocentrum, w przypadku którego budowa drugiego etapu zakończy się w Q3'15. Aktywność inwestorów na rynku nieruchomości komercyjnych była bardzo duża w 2014 r. i sądzimy, że ten trend utrzyma się również w bieżącym roku. Wcześniej niż sprzedaż samego Eurocentrum, spodziewamy się spieniężenia części starszych nieruchomości z portfela, które wraz z kilkoma aktywami zakupionymi w 2014 i na początku 2015 r. zostaną wniesione do kolejnego funduszu inwestycyjnego zamkniętego. W 2013 r. Capital Park sprzedając certyfikaty inwestycyjne w pierwszym FIZie pozyskał około 64 mln PLN gotówki netto. Liczymy na podobną kwotę w 2015 r. ze sprzedaży drugiego FIZu.

Dom Development Kupuj

Analitik: Piotr Zybala	Cena bieżąca:		46,70 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2015-01-26
	Cena docelowa:		57,90 PLN						
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	851,4	676,4	-20,6%	774,5	14,5%	823,8	6,4%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	116,5	76,5	-34,4%	74,5	-2,6%	98,5	32,2%	MC (cena bieżąca)	1 156,8
marża EBITDA	13,7%	11,3%		9,6%		12,0%		EV (cena bieżąca)	1 194,9
EBIT	113,5	73,3	-35,4%	71,3	-2,7%	95,3	33,6%	Free float	26,6%
Zysk netto	91,2	54,4	-40,3%	56,9	4,6%	75,1	31,9%		
P/E	12,7	21,2		20,3		15,4		Zmiana ceny: 1m	13,7%
P/CE	12,3	20,1		19,2		14,8		Zmiana ceny: 6m	6,6%
P/BV	1,3	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	-13,9%
EV/EBITDA	10,1	16,6		16,0		12,5		Min (52 tyg.)	38,6
Dyidyl (%)	3,2	7,9		4,7		4,9		Max (52 tyg.)	59,0

Rok 2015 r. szykuje się w Dom Development wzrostowo. Po pierwsze, spółka zamierza zwiększyć liczbę mieszkań, których budowę rozpocznie o ponad 30% r/r do 2500 szt. Z 13 planowanych do uruchomienia inwestycji, aż 7 ma dotyczyć nowych lokalizacji, stąd bardzo prawdopodobne, że spółka przekroczy poziom 2000 sprzedanych lokali, posiadając bardziej zróżnicowaną ofertę (nasza prognoza: 2125 szt., +12% r/r). W 2015 r. nie zakładamy wzrostu liczby przekazanych mieszkań (ok. 1950 szt.). Nie będzie to jednak barierą dla oczekiwanego przez nas wzrostu wyników finansowych, dzięki oczekiwanemu wzrostowi marż. Zysk netto Dom Development za 2015 r. szacujemy na 75 mln PLN (+32% r/r). W 2016 r. prognozujemy dalszy wzrost wyników spółki do 96 mln PLN (+27% r/r). W ostatnich dwóch latach wskaźnik wypłaty dywidendy wynosił w Dom Development 100%. Dobra sytuacja finansowa dewelopera skłania do utrzymania powyższej polityki w przyszłości, co będzie wspierać kurs akcji. Nasze prognozy implikują DY'15 w wysokości 4,9%, DY'16 = 6,5% oraz DY'17 = 8,3%. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, nieznacznie podnosząc naszą cenę docelową z 57,8 PLN do 57,9 PLN.

Szybciej rotujący bank ziemi

Na koniec września 2014 r. bank ziemi Dom Development umożliwił wybudowanie 4,8 tys. mieszkań (nie licząc 3,1 tys. mieszkań znajdujących się w budowie), co oznacza spadek o 21% r/r. Uważamy, że sam fakt spadku wielkości banku ziemi nie generuje ryzyka spadku wolumenów sprzedaży mieszkań w przyszłości. Grunty posiadane przez spółkę na koniec września 2014 r. obejmowały 11 projektów (średnio 440 mieszkań na projekt), podczas gdy rok wcześniej bank ziemi obejmował 10 projektów (średnio 609 mieszkań na projekt). W ostatnich kwartałach deweloper inwestował tylko w małe i średnie projekty, zapewniające szybszy zwrot z kapitału. Zakupu kilku nowych projektów tego typu spodziewamy się w H1'15. W styczniowym wywiadzie Prezes Szanajca zapowiadał, że spółka ma w planach zakup gruntów na znacznie ponad 1000 mieszkań. W całym 2015 r. zarząd planuje wydać na powiększenie banku ziemi powyżej 150 mln PLN.

Rośnie liczba wprowadzanych inwestycji

Liczbę wprowadzonych do budowy mieszkań w 2014 r. szacujemy na około 1 900 szt. (+4% r/r). W 2015 r. zarząd planuje wprowadzenie do produkcji około 2 500 lokali (+32% r/r) w 13 inwestycjach. 7 z nich stanowią projekty w nowych lokalizacjach w Warszawie. Z dotychczasowych prezentacji spółki kojarzymy jedynie 3 nowe lokalizacje na

Mokotowie, które czekają na uruchomienie. Zarząd musi być zatem na finalnym etapie negocjacji przynajmniej 4 nowych projektów, których uruchomienie nastąpi najpóźniej rok od zakupu. Dostrzegamy przyspieszenie tempa uruchamiania inwestycji z nowych gruntów.

Sprzedaż rośnie umiarkowanie lecz stabilnie

W 2014 r. Dom Development osiągnął najlepszy w historii wynik przedsprzedaży, znajdując nabywców na 1 889 lokali (+18% r/r) oraz realizując naszą prognozę z czerwca ubiegłego roku w 99%. W 2015 r. prognozujemy dalszy wzrost przedsprzedaży o 12% r/r do 2 125 mieszkań. Sprzyjać temu będą: (1) wysoka oferta, z którą spółka weszła w 2015 r. (2 235 szt., +20% r/r), (2) niewyczerpany bank ziemi w trzech wieloetapowych inwestycjach, które napędzały sprzedaż w 2014 r. - Saska, Żoliborz Artystyczny i Wilno, (3) znaczna liczba inwestycji w nowych lokalizacjach, które zostały przez spółkę zakupione w trakcie 2014 r. lub zostaną nabyte w H1'15, (4) sprzyjające otoczenie makroekonomiczne - dalszy spadek stóp procentowych i poprawa na rynku pracy.

