



Dom Maklerski

Prognozy kwartalne

na III kwartał 2014 r.

Podsumowanie: powiało chłodem

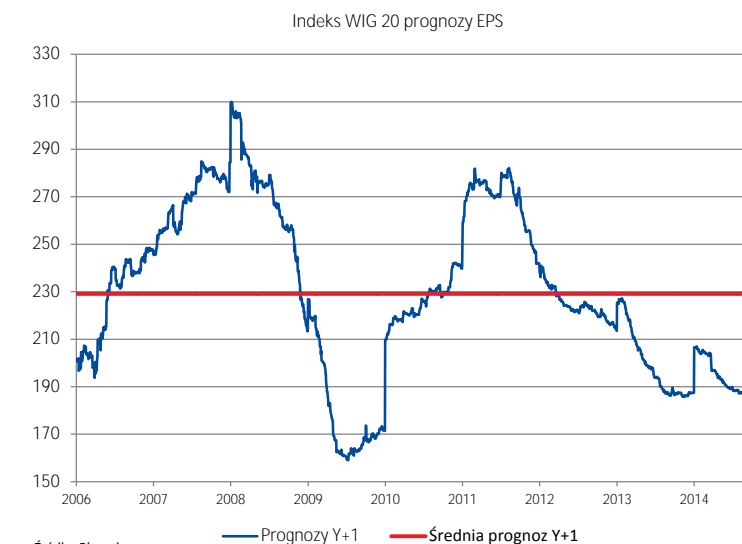
- Umiarkowany pesymizm na następne trzy miesiące wynika z (jesiennego) ochłodzenia klimatu makroekonomicznego, obniżania oczekiwań co do wyników spółek oraz relatywnie wysokich wycen. Dla rynku akcji spodziewamy się całkowitej stopy zwrotu rzędu od -5% do +0% (WIG 20 za trzy miesiące 2 260-2 380; WIG 49700 – 52300)
- Wyceny spółek nie zmieniły się istotnie przez ostatnie trzy miesiące i nadal są na godziwym poziomie. Dla WIG P/E wynosi 14,5x na 2014 r. i 14x na 2015 r. (vs. średnia z ostatnich 10 lat 14,9x). Na plus przemawia stopa dywidendy, która dla WIG 20 wynosi 4,4% na 2015 r.
- Czwarty kolejny rok konsekwentnie obniżane są prognozy poprawy wyników (kolejne -2% w minionym kwartale). EPS dla WIG poprawi się, ale miernie (skorygowany +9% w 2014 r.; +4% w 2015 r.).
- Wzrost PKB przejściowo spowolni z powodu negatywnego wpływu kryzysu rosyjsko-ukraińskiego oraz wyraźnego spowolnienia/recesji w krajach strefy euro. W 2015 r. ze względu na siłę popytu krajowego, wspieranego przez poluzowanie monetarne i fiskalne, oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB do 3,6% z 3,2% w 2014 r.
- Niskie stopy z jednej strony mają pozytywny wpływ na wyceny, z drugiej strony obniżają oczekiwania co do poprawy zysku w bankach. Mimo rekordowo niskich poziomów nadal utrzymują się odpływy z funduszy akcyjnych z powodu awersji do ryzyka oraz dobrych wyników funduszy obligacyjnych.
- Głównymi czynnikami ryzyka pozostaje spowolnienie globalnej gospodarki (Chiny, Europa), które jest ostatnio zdecydowanie bardziej widoczne, przebieg kryzysu na Ukrainie oraz strukturalny efekt reformy OFE.
- W tym scenariuszu rekomendujemy stawianie na defensywne sektory oraz przede wszystkim na selekcję. Wydaje nam się, że ewentualne korekta to nie początek dłuższego trendu, a jedynie dostosowanie wycen rynkowych do słabnących oczekiwań makroekonomicznych oraz obniżanych prognoz dynamiki wyników. Nasze pomysły na plus to: PZU, PGE, mBank, CCC, Bogdanka, Kęty, GTC, GPW, Forte, Apator, Amica, Stalexport, Alumetal, AB, Selena, Monnari, Pekaes, Unibep, Duon, Ferro, Mieszko.

Po letnich wzrostach jesienny chłód

Po optymistycznych nastrojach z końca lata pozostało ciepłe wspomnienie. Jesień przyniosła ochłodzenie nastrojów, przede wszystkim wynikające z pogorszającego się otoczenia makroekonomicznego i coraz wyraźniejszego obniżania oczekiwań co do wzrostu PKB w 2015 r. Dodatkowo cięcie stóp obniżyło oczekiwania co do wzrostu wyników sektora bankowego w przyszłym roku. Zauważono, że słabszy wzrost PKB, niższe stopy i spadające ceny surowców oznaczają niższą dynamikę poprawy wyników spółek w przyszłym roku. Konsensus na 2015 r. spadł o ponad 10% od początku roku, w tym o 2% w ostatnim kwartale. Tym samym jest to czwarty rok z rzędu, w którym w ciągu roku konsekwentnie obniżane są prognozy EPS na rok przyszły. W efekcie całkowita stopa zwrotu dla indeksu WIG 20 za ostatnie dwa lata wynosi praktycznie 0%. Bardzo ważne będą rzeczywiste wyniki w przyszłym roku. Historycznie w latach, w których w roku poprzednim obniżano oczekiwania, a w bieżącym następował zwrot sentymentu (czyli analitycy przereagowywali lub pojawiało się pozytywne zaskoczenie) następowały znaczne wzrosty. Dla przykładu: na 2010 r. (w ciągu 2009 r.) obniżono oczekiwania aż o 24%, ale w samym 2010 r. poprawiły się one już o 21%; w efekcie indeks wzrósł 18%. Podobna sytuacja była w 2012 r., czy w 2009 r. (tu minimum oczekiwań EPS osiągnięto w lipcu po obniżce o 61%, ale do końca roku prognozy odbiły o 10%). Naszym zdaniem jednak przy wciąż dużej niepewności, co do wzrostu PKB i rzeczywistych wyników spółek, jest za wcześnie, aby zwiększać alokację w oczekiwaniu na podobny rozwój wypadków. Dlatego zmieniamy nastawienie na umiarkowany pesymizm (przynajmniej na najbliższe trzy miesiące) i dla rynku akcji spodziewamy się całkowitej stopy zwrotu rzędu od -5% do +0% (WIG 20 za trzy miesiące 2 260-2 380; WIG 49700 – 52300).



Źródło: Bloomberg



Źródło: Bloomberg

Za drogą na wzrosty, (prawie) za tanio na spadki

Obecnie wyceny utrzymują się na relatywnie wysokim poziomie (P/E dla WIG 14,5x na 2014 r.), ale naszym zdaniem nie wkroczyły w obszar przewartościowania. Średnie P/E dla WIG za ostatnie 10 lat to 14,9x, tak więc jesteśmy blisko tego poziomu. Rozstrzygającym czynnikiem, co do przestrzeni dla wzrostów indeksów jest więc naszym zdaniem oczekiwana poprawa EPS w 2015 r. Jednak w świetle obniżanych oczekiwań co do wzrostu PKB w przyszłym roku, mocno ściętych stóp i słabych surowców P/E na 2015 r. to nadal 14x.

Gorzej wygląda to dla blue-chip'ów. gdzie P/E na ten rok jest 14% powyżej średniej (13,9x) i najwyższej od 2007 r.

Z fundamentalnego punktu widzenia najistotniejsza wiadomość, to jak mocno i kiedy spółki zaczną poprawiać wyniki (+7,4% w 3Q). Dla spółek przez nas pokrywanych (74% całej kapitalizacji bez spółek zagranicznych, 58% kapitalizacji ogółem) spodziewamy się w 2014 r. poprawy wyników o 9% r/r i zaledwie o 4% w 2015 r. Wydaje się, że momentum wyników nie daje wsparcia dla wzrostu kursów, zwłaszcza w świetle relatywnie wysokich wycen.

Z drugiej strony rekordowo niskie stopy procentowe (2,7% rentowność 10 letnich obligacji Skarbu Państwa) uzasadniają coraz wyższe mnożniki przy innych założeniach nie zmienionych. Na przykład dla obecnego P/E dla WIG 20 na 2015 r. i stałej stopy wypłaty dywidendy (obecnie ok. 60%) oraz koszcie kapitału na poziomie 8% implikowany wzrost (g) to umiarkowane 3-3,4%. Inaczej mówiąc spadek stopy wolnej od ryzyka o 50 punktów bazowych oznacza wzrost godziwego wskaźnika P/E o 12%.

Kolejnym argumentem za inwestycją w akcje polskie jest wysoka stopa dywidendy na poziomie 4,4% dla WIG 20 na 2015 r. Dużo spółek ma silne bilanse (np. sektor finansowy) i generuje solidne przepływy pieniężne, co pozwala łączyć szybki wzrost z przyzwoitą dywidendą. Drugą grupą są spółki Skarbu Państwa, które zgodnie ze starą budżetową tradycją wypłacają dywidendę.

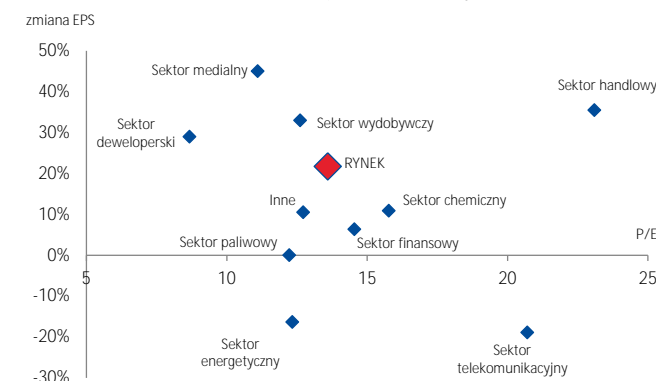
Indeks	R/R	YTD
WIG	-1%	2%
WIG 20	-5%	-1%
WIG-BANKI	-4%	0%
WIG-CHEMIA	-13%	-8%
WIG-DEWELOPERZY	-16%	-14%
WIG-ENERGIA	21%	32%
WIG-PALIWA	-11%	-2%
WIG-SUROWCE	-6%	-1%
WIG-TELEKOMUNIKACJA	13%	4%
WIG-MEDIA	1%	13%

Źródło: Bloomberg na dzień 16 października 2014

	zmiana EPS 2015/14	P/E 2015
Sektor mediowy	45%	11,1
Sektor handlowy	35%	23,1
Sektor wydobywczy	33%	12,6
Sektor deweloperski	29%	8,7
Rynek	22%	13,6
Sektor chemiczny	11%	15,8
Inne	10%	12,7
Sektor finansowy	6%	14,5
Sektor energetyczny	-16%	12,3
Sektor telekomunikacyjny	-19%	20,7
Sektor paliwowy	-	12,2

Źródło: DM PKO BP

2014 rok zmiana EPS i P/E w podziale na sektory - DM PKO BP



Źródło: DM PKO BP

W 3Q wyniki poprawią się o 7,4% r/r

W 3Q spodziewamy się wzrostu wyniku pokrywanych przez nas spółek o 7,4%, a w całym 2014 r. skorygowanego wzrostu o 9% r/r. Wyniki w 3Q w naszej opinii nie dadzą impulsu do wzrostu na GPW, zwłaszcza w świetle pogarszających się oczekiwań na przyszły rok.

Na początku roku wciąż konsensus zakładał mocną poprawę wyników 2015 r. na fali silnego wzrostu PKB, ale ostatnie dane makroekonomiczne oraz ciecie stóp podziało jak zimny prysznic. Od początku roku oczekiwania spadły o 10% (2% w 3Q). Niestety naszym zdaniem za wcześnie, aby twierdzić, że to już koniec cięć oczekiwań i istnieje przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń. Wręcz przeciwnie, można się spodziewać dużej liczby obniżonych prognoz i wycen w najbliższych tygodniach (przy okazji sezonu raportowania spółek).

W całym 2015 r. poprawa dla pokrywanych przez nas spółek jest mocna tylko pozornie (+22% r/r), gdyż w dużej mierze wynika z wielu jednorazowych zdarzeń negatywnych, które zmaterializowały się w 2014 r. Dobrym przykładem jest sektor paliwowy, który nominalnie poprawi wynik o 6 mld PLN (ze straty netto rzędu 0,5 mld PLN – odpis PKN), ale po skorygowaniu byłoby to zaledwie +9%. Przyszłoroczne wyniki dla wszystkich spółek przez nas pokrywanych skorygowane o najbardziej znaczące zdarzenia jednorazowe urosną o zaledwie 4% (sic!). Sektor finansowy, typowany na lokomotywę GPW, poprawi wynik zaledwie o 2% ze względu na spadek marży odsetkowej w bankach.

W 2015 r. tak niska dynamika zysków wynika z kilku czynników. Słabe wsparcie daje sektor finansowy, który ugina się pod presją obniżek stóp procentowych (EPS zaledwie +2%), a negatywną kontrybucję ma sektor energetyczny (od -5% do -10% r/r) i telekomunikacyjny. Ryzykiem jest również zakładana poprawa wyników w sektorze wydobywczym (prognoza +33%), gdyż obecnie pogarszające się uwarunkowania makroekonomiczne mogą wpłynąć na utrzymanie się niskich cen surowców.

Silne wsparcie dają sektory cykliczne, takie jak deweloperzy (+30% r/r), sektory handlowy (+35%) i media (+45%)

Perspektywy dla sektora bankowego ciężko uznać za zachęcające. Obniżki stóp procentowych (w tym niesymetryczna obniżka stopy lombardowej) oraz słabsze sygnały płynące z polskiej gospodarki, sprawiają że oczekiwana poprawa zysków w 2015 staje pod znakiem zapytania. W scenariuszu nieznacznego wzrostu wyników w 2015, obecne wyceny na poziomie 15,6x zyski za 2014 (mediana dla sektora) nie prezentują się nadzwyczaj zachęcająco. Z drugiej strony relatywnie wysoka stopa dywidendy (4,0% wobec rentowności 10-letnich obligacji skarbowych na poziomie 2,7%), ogranicza w naszej ocenie potencjał spadkowy.

Głównymi czynnikami ryzyka pozostaje spowolnienie globalnej gospodarki (Chiny, Europa), które jest ostatnio zdecydowanie bardziej widoczne, przebieg kryzysu na Ukrainie oraz strukturalny efekt reformy OFE.

W ostatnich tygodniach widać wyraźne oznaki spowolnienia w Chinach (rynek nieruchomości), Europie (słaby popyt i ujemna dynamika kredytów) oraz w Polsce (produkcja, sprzedaż). Dodatkowo słaby PLN wobec USD, ale nie wobec EUR osłabia wkład eksportu netto na wzrost PKB. Naszym zdaniem każde kolejne dane osłabiają oczekiwania i podmywiają prognozy wyników spółek.

Trudno powiedzieć czy oczekiwania znalazły już dno, gdyż nie znany jest pełny wpływ sankcji na gospodarkę Europy, Niemiec i Polski, a także dalszy przebieg konfliktu na Ukrainie.

Kolejnym, również istotnym ryzykiem są Chiny. W 2Q wzrost PKB nieznacznie przyspieszył w porównaniu z 1Q z 7,4% do 7,5% r/r. Jednak wyraźne spowolnienie na rynku nieruchomości, wdrażanie reform i zmiana struktury wzrostu wywołują presję na ceny surowców, a w warszawskim indeksie spółki z tej branży mają istotny udział. Ponadto zwiększona podaż surowców dodatkowo utrudnia sytuację na tych rynkach (np. węgiel). Zmiany chińskiego popytu na metale czy węgiel będzie miała duży wpływ i w kolejnych miesiącach może zaskoczyć zarówno na plus jak i na minus.