Przekazań tyle samo ale na lepszych marżach

W 2014 r. Dom Development rozliczył w wynikach 1 958 mieszkań, co jest zbliżonym poziomem do rekordowego pod tym względem 2012 r. Szacujemy, że pozwoli to spółce na osiągnięcie przychodów w wysokości 774 mln PLN przy około 20% marży brutto ze sprzedaży. Pod względem osiągniętej marży deweloperskiej 2014 r. był najprawdopodobniej najsłabszym okresem w Dom Development od przynajmniej 10 lat. Złożyło się na to kilka czynników, z czego do głównych można zaliczyć przekazania mieszkań sprzedawanych w okresie cenowego dołka oraz problemy z generalnymi wykonawcami na kilku inwestycjach, zwiększające koszty budowy. W 2015 r. przy zbliżonej liczbie przekazanych lokali liczymy na wzrost przychodów o około 6% r/r oraz wzrost marży brutto ze sprzedaży do około 23%. Poprawę wyników w 2015 r. trudno przypisać jakiemuś konkretnemu projektowi. Portfel inwestycji zaplanowanych do przekazania cechuje się średnio nieco wyższymi marżami, a ponadto liczymy na pozytywny wpływ wzrostu cen mieszkań, o którym kilkakrotnie wspominał zarząd spółki w trakcie 2014 r.

Dywidenda

Uważamy, że spółka utrzyma wskaźnik wypłaty dywidendy na poziomie 100% zysku netto. Przy bieżącym kursie oznacza to DYield'15 w wysokości 4,7%. Zażywszy na bardzo dobrą sytuację finansową spółki, nie widzimy zagrożeń dla polityki dywidendowej. W kolejnych dwóch latach prognozujemy wzrost dywidendy w tempie około 30% rocznie (DYield'16=6,5%, DYield'17=8,3%).

Echo Investment		Kupuj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,64 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)	2 740,3
marża EBITDA	33,4%	94,2%		122,5%		35,2%		EV (cena bieżąca)	5 426,1
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	8,9		5,4		20,2		Zmiana ceny: 1m	-5,1%
P/CE	7,2	8,7		5,4		19,4		Zmiana ceny: 6m	5,4%
P/BV	1,1	1,0		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	6,4%
EV/EBITDA	26,4	10,1		7,8		26,8		Min (52 tyg.)	5,5
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,0

W latach 2004-2014 Echo Investment rozwijając się organicznie zwiększyło kapitały własne 4,5-krotnie, wypracowując w tym okresie średnioroczny zwrot z kapitału w wysokości 16,2%. Spółka ma wszystkie predyspozycje, by w kolejnych latach również generować atrakcyjne zyski: (1) rozsądne zadłużenie (LTV=42%) i dostęp do finansowania zewnętrznego, (2) bank ziemi zabezpieczający potrzeby inwestycyjne Spółki przynajmniej w okresie najbliższych 5 lat, (3) stabilną i doświadczoną kadrę menedżerską. Spółka jest w trakcie intensywnego programu inwestycyjnego, który zwiększy portfel ukończonych nieruchomości o przynajmniej 40% w ciągu dwóch lat. Uważamy, że w tym okresie Echo może stać się spółką dywidendową, co powinno poprawić postrzeganie dewelopera. Trwający proces sprzedaży akcji przez głównego akcjonariusza stanowi obecnie barierę w osiągnięciu przez spółkę wartości fundamentalnej. Zakończenie tego procesu może korzystnie wpłynąć na kurs akcji dewelopera w 2015 r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Echo spółką dywidendową?

Dywidendowe spółki nieruchomościowe z Europy Zachodniej oferują DYield ok. 4,0-4,5%. Uważamy, że Echo stać na wypłaty wyższej dywidendy. W latach 2013-2014 deweloper sprzedał 5 nieruchomości uwalniając przy tym 95 mln EUR (ponad 400 mln PLN) wolnych przepływów pieniężnych, co stanowi około 15% kapitalizacji Echo). Nie wywołało to pogorszenia wyników operacyjnych dewelopera, gdyż spółka zastąpiła sprzedane projekty nowymi. Wpłynęło to natomiast na obniżenie LTV z 50% na koniec 2012 r. do prognozowanych 42% na koniec czerwca 2014 r. Gotówka ze sprzedaży aktywów może stanowić źródło atrakcyjnych dywidend w przyszłości i jednocześnie finansować program inwestycyjny dewelopera.

Duży zakres prowadzonych inwestycji

W H1'14 Echo oddało do użytkowania 1 galerię handlową i 2 biurowce o łącznej powierzchni 60,3 tys. m² GLA i docelowym NOI 9,7 mln EUR. Obiekty są wynajęte w 85%. W budowie znajduje się 7 biurowców oraz 1 galeria handlowa łącznie na ponad 170 tys. m² GLA i NOI 35 mln EUR. W samym 2015 r. Echo odda do użytkowania 5 obiektów, i jednocześnie zaprezentuje większość zysku z ich wyceny.

Trudny rynek warszawski, lepiej w regionie

Trendy panujące na rynku nieruchomości biurowych w Warszawie są niekorzystne z punktu widzenia firm deweloperskich. Już od siedmiu kwartałów roczna podaż nowej powierzchni utrzymuje się na poziomie ponad 300

tys. m², co prowadzi do wzrostu wskaźnika powierzchni niewynajętej, który na koniec września 2014 r. wyniósł 13,8%. Według CBRE w optymistycznym scenariuszu wskaźnik powierzchni niewynajętej w Warszawie wzrośnie w ciągu najbliższych dwóch lat do ok. 17%, natomiast w scenariuszu pesymistycznym do ok. 21%. Sytuacja na regionalnych rynkach biurowych jest korzystniejsza, co wynika z niższego wskaźnika powierzchni niewynajętej (10,1%).

Na inwestycjach biurowych będzie można zarobić

Rosnąca podaż na rynku biurowym w Warszawie stwarza obawy o przyszłą rentowność inwestycji Echo. Warszawskie inwestycje to 50% budowanej obecnie powierzchni najmu i mniej niż połowa banku ziemi. Nasze prognozy uwzględniają ryzyko pogorszenia się koniunktury na rynku biurowym. Założone czynsze w nowych obiektach są średnio o 13% niższe względem założeń Zarządu. Nasza średnia wycena biurowców realizowanych obecnie przez Echo Investment wynosi 2,0 tys. EUR/m² (nie wliczając Q22), a w przypadku Q22 zlokalizowanego w COB nasza wycena wynosi 3,4 tys. EUR/m². Oznacza to, że na potrzeby prognoz i wyceny nasza wycena projektów inwestycyjnych Echo jest o ok. 25% niższa od bieżących wycen rynkowych porównywalnych nieruchomości. W naszej ocenie daje to solidną poduszkę bezpieczeństwa na wypadek pogorszenia koniunktury na rynku biurowym w Polsce.