Naszym zdaniem rynek dopiero dostosowuje wyceny na GPW do nowych ryzyk dla wzrostu PKB w Polsce (w poprzednim kwartale Polska giełda była lepsza niż rynki wschodzące: WIG +1,5%; MSCI EM -1,3%) i istnieje poważne ryzyko kontynuacji spadkowej korekty do końca tego roku. .

Pierwsze osiem miesięcy pokazało, że OFE ograniczyły zakupy akcji (3,2 mld PLN w 2014 w porównaniu do 15 mld PLN w 2013 r.), a jeżeli już to kupowały akcje głównie za granicą, a w Polsce raczej tylko w ABB i IPO. W I-VIII OFE kupiły akcje zagraniczne za 2,5 mld PLN i akcje polskie za 0,7 mld PLN. Jednak to ryzyko w krótkim terminie zostało zmitygowane przez interpretację KNF, która za inwestycje zagraniczne uznała wszystkie spółki, których wartość nominalna akcji denominowana jest w walucie innej niż PLN, bez względu na miejsce notowań czy zakupu tych akcji przez OFE. Wyczerpało to potencjał do dalszych zakupów, ponieważ udział akcji zagranicznych skoczył do 9,0% portfela akcyjnego. Jednak w kolejnych latach zarówno dozwolony udział akcji zagranicznych, będzie rósł z 10% do 30% w 2016 r., a minimalny poziom alokacji w akcje ogółem będzie spadać z 75% w 2014 r. do 15% w 2017 r. Może to stanowić presję na rynek Polski. Z kolei wsparciem może być ustalenie benchmarku przez MF, w którym 80% udziału ma WIG.

Kontynuacja procesu zmian w strukturze portfeli oraz odpływy netto będą miały bardzo mocny wpływ na GPW. W 2014 r. napływy netto wyniosą 8,1 mld PLN (odpływy brutto 5 mld PLN), a w 2015 r. odpływy netto 1,1 mld PLN (brutto 3,8 mld PLN). Najważniejszym ryzykiem jest strukturalna zmiana w zachowaniu inwestycyjnym OFE.

Kolejnym ryzykiem najtrudniejszym do skwantyfikowania jest sytuacja geopolityczna na Ukrainie. Wydaje się, że obecnie sytuacja stabilizuje się, a rynki finansowe oswoiły się z obecnym status quo, ale w każdej chwili może powrócić obawa o eskalację konfliktu, czy obawy jak ostatecznie zawarte porozumienie (w zależności od jego kształtu) wpłynę na gospodarkę Rosji i regionu oraz sankcje. Dodatkowo, coraz pewniejsza recesja i możliwe problemy budżetowe Rosji w obliczu spadających cen ropy naftowej zwiększają ryzyko.

Z drugiej strony, dalszy spadek ryzyka systemowego (zwłaszcza relatywnie jak np. Polska versus Rosja) oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe w Europie i Polsce wspierają wyceny akcji. Z jednej strony obniża to stopę wolną od ryzyka i koszt kapitału, z drugiej teoretycznie zachęca do inwestycji zarówno spółki, jak i inwestorów kapitałowych. Konflikt na Ukrainie, oraz relatywne wyniki funduszy obligacyjnych i akcyjnych, skutkują odpływami z akcyjnych TFI, ale naszym zdaniem z braku alternatywy, po uspokojeniu sytuacji, przepływ z nisko oprocentowanych depozytów do TFI jest bardzo prawdopodobny. Negatywną stroną cięcia stóp w Polsce jest ich mocny ujemny wpływ na wyniki banków. Sektor ten ma bardzo dużą wagę w indeksie i dlatego ryzyko dalszego cięcia stóp może być, wbrew intuicji i teorii wyceny, katalizatorem do spadków (jak na wiosnę).

Dużą szansą dla europejskich akcji, głównie krajów południa, ale też Polski, jest ewentualna decyzja EBC o agresywniejszym luzowaniu ilościowym. Taka informacja byłaby w naszej opinii bardzo pozytywnie odebrana przez rynki.

Podsumowując i przekładając to na selekcję to, po pierwsze oczekujemy dużych różnic pomiędzy konkretnymi spółkami, ale na zagregowanym poziomie średnie spółki powinny według nas dać wyższą stopę zwrotu niż duże. W konsekwencji stawiamy przede wszystkim na selekcję małych i średnich spółek oraz wyróżniamy spółki defensywne i dywidendowe. Wydaje nam się, że ewentualne korekta to nie początek dłuższego trendu, a jedynie dostosowanie wycen rynkowych do słabnących oczekiwań makroekonomicznych oraz obniżających się prognoz dynamiki wyników. W tym kontekście warto selektywnie kupować akcje na spadkach.

Rekomendacje i perspektywy dla poszczególnych sektorów, szczegółowe prognozy makro oraz oczekiwania co do stopy procentowej i walut prezentujemy w dalszej części raportu.

W poniższej tabeli przedstawiamy naszą selekcję, czyli jakie pomysły preferujemy ze spółek na kolejne trzy miesiące 2014 r. i początek 2015 r.

TOP PICKS							
Spółka	MCAP (PLN m)	Cena (16.10.2014)	P/E za 4 ost. kw.	Uzasadnienie	Analityk	Cena docelowa	
PZU	40 594.2	470.10	12.2	Preferowana ekspozycja spośród "dużych" spółek finansowych; atrakcyjne dywidendy (ok. 8%); dobre wyniki 3Q14; nowa strategia ukierunkowana na wzrost przychodów z działalności ubezpieczeniowej i zdrowotnej	Jaromir Szortyka	520.00	
PGE	39 433.3	21.09	9.6	Relatywnie do Tauron. Większy potencjał wypłaty dywidendy, potencjalna poprawa środowiska regulacyjnego: elektrownia atomowa, kompromis klimatyczny	Stanisław Ozga	18.60	
mBank	20 471.9	485.00	16.3	Potwierdzenie doniesień mediowych o zaliczeniu stress-testów przez Commerzbank, może oddalić spekulacje o potencjalnej sprzedaży pakietu akcji MBK; dyskonto wobec peers'ów oraz relatywnie wysoka stopa dywidendy	Jaromir Szortyka	525.00	
CCC	4 915.2	128.00	28.5	Szansa na szybki rozwój w Austrii i Niemczech, dobre momentum wynikowe w 1 półroczu 2014	Włodzimierz Giller	150.00	
Bogdanka	3 734.7	109.80	13.4	Uruchomiony zakład przeróbki węgla będzie miał pozytywny wpływ na wolumen i wyniki (już od 3Q, w pełni od 2015 r.). Rosnąca dywidenda (DY 6-7%). Ryzyko polityczne w krótkim terminie, ale w średnim i dłuższym korzystne zmiany strukturalne i duży potencjał rozwoju (koncesje)	Artur Iwański	134.00	
Kęty	2 407.1	256.60	13.6	Doskonale wyniki, silne perspektywy wzrostu zysków i dywidendy, wkrótce strategia na pięć lat	Artur Iwański	264.00	
GTC	1 914.6	5.45	-	Wycena skorygowana o rewaluację w IIIQ. Możliwość uruchomienia przynajmniej jednej inwestycji na początku 2015r.	Stanisław Ozga	8.00	
GPW	1 574.0	37.50	14.0	Poprawa wyników w 2015 (+18% r/r) dzięki segmentowi towarowemu; nowa strategia; szanse na wyższą dywidendę (130 mln PLN gotówki netto; fcf/mcap 7-8% w najbliższych latach)	Jaromir Szortyka	46.00	
Forte	1 254.1	52.80	16.9	P/E 14: 14.6, P/E 15: 11.8, wzrost capacity, intensywna współpraca z Steinhoff	Piotr Łopaciuk		
Apator	1 225.0	37.00	16.0	Szansa na pozyskanie dużych kontraktów na gazomierze w Holandii. Defensywny biznes model. P/E 2014: 13.3	Piotr Łopaciuk	43.50	
Amica	813.7	104.65	7.8	Coraz mniejsza waga Rosji w mixie, dynamiczny rozwój (nowe kanały i produkty) w Niemczech i UK. P/E 2014 10.5	Piotr Łopaciuk		
Stalexport	645.4	2.61	9.9	Dobra ekspozycja na niskie stopy procentowe. Cały czas niezły wzrost ruchu (około +5% w 3Q). P/E 2014: 10.8	Piotr Łopaciuk		
Alumetal	625.4	41.48	17.5	Budowa zakładu węgierskiego w jednym rzucie, mocne marże stop/scrap, skorygowane P/E 14: 10.7, ryzyko koniunktury i Novelisa, stopa dywidendy 4.2%	Piotr Łopaciuk	46,5	
AB	467.8	28.90	8.2	Duża luka w mnożniku P/E (8.2) do Actiona, lekka poprawa wyników, stopa dywidendy 2.4%.	Piotr Łopaciuk		
Selena	370.1	16.21	20.8	Niestety kolejny kwartał obciążony FX'em (-8m PLN). P/E 14: 16, bez różnic kursowych lekko poniżej 10	Piotr Łopaciuk		
Monnari	279.7	9.15	11.6	Poprawa wyników dzięki restrukturyzacji, plany wzrostu organicznego i atrakcyjna wycena (2014E P/E 12,2)	Włodzimierz Giller		
Pekaes	275.0	9.01	16.6	P/E 14: 16, po wyłączeniu nieruchomości inwestycyjnych i gotówki P/E: 10. Decydująca będzie potencjalna akwizycja (Lotos Kolej?) i jej cena	Piotr Łopaciuk		
Unibep	256.7	7.32	18.6	P/E 13, stopa dywidendy 2.4%, dobra jakościowo spółka z sektora budowlanego, "Budimex mini"	Piotr Łopaciuk		
Duon	220.3	2.15	13.1	Kontynuacja poprawy wyników, silny cash flow operacyjny, perspektywa wypłaty dywidendy za 2014 r.	Monika Kalwasińska	2.57	
Ferro	203.4	9.53	8.0	P/E 14: 7.8 stopa dywidendy: 8,8%, choć w '15tym spółka pod presją negatywnego otoczenia FX'owego. Wzrostowy biznes model, udana ekspansja na kolejnych rynkach	Piotr Łopaciuk		
Mieszko	160.6	3.93	11.2	Niska wycena, poprawa wyników związana z obniżeniem kosztów operacyjnych oraz finansowych (systematyczna spłata długu), cena na giełdzie nie odzwierciedla fair value spółki	Monika Kalwasińska	4.49	

TOP SELLS							
Spółka	MCAP (PLN m)	Cena (16.10.2014)	P/E za 4 ost. kw.	Uzasadnienie	Analityk	Cena docelowa	
Tauron	8 990.6	5.13	7.6	Relatywnie do PGE. Rosnące wskaźniki zadłużenia, znacznie mniejsze możliwości dywidendowe	Stanisław Ozga	4.90	
Grupa Azoty	5 683.9	57.30	35.4	Wysoka wycena, bardzo wysokie zbiory zbóż wywołujące presję na ceny nawozów, brak driverów przekładających się na poprawę wyników, wzrost cen gazu	Monika Kalwasińska	60.90	
Eurocash	4 779.4	34.49	24.0	Pomimo spadków ceny akcji wycena ciągle wysoka (2014E EV/EBITDA 13,4) a rynek handlu żywnością pod presją na marże	Włodzimierz Giller	32.10	
Ciech	2 134.3	40.50	146.2	Słabe wolne przepływy, tempo i skala poprawy wyników wolniejsza niż wzrost kursu, wycena z premią, brak finansowania na nowe inwestycje ponad to co już jest, perspektywa emisji akcji, spółka ma niekorzystną strukturę finansowania	Monika Kalwasińska	30.51	

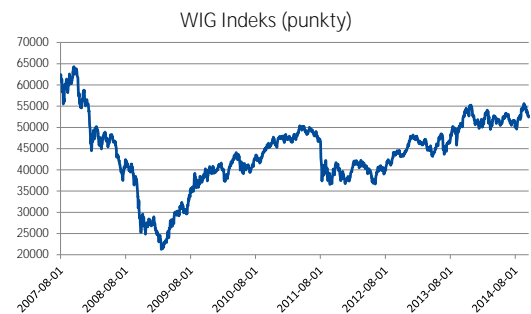
Krajowe dane makroekonomiczne za okres lipiec-wrzesień (słabsze wyniki w przemyśle, spadki produkcji w budownictwie, stabilna dynamika płac i zatrudnienia) wskazują, że w 3q2014 dynamika PKB będzie niższa od odczytu z 2q. Wzrost PKB przejściowo spowolni z powodu negatywnego wpływu kryzysu rosyjsko-ukraińskiego oraz wyraźnego spowolnienia/recesji w krajach strefy euro. W 2015 r. ze względu na siłę popytu krajowego, wspieranego przez poluzowanie monetarne i fiskalne, oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB do 3,6% z 3,2% w 2014 r. Niesymetryczna obniżka stóp NBP (obniżka stopy lombardowej o 100 pb implikująca obniżenie maksymalnego pułapu oprocentowania kredytów konsumpcyjnych o 400 pb) oraz ogłoszona przez rząd zmiana sposobu waloryzacji świadczeń społecznych będą wspierać konsumpcję w trakcie przyszłego roku. Rozpoczynająca się druga fala inwestycji infrastrukturalnych może dodać 0,5-1,0 pkt. proc. do wzrostu PKB w 2015 r. (NB. wartość obecnie ogłoszonych przetargów drogowych wynosi ~57 mld zł, tj. ~ 3,0% PKB, z czego rozstrzygnięto już przetargi o wartości 7,7 mld zł). Szczegółowe prognozy dla gospodarki Polski przedstawiamy na stronach 13-17.