Echo nie przepłacało za grunty

W naszych szacunkach zakładamy całkowity koszt realizacji biurowców (łącznie z gruntem) przez Echo na poziomie 1400-1700 EUR/m² GLA. Jednym z głównych czynników różnicujących koszt realizacji projektu biurowego jest cena zakupu działki. Echo nie przepłacało za działki, które obecnie znajdują się w banku ziemi. Za działki zlokalizowane w Warszawie Spółka płaciła ok. 200-320 EUR/m² GLA. Działki w miastach regionalnych były kupowane za ok. 80-220 EUR/m² GLA. Wyjątkiem są grunty zakupione w centrum Warszawy. Nieruchomość pod Q22 kosztowała 590 EUR/m² GLA, co powinno pozwolić Spółce na zamknięcie się z całkowitym kosztem wysokościowca poniżej 3000 EUR/m² GLA. Przy takim koszcie i stopie kapitalizacji przyjętej na poziomie 6,7%, projekt osiąga break-even przy czynszu 17 EUR/m².

Sprzedaż akcji przez głównego akcjonariusza

W toku jest proces sprzedaży 45-procentowego pakietu akcji przez Michała Sołowowa. Zakończenie tego procesu powinno zmniejszyć niepewność wokół przyszłości Spółki i korzystnie wpłynąć na notowania.

GTC		Kupuj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		4,91 PLN			Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		6,60 PLN						
(mln EUR)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)		
Przychody	147,6	131,1	-11,2%	125,7	-4,1%	129,8	3,2%	Liczba akcji (mln)	351,3	
EBITDA	-50,8	-121,0	138,1%	-120,6	-0,3%	89,3		MC (cena bieżąca)	1 724,9	
marża EBITDA	-34,4%	-92,2%		-95,9%		68,8%		EV (cena bieżąca)	4 987,8	
EBIT	-51,3	-121,4	136,8%	-121,1	-0,3%	88,8		Free float	58,8%	
Zysk netto	-96,0	-146,8	52,9%	-163,4	11,3%	30,5				
P/E						13,5		Zmiana ceny: 1m	-8,9%	
P/CE						13,3		Zmiana ceny: 6m	-32,7%	
P/BV	0,5	0,6		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-31,3%	
EV/EBITDA						13,5		Min (52 tyg.)	4,8	
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	8,4	

Utrata wartości nieruchomości w kwocie 132 mln EUR, która miała miejsce w Q4'14 umiarkowanie negatywnie wpłynęła na naszą wycenę akcji GTC, gdyż w październikowym raporcie ryzyko odpisów szacowaliśmy na kwotę 120 mln EUR. Uważamy, że pewna utrata wartości problematycznych aktywów nastąpi w kolejnych kwartałach, niemniej jej skala będzie nieporównywalnie niższa od obserwowanej w latach 2011-2014. Fundamentem naszej pozytywnej rekomendacji pozostają dwie warszawskie inwestycje w galerie handlowe, w przypadku których spółka złożyła kompletne wnioski o pozwolenie na budowę. Szacujemy, że powyższe projekty powinny przynieść spółce przynajmniej 230 mln EUR zysku z wyceny, co stanowi około 60% bieżącej kapitalizacji GTC. Najważniejszym czynnikiem ryzyka dla naszej rekomendacji są kwestie finansowe. Nie podejrzewamy, by posiadając 78 mln EUR gotówki GTC miał problemy z obsługą bieżących zobowiązań, jednak by zabezpieczyć brakujący wkład własny na warszawskie galerie, nie wspierając się emisją akcji, spółka musi przesunąć terminy spłaty kredytów, w których zostały złamane kowenanty oraz sprzedać część nieruchomości. Uważamy, że oba zadania są w zasięgu możliwości spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, obniżając cenę docelową dla akcji GTC z 7,0 do 6,6 PLN.

Wysoka strata na wycenie w Q4'14

W połowie stycznia Zarząd GTC poinformował, że utrata wartości nieruchomości GTC w Q4'14 wyniosła szacunkowo 132 mln EUR. Spadek wartości godziwej dotyczy głównie aktywów znajdujących się w mniejszych miastach w Rumunii, Chorwacji i Bułgarii, a także aktywów wchodzących w skład banku ziemi na Węgrzech (Budapeszt).

Nieruchomości pracujące

Wartość ukończonych nieruchomości komercyjnych GTC wyniosła na koniec 2014 r. 1,32 mld EUR. Kwota ta stanowi według naszych szacunków około 78% wartości wszystkich nieruchomości, w których GTC posiada udziały. Spółka podaje, że bieżący yield portfela ukończonych nieruchomości komercyjnych wynosi 8,9%, a średnia oczekiwana stawka czynszu (ERV) 13,1 EUR/m². Uważamy, że przy takich parametrach portfela, nie ma już miejsca na gwałtowne odpisy wartości tej grupy aktywów. 93% wartości portfela nieruchomości pracujących znajduje się w Polsce i stolicach krajów Europy Południowo-Wschodniej, które są wynajęte w średnio 95%. 5% pracujących nieruchomości stanowią centra handlowe w Bułgarii, które

są wynajęte w 93% i które w trakcie 9M'14 zwiększyły bieżące NOI o 39% r/r. Problem stanowią cztery galerie zlokalizowane w Rumunii i Chorwacji, których bieżące łączne NOI jest bliskie zera. Wartość bilansowa tych nieruchomości wynosi zaledwie 13 mln EUR, co stanowi nieco ponad 1% wartości nieruchomości pracujących.

Pozostałe nieruchomości

Wartość bilansową pozostałych nieruchomości, pomijając grunty pod warszawskie galerie, szacujemy na 223 mln EUR. Utrata wartości tej grupy aktywów wyniosła w samym Q4'14 około 60 mln EUR, a więc aż 17% ich wartości bilansowej. Uważamy, że tak znacząca przecena wynika z chęci sprzedaży przez zarząd aktywów, niemających strategicznego znaczenia dla spółki. Zweryfikowanie wycen bilansowych na rynku wiązało się z koniecznością wykazania znacznej straty.

Płynność finansowa

Na dzień 31 grudnia 2014 Spółka posiadała środki pieniężne w szacunkowej kwocie 78 mln EUR. Zarząd GTC uważa, że Spółka będzie zdolna do regulowania wszystkich swoich zobowiązań przynajmniej w ciągu następnych dwunastu miesięcy, a niezbędne finansowanie będzie pozyskiwane z: (1) dostępnych środków pieniężnych, (2) przychodów operacyjnych, (3) sprzedaży i refinansowania aktywów. Oznacza to, że zarząd nie zakłada obecnie scenariusza emisji akcji w celu ratowania bieżącej płynności finansowej. Największym ryzykiem dla płynności spółki są kredyty refinansujące galerie handlowe w Chorwacji, Bułgarii i Rumunii o łącznej wartości 72 mln EUR, w przypadku których spółka naruszyła kowenanty. Banki mogą wezwać GTC do wcześniejszej spłaty tych kredytów w terminie od 6 do 12 miesięcy, lecz jak dotąd tego nie zrobili. GTC już od kwietnia ubiegłego roku negocjuje rozłożenie powyższych kredytów na raty. Zakładamy, że negocjacje z bankami zakończą się sukcesem, co oznaczałoby, że spółka przesunie termin spłaty większości zobowiązań kredytowych na kolejne lata. W naszej opinii jest to niezbędne, by spółka ze środków własnych sfinansowała inwestycje w dwie galerie handlowe w Warszawie, w przypadku których brakujący wkład własny szacujemy na około 57 mln EUR.