źródło: NBP



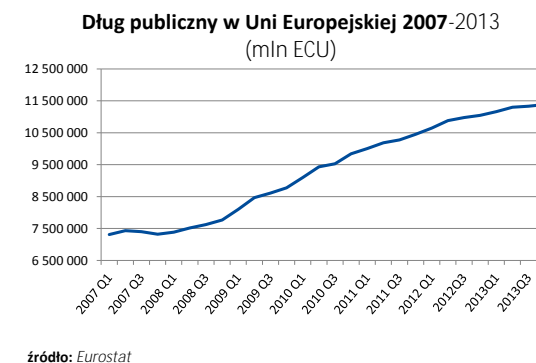
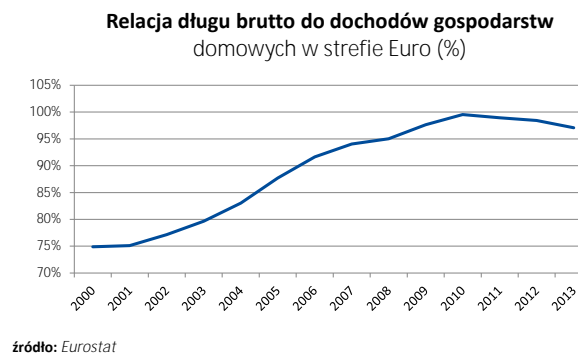
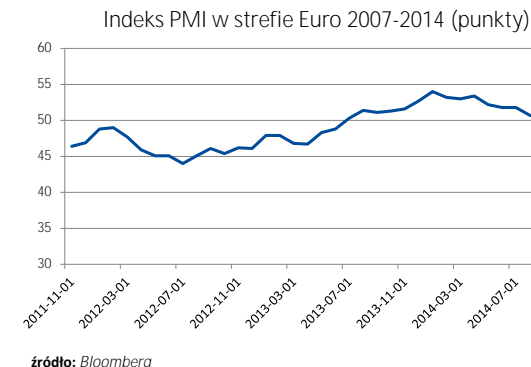
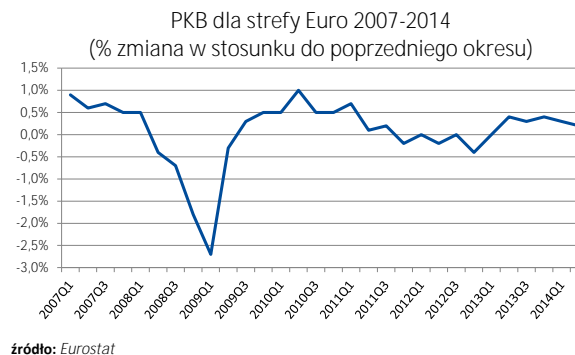
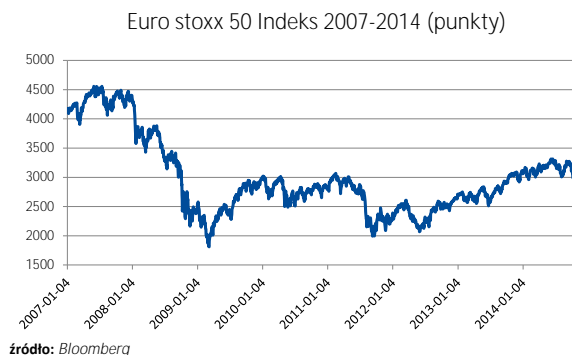
źródło: GUS



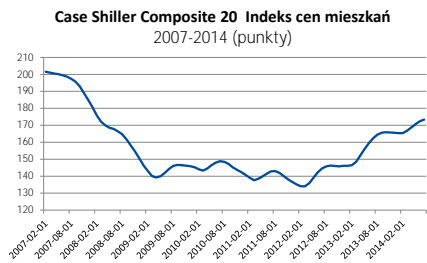
źródła: Bloomberg



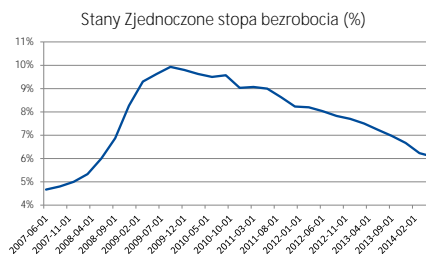
źródło: NBP



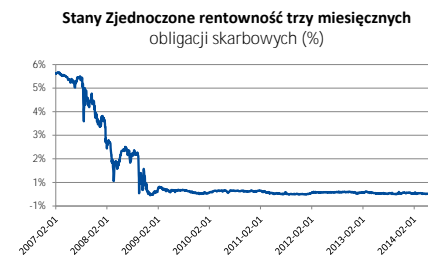
W Europie gospodarka zaczęła wyraźniej hamować, również w przypadku Niemiec. Dodatkowo, jak zawsze sytuacja polityczno-społeczna nie jest prosta. Dotychczasowe inicjatywy EBC są niewystarczające (TLTRO, skup ABS) i w obliczu ujemnych dynamik na rynku kredytowym i spadającego popytu pewnie kwestią czasu jest bardziej zdecydowane QE. Z drugiej strony różnicą między Europą i USA jest impuls fiskalny. Za oceanem QE było w parze z 9% deficytami budżetowymi, podczas gdy w Europie jest to niemożliwe (z powodu oporu ze strony Niemiec). Może być to fundamentalna różnica decydująca o skuteczności luzowania monetarnego (w EU realny PKB jest 2% poniżej 2008 r., a w USA 7% powyżej). Z drugiej strony, już doprowadziło to do osłabienia EUR i zwiększenia konkurencyjności eksportu z Europy. Podsumowując, jest szansa na wzrost PKB rzędu 1% w 2015 r.



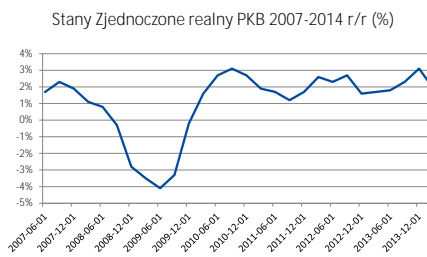
źródło: Bloomberg



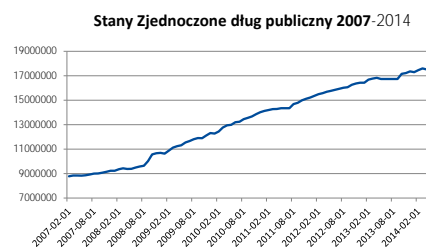
źródło: Bloomberg



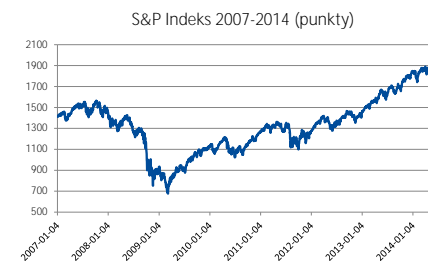
źródło: Bloomberg



źródło: Bloomberg

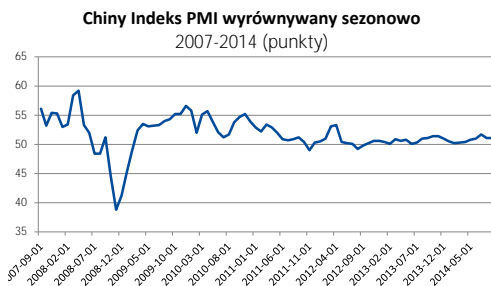


źródło: Bloomberg

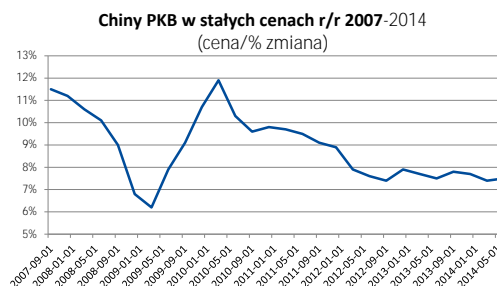


źródło: Bloomberg

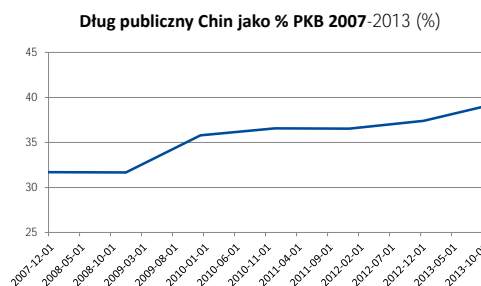
Gospodarka USA wygląda solidnie na tle Europy ze wzrostem PKB ponad 2%. Nadal poprawia się sytuacja na rynku pracy i rośnie prywatna konsumpcja, również dzięki rosnącej akcji kredytowej w tempie „przedkryzysowym”. Na portfele konsumentów korzystnie wpływają taniejące surowce, w tym zwłaszcza ropa naftowa. Na tym tle polityka monetarna FED wydaje się rozważna. Bank centralny nie spieszy się z jej zaostrzeniem, gdyż bardziej obawia się przedwczesnej podwyżki stóp, niż spóźnionej. Podsumowując: najsolidniej rosnący kraj rozwinięty (PKB w tempie ok. 2-3%) i ostrożna, rozłożona w czasie normalizacja polityki pieniężnej.



źródło: Bloomberg



źródło: Bloomberg



źródło: Bloomberg



źródło: Bloomberg

W Chinach coraz wyraźniej widoczne jest osłabienie tempa wzrostu, słabnący rynek nieruchomości (ceny, wolumeny) oraz spadek produktywności kapitału. Zmniejsza się dynamika wzrostu PKB, konsumpcji, produkcji przemysłowej czy inwestycji. Władze podejmują działania stymulacyjne (wpompowanie 80 mld USD do 5 największych banków, obniżki stopy rezerwy obowiązkowej, naciski na luzowanie polityki udzielania kredytów hipotecznych), ale są również świadome konieczności reformowania Chińskiej gospodarki, które odbywa się kosztem wzrostu. Najbardziej prawdopodobny jest scenariusz miękkiego lądowania i wzrost w najbliższych latach rzędu 6-7%, ale ryzyko perturbacji, czy wywołujących obawy słabszych danych, jest istotne. Już obecnie wiele surowców staje w obliczu zmniejszonej dynamiki popytu z Chin, co przy rosnącej podaży oznacza głębokie spadki cen (np. węgiel, ruda żelaza)

Nasze oczekiwania dotyczące rynku walutowego oraz stopy procentowej podsumowujemy poniżej na podstawie opracowanego przez Biuro Strategii Rynkowych PKO BP produktu p.t. „KWARTALNIK RYNKOWY Q4”. Zachęcamy również do zapoznania się z wymienionym opracowaniem w całości.

Na koniec IV kw. 2014 r. spodziewamy się spadku rentowności polskich obligacji skarbowych w sektorze 2-letnim do 1,80%, w 5-letnim do 2,20% i 10-letnim do 2,90%. Tym samym zakładamy wystromienie krzywej dochodowości. Zarówno krótki jak i długi koniec krzywej wzmocnią będą oczekiwania na głębsze obniżki stóp procentowych, wciąż słabe dane makroekonomiczne w Europie, a także utrzymująca się w Polsce deflacja. W przypadku rynku Treasuries dostrzegamy potencjał do wzrostu rentowności (w sektorze 10-letnim do 2,60%) na skutek zapowiadanej przez Fed normalizacji polityki pieniężnej. Nie spodziewamy się jednak, aby spadki cen amerykańskich obligacji negatywnie wpływały na polski rynek długu. Z drugiej strony wierzymy bowiem w pozytywny wpływ potencjalnego wsparcia monetarnego ze strony EBC i rosnącego prawdopodobieństwa skupu obligacji skarbowych w strefie euro. W efekcie naszym zdaniem rentowność niemieckich Bundów powinna na koniec 2014 r. nieznacznie spaść w okolice 0,95%.

Na koniec IV kw. 2014 r. spodziewamy się osłabienia euro wobec dolara (1,23) oraz złotego wobec euro (4,26). Nasze prognozy wynikają ze wskazań naszych modeli ekonometrycznych oraz następujących założeń dodatkowych:

- zakończenie QE3 oraz perspektywa podwyżek stóp w USA na tle oczekiwań dalszego luzowania ilościowego polityki monetarnej przez EBC powinno umacniać dolara wobec euro;
- w przypadku złotego negatywne oddziaływania oczekiwań zacieśniania polityki monetarnej w USA, spowalniającej gospodarki Chin oraz obniżek stóp w Polsce powinny przeważać nad potencjalnie pozytywnym dla złotego wpływem dalszego luzowania ilościowego w strefie euro (bardziej prawdopodobny przepływ środków wygenerowanych przez EBC do USA a nie na rynki wschodzące).

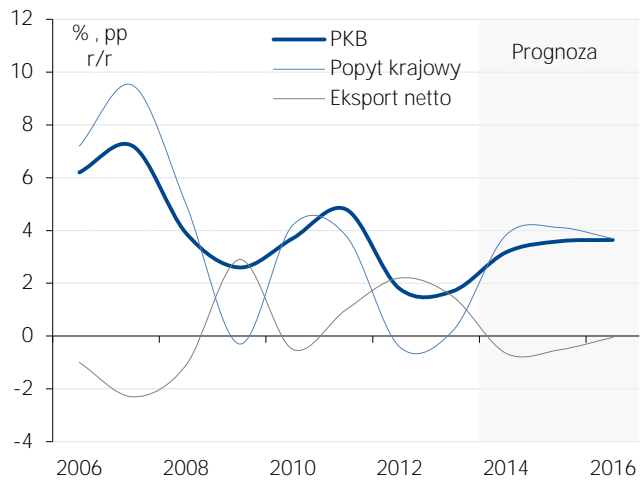
Prognozy makroekonomiczne

- Krajowe dane makroekonomiczne za okres lipiec-wrzesień (słabsze wyniki w przemyśle, spadki produkcji w budownictwie, stabilna dynamika płac i zatrudnienia) wskazują, że w 3q2014 dynamika PKB będzie niższa od odczytu z 2q. Wzrost PKB przejściowo spowolni z powodu negatywnego wpływu kryzysu rosyjsko-ukraińskiego oraz wyraźnego spowolnienia/recesji w krajach strefy euro. W 2015 r. ze względu na siłę popytu krajowego, wspieranego przez poluzowanie monetarne i fiskalne, oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB do 3,6% z 3,2% w 2014 r. Niesymetryczna obniżka stóp NBP (obniżka stopy lombardowej o 100 pb implikująca obniżenie maksymalnego pułapu oprocentowania kredytów konsumpcyjnych o 400 pb) oraz ogłoszona przez rząd zmiana sposobu waloryzacji świadczeń społecznych będą wspierać konsumpcję w trakcie przyszłego roku. Rozpoczynająca się druga fala inwestycji infrastrukturalnych może dodać 0,5-1,0 pkt. proc. do wzrostu PKB w 2015 r. (NB. wartość obecnie ogłoszonych przetargów drogowych wynosi ~57 mld zł, tj. ~3,0% PKB, z czego rozstrzygnięto już przetargi o wartości 7,7 mld zł).
- Inflacja CPI spadła w lipcu poniżej zera (-0,2% r/r) rozpoczynając okres technicznej deflacji, który prawdopodobnie będzie trwał co najmniej do listopada, a być może nawet do stycznia 2015 r. Powolny wzrost inflacji bazowej nie jest na razie w stanie zrównoważyć silnych spadków cen żywności (rekordowe plony oraz efekt rosyjskiego embargo) oraz skutków silnego spadku cen ropy (paliw).
- Oczekujemy, że w 4q2014 inflacja CPI zacznie rosnąć, osiągając w grudniu poziom zerowy, o ile nastąpi oczekiwana przez nas stabilizacja cen surowców rolnych i ropy. W pierwszej połowie 2015 r. inflacja rozpocznie wzrost, na który będzie miała wpływ postępująca normalizacja cen żywności oraz dalsze wzrost inflacji bazowej napędzany wzmocnieniem popytu krajowego i osłabieniem złotego względem dolara. Przewidujemy, że inflacja CPI w 2015 r. wyniesie średniorocznie 1,0%.
- Na październikowym posiedzeniu RPP podjęła decyzję o obniżce stopy referencyjnej o 50 pb, a stopy lombardowej o 100 pb. Spodziewamy się, że w listopadzie lub grudniu RPP obniży stopy o kolejne 25 pb. Efektywną skalę dostosowania w polityce pieniężnej można szacować na ~100 pb z uwagi na głębsze obniżenie stopy lombardowej, zwiększające siłę i efektywność wpływu polityki pieniężnej na oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych (spadek stopy lombardowej o 125 pb oznaczałoby obniżenie limitu dopuszczalnego oprocentowania kredytów konsumpcyjnych o 500 pb). Przewidujemy, że następnie stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca 2015 r.
- Oczekujemy stabilnych wzrostów wolumenów depozytów i kredytów (skorygowanych o kurs walutowy) do końca 2014 r. i w całym 2015 r. W horyzoncie 2015 r. relacja depozyty/kredyty nieznacznie wzrośnie w rezultacie negatywnego wpływu historycznie najniższych stóp procentowych na skłonność do

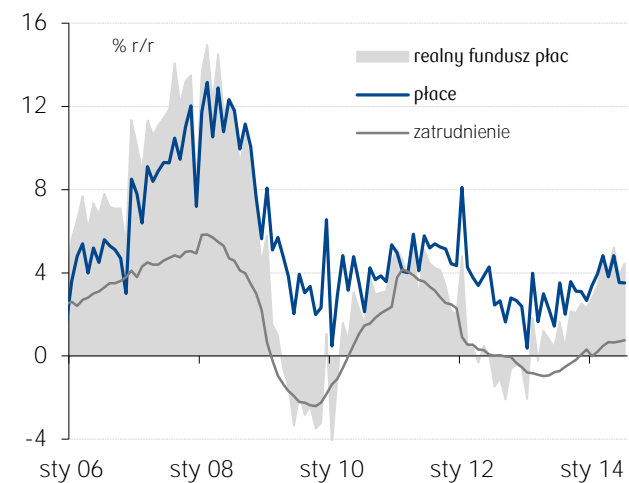
gromadzenia oszczędności w bankach, przy jednoczesnym poszukiwaniu bardziej rentownych aktywów (m.in. zwiększone napływy oszczędności do funduszy inwestycyjnych oraz na rynek nieruchomości, pozytywnie oddziałujące także na popyt na kredyty mieszkaniowe). Dodatkowo asymetryczna redukcja stóp procentowych w październiku powinna także oddziaływać in plus na dynamikę kredytów konsumpcyjnych.

- W 3q2014 kontynuowano zmniejszanie skali skupu aktywów w ramach programu QE3 (podczas wrześniowego posiedzenia FOMC skala skupu aktywów została zredukowana do 15 mld USD miesięcznie). Treść oświadczenia po posiedzeniu FOMC wskazuje, że program QE3 zostanie zakończony redukcją w wysokości 15 mld USD przeprowadzoną na październikowym posiedzeniu. Ostatni odczyt PKB za 2q2014 wskazał na jego wzrost o 4,6% k/k saar, przy istotnym dodatnim wkładzie konsumpcji prywatnej (2,5% k/k saar), spadku eksportu netto i silnych inwestycjach (które zostały w istotnej mierze przesunięte z okresu zimowego). Prognozy wzrostu PKB w USA w całym 2014 r. kształtują się na poziomie 2,1%. Pozytywny wydzźwięk najważniejszych wskaźników z rynku pracy (stopa bezrobocia spadła z 6,1% w marcu do 5,9% we wrześniu, a liczba nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym rosła przeciętnie o 224 tys. na miesiąc) jest ograniczany przez odczyty obrazujące strukturę rynku: najniższy w historii wrześniowy współczynnik partycypacji (62,7%), wysoki poziom bezrobocia długoterminowego (31,9%), wysoki odsetek osób zatrudnionych w niepełnym wymiarze godzinowym, którzy chcieliby pracować na pełen etat w stosunku do ogółu zatrudnionych (5,0%) oraz poziom tzw. bezrobocia ukrytego o ok. 0,4 pp wyższy, niż przed kryzysem. W ramach FOMC pojawiły się pierwsze głosy za przyspieszeniem momentu rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych. Jednakże słabnąca gospodarka światowa, umacniający się dolar oraz wciąż niewystarczająca poprawa na rynku pracy (a także zmiana składu Komitetu na bardziej „gołębi”) przemawiają za utrzymaniem czerwcowego terminu podwyżek za najbardziej prawdopodobny przy wolniejszym tempie kolejnych dostosowań, niż wynikałoby z mediany dla przedziałów wrześniowych prognoz członków komitetu dla stopy fed funds na koniec 2015 roku (1,4%).

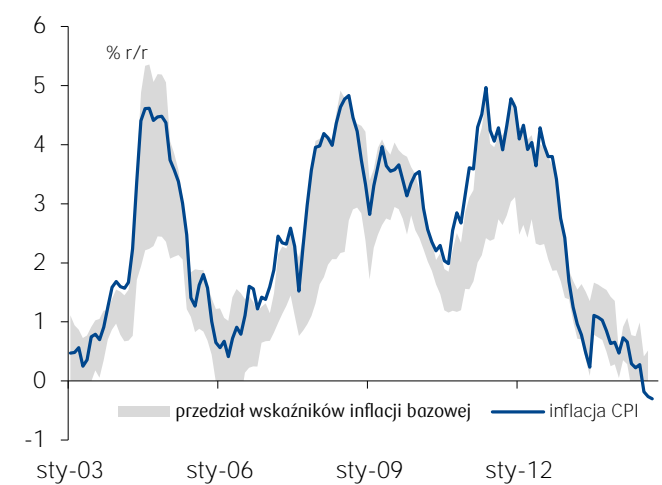
Polska: ożywienie popytu krajowego



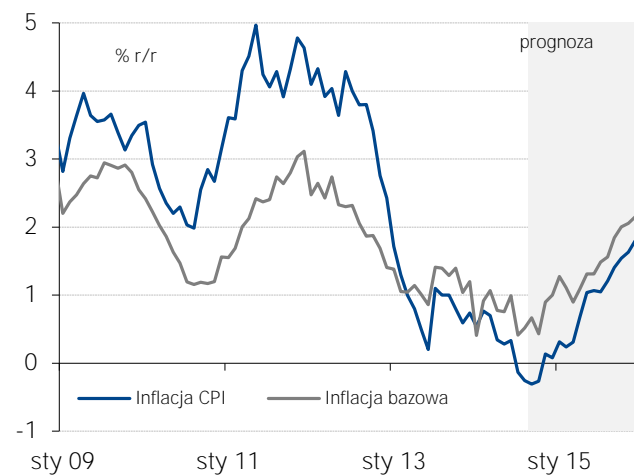
Stabilny wzrost realnego funduszu płac



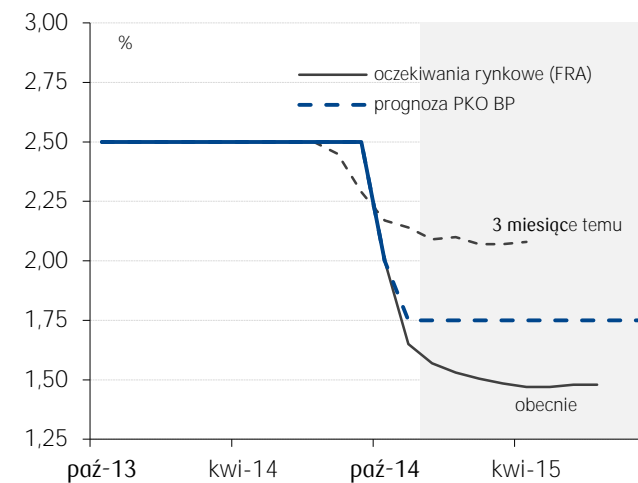
Inflacja CPI i przedział wskaźników inflacji bazowej



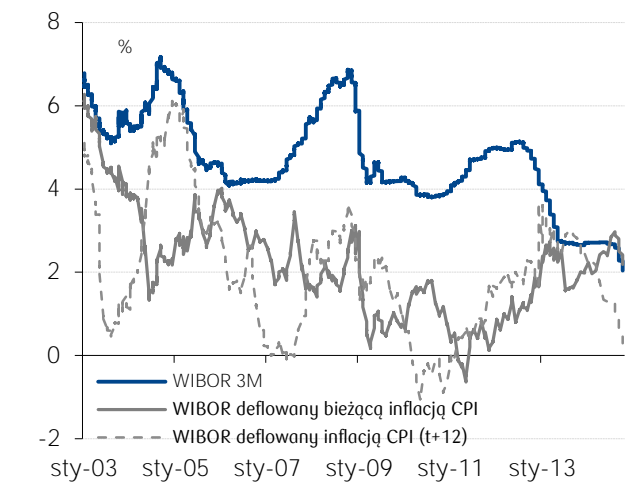
Prognoza inflacji CPI i głównej miary inflacji bazowej



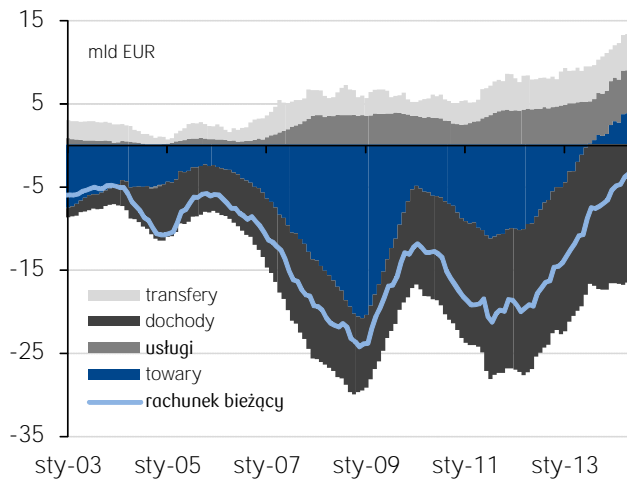
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



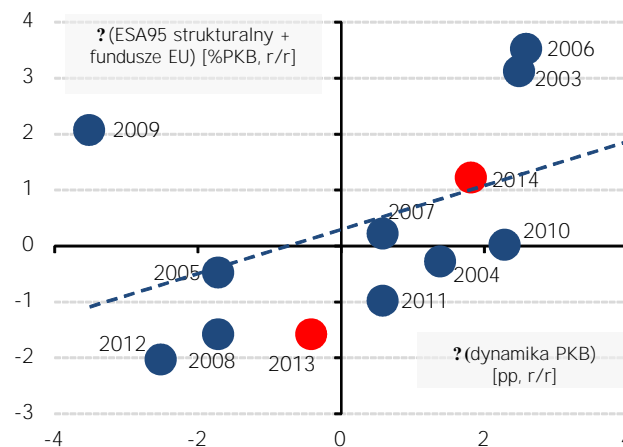
Stopa referencyjna deflowowana oczekiwaną inflacją



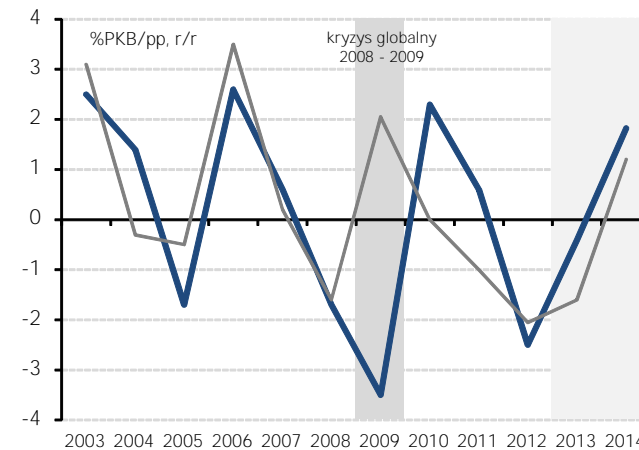
Struktura rachunku obrotów bieżących Polski



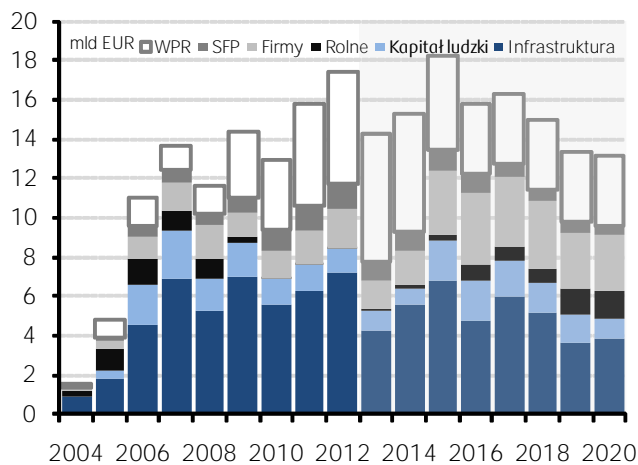
Impuls fiskalny i fundusze UE pobudzą wzrost w Polsce



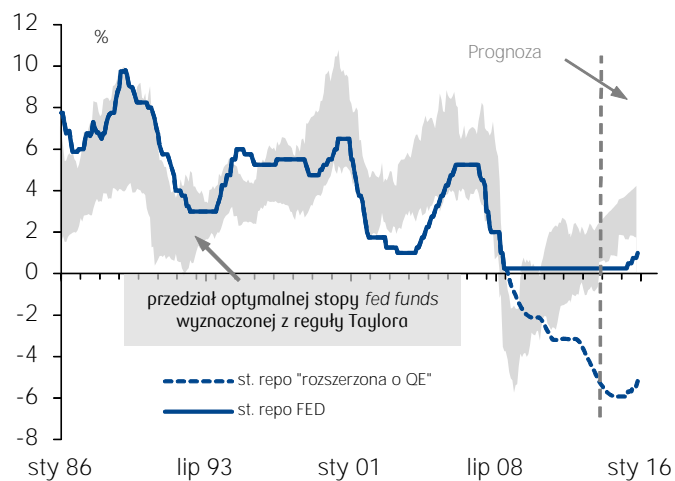
Inwestycje infrastrukturalne...



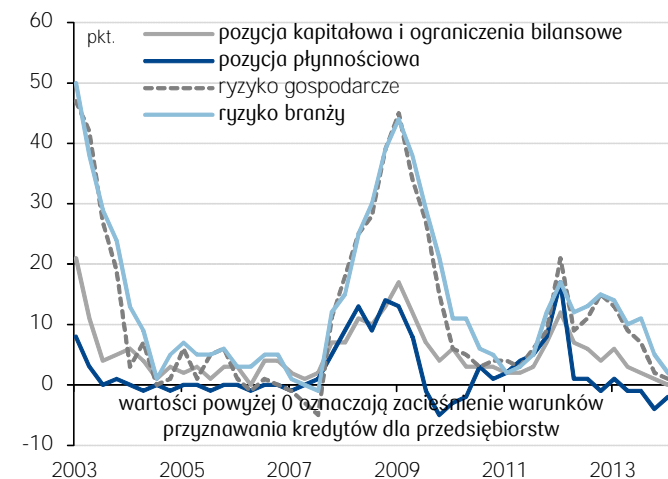
...i ich wpływ wzrost PKB



Wzrost kredytów w USA i strefie euro (sty 2000 = 100)