Wróć plany emisji akcji na akwizycje

Zarząd GTC nie zrezygnował z planów emisji akcji, przeznaczonej w całości na nowe inwestycje w Europie Środkowo-Wschodniej. Kolejna próba pozyskania gotówki na ten cel powinna nastąpić po publikacji wyników rocznych w Q2'14.

Robyg		Kupuj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		2,16 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-01-26	
		Cena docelowa:		2,95 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	402,9	485,9	20,6%	406,1	-16,4%	410,1	1,0%	Liczba akcji (mln)	262,1
EBITDA	56,3	57,8	2,7%	61,9	7,0%	67,7	9,4%	MC (cena bieżąca)	566,1
marża EBITDA	14,0%	11,9%		15,2%		16,5%		EV (cena bieżąca)	788,9
EBIT	55,1	56,7	3,0%	60,1	5,8%	65,7	9,4%	Free float	16,5%
Zysk netto	20,0	26,1	30,3%	33,3	27,8%	45,2	35,5%		
P/E	27,8	21,6		17,0		12,5		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE	26,2	20,7		16,1		12,0		Zmiana ceny: 6m	-0,5%
P/BV	1,4	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	-10,0%
EV/EBITDA	15,0	13,4		12,8		11,0		Min (52 tyg.)	2,1
Dyid (%)	5,6	3,7		3,7		4,6		Max (52 tyg.)	2,7

Miniony rok Robyg może zaliczyć do udanych, choć nie znalazło to odzwierciedlenia we wzroście kursu akcji dewelopera, które są wyceniane na podobnym poziomie jak rok temu. W ubiegłorocznej strategii zakładaliśmy, że Robyg przedsprzeda w 2014 r. około 1,5 tys. lokali. Rzeczywistość okazała się dużo bardziej optymistyczna, gdyż ze sprzedażą na poziomie 2,1 tys. mieszkań Robyg zachował fotel lidera. Najlepsze czasy są jeszcze przed spółką. Cel zarządu na 2015 r. zakładający 2100-2300 sprzedanych lokali powinien być osiągnięty. Dobra sprzedaż jeszcze nie w całości odzwierciedlona jest w wynikach spółki. Zysk netto Robyga za 2014 r. szacujemy na 33 mln PLN (P/E'14=17,0x), a w 2015 r. jego wzrost do 45 mln PLN (P/E'15=12,5x). Szacujemy, że już w 2016 r. spółka podwoi wynik z 2014 roku, osiągając 67 mln PLN (P/E'16=8,4x). Podtrzymujemy rekomendację kupuj, wyznaczając cenę docelową dla akcji Robyga na poziomie 2,95 PLN. Nowa cena docelowa jest o 4% niższa od poprzedniej w uwagi na bardziej konserwatywne podejście do szacowania zysków w 2016 r. i kolejnych latach prognozy.

Zmiany w prognozach zysków

W całym 2014 r. Robyg przekazał klientom 1676 mieszkań, co było wynikiem o 10% lepszym od naszych prognoz z czerwca. Ponadto, w Q3'14 spółka zaprezentowała wysoką rewaluację nieruchomości w kwocie 11,1 mln PLN, dotyczącą biurowca na Wilanowie, podczas gdy nasza prognoza zakładała 3,7 mln PLN zysku z wyceny. W związku z powyższymi zdarzeniami, nasza prognoza zysku netto na 2014 r. rośnie o 30% do 33,3 mln PLN. Zysk netto przypisany akcjonariuszom spółki dominującej w samym Q4'14 szacujemy na niespełna 12 mln PLN. Nasze prognozy na 2015 r. nie ulegają istotnej zmianie. W związku ze wzrostem liczby mieszkań rozliczonych w wyniku do około 2,2 tys. zysk netto Robyga powinien wzrosnąć w bieżącym roku do 45 mln PLN (+35% r/r). Ostrożniej podeszliśmy do szacowania wyników 2016 r., obniżając naszą prognozę zysku netto do ok. 67 mln PLN, z wcześniejszych 78 mln PLN. Nawet po naszej korekcie dynamika wzrostu zysku netto w Robygu w 2016 r. wynosi 49%.

Lider przedsprzedaży 2014 r.

W 2014 r. Robyg sprzedał 2118 lokale (+22% r/r) utrzymując pierwszą pozycję wśród deweloperów notowanych na GPW. Celem zarządu na 2015 r. jest znalezienie nabywców na 2100-2300 mieszkań. Uważamy, że spółkę stać na realizację tego celu, pod warunkiem pozyskania i uruchomienia projektów z nowych gruntów. Nasze prognozy na 2015 r. to 2050 sprzedanych lokali.

Największe inwestycje w formule JV

W 2014 r. Robyg sfinalizował zakupy 4 gruntów na około 1700 mieszkań w Warszawie oraz zawarł przedwstępną umowę nabycia działki na około 500 lokali w Gdańsku. Skala zakupu nowych działek pozwoliła więc na utrzymanie banku ziemi na względnie stabilnym poziomie na przestrzeni ostatniego roku. Około 60% mieszkań realizowanych na nowych działkach powstanie w projektach joint venture. Obecnie większość mieszkań sprzedawanych przez Robyg realizowana jest bez partnera finansowego. Szacujemy, że 44% mieszkań sprzedanych w 2015 r. ma dotyczyć inwestycji JV, w których Robyg posiada połowę udziałów. Według naszych szacunków udział projektów JV w wolumenach sprzedaży w latach 2013-2014 był niższy i wyniósł 41-42%. Większa skłonność zarządu Robyga do realizacji projektów w formule JV jest jedną z głównych przyczyn obniżenia naszych prognoz zysku w 2016 r. i bardziej konserwatywnych założeń na kolejne lata. Polityka realizacji projektów w formule JV ogranicza ryzyko pojedynczego projektu, lecz jednocześnie ogranicza potencjał do wzrostu spółki w przyszłości.

Wzrost znaczenia Gdańska

Wzrost przedsprzedaży, który miał miejsce w Robygu w 2014 r. dotyczył głównie Gdańska. Szacujemy, że sprzedaż mieszkań w gdańskich projektach wzrosła o 55-60%, a udział tego rynku w całkowitej sprzedaży spółki wzrósł do 47% z 36% w 2013 r. (reszta sprzedaży ma miejsce w Warszawie). Poprawa miała miejsce, mimo że Robyg nie uruchamiał w Gdańsku żadnych nowych inwestycji, tylko kolejne etapy projektów Słoneczna Morena, Lawendowe Wzgórze oraz Albatros Towers. Udział Robyga na trójmiejskim rynku szacujemy na 16%, a na rynku warszawskim na 7%. Według danych REAS czas wyprzedaży obecnej oferty wynosi w Gdańsku 3,6 kwartału i jest to najszybsze tempo sprzedaży mieszkań wśród głównych aglomeracji w kraju. Warszawa z czasem wyprzedaży oferty na poziomie 4,2 kwartału zajmuje drugie miejsce w tym zestawieniu.

Dywidenda

Zatwierdzona przez zarząd w 2014 r. polityka dywidendowa Robyga na lata 2014-2015 zakłada przeznaczenie 75-80% skonsolidowanego zysku netto na dywidendę. Spółka od czterech lat regularnie wypłaca dywidendę. W 2015 r. prognozujemy jej wzrost o 25% do 0,10 PLN/akcję (DYield'15=4,6%). Zakładając, że Robyg utrzyma obecną politykę dywidendową również w kolejnych latach, w 2016 roku można liczyć na wypłatę 0,13 PLN/akcję (DYield'16=6,0%), natomiast w 2017 roku 0,19 PLN/akcję (DYield'17=8,8%).

Handel

CCC		Akumuluj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		149,35 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2014-12-19	
		Cena docelowa:		158,00 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 317,5	1 643,1	24,7%	2 010,6	22,4%	2 537,2	26,2%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	180,3	203,4	12,8%	317,6	56,1%	375,5	18,2%	MC (cena bieżąca)	5 735,0
marża EBITDA	13,7%	12,4%		15,8%		14,8%		EV (cena bieżąca)	6 349,8
EBIT	141,3	167,5	18,5%	278,3	66,1%	326,2	17,2%	Free float	63,0%
Zysk netto	106,3	125,2	17,8%	328,6	162,4%	336,2	2,3%		
P/E	53,9	45,8		17,5		17,1		Zmiana ceny: 1m	6,8%
P/CE	39,5	35,6		15,6		14,9		Zmiana ceny: 6m	35,2%
P/BV	10,8	9,7		6,9		5,2		Zmiana ceny: 12m	27,6%
EV/EBITDA	32,7	29,1		20,0		16,7		Min (52 tyg.)	103,5
Dyld (%)	1,1	1,1		1,1		1,1		Max (52 tyg.)	151,7

W ciągu ostatniego roku spółka CCC pokazała, że jest gotowa nie tylko na intensywną ekspansję na zagranicznych rynkach, ale także potrafi nadal poprawiać rentowność biznesu. Zakładamy, że dalszy wzrost rozpoznawalności sklepów CCC i lepsza efektywność sprzedaży/mkw. na rynku austriackim i niemieckim spowoduje, że staną się one rentowne odpowiednio w 2015 i 2016 roku. Ponadto, oczekujemy że spółka dalej będzie poprawiać wyniki osiągane na rynku czeskim, węgierskim, chorwackim i słoweńskim. W 2015 roku oczekujemy kontynuacji intensywnego rozwoju powierzchni handlowej netto (+22% r/r) przy zachowaniu wzrostu w placówkach porównywalnych (+3,5% r/r). Szacujemy, że marża brutto na sprzedaży obniży się o 1,3 p.p. do 53,5%, co przede wszystkim odzwierciedla negatywny wpływ aprecjacji dolara względem złotówki. Na poziomie oczyszczonego zysku netto oczekujemy 215 mln PLN w 2014 roku (+20% r/r) oraz 246 mln PLN w 2015 roku (+20% r/r). Przyspieszenie tempa wzrostu ma odzwierciedlenie w atrakcyjnym poziomie wskaźnika PEG (3%/69% dyskonto dla lat 2015/16), co sprawia, że 5% dyskonto na P/E'15 oraz 13% dyskonto na EV/EBITDA'15 jest nieuzasadnione. Utrzymujemy naszą rekomendację akumuluj oraz cenę docelową (158 PLN/akcję), uwzględniając umocnienie się USD względem PLN oraz obniżenie rfr do 3,5%.

Poprawa rentowności biznesów na rynkach zagranicznych

CCC planuje otwarcie 75 tys. mkw. brutto nowej powierzchni brutto, z czego 24% oraz 11% ma być otwartych odpowiednio na rynku niemieckim i austriackim. Rynki te powinny być fundamentem dalszego rozwoju Grupy CCC. Według naszych założeń sklepy na rynku austriackim powinny osiągnąć rentowność w 2015 roku (wymagana jest poprawa efektywności sprzedaży/mkw. o około 16%). Rynek niemiecki wymaga większej uwagi, jednak zakładając poprawę trendów sprzedażowych zanotowanych w 2014 roku szacujemy, że biznes ten stanie się rentowny w 2016 roku (wymagana poprawa efektywności sprzedaży/mkw. o około 34%). Ponadto oczekujemy mocniejszej kontrybucji do wyniku 2015 roku biznesów działających na rynku czeskim, węgierskim, chorwackim i słoweńskim.

Utrzymanie relatywnie wysokiej marży brutto na sprzedaży

Oczekujemy, że CCC osiągnie w 2014 roku 54,8% marży brutto na sprzedaży (+3,7 p.p. r/r), powracając do mocnych poziomów notowanych historycznie. Dla roku 2015 szacujemy spadek marży brutto na sprzedaży o 1,3 p.p. r/r do 53,5% w 2015 roku, na co wpływ będzie miało: 1) umocnienie się dolara względem złotówki oraz 2) ryzyko wprowadzenia mocniejszych wyprzedaży w celu zmniejszenia wskaźnika zapasów/mkw. Chcemy zwrócić uwagę na to, że wpływ umocnienia się USD będzie ograniczony ze względu na strukturę produkcji spółki (około połowa produktów jest wytwarzana w Polsce) oraz zabezpieczenie kursu USDPLN, w którym jest rozliczany zakup kolekcji wiosenno-letniej.