Oslabienie przemysłu w 3q2014



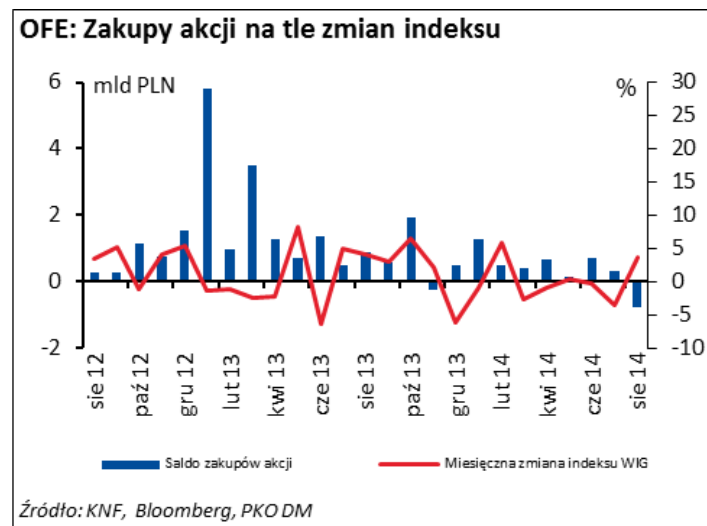
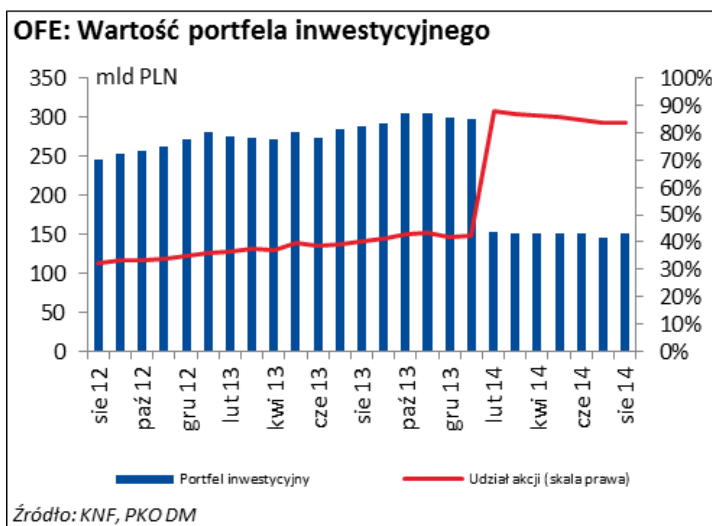
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	7,2	3,9	2,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,2	3,6	3,6
Popyt krajowy (% r/r)	9,5	5,0	-0,3	4,2	3,8	-0,4	0,2	3,8	4,1	3,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,4	6,1	3,3	2,5	3,0	1,0	1,1	2,9	3,2	3,4
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	19,2	8,4	-1,9	-0,4	9,3	-1,5	0,9	7,0	7,1	5,3
Sprzedaż krajowa (impl., pkt. proc.)*	7,7	6,1	2,2	2,8	3,3	0,1	0,9	3,4	4,1	3,6
Zapasy (impl. pkt. proc.)	1,8	-1,1	-2,5	1,4	0,5	-0,5	-0,7	0,4	0,0	0,0
Eksport netto (impl., pkt. proc.)	-2,3	-1,1	2,9	-0,5	1,0	2,2	1,5	-0,7	-0,5	0,0
Produkt potencjalny (% r/r)	4,8	5,9	5,5	3,3	3,1	2,5	2,9	2,5	2,8	2,9
Nominalny PKB (mld PLN)	1187	1277	1362	1437	1554	1616	1662	1740	1843	1929
Rynek Pracy										
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	6,7	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	8,6	7,8	7,6
Pracujący BAEL (% r/r)	4,2	3,0	-0,7	-2,1	0,4	0,1	0,5	2,0	2,3	1,7
Płace nominalne (% r/r)	7,9	10,1	5,4	3,9	5,6	3,6	3,6	3,8	4,7	4,7
St. akt. zawodowej (%)	54,1	54,7	55,1	55,4	55,7	56,0	56,1	56,4	56,4	56,4
ULC (% r/r)	-1,9	-0,7	2,6	2,2	5,6	8,6	4,2	2,6	3,3	3,0
Wydajność pracy (% r/r)	5,2	3,9	1,2	2,7	2,3	1,4	1,2	1,2	1,4	1,6
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	0,1	-0,1	0,4	-1,7	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,2	1,0	2,0
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,3	1,6	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5	-0,1	0,0	0,6
Wkład cen energii (pkt. proc.)	0,6	1,3	0,9	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,1	0,2	0,6
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,6	1,4	1,6	1,0	1,4	1,3	0,7	0,4	0,9	0,8
Inflacja bazowa (% r/r)	1,0	2,3	2,7	1,6	2,4	2,2	1,2	0,8	1,5	2,0
Deflator PKB (% r/r)	4,3	2,4	4,9	1,6	3,4	2,0	1,2	1,5	2,2	2,7
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	561,6	666,2	720,2	783,6	881,5	921,4	978,9	1048,7	1131,1	1220,5
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	13,4	18,6	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	7,1	7,9	7,9
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	10,6	13,8	4,4	6,1	7,8	0,8	5,3	6,9	6,8	5,0
Kredyty ogółem (mld PLN)	473,4	648,1	709,6	776,8	894,7	908,0	942,9	1022,1	1092,3	1160,0
Kredyty ogółem (% r/r)	29,9	36,9	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	8,4	6,9	6,2
Depozyty ogółem (mld PLN)	494,2	591,5	655,1	714,9	794,6	841,7	889,5	966,1	1031,5	1112,9
Depozyty ogółem (% r/r)	14,1	19,7	10,8	9,1	11,1	5,9	5,7	8,6	6,8	7,9
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-	-	-	-5,5	-5,3	-3,6	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8
Bilans handlowy (%PKB)	-	-	-	-3,1	-3,4	-1,9	0,2	0,2	-0,2	-0,3
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	-	-	-	3,3	2,7	1,4	0,7	1,7	1,9	2,1
Polityka fiskalna										
Deficyt fiskalny (% PKB, ESA2010)	-	-	-	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,7	-3,3	-3,0
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-	-	-	-	-	-	-	-1,5	-1,2	-1,1
Deficyt strukturalny** (% PKB)	-3,0	-5,0	-8,2	-8,3	-5,4	-3,8	-2,8	-3,2	-4,0	-3,1
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	-	-	-	53,6	54,8	54,4	55,7	49,7	50,1	50,8
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	1,75	1,75	3,00
Realna st. proc. defl. CPI (%)	2,52	0,78	0,04	0,91	0,23	0,54	1,60	1,57	0,73	1,00
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	3,95	2,65	0,82	1,91	2,09	2,07	1,35	0,96	0,24	1,00
Stopa rez. obowiązkowej (%)	3,50	3,50	3,00	3,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
REER defl. CPI (% r/r)	-2,9	-6,9	21,5	-7,5	1,7	1,4	1,3	0,8	-0,1	-0,7

źródło: Departament Analiz Ekonomicznych PKO BP. *popyt krajowy z wyłączeniem zapasów, †na koniec okresu, **dane historyczne KE, 2014-16 PKO. W tabeli uwzględniono opublikowane dotychczas dane wg ESA2010/BMP6. Pełne szeregi najprawdopodobniej będą dostępne do końca listopada.

Fundusze emerytalne

Po zwiększeniu ekspozycji w akcje zagraniczne w pierwszy półroczu, w okresie lipiec-sierpień OFE sprzedały akcje zagranicznych za 0,6 mld PLN, co może być związane ze zmianą sposobu klasyfikacji przez KNF (z miejsca notowania na walutę kapitału zakładowego). W odniesieniu do akcji polskich, w lipcu-sierpniu OFE dokonały zakupów netto za 0,1 mld PLN.

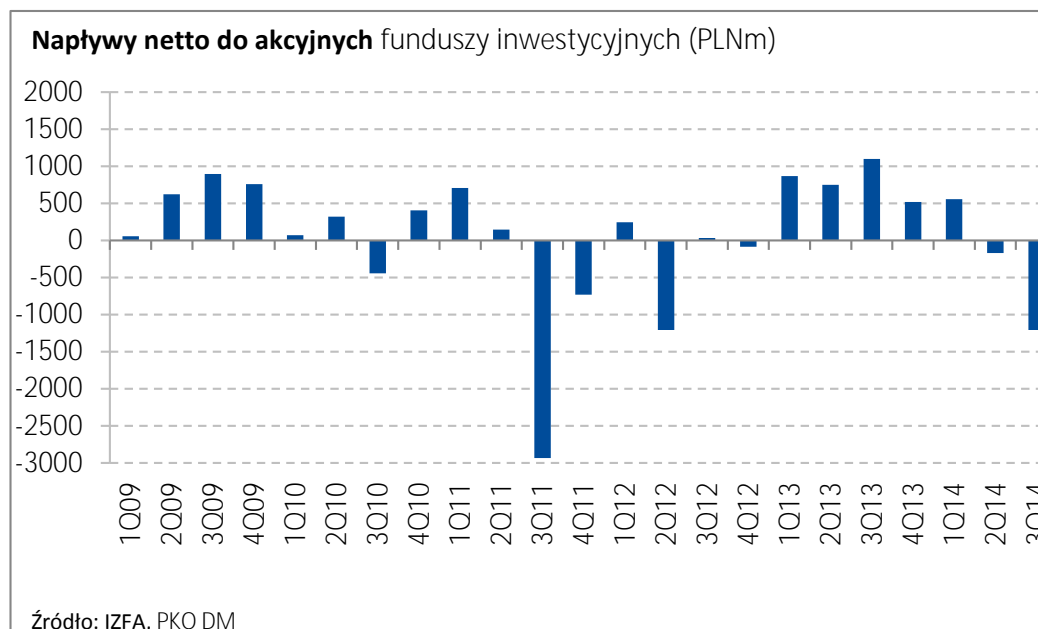
Portfel depozytów utrzymuje się na wysokim poziomie: 9,7 mld PLN, tj. 6,4% portfela inwestycyjnego (wobec 5,3 mld PLN odpływów z tytułu suwaka w 2014).



Fundusze inwestycyjne

Trzeci kwartał przyniósł nasilenie odpływów z akcyjnych, krajowych funduszy inwestycyjnych. Według naszych szacunków saldo odpływów netto w 3Q14 wyniosło 1,2 mld PLN, co stanowiło 3,9% aktywów na koniec 2Q14.

W kolejnych miesiącach, niskie oprocentowanie depozytów może skłaniać gospodarstwa domowe do inwestycji w alternatywne (wobec lokat) formy oszczędzania. Przeszkodą mogą być jednak słabe wyniki funduszy w ujęciu historycznym (ujemna 12-miesięczna stopa zwrotu dla uniwersalnych funduszy akcji polskich).



Sektory

- Sektor wydobywczy** (str. 22)
W sektorze wydobywczym w 3 kw. spodziewamy się mieszanych wyników. KGHM pokaże przyzwoity wynik i nawet wzrost r/r z powodu trochę lepszego wolumenu (mimo niższych cen), a w ujęciu kwartalnym będzie płasko. JSW pokaże mały zysk dzięki zdarzeniom jednorazowym, ale skorygowany wynik będzie słaby. W Bogdanie wreszcie ruszył wolumen po uruchomieniu przeróbki i zobaczymy pierwsze efekty dźwigni operacyjnej. NWR zakończył restrukturyzację, ale tradycyjnie jest poniżej zera i walczy o przetrwanie. Trzeci kwartał 2014 r. nie zapowiada się przełomowo. Surowce są pod ogromną presją silnego USD oraz obaw o globalny wzrost gospodarczy. Dla polskich spółek dużą ulgę przynosi słaby PLN.
- Sektor energetyczny** (str. 27)
W drugim kwartale nastąpił wzrost krajowego zużycia energii elektrycznej o 1,7%. Produkcja energii spadła jednak o -2,2% głównie ze względu na mniejszą produkcję energii w elektrowniach na węglu kamiennym, gdzie zanotowano spadek o 5,2%. W drugim kwartale kolejny raz dodatnie było saldo wymiany zagranicznej (import netto). Terminowe ceny energii w tym okresie były wciąż notowane z istotną premią do kursów terminowych na rynku niemieckim. Oczekujemy, że w wynikach spółek z sektora wydarzenia jednorazowe będą znacznie mniej widoczne niż w poprzednim kwartale. Najbliższe tygodnie mogą być istotne dla branży. Energetyka czeka obecnie na rozstrzygnięcia dotyczące rezerwy mocy na pozostałe miesiące 2014r, oraz na decyzje jakie zapadną na unijnym szczycie odnośnie pakietu klimatycznego na lata 2021-2030.
- Sektor paliwowy** (str. 34)
Wyniki 3Q14 w sektorze paliwowym były pod wpływem wzrostu marż rafineryjnych ze względu na wolniejszy spadek cen produktów niż ceny ropy naftowej. Dodatkowym czynnikiem pozytywnie wpływającym na wyniki był wysoki dyferencjał Ural/Brent. Raportowane wyniki zostaną obniżone ujemnym efektem LIFO (efekt spadających cen ropy). Bazując na wynikach EBIT LIFO poprawę r/r pokaże zarówno Lotos oraz PKN. W kolejnych kwartałach należy spodziewać się raczej spadku marż ze względu na utrzymującą się presję ze strony rafinerii z Bliskiego Wschodu, Rosji i USA. PGNiG raportuje zbliżone wyniki do ubiegłorocznych ze względu na osłabienie wyników w segmencie handlu gazem i dystrybucji. Gros kontrybucji do wyników grupy będzie pochodziło wciąż ze strony segmentu wydobywczego.
- Sektor chemiczny** (str. 40)
Wyniki w sektorze chemicznym w 3Q14 r. ze względu na niską bazę zanotują poprawę r/r. Wyniki Ciechu na poziomie EBITDA nie ulegną znaczącej poprawie, natomiast niższe koszty finansowe przełożą się na poprawę wyników na poziomie netto. Wyniki Synthosu wciąż będą pochodną powolnie poprawiającej się sytuacji na rynku kauczuków oraz stopniowo odradzającego się rynku wymiany opon. Wyniki Grupy Azoty zostaną wsparte niskimi cenami gazu, które zniwelują efekt niskich cen nawozów. Bardzo dobre zbiory oraz dołujące notowania zbóż nie pozwolą na wzrost cen nawozów, co oznacza dla producentów nawozów stagnację wyników.
- Sektor bankowy i finansowy** (str. 44)
Prognozujemy, że oczyszczony zysk netto banków przez nas analizowanych w 3Q14 wrośnie o 4% r/r, co oceniamy neutralnie. Głównym motorem poprawy wyników pozostaje wynik odsetkowy, którego dynamika utrzymuje się na poziomie ok. 10% r/r. W ujęciu kwartalnym wynik odsetkowy pozostaje płasko, co w dużej mierze wynika z lekkiej presji na marżę odsetkową. W ujęciu kwartalnym można zaobserwować mocny spadek wyniku prowizyjnego (-7% kw/kw) – efekt obniżki opłaty interchange. W rezultacie zysk netto w ujęciu kwartalnym spada o 7% kw/kw. Jedynym bankiem, który poprawia wyniki wobec 2Q14 jest Millennium. Dobrze prezentowałyby się również wyniki Alior Banku, gdyby nie wysoki odpis wartości. Z pozostałych spółek finansowych spodziewamy się b. dobrych wyników PZU oraz neutralnych wyników GPW.
- Telekomunikacja** (str. 54)
Wolniejsza dynamika spadku przychodów i stabilizacja marż będzie charakteryzowała wyniki sektora w 3 kwartale 2014. Przychody w segmencie telefonii komórkowej powinny zacząć się stabilizować.

Media	(str. 57)
Niewielki, 5% r/r wzrost rynku reklamy telewizyjnej spowoduje, że przychody i zyski TVN ulegną lekkiej poprawie. W segmencie nadawania i produkcji TV również Cyfrowy Polsat powinien odczuć kilkuprocentową poprawę przychodów r/r.	
Sektor deweloperski	(str. 60)
W III kwartale br. główni deweloperzy mieszkaniowi notowani na GPW sprzedali rekordową w tym roku liczbę lokali (ponad 2,5 tys. mieszkań). Dynamiki sprzedaży r/r zaczęły jednak spadać ze względu na widoczny od III kwartału 2013r. wzrost bazy i wyniosły 20%. Cały czas obecne są czynniki aktywizujące sprzedaż jak niskie koszty kredytu i program wsparcia MDM, w ramach którego od października br. w wielu miastach w tym Warszawie wzrosły limity cenowe. Wyniki raportowane przez główne spółki będą pochodną ujętych w przychodach inwestycji. Ze względu na skalę rozpoznania poszczególnych projektów w wynikach nie będzie to najlepszy kwartał. Znacznie lepszych wyników oczekujemy w IV kwartale br. U deweloperów komercyjnych oczekujemy pewnej poprawy wyników r/r ze względu na oczekiwane nieco lepsze saldo zysków i strat z tytułu rewaluacji aktywów.	
Handel	(str. 66)
Spółki odzieżowe pokażą ujemną dynamikę wyniku netto, choć będzie to spowodowane zwiększonymi kosztami ekspansji sklepów w tym roku i wysoką bazą sprzedażową z zeszłego roku. Wysoka konkurencja na rynku handlu żywnością będzie odciskać się negatywnie na marżach. Pozytywny wynik powinien zanotować Amrest, z uwagi na dalszą poprawę nastrojów konsumentów w Europie Środkowej i Hiszpanii.	
Inne	(str. 72)

SEKTOR WYDOBYWCZY

WIG-SUROWCE



Bogdanka (Kupuj, cena docelowa: 134 PLN)

Data publikacji wyników: 06/11/2014

Cena bieżąca: 109,80

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	539,4	528,2	-2%	1 418,3	1 473,6	4%	1 899,8	2 016,1	6%
EBITDA	199,9	201,1	1%	547,6	504,4	-8%	754,9	772,0	2%
EBIT	119,4	109,0	-9%	307,6	235,7	-23%	424,8	411,1	-3%
Zysk netto	82,7	83,1	1%	224,4	174,3	-22%	329,4	309,7	-6%
Marża EBITDA	37,1%	38,1%		38,6%	34,2%		39,7%	38,3%	
Marża EBIT	22,1%	20,6%		21,7%	16,0%		22,4%	20,4%	
Marża netto	15,3%	15,7%		15,8%	11,8%		17,3%	15,4%	
EV/EBITDA							5,69	5,56	
P/E							11,34	12,06	

Komentarz

- Wreszcie w IX ruszyła „przeróbka” i wolumen wzrósł do 2,4mn ton. Pozwoli to poprawić wynik netto do ponad 80 mln PLN i EBITDA do ponad 200 mln PLN. W 4Q Bogdanka powinna w pełni rozwinąć skrzydła z wynikiem netto ponad 100 mln PLN.
- Zakładamy średnią uzyskiwaną cenę za tonę węgla na poziomie 8% poniżej średniej ceny z zeszłego roku (około 210 PLN/t). Wynika to z bardzo mocnej presji na cenę.
- Niskie ceny prądu i spadający popyt z sektora energetyki (wysokie zapasy) przełożył się na spadek ceny w Polsce w 2014 r. W Bogdancie w całym roku może to być 7%. W 2015 r. zakładamy płaski poziom. Jednak ze względu na stan hałd (ponad 9 mln ton) i presję z KW ceny mogą być trochę niższe r/r.
- Mimo przejściowych ryzyk politycznych (wolumen, ceny) strukturalne zmiany na Śląsku są korzystne (spadek wydobywanie, nieunikniona restrukturyzacja). Stopa dywidendy (5% i wzrost w kolejnych latach), poprawiające się wyniki od 2015 r. oraz długoterminowe perspektywy spółki są naszym zdaniem atrakcyjne.