Mniejsze ryzyko pozostawienia części kolekcji na kolejny rok

Spółka zaraportowała wysoki poziom zapasów/mkw. na koniec 3Q'14 na poziomie 2 930 PLN na koniec 3Q'14 (vs. 2 270 po 3Q'13), co było efektem słabej sprzedaży we wrześniu wynikającej z niesprzyjających warunków pogodowych. Po wynikach za 3Q'14 spółka zapowiedziała, że nie będzie za wszelką cenę wyprzedawała całości kolekcji jesienno-zimowej i liczy się z wariantem pozostawienia części towarów na kolejny rok. Jednak ryzyko przechowywania towarów przez cały kolejny rok oraz późniejszej ich sprzedaży po niższej marży, zostało istotnie zmniejszone dzięki zaraportowaniu bardzo mocnej sprzedaży w grudniu (+42% r/r). W efekcie CCC zakończył rok 2014 z przychodami przekraczającymi 2 mld PLN (zgodnie ze zrewidowanym celem zarządu). Oczekujemy, że poziom zapasów/mkw. powinien obniżyć się do 2 850 PLN vs. wcześniejsze założenie 3 000 PLN. Oczekujemy, że spółka powinna istotnie zmniejszyć poziom zapasów/mkw. do 2 540 PLN na koniec 1H'15.

Cel zarządu na poziomie zysku netto oraz przychodów osiągnięty w 2014 roku

Pomimo niesprzyjającej pogody przez większość 4Q'14, CCC udało się osiągnąć całoroczny cel przychodów na poziomie 2 mld PLN. Warto zaznaczyć, że spółka zrealizowała dużą część sprzedaży po pełnych marżach, co pozytywnie wpłynęło na generowaną marżę brutto na sprzedaży (szacujemy spadek o 1,3 p.p. r/r do 53,5%). Oczekujemy, że przy zachowaniu dobrej kontroli kosztów SG&A, spółka CCC powinna zaraportować oczyszczony zysk netto na poziomie 99,5 mln PLN w 4Q'14 oraz 210 mln PLN w 2014 roku (vs. 200 mln PLN wyznaczonego celu przez zarząd CCC).

LPP		Sprzedaj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		7 716,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26	
		Cena docelowa:		6 400,00 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	3 223,8	4 116,3	27,7%	4 758,1	15,6%	5 448,6	14,5%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	563,4	764,1	35,6%	773,4	1,2%	751,9	-2,8%	MC (cena bieżąca)	13 966,5
marża EBITDA	17,5%	18,6%		16,3%		13,8%		EV (cena bieżąca)	14 416,9
EBIT	454,4	615,9	35,5%	583,3	-5,3%	531,1	-9,0%	Free float	48,0%
Zysk netto	353,1	430,9	22,0%	389,6	-9,6%	401,0	2,9%		
P/E	38,9	32,4		35,9		34,8		Zmiana ceny: 1m	3,3%
P/CE	29,7	24,1		24,1		22,5		Zmiana ceny: 6m	-4,5%
P/BV	11,3	9,3		8,3		7,3		Zmiana ceny: 12m	-13,7%
EV/EBITDA	24,4	18,5		18,6		19,2		Min (52 tyg.)	7 100,0
Dyld (%)	1,0	1,1		1,2		1,2		Max (52 tyg.)	10 100,0

Wyniki LPP są pod wyraźną presją czynników zewnętrznych, wśród których identyfikujemy silną dewaluację RUB oraz aprecjację USD oraz niesprzyjające warunki pogodowe. Ponadto, pogarszająca się sytuacja na rynku rosyjskim (gwałtowna dewaluacja rubla w 4Q'14 oraz ograniczenie inwestycji w nową powierzchnię handlową), zmusiły LPP do ograniczenia planów rozwoju na tym rynku. Konsekwencją tego jest spowolnienie tempa rozwoju powierzchni sprzedażowej z 129 tys. mkw. w 2014 roku (+22% r/r) do 139,5 tys. mkw. w 2015 roku (+19%). Dodatkowo, biorąc pod uwagę pogarszającą się efektywność sprzedaży w Grupie (wpływ na ten wskaźnik ma nie tylko Rosja i Ukraina, ale także Polska), spółce będzie trudniej zejść z wysokiego poziomu zapasów zaraportowanego na koniec 3Q'14. Dla 2015 roku oczekujemy spadku marży brutto na sprzedaży o 2 p.p. do 56,5% wynikającego z: 1) konieczności wprowadzenia agresywniejszych wyprzedży; 2) sprzedaży towarów zakupionych po wyższym kursie USD/PLN. Zmieniamy naszą rekomendację z redukcji do sprzedaj oraz obniżamy naszą cenę docelową do 6 400 PLN/akcję uwzględniając umocnienie się USD względem PLN (oczekiwany spadek marży brutto na sprzedaży o 2 p.p. w 2015 roku vs. 1,3 p.p. zakładane w poprzedniej prognozie).

Presja ze strony Rosji i Ukrainy

Przyspieszenie tempa osłabienia się rubla oraz hrywny w 4Q'14, będzie wywierało jeszcze mocniejszą presję na wyniki spółki w 2015 roku. Dynamiczna dewaluacja rubla, jaka miała miejsce w 4Q'14 wpłynie również negatywnie na poziom marży brutto na sprzedaży (spółka nie była w stanie podwyższać cen produktów na rynku rosyjskim w tak szybkim tempie). Równocześnie trzeba brać pod uwagę fakt, że każda podwyżka cen wpływa niekorzystnie na siłę nabywczą lokalnych konsumentów, co będzie miało odzwierciedlenie w spadku efektywności sprzedaży/mkw. na tych rynkach.

Spadająca efektywność sprzedaży/mkw. w Polsce

Biorąc pod uwagę coraz większe nasycenie rynku polskiego sklepami LPP, spółka chcąc dalej się rozwijać jest zmuszona otwierać sklepy w lokalizacjach o mniejszym potencjale generowania sprzedaży/mkw. Ponadto, biorąc pod uwagę efekt kanibalizacji oraz trudną sytuację na rynku polskim, oczekujemy spadku efektywności sprzedaży/mkw. na poziomie 3% rocznie w latach 2015-16. Jednocześnie szacujemy, że pomimo spadku generowanej sprzedaży, rentowność EBIT na poziomie sklepu powinna zostać utrzymana dzięki uzależnieniu opłaty czynszowej od obrotu generowanego przez placówkę. Oczekujemy, że LPP będzie utrzymywała dynamikę dodawania nowej powierzchni sklepowej w Polsce na poziomie 9% CAGR w latach 2014-20.