Artur Iwański

JSW (Sprzedaj, cena docelowa: 40 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 28,50

Prognoza wyników

młn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	1 678,7	1 648,4	-2%	5 790,7	4 777,1	-18%	7 632,2	6 700,0	-12%
EBITDA	220,6	337,6	53%	1 062,5	533,6	-50%	1 403,4	709,0	-49%
EBIT	-86,1	49,2	-	172,5	-333,7	-	201,9	-448,0	-
Zysk netto	-95,5	21,1	-	71,3	-322,1	-	77,3	-420,0	-
Marża EBITDA	13,1%	20,5%		18,3%	11,2%		18,4%	10,6%	
Marża EBIT	-	3,0%		3,0%	-		-	-	
Marża netto	-	1,3%		1,2%	-		-	-	
EV/EBITDA							2,90	5,75	
P/E							43,29	-	

Komentarz

- Spodziewany spadek średniej ceny węgla koksowego o 1% kw/kw i o 12% r/r. Ma na to wpływ mix po przejęciu Knuruwa-Szczygłowic (więcej semi-soft). Cena koksu spadła o 12% r/r (-2% kw/kw).
- Wydobyte było na poziomie ponad 4mn ton (z K-Sz), ale wciąż poniżej oczekiwań. Spodziewamy się słabej sprzedaży (zwłaszcza węgla energetycznych) i wzrostu zapasów o 0,5-0,6 mln ton. Oczekujemy utrzymania wolumenu sprzedaży koksu lekko poniżej 1 mln ton.
- W wyniku zakupu kopalni K-Sz spółka zaksięguje zdarzenia jednorazowe: podatek od zakupu (ok. 46 mln PLN) oraz ujemną wartość firmy, która według naszych szacunków powiększy EBIT o ok. 300 mln PLN. Raportowana EBITDA wyniesie według naszej prognozy prawie 340 mln PLN.
- Ze względu na lekki spadek cen węgla i koksu oraz bardzo niski wolumen sprzedaży spodziewamy się skorygowanej EBITDA na poziomie 87 mln PLN i straty netto około 180 mln PLN.
- W 4Q wynik będzie wyglądał lepiej. Przede wszystkim wolumeny będą kilkadziesiąt procent większe. Benchmark prawie nie zmienił się (119 USD/t), ale kurs walutowy bardzo pomaga; dodatkowo spodziewamy się istotnej premii dla JSW rzędu 10-15 USD/t.
- Po zakupie K-Sz i w świetle niskich cen węgla na pierwszy plan wysuwa się ryzyko bilansowe spółki. JSW powinno zapewnić sobie dodatkowe środki, żeby spokojnie czekać na poprawę cen w 2015 r.

Artur Iwański

KGHM (Kupuj, cena docelowa: 151 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 124,95

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	4 171,0	4 052,1	-3%	13 674,0	11 779,1	-14%	24 110,0	20 819,4	-14%
EBITDA	933,0	1 095,3	17%	3 742,0	3 060,3	-18%	5 952,0	4 980,1	-16%
EBIT	730,0	882,3	21%	2 391,0	2 428,3	2%	4 372,0	3 694,0	-16%
Zysk netto	520,0	633,2	22%	2 245,0	1 752,2	-22%	3 035,0	2 435,7	-20%
Marża EBITDA	22,4%	27,0%		27,4%	26,0%		24,7%	23,9%	
Marża EBIT	17,5%	21,8%		17,5%	20,6%		18,1%	17,7%	
Marża netto	12,5%	15,6%		16,4%	14,9%		12,6%	11,7%	
EV/EBITDA							4,62	5,52	
P/E							8,23	10,26	

Komentarz

- Wynikom pomoże stabilizacja wolumenu sprzedaży miedzi (137 tys. ton) i srebra (300 tys. ton) przy spadku cen r/r. Średnia cena miedzi: USD/t 6 997 (-1,1% r/r); średnia cena srebra: 635 USD/kg (-7% r/r); kurs USDPLN 3,15 (-0,06 r/r).
- Hedging wyjdzie na plus i wesprze sprzedaż kwotą +120 mln PLN; dodatkowo pomogą różnice kursowe.
- KGHM International pokaże skorygowaną EBITDA zbliżoną do 2Q (50 mln USD), czyli płasko r/r. Wciąż jeszcze nie będzie wyraźniej poprawy.
- W 2014 r. wyniki będą w okolicy 2,4-2,6 mld PLN; Tak dobry rok jest efektem spodziewanego przez nas wysokiego wolumenu w 4Q (ponad 160 tys. ton).
- KGHM uruchomił swój flagowy projekt: Sierra Gorda; potencjał dalszego wzrostu produkcji dzięki portfelowi atrakcyjnych projektów. W krótkim terminie obawy o ceny srebra, miedzi i innych surowców (mimo pomocy słabego PLN) będą główną przeszkodą.
- Naszym zdaniem KGHM jest wyróżniającą się spółką z ekspozycją na miedź z naprawdę solidnymi fundamentami średnioterminowymi (wewnętrznymi i zewnętrznymi).

Artur Iwański

NWR (Trzymaj, cena docelowa: 4,2 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 0,09

Prognoza wyników

mln EUR	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	200,6	165,5	-17%	693,5	511,8	-26%	850,5	715,1	-16%
EBITDA	-11,0	-23,7	-	-361,3	-7,0	-	-830,8	2,2	-
EBIT	-43,8	-46,0	-	-477,1	-71,8	-	-972,6	-82,6	-
Zysk netto	-132,2	-49,4	-	-527,9	-106,3	-	-970,3	-127,6	-
Marża EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	0,3%	-
Marża EBIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Marża netto	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-
P/E	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Komentarz

- NWR przeszedł głęboką restrukturyzację. Nastąpiło olbrzymie rozwodnienie (25x) do 6,6 miliarda akcji i restrukturyzacja obligacji. Przejściowo NWR złapał oddech, ale przy obecnych cenach węgla i niskiej produkcji nadal przepływy są ujemne.
- Spodziewamy się spadku sprzedaży o 18% r/r z powodu 13% spadku wolumenu oraz 10% spadku ceny węgla koksowego przy trochę lepszym mixie.
- W 3Q wydobycie załamało się i wyniosło zaledwie 1.8mn ton (-15% r/r), a sprzedaż 2 mn ton. Wolumen sprzedaży węgla koksowego wyniósł 1,1mn ton (-1% r/r), a energetycznego 1mn ton (-23% r/r). Cena węgla energetycznego spadła o 7% r/r. W porównaniu do 2Q zakładamy spadek wolumenu węgla koksowego o 15% i wzrost energetycznego o 18% oraz spadek ceny koksowego o 2%, a energetycznego o 5%.
- W 4Q ceny benchmarkowe spadły ze 120 USD/t do 119 USD/t. W sytuacji NWR dużo zależy od ożywienia, ale na rynku węgla koksowego wciąż go nie widać.

Artur Iwański

SEKTOR ENERGETYCZNY

WIG-ENERGIA



CEZ (Sprzedaj, cena docelowa: 71,4 PLN)

Data publikacji wyników: 12/11/2014

Cena bieżąca: 88,00

Prognoza wyników

mln CZK	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	48 805,0	45 267,0	-7%	161 910,0	146 973,0	-9%	217 273,0	205 677,1	-5%
EBITDA	15 003,0	17 924,0	19%	64 252,0	57 862,0	-10%	82 054,0	71 750,7	-13%
EBIT	3 358,0	8 903,0	165%	38 539,0	33 001,0	-14%	45 755,0	40 145,7	-12%
Zysk netto	3 141,0	6 360,9	103%	31 742,0	23 601,9	-26%	35 885,0	28 756,7	-20%
Marża EBITDA	30,7%	39,6%		39,7%	39,4%		37,8%	34,9%	
Marża EBIT	6,9%	19,7%		23,8%	22,5%		21,1%	19,5%	
Marża netto	6,4%	14,1%		19,6%	16,1%		16,5%	14,0%	
EV/EBITDA							5,97	6,82	
P/E							8,72	10,88	

Komentarz

- W wynikach CEZ za 3Q2013 znajdowały się liczne wydarzenia jednorazowe, na które złożyły się na poziomie EBITDA odpisy wartości w Bułgarii i Rumunii oraz wartości firmy na sumę 4,6 bn CZK. Z kolei na poziomie przychodów finansowych wpływ sprzedaży elektrowni Chvaletice wyniósł 2,9bn CZK.
- Podobnie w obecnym kwartale na raportowane wyniki mogą wpłynąć odpisy wartości aktywów, ale ich wpływ jest trudny do określenia. W wynikach skorygowanych o wydarzenia jednorazowe widoczny będzie spadek cen zakontraktowanej energii.

Stanisław Ozga

Enea (Kupuj, cena docelowa: 16,2 PLN)

Data publikacji wyników: 12/11/2014

Cena bieżąca: 15,50

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	2 191,6	2 338,5	7%	6 787,2	7 178,6	6%	9 150,5	9 590,5	5%
EBITDA	485,7	361,5	-26%	1 494,6	1 465,0	-2%	1 736,8	1 668,1	-4%
EBIT	277,8	182,0	-34%	826,1	940,9	14%	987,0	971,5	-2%
Zysk netto	215,1	139,3	-35%	666,6	764,2	15%	715,4	765,2	7%
Marża EBITDA	22,2%	15,5%		22,0%	20,4%		19,0%	17,4%	
Marża EBIT	12,7%	7,8%		12,2%	13,1%		10,8%	10,1%	
Marża netto	9,8%	6,0%		9,8%	10,6%		7,8%	8,0%	
EV/EBITDA							4,51	4,70	
P/E							9,56	8,94	

Komentarz

- Oczekujemy stabilnych wyników r/r w segmencie dystrybucji mimo spadku WACC ze względu na niższe koszty zakupu energii na pokrycie strat sieciowych i kosztów przesyłowych.
- Spadek wyników w segmencie sprzedaży ze względu na spadek marży dla klientów detalicznych oraz koszty kolorowych certyfikatów.
- W segmencie wytwarzania widoczny spadek zysków ze względu na brak wpływu przychodów z tytułu KDT.

Stanisław Ozga

Energa (Kupuj, cena docelowa: 18,8 PLN)

Data publikacji wyników: 07/11/2014

Cena bieżąca: 23,70

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	2 747,9	2 659,0	-3%	6 936,9	7 945,5	15%	11 379,7	10 929,1	-4%
EBITDA	373,5	552,6	48%	1 501,4	1 844,6	23%	1 806,1	2 225,0	23%
EBIT	182,4	339,5	86%	798,6	1 207,8	51%	1 039,5	1 360,8	31%
Zysk netto	65,0	233,7	259%	530,2	840,0	58%	648,9	883,0	36%
Marża EBITDA	13,6%	20,8%		21,6%	23,2%		15,9%	20,4%	
Marża EBIT	6,6%	12,8%		11,5%	15,2%		9,1%	12,5%	
Marża netto	2,4%	8,8%		7,6%	10,6%		5,7%	8,1%	
EV/EBITDA							7,47	6,06	
P/E							15,12	11,11	

Komentarz

- Zakładamy poprawę wyników w segmencie dystrybucji mimo spadku WACC ze względu na niższą bazę w 2013r.
- W segmencie wytwarzania oczekujemy pozytywnego wpływu akwizycji farm wiatrowych oraz poprawy rentowności w elektrowni Ostrołęka.
- W segmencie sprzedaży oczekujemy poprawy wyników ze względu na mniejsze koszty obowiązkowych zakupów energii z OZE.

Stanisław Ozga

PGE (Trzymaj, cena docelowa: 18,6 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 21,09

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	7 480,8	7 296,5	-2%	22 581,6	21 504,5	-5%	30 144,9	27 851,7	-8%
EBITDA	2 265,8	1 709,8	-25%	6 909,7	6 317,8	-9%	8 033,3	7 526,5	-6%
EBIT	1 507,6	974,8	-35%	4 675,0	4 099,8	-12%	5 060,4	4 547,9	-10%
Zysk netto	1 252,6	773,0	-38%	3 764,7	3 270,0	-13%	4 118,5	3 659,3	-11%
Marża EBITDA	30,3%	23,4%		30,6%	29,4%		26,6%	27,0%	
Marża EBIT	20,2%	13,4%		20,7%	19,1%		16,8%	16,3%	
Marża netto	16,7%	10,6%		16,7%	15,2%		13,7%	13,1%	
EV/EBITDA							4,51	4,81	
P/E							9,57	10,78	

Komentarz

- W segmencie wytwarzania oczekujemy spadku marży ze względu na brak istotnych zdarzeń o charakterze jednorazowym jakie miały miejsce w poprzednim kwartale.
- Pozytywny wpływ akwizycji farm wiatrowych na wyniki segmentu OZE
- Zakładamy stabilne wyniki w segmencie dystrybucji i istotny spadek marży w segmentach sprzedaży detalicznej i hurtowej.

Stanisław Ozga

Tauron (Trzymaj, cena docelowa: 4,9 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 5,13

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	4 537,4	4 231,4	-7%	14 209,4	13 457,7	-5%	19 131,1	19 311,9	1%
EBITDA	944,4	843,5	-11%	2 996,4	2 788,1	-7%	3 661,5	3 562,2	-3%
EBIT	520,9	422,4	-19%	1 709,1	1 504,8	-12%	1 934,1	1 753,6	-9%
Zysk netto	364,6	276,4	-24%	1 212,8	1 006,6	-17%	1 308,3	1 187,6	-9%
Marża EBITDA	20,8%	19,9%		21,1%	20,7%		19,1%	18,4%	
Marża EBIT	11,5%	10,0%		12,0%	11,2%		10,1%	9,1%	
Marża netto	8,0%	6,5%		8,5%	7,5%		6,8%	6,1%	
EV/EBITDA							4,07	4,18	
P/E							6,87	7,57	

Komentarz

- Zakładamy nieco niższe wyniki w segmencie wydobycia ze względu na oczekiwany spadek sprzedaży węgla.
- Oczekujemy spadku wyników w segmencie wytwarzania r/r ze względu na niższe marże na wytwarzaniu energii elektrycznej, które nie zostały w pełni skompensowane przychodami z ORM.
- W segmencie sprzedaży widoczny spadek wyników ze względu na wzrost kosztów zakupu energii.

Stanisław Ozga

ZE PAK (Trzymaj, cena docelowa: 25,5 PLN)

Data publikacji wyników: 14/11/2014

Cena bieżąca: 30,39

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	689,5	681,2	-1%	2 016,8	2 026,0	0%	2 763,8	2 661,3	-4%
EBITDA	216,0	139,5	-35%	580,2	449,6	-23%	714,4	605,9	-15%
EBIT	128,0	48,9	-62%	313,0	178,9	-43%	358,5	244,9	-32%
Zysk netto	107,4	36,3	-66%	206,1	128,0	-38%	216,9	162,2	-25%
Marża EBITDA		20,5%			22,2%		25,8%	22,8%	
Marża EBIT		7,2%			8,8%		13,0%	9,2%	
Marża netto		5,3%			6,3%		7,8%	6,1%	
EV/EBITDA							3,37	3,98	
P/E							7,12	9,52	

Komentarz

- Widoczne w wynikach spadki zakontraktowanych cen energii na bieżący rok o ok.10%.
- Wyższe koszty CO2 w związku z mniejszą alokacją uprawnień w bieżącym okresie.
- Zakładamy wyższe przychody z KDT w wysokości ok. 45 mln PLN oraz mniejszy wpływ zdarzeń jednorazowych niż w kwartale poprzednim.

Stanisław Ozga

SEKTOR PALIWOWY

WIG-PALIWA



Duon (Kupuj, cena docelowa: 2,57 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 2,15

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	102,7	116,8	14%	286,4	389,3	36%	394,0	521,0	32%
EBITDA	4,4	5,5	26%	15,5	26,4	71%	21,0	33,0	57%
EBIT	2,9	3,9	38%	11,1	21,7	96%	15,0	27,0	80%
Zysk netto	2,8	2,7	-3%	9,1	15,5	69%	10,0	19,0	90%
Marża EBITDA	4,3%	4,7%		5,4%	6,8%		5,3%	6,3%	
Marża EBIT	2,8%	3,4%		3,9%	5,6%		3,8%	5,2%	
Marża netto	2,7%	2,3%		3,2%	4,0%		2,5%	3,6%	
EV/EBITDA							11,52	7,33	
P/E							22,03	11,60	

Komentarz

- III kwartał charakteryzował się niewielkim spadkiem wolumenów sprzedaży gazu sieciowego w segmencie infrastruktura oraz wyższymi cenami pozyskania gazu LNG (nadal problemy z dostawami gazu z Kalingradu, gaz z terminala w Zeeburge jest droższy), co przełoży się na pogorszenie wyniku operacyjnego r/r w segmencie infrastruktura
- Poprawa wyniku nastąpi w segmencie obrotu ze względu na rosnące wolumeny sprzedaży gazu TPA
- Ze względu na występowanie możliwości arbitrażu prawdopodobne jest zaksięgowanie dodatkowych zysków na działalności hurtowej w 3Q14

Monika Kalwasińska

Lotos (Kupuj, cena docelowa: 42,2 PLN)

Data publikacji wyników: 29/10/2014

Cena bieżąca: 27,79

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	7 796,3	8 278,8	6%	21 083,8	22 655,1	7%	28 597,0	31 664,0	11%
EBITDA	505,3	454,0	-10%	699,9	435,2	-38%	803,0	1 701,0	112%
EBIT	340,8	289,6	-	205,7	-108,1	-	147,0	865,0	488%
Zysk netto	337,2	88,0	-	63,8	-66,9	-	39,0	575,0	1374%
Marża EBITDA	6,5%	5,5%		3,3%	1,9%		2,8%	5,4%	
Marża EBIT	4,4%	3,5%		1,0%	-0,5%		0,5%	2,7%	
Marża netto	4,3%	1,1%		0,3%	-0,3%		0,1%	1,8%	
EV/EBITDA							11,99	5,66	
P/E							92,54	6,28	

Komentarz

- W 3Q14 r. Lotos zanotował łączną marżę rafineryjną na poziomie ok. 6,96 USD/bbl w 3Q14 r. w porównaniu z marżą 4,32 USD/bbl w 3Q13; wyniki kwartalne zostaną obniżone ujemnym efektem LIFO (ok. 197 mln PLN),
- W segmencie wydobywczym oczekujemy wyniku słabszego kw/kw ze względu na spadek cen ropy naftowej
- Szacujemy, iż EBIT LIFO całej grupy wyniesie 486 mln PLN wobec EBIT LIFO na poziomie 396 mln PLN w 3Q13 r.

Monika Kalwasińska

MOL (Trzymaj, cena docelowa: 185,12 PLN)

Data publikacji wyników: 06/11/2014

Cena bieżąca: 158,20

Prognoza wyników

mld HUF	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	1 450,0	1 407,3	-3%	4 077,5	3 782,6	-7%	5 477,0	5 009,0	-9%
EBITDA	163,9	107,8	-34%	395,7	321,1	-19%	520,0	418,0	-20%
EBIT	-50,8	40,5	-180%	37,2	119,7	222%	-19,0	145,0	-863%
Zysk netto	-30,0	20,9	-170%	22,3	65,8	194%	22,0	78,0	255%
Marża EBITDA	11,3%	7,7%		9,7%	8,5%		9,5%	8,3%	
Marża EBIT	-3,5%	2,9%		0,9%	3,2%		-0,3%	2,9%	
Marża netto	-2,1%	1,5%		0,5%	1,7%		0,4%	1,6%	
EV/EBITDA							3,69	4,59	
P/E							54,50	15,37	

Komentarz

- W segmencie upstream 3Q14 r. nastąpi odwrócenie trendu spadku wydobycia w związku z wzrostem wydobycia z Kurdystanu
- Poprawa marż rafineryjnych powinna pomóc wypracować przyzwoite wyniki w segmencie downstream
- Segment gazowy zanotuje słabsze wyniki w związku z niższymi wolumenami przesyłu gazu

Monika Kalwasińska

PGNiG (Trzymaj, cena docelowa: 5,03 PLN)

Data publikacji wyników: 07/11/2014

Cena bieżąca: 4,81

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	6 213,0	6 074,0	-2%	23 003,0	22 457,0	-2%	3 120,0	31 334,0	904%
EBITDA	1 472,0	1 486,5	1%	4 808,0	4 901,0	2%	5 517,0	6 303,0	14%
EBIT	881,0	886,5	1%	3 055,0	3 055,0	0%	3 149,0	3 580,0	14%
Zysk netto	654,0	577,6	-12%	2 079,0	2 096,0	1%	1 920,0	2 383,0	24%
Marża EBITDA	23,7%	24,5%		20,9%	21,8%		176,8%	20,1%	
Marża EBIT	14,2%	14,6%		13,3%	13,6%		100,9%	11,4%	
Marża netto	10,5%	9,5%		9,0%	9,3%		61,5%	7,6%	
EV/EBITDA							5,59	4,90	
P/E							14,78	11,91	

Komentarz

- Wyższe średniokwartalne temperatury przełożą się na lekki spadek wolumenów sprzedaży gazu;
- Ponieważ spółka PGNiG Detaliczny sprzedaje gaz swoim klientom po taryfie a koszt zakupu gazu w 3Q14 nie zmienił się znacząco szacujemy, iż w 3Q14 PGNiG zanotuje dodatnią marżę na sprzedaży gazu, niemniej wynik segmentu będzie niższy r/r;
- Zakładamy, iż w 3Q14 sprzedano ok. 270 tys. ton ropy naftowej, ze względu na postój remontowy w kopalni LMG i niższy wolumen krajowego wydobycia;
- W segmencie dystrybucji wynik r/r będzie gorszy na skutek zaksięgowania przesuniętej z końca roku wypłaty premii dla pracowników (ok.71 mln PLN)

Monika Kalwasińska

PKN Orlen (Trzymaj, cena docelowa: 39,88 PLN)

Data publikacji wyników: 22/10/2014

Cena bieżąca: 41,61

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	30 392,0	30 228,0	-1%	86 175,0	82 998,3	-4%	113 853,0	104 825,0	-8%
EBITDA	1 158,6	1 301,0	12%	821,2	-2 215,0	-370%	2 503,0	-1 611,0	-164%
EBIT	617,2	877,0	-	2 435,4	-3 686,0	-251%	333,0	-3 534,0	-1161%
Zysk netto	654,6	387,5	-	597,0	-4 745,5	-	175,0	-4 574,0	-2714%
Marża EBITDA	3,8%	4,3%		1,0%	-2,7%		2,2%	-	
Marża EBIT	2,0%	2,9%		2,8%	-4,4%		0,3%	-	
Marża netto	2,2%	1,3%		0,7%	-5,7%		0,2%	-	
EV/EBITDA							9,71	-	
P/E							101,70	-	

Komentarz

- w 3Q14 r. PKN Orlen zanotował marżę downstream 12,90 USD/bbl wobec 9,50 USD/bbl w 3Q13, poprawa była możliwa dzięki m.in. poprawie ujemnych cracków na ciężkich pozostałościach;
- driverem poprawy wyników będzie rafineria, która zanotuje EBIT LIFO ok. 892 mln PLN vs. strata operacyjna na poziomie 150 mln PLN w 3Q13
- osłabienie marż detalicznych w Niemczech i w Czechach nie pozwoli na poprawę wyniku operacyjnego w segmencie detalicznym r/r
- szacujemy, iż EBIT LIFO w 3Q14 wyniesie ok. 1,49 mld PLN vs. EBIT LIFO w 3Q13 r. ok. 255 mln PLN
- ujemne saldo na działalności finansowej w 3Q14 spowoduje, że wynik netto r/r będzie słabszy

Monika Kalwasińska

SEKTOR CHEMICZNY

WIG-CHEMIA



Ciech (Sprzedaj, cena docelowa: 30,51 PLN)

Data publikacji wyników: 14/11/2014

Cena bieżąca: 40,50

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	823,4	806,9	-2%	2 705,9	2 465,9	-9%	3 501,0	3 292,0	-6%
EBITDA	107,6	104,5	-3%	333,2	355,7	7%	356,0	438,0	23%
EBIT	55,1	53,9	-2%	175,8	204,4	16%	140,0	236,0	69%
Zysk netto	6,3	20,5	226%	68,2	47,5	-30%	40,0	70,0	75%
Marża EBITDA	13,1%	12,9%		12,3%	14,4%		10,2%	13,3%	
Marża EBIT	6,7%	6,7%		6,5%	8,3%		4,0%	7,2%	
Marża netto	0,8%	2,5%		2,5%	1,9%		1,1%	2,1%	
EV/EBITDA							9,07	7,37	
P/E							53,36	30,49	

Komentarz

- 3Q14 w segmencie sodowym upłynął pod znakiem awarii oraz postojów remontowych, niższe wolumeny zostały częściowo zrekompensowane osłabieniem PLN wobec EUR, oczekujemy EBITDA segmentu zbliżonej do wyników 3Q13
- Zakończenie sezonu aplikacji środków ochrony roślin oraz presja na ceny żywic spowoduje, że EBITDA segmentu organika będzie płaska r/r
- Niższe saldo kosztów finansowych w stosunku do 3Q13 przełoży się na poprawę wyniku netto r/r
- Koszty awarii oraz pierwsze odprawy dla pracowników Organika obciążą kwartalne wyniki spółki

Monika Kalwasińska

Grupa Azoty (Sprzedaj, cena docelowa: 60,9 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 57,30

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	2 226,1	2 273,5	2%	7 473,1	7 346,6	-2%	9 821,0	10 443,0	6%
EBITDA	111,3	145,7	31%	1 196,1	709,9	-41%	1 253,0	927,0	-26%
EBIT	-8,5	26,7	-	779,6	312,1	-60%	703,0	367,0	-48%
Zysk netto	-3,7	13,0	-	724,2	221,8	-69%	680,0	274,0	-60%
Marża EBITDA	5,0%	6,4%		16,0%	9,7%		12,8%	8,9%	
Marża EBIT	-	1,2%		10,4%	4,2%		7,2%	3,5%	
Marża netto	-	0,6%		9,7%	3,0%		6,9%	2,6%	
EV/EBITDA							4,80	6,49	
P/E							8,36	20,74	

Komentarz

- 3Q14r. przyniósł osłabienie cen nawozów oraz stabilizację wolumenów, niemniej jednak 2-tygodniowa awaria na instalacji amoniaku obniżył wynik segmentu mimo sprzyjających jeszcze niższych notowań gazu, szacujemy iż segment nawozowy zanotuje pogorszenie wyników r/r
- Delikatne ożywienie na rynku przełoży się na zmniejszenie straty operacyjnej w segmencie tworzyw
- Segment chemiczny (alkohole OXO, plastyfikatory, melamina) ze względu na sezonowy wzrost popytu zanotuje dodatnią EBITDA
- Bardzo dobre zbiory zbóż wywołują presję na ceny nawozów, co nie sprzyja poprawie wyników w segmencie nawozów w kolejnych kwartałach

Monika Kalwasińska

Synthos (Trzymaj, cena docelowa: 4,78 PLN)

Data publikacji wyników: 14/11/2014

Cena bieżąca: 3,98

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	1 401,1	1 190,9	-15%	4 186,8	3 540,9	-15%	5 359,0	5 127,0	-4%
EBITDA	120,8	163,1	35%	443,8	493,1	11%	605,0	641,0	6%
EBIT	82,1	122,5	49%	328,6	374,7	14%	453,0	491,0	8%
Zysk netto	82,4	73,5	-11%	306,4	242,4	-21%	417,0	419,0	0%
Marża EBITDA	8,6%	13,7%		10,6%	13,9%		11,3%	12,5%	
Marża EBIT	5,9%	10,3%		7,8%	10,6%		8,5%	9,6%	
Marża netto	5,9%	6,2%		7,3%	6,8%		7,8%	8,2%	
EV/EBITDA							10,19	9,62	
P/E							12,63	12,57	

Komentarz

- 3Q14 kwartał br. charakteryzował się niewielkim wzrostem cen butadienu w pierwszych dwóch miesiącach kwartału, co wesprze wyniki segmentu
- Mimo relatywnie wysokich cen benzenu utrzymujący się popyt na polistyreny pozwoli na zanotowanie przyzwoitych wyników segmentu
- Ze względu na niską bazę Synthos zanotuje poprawę wyników r/r

Monika Kalwasińska

SEKTOR FINANSOWY

WIG-BANKI



Alior Bank (Trzymaj, cena docelowa: 87 PLN)

Data publikacji wyników: 06/11/2014

Cena bieżąca: 71,51

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	239	317	33%	701	893	27%	999	1 210	21%
Wynik z opłat i prowizji	71	85	20%	187	252	35%	275	351	28%
Przychody ogółem	368	478	30%	1 092	1 362	25%	1 540	1 842	20%
Koszty operacyjne	-213	-233	10%	-614	-682	11%	-847	-908	7%
Wynik operacyjny	156	246	58%	478	680	42%	693	916	32%
Saldo rezerw	-102	-168	64%	-262	-415	58%	-405	-501	24%
Wynik przed opodatkowaniem	54	78	45%	215	265	23%	288	415	44%
Wynik netto	41	62	50%	170	213	26%	228	332	46%
Marża odsetkowa	4,3	4,7		4,4	4,6		4,6	4,4	
Koszty/Dochody	57,7	48,7		56,5	50,1		55,0	49,3	
Koszty ryzyka	2,2	2,2		2,0	2,2		2,2	2,3	
P/E							20,0	15,0	
P/BV							2,1	1,7	