Spadek rentowności biznesu w 2015 roku

Istotne umocnienie się dolara względem złotówki (LPP nie zabezpiecza się przed zmianami kursu walutowego), negatywna presja na marżę ze strony rynku rosyjskiego i ukraińskiego oraz ryzyko mocnych wyprzedży w celu zejścia z relatywnie wysokiego poziomu zapasów zaraportowanych po 3Q'14, wpłyną niekorzystnie na kształtowanie się marży brutto na sprzedaży. Szacujemy, że poziom marży obniży się o 2 p.p. r/r, osiągając poziom 56,5% w 2015 roku. Po stronie kosztów SG&A/mkw. oczekujemy utrzymania się trendu spadkowego w 2015 roku, na który ma głównie wpływ renegocjacja umów czynszowych oraz zmniejszenie się kosztów ponoszonych w rublu i hrywnie. Szacujemy, że wartość kosztów SG&A/średnią ilość mkw. spadnie o 3,6% r/r do 266 PLN w 2015 roku. Biorąc pod uwagę wyżej wymienione czynniki oczekujemy spadku marży EBIT do 9,4% w 2015 roku (-2,9 p.p. r/r), a następnie delikatnego odbicia do 10,1% w roku 2016.

Zmniejszenie dynamiki wzrostu powierzchni handlowej

Pogorszenie się sytuacji na rynku rosyjskim sprawia, że LPP nie ma w tym momencie rynku, gdzie może prowadzić mocną ekspansję powierzchni handlowej (wcześniej Rosja i Ukraina odpowiadały za 31% oraz 28% nowej powierzchni handlowej w latach 2013-2014P). Potencjalnym nowym kierunkiem ekspansji mogą stać się Niemcy, jednak ze względu na wczesną fazę rozwoju biznesu w tym kraju, oczekujemy pierwszych wiążących decyzji odnośnie przyspieszenia tempa otwarć sklepów na tym rynku w 2016 roku. Szacujemy spadek dynamiki wzrostu powierzchni z 22% r/r w 2014 do odpowiednio 19% oraz 16% w latach 2015-16.

Inne

Work Service		Kupuj							
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		18,11 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-01-26	
		Cena docelowa:		21,90 PLN					
(mln PLN)	2012	2013	zmiana	2014P	zmiana	2015P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	727,4	918,4	26,2%	1 777,1	93,5%	2 357,4	32,7%	Liczba akcji (mln)	67,4
EBITDA	43,3	52,8	21,9%	90,4	71,2%	124,9	38,2%	MC (cena bieżąca)	1 219,9
marża EBITDA	6,0%	5,7%		5,1%		5,3%		EV (cena bieżąca)	1 365,8
EBIT	39,1	48,0	22,8%	83,3	73,5%	112,4	35,0%	Free float	26,2%
Zysk netto	20,4	26,5	30,0%	30,6	15,5%	48,5	58,8%		
P/E	54,7	42,1		39,9		25,1		Zmiana ceny: 1m	3,5%
P/CE	45,2	35,6		32,4		20,0		Zmiana ceny: 6m	24,3%
P/BV	9,1	4,7		3,2		2,6		Zmiana ceny: 12m	46,0%
EV/EBITDA	28,2	22,7		15,1		11,7		Min (52 tyg.)	12,2
Dyld (%)	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 r. do 6,1% w 2018 r. Wyjście z Polski przełoży się także na skrócenie cyklu konwersji gotówki oraz obniżenie się ekspozycji na ryzyko zmian regulacyjnych. Z drugiej strony nasze estymacje wyników finansowych Work Service z październikowego raportu wprowadzamy słabsze wyniki rynku rosyjskiego (Spółka nie zabezpiecza wyników w rublu) i większą proporcję udziału akcjonariuszy mniejszościowych w zysku netto, co widoczne jest po wynikach 3Q'14. Naszą wycenę obniżamy do 21,90 PLN, nadal jednak widzimy potencjał do wzrostów i podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Dalsza ekspansja zagraniczna

Spółka poinformowała, że jednym z celów emisji akcji może być akwizycja rumuńskiej agencji pracy tymczasowej. Do przejęcia podchodzimy pozytywnie. Sądzymy, że spółka rumuńska wpisuje się dobrze w model biznesowy Work Service. Zwracamy uwagę, że 31 grudnia 2013 r. upłynął termin obowiązywania ograniczeń w dostępie do rynków pracy dla obywateli Bułgarii i Rumunii w dziewięciu państwach Unii Europejskiej – Austrii, Belgii, Francji, Hiszpanii, Holandii, Luksemburgu, Malcie, Niemczech oraz Wielkiej Brytanii. Rodzi to szanse dla Work Service w ramach transgranicznej wymiany pracowników. Spółka planuje na szeroką skalę wysyłać pracowników rumuńskich do Niemiec, a w dalszej kolejności do Austrii. W naszym modelu wyceny przyjmujemy założenie o przejęciu za 30 mln PLN 51% podmiotu rumuńskiego bez długu netto za cenę odpowiadającą 7,5x EV/EBIT. Ponadto w połowie

grudnia Work Service poinformował o prowadzonych negocjacjach w sprawie nabycia niemieckiej spółki Königstein Beratungsgesellschaft für EDV-Dienstleistungen mbH, z siedzibą w Kolonii. Przedmiotem prowadzonych negocjacji, zapoczątkowanych podpisaniem przez strony stosownego listu intencyjnego, jest nabycie docelowo wszystkich udziałów w Königstein, przez IT Kontrakt (w której Work Service posiada 84,1%) przy czym w pierwszym etapie transakcja dotyczyłaby 51% udziałów. Przejęcie Königstein oceniamy pozytywnie. To kolejny krok w ekspansji na rynek niemiecki, co bardzo dobrze wpisuje się w strategię biznesową Work Service, która ma już doświadczenie w outsourcingu specjalistów IT.

Rosnący rynek

Work Service korzysta ze wzrostu rynku usług personalnych, chociaż rozwija się ponad dwukrotnie szybciej niż rynek (tempo wzrostu przychodów w 2013 r. było na poziomie 26,2% vs. 11% rynek). Rynek usług personalnych rozwija się w Europie Środkowo-Wschodniej w tempie ponad 10-11% rocznie. W 2012 r. wartość rynku usług personalnych wyniosła 2,35 mld EUR („Temporary Staffing in CEE-5”). Według badań IC Consulting, rynek usług personalnych będzie rosł w regionie w tempie 10,8% rocznie w okresie 2013-2017. Gros wzrostu będzie pochodzić z tytułu większej ilości pracowników tymczasowych (ich liczba w tym okresie będzie wzrastać średnio o 6,7% R/R). Największe zapotrzebowanie w regionie Europy Środkowo-Wschodniej będzie pochodzić od call centers, budownictwa i branży sprzedażowo-marketingowej.

Popyt na pracę z Niemiec

Niedobory pracowników w Niemczech zostały zidentyfikowane w 19 branżach. Sektory najpilniej potrzebujące specjalistów to: handel (34,7 tys. wakatów), przemysł metalowy (32,4 tys. wakatów), energetyka i elektryka (30,6 tys. wakatów), motoryzacja (29 tys. wakatów), medycyna (28,8 tys. wakatów) oraz logistyka (27,0 tys. wakatów). Sądzymy, że częściowo popyt może zostać obsłużony przez Work Service, który przejął jednego z polskich liderów wymiany transgranicznej - Work Express i dysponuje istotną bazą pracowników tymczasowych z regionu CEE.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Strategii:

Agora

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2014-05-07	2014-06-06	2014-08-27	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	10,15	9,60	8,24	8,35
WIG w dniu rekomendacji	50873,54	52901,29	52781,56	51680,12

Asseco Poland

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2014-07-08	2015-01-13	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	40,75	52,80	53,80
WIG w dniu rekomendacji	51286,46	51910,34	51680,12

Budimex

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2014-11-19	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	132,00	153,25
WIG w dniu rekomendacji	53368,22	51680,12

BZ WBK

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2014-05-07	2014-07-14	2014-09-08	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	362,00	348,00	403,00	343,15
WIG w dniu rekomendacji	50873,54	51085,89	54412,52	51680,12

CEZ

rekomendacja	Redukuj	Redukuj	Sprzedaj	Redukuj	Redukuj
data wydania	2014-05-07	2014-06-03	2014-09-08	2014-10-31	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	91,00	88,15	95,40	90,20	88,30
WIG w dniu rekomendacji	50873,54	52230,73	54412,52	53492,00	51680,12

Ciech

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2014-07-07	2014-08-06	2014-09-29	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	34,00	37,72	41,35	48,40
WIG w dniu rekomendacji	50995,56	50865,95	54574,21	51680,12

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj	Redukuj
data wydania	2014-06-06	2014-12-05	2014-12-15	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	22,10	24,14	25,00	22,90
WIG w dniu rekomendacji	52901,29	53346,86	52265,24	51680,12

Dom Development

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2014-05-07	2014-06-23	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	44,50	46,00	46,70
WIG w dniu rekomendacji	50873,54	52923,26	51680,12

Elektrobudowa

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2014-05-20	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	72,50	81,22
WIG w dniu rekomendacji	51070,22	51680,12

Enea

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2014-06-03	2014-10-31	2014-12-05	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	16,07	16,00	17,00	16,96
WIG w dniu rekomendacji	52230,73	53492,00	53346,86	51680,12

Energa

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2014-06-03	2014-10-31	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	18,85	24,66	23,30
WIG w dniu rekomendacji	52230,73	53492,00	51680,12

Erste Bank

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	19,98
WIG w dniu rekomendacji	51680,12

Famur

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2014-05-07	2014-07-23	2014-12-05	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	4,46	3,66	3,16	3,28
WIG w dniu rekomendacji	50873,54	51667,60	53346,86	51680,12

Getin Noble Bank

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2014-07-14	2014-12-01	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	3,00	2,23	1,80
WIG w dniu rekomendacji	51085,89	53247,07	51680,12

GTC

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2014-06-06	2014-10-22	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	8,00	5,85	4,91
WIG w dniu rekomendacji	52901,29	53213,51	51680,12

Handlowy

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2014-06-06	2014-07-14	2014-09-08	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	121,30	108,00	118,00	108,80
WIG w dniu rekomendacji	52901,29	51085,89	54412,52	51680,12

ING BSK

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2014-07-14	2014-10-07	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	128,70	144,00	136,50
WIG w dniu rekomendacji	51085,89	53992,31	51680,12

JSW

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	20,40
WIG w dniu rekomendacji	51680,12

Kernel

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2014-05-07	2014-06-06	2014-07-07	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	27,05	30,84	32,15	32,48
WIG w dniu rekomendacji	50873,54	52901,29	50995,56	51680,12

Kęty

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2014-07-01	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	226,95	280,00
WIG w dniu rekomendacji	51934,94	51680,12

KGHM

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2014-11-05	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	127,25	108,25
WIG w dniu rekomendacji	53905,66	51680,12

Kopex

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2014-07-07	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	10,75	10,82
WIG w dniu rekomendacji	50995,56	51680,12

Kruk

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2014-06-06	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	95,49	113,00
WIG w dniu rekomendacji	52901,29	51680,12

LPP

rekomendacja	Redukuj	Sprzedaj
data wydania	2014-12-19	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	7770,00	7716,00
WIG w dniu rekomendacji	51739,04	51680,12

LW Bogdanka

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2014-07-07	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	116,00	99,00
WIG w dniu rekomendacji	50995,56	51680,12

Millennium

rekomendacja	Redukuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2014-07-07	2014-07-14	2014-10-07	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	8,05	7,74	8,77	7,50
WIG w dniu rekomendacji	50995,56	51085,89	53992,31	51680,12

Netia

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2014-07-07	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	5,27	5,70
WIG w dniu rekomendacji	50995,56	51680,12

Orange Polska

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2014-11-05	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	9,98	8,20
WIG w dniu rekomendacji	53905,66	51680,12

OTP Bank

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	3779,00
WIG w dniu rekomendacji	51680,12

Pekao

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Redukuj	Redukuj
data wydania	2014-07-14	2014-09-08	2014-11-05	2014-12-05	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	175,00	191,00	178,50	186,45	179,00
WIG w dniu rekomendacji	51085,89	54412,52	53905,66	53346,86	51680,12

PKO BP

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2014-07-14	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	38,20	33,00
WIG w dniu rekomendacji	51085,89	51680,12

RBI

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	10,21
WIG w dniu rekomendacji	51680,12

Robygn

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2014-06-23	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	2,35	2,16
WIG w dniu rekomendacji	52923,26	51680,12

Synthos

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2014-12-17	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	3,90	4,07
WIG w dniu rekomendacji	50683,91	51680,12

Tarczyński

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2014-06-04	2014-07-17	2014-12-03	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	11,89	10,00	11,55	12,75
WIG w dniu rekomendacji	52326,40	51445,92	53773,45	51680,12

Tauron

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2014-06-03	2014-10-31	2014-12-05	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	5,40	5,17	5,27	5,01
WIG w dniu rekomendacji	52230,73	53492,00	53346,86	51680,12

TVN

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2014-09-11	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	14,98	17,60
WIG w dniu rekomendacji	54558,48	51680,12

Vistal

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2014-10-15	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	13,78	9,59
WIG w dniu rekomendacji	52823,62	51680,12

Work Service

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2014-09-08	2014-10-07	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	17,08	18,70	18,11
WIG w dniu rekomendacji	54412,52	53992,31	51680,12

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP S.A.).

Zestawienie rekomendacji wydanych w ostatnim miesiącu znajduje się na stronie 17 Strategii. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Strategii znajduje się na stronie 18 niniejszego opracowania.

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Zysków ekonomicznych - polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Zdyskontowanych dywidend - polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu

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

Departament analiz:

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

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 03
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 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zespół Prywatnego Maklera:

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