Komentarz

- Wyniki obciążone przez odpis na Polbitę: 38 mln PLN brutto, 31 mln PLN netto
- Po oczyszczeniu wyniki prezentują się całkiem dobrze (+125% r/r i +12% kw/kw)
- Dobre podstawowe przychody: poprawa wyniku odsetkowego o 4% kw/kw oraz wyniku prowizyjnego o 1% kw/kw, zdecydowanie wyróżniają Alior Bank na tle sektora
- Koszty na poziomie z 2Q14 – głównym motorem są wyższe koszty marketingu
- Odpisy bez Polbity na poziomie 220pb wobec kredytów brutto (230pb wobec kredytów netto)

Jaromir Szortyka

BZ WBK (Trzymaj, cena docelowa: 399 PLN)

Data publikacji wyników: 04/11/2014

Cena bieżąca: 367,70

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	864	1 113	29%	2 415	2 661	10%	3 277	3 573	9%
Wynik z opłat i prowizji	445	473	6%	1 320	1 326	0%	1 779	1 722	-3%
Przychody ogółem	1 473	1 691	15%	4 251	4 362	3%	6 055	6 060	0%
Koszty operacyjne	-636	-803	26%	-2 028	-2 087	3%	-2 827	-2 719	-4%
Wynik operacyjny	837	888	6%	2 224	2 275	2%	3 228	3 341	4%
Saldo rezerw	-159	-223	40%	-555	-524	-6%	-729	-665	-9%
Wynik przed opodatkowaniem	685	665	-3%	1 682	1 751	4%	2 515	2 803	11%
Wynik netto	537	486	-10%	1 330	1 383	4%	1 982	2 238	13%
Marża odsetkowa	3,5	3,5		3,3	3,4		3,3	3,5	
Koszty/Dochody	43,2	47,8		47,8	47,9		46,7	44,9	
Koszty ryzyka	0,9	1,0		1,0	0,9		1,0	1,0	
P/E							17,4	16,3	
P/BV							2,4	2,1	

Komentarz

- Pierwszy kwartał uwzględniający konsolidację Santander Consumer Bank. Zakładamy kontrybucję do zysku (na udziale 60%) na poziomie +57 mln PLN
- Wynik odsetkowy (bez SCB) – 2% kw/kw – lekka presja na marżę odsetkową z uwagi na większą konkurencję
- Wynik prowizyjny (bez SCB) – 4% kw/kw – głównie efekt niższej opłaty interchange
- Zakładamy 38 mln PLN kosztów integracji
- Wzrost poziomu odpisów (bez SCB) o 8% kw/kw

Jaromir Szortyka

GPW (Kupuj, cena docelowa: 46 PLN)

Data publikacji wyników: 30/10/2014

Cena bieżąca: 37,50

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	69,0	75,7	10%	212,9	231,4	9%	284	306	8%
EBITDA	35,4	37,3	5%	110,7	117,8	6%	146	156	7%
EBIT	28,5	30,2	6%	92,2	96,4	4%	119	128	8%
Zysk netto	25,9	25,0	-4%	84,8	82,9	-2%	113	108	-4%
Marża EBITDA	51,3%	49,3%		52,0%	50,9%		51,4%	51,0%	
Marża EBIT	41,3%	39,9%		43,3%	41,6%		41,9%	41,8%	
Marża netto	37,5%	33,0%		39,8%	35,8%		39,8%	35,3%	
EV/EBITDA							8,8	8,2	
P/E							13,9	14,6	

Komentarz

- Przyzwoity kwartał: 25 mln PLN zysku netto (wzrost o 23% kw/kw)
- Lekki wzrost przychodów w segmencie rynku finansowego: +4% kw/kw – głównie dzięki wyższemu obrotom na rynku akcji (na minus wyróżniają się przychody z instrumentów pochodnych)
- Wzrost przychodów w segmencie towarowym: +22% kw/kw – głównie zasługa handlu gazem
- Saldo kosztów operacyjnych podwyższone o 2 mln PLN z uwagi koszty „rozstania” z członkami zarządu poprzedniej kadencji
- Wynik obciąża strata Aquis Exchange (zakładamy - 1,8 mln PLN na udziale GPW)

Jaromir Szortyka

Handlowy (Trzymaj, cena docelowa: 125 PLN)

Data publikacji wyników: 05/11/2014

Cena bieżąca: 119,00

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	306	304	-1%	944	900	-5%	1 242	1 191	-4%
Wynik z opłat i prowizji	153	151	-1%	482	475	-1%	642	624	-3%
Przychody ogółem	519	590	14%	1 993	1 862	-7%	2 548	2 446	-4%
Koszty operacyjne	-313	-315	1%	-989	-957	-3%	-1 365	-1 232	-10%
Wynik operacyjny	206	275	33%	1 004	904	-10%	1 183	1 215	3%
Saldo rezerw	-2	-3	75%	17	-5	nm	36	0	nm
Wynik przed opodatkowaniem	205	273	33%	1 020	900	-12%	1 218	1 214	0%
Wynik netto	165	219	32%	821	732	-11%	973	974	0%
Marża odsetkowa	2,8	0,0		3,0	1,8		2,9	2,7	
Koszty/Dochody	60,3	53,3		50,8	51,5		53,6	50,4	
Koszty ryzyka	0,0	0,1		-0,1	0,0		-0,2	0,0	
P/E							16,0	16,0	
P/BV							2,1	2,1	

Komentarz

- Płaski wynik odsetkowy kw/kw – wyższe wolumeny kredytowe skompensowane niższą rentownością na portfelu obligacyjnym
- Spadek wyniku prowizyjnego o 10% kw/kw – głównie z uwagi na niższy interchange
- Zakładamy wynik tradingowy na poziomie 135 mln PLN wobec ok. 170 mln PLN w ostatnich dwóch kwartałach – możliwa niespodzianka na plus
- Koszty operacyjne na poziomie 315 mln PLN – dolny zakres oczekiwań zarządu
- Utrzymanie bliskich zera kosztów ryzyka

Jaromir Szortyka

ING (Kupuj, cena docelowa: 154 PLN)

Data publikacji wyników: 05/11/2014

Cena bieżąca: 138,50

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	526	593	13%	1 497	1 743	16%	2 043	2 364	16%
Wynik z opłat i prowizji	245	257	5%	757	813	7%	1 022	1 074	5%
Przychody ogółem	801	885	10%	2 461	2 654	8%	3 290	3 584	9%
Koszty operacyjne	-459	-483	5%	-1 418	-1 435	1%	-1 868	-1 862	0%
Wynik operacyjny	343	402	17%	1 043	1 219	17%	1 422	1 722	21%
Saldo rezerw	-64	-64	1%	-191	-181	-5%	-267	-311	16%
Wynik przed opodatkowaniem	288	337	17%	879	1 050	19%	1 193	1 423	19%
Wynik netto	234	267	14%	709	804	13%	962	1 130	18%
Marża odsetkowa	2,7	2,6		2,6	2,6		2,6	2,8	
Koszty/Dochody	57,2	54,6		57,6	54,1		56,8	52,0	
Koszty ryzyka	0,5	0,4		0,5	0,4		0,5	0,6	
P/E							18,7	15,9	
P/BV							2,1	2,0	

Komentarz

- Dobry wynik odsetkowy (+13% r/r) głównie dzięki wysoki dynamikom wolumenów kredytowych
- Spadek wynik prowizyjnego kw/kw o 8% z uwagi na niższą opłatę interchange
- Zakładamy brak nadzwyczajnych zysków ze sprzedaży obligacji
- Wzrost kosztów operacyjnych r/r o 5% - premie sprzedażowe oraz inwestycje w kanały dostępu i IT
- Koszty ryzyka na znormalizowany poziomie z 1H14

Jaromir Szortyka

mBank (Trzymaj, cena docelowa: 525 PLN)

Data publikacji wyników: 30/10/2014

Cena bieżąca: 485,00

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	570	631	11%	1 638	1 839	12%	2 226	2 440	10%
Wynik z opłat i prowizji	211	219	4%	606	704	16%	835	924	11%
Przychody ogółem	945	1 004	6%	2 709	2 985	10%	3 674	3 911	6%
Koszty operacyjne	-417	-450	8%	-1 236	-1 336	8%	-1 678	-1 759	5%
Wynik operacyjny	528	554	5%	1 473	1 649	12%	1 995	2 152	8%
Saldo rezerw	-174	-156	-10%	-361	-401	11%	-478	-424	-11%
Wynik przed opodatkowaniem	355	399	13%	1 112	1 248	12%	1 518	1 729	14%
Wynik netto	289	314	9%	892	977	9%	1 206	1 343	11%
Marża odsetkowa	2,3	2,4		2,2	2,4		2,2	2,4	
Koszty/Dochody	44,1	44,8		45,7	44,8		45,7	45,0	
Koszty ryzyka	0,9	0,9		0,7	0,7		0,7	0,6	
P/E							17,4	15,2	
P/BV							2,0	2,0	

Komentarz

- Lekki wzrost wyniku odsetkowego (+2% kw/kw) – stabilizacja NIM oraz lekki wzrost wolumenów
- Spadek wyniku prowizyjnego kw/kw (-10%), głównie z uwagi na niższą opłatę interchange
- Wynik wsparte, dzięki dywidendzie z PZU (18 mln PLN)
- Koszty operacyjne wyższe o 8% r/r z uwagi na wydatki marketingowe, inwestycje w IT oraz nowe projekty (w tym współpraca z Orange)
- Koszty ryzyka na podwyższonym poziomie z 2Q14 (85pb.)

Jaromir Szortyka

Millennium (Kupuj, cena docelowa: 8,8 PLN)

Data publikacji wyników: 27/10/2014

Cena bieżąca: 8,47

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	312	380	22%	875	1 112	27%	1 220	1 448	19%
Wynik z opłat i prowizji	142	143	1%	441	461	5%	589	605	3%
Przychody ogółem	495	559	13%	1 483	1 670	13%	2 006	2 216	10%
Koszty operacyjne	-263	-273	4%	-816	-827	1%	-1 090	-1 089	0%
Wynik operacyjny	233	286	23%	667	843	26%	917	1 127	23%
Saldo rezerw	-57	-64	13%	-171	-204	19%	-234	-254	8%
Wynik przed opodatkowaniem	176	222	26%	495	639	29%	681	872	28%
Wynik netto	139	173	25%	393	493	26%	536	678	27%
Marża odsetkowa	2,2	2,6		2,1	2,6		2,2	2,5	
Koszty/Dochody	53,0	48,8		55,0	49,5		54,3	49,1	
Koszty ryzyka	0,5	0,6		0,5	0,6		0,5	0,6	
P/E							19,2	15,2	
P/BV							1,9	1,8	

Komentarz

- Poprawa zysku netto o 25% r/r i o 6% kw/kw
- Nieznaczna poprawa wyniku odsetkowego kw/kw (głównie wolumeny, lekka presja na marżę)
- Spadek wyniku prowizyjnego kw/kw o 13% ze względu na niższą opłatę interchange i sezonowość w przychodach z ubezpieczeń
- Nie zakładamy dodatkowych zysków ze sprzedaży obligacji
- Normalizacja kosztów ryzyka (po dwóch trochę gorszych kwartałach)

Jaromir Szortyka

Pekao (Trzymaj, cena docelowa: 187 PLN)

Data publikacji wyników: 10/11/2014

Cena bieżąca: 179,30

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	1 064	1 150	8%	3 339	3 420	2%	4 506	4 633	3%
Wynik z opłat i prowizji	576	498	-14%	1 635	1 537	-6%	2 143	2 083	-3%
Przychody ogółem	1 837	1 828	-1%	5 670	5 437	-4%	7 547	7 455	-1%
Koszty operacyjne	-868	-854	-2%	-2 647	-2 578	-3%	-3 489	-3 430	-2%
Wynik operacyjny	969	974	0%	3 023	2 859	-5%	4 058	4 025	-1%
Saldo rezerw	-169	-153	-10%	-496	-443	-11%	-664	-606	-9%
Wynik przed opodatkowaniem	814	836	3%	2 555	2 465	-4%	3 454	3 487	1%
Wynik netto	655	676	3%	2 056	1 995	-3%	2 785	2 815	1%
Marża odsetkowa	3,0	3,1		3,2	3,1		3,2	3,0	
Koszty/Dochody	47,2	46,7		46,7	47,4		46,2	46,0	
Koszty ryzyka	0,6	0,5		0,6	0,5		0,6	0,6	
P/E							16,9	16,7	
P/BV							2,0	2,0	

Komentarz

- Płaski wynik odsetkowy w ujęciu kw/kw – lekka presja na marżę odsetkową
- Spadek wyniku prowizyjnego kw/kw z uwagi na obniżkę interchange
- Zakładamy 50 mln PLN zysków ze sprzedaży obligacji
- Dobra kontrola kosztów (-2% r/r)
- Koszty ryzyka na stabilnym, niskim poziomie (53pb.)

Jaromir Szortyka

PZU (Kupuj, cena docelowa: 520 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 470,10

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Składka przypisana brutto	3 907	3 874	-1%	12 403	12 312	-1%	16 480	16 505	0%
Wynik lokacyjny	889	800	-10%	1 854	2 158	16%	2 488	2 636	6%
Odszkodowania netto	-2 751	-2 804	2%	-8 210	-8 222	0%	-11 161	-11 170	0%
Koszty operacyjne	-882	-940	7%	-2 555	-2 802	10%	-3 422	-3 606	5%
Zysk brutto	1 346	1 063	-21%	3 449	3 239	-6%	4 119	3 981	-3%
Zysk netto	1 091	848	-22%	2 767	2 569	-7%	3 294	3 183	-3%

P/BV	3,1	3,0
P/E	12,3	12,8

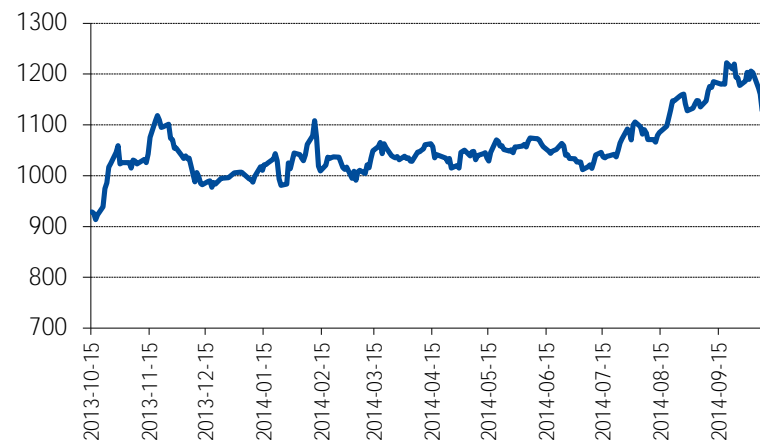
Komentarz

- Solidne wyniki PZU. Spodziewamy się zysku netto na poziomie 848 mln PLN
- Dynamika przypisu składki brutto na poziomie -0,9%
- Pozytywne zdarzenie jednorazowe w segmencie emerytalnym (+85 mln PLN)
- Dobry wynik inwestycyjny (800 mln PLN) – dobra koniunktura na GPW w 3Q14
- Dynamika kosztów (administracyjnych i akwizycyjnych) na poziomie +6,6% r/r

Jaromir Szortyka

TELEKOMUNIKACJA

WIG-TELEKOM



Netia (Kupuj, cena docelowa: 6,2 PLN)

Data publikacji wyników: 06/11/2014

Cena bieżąca: 5,72

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	457,1	418,9	-8%	1 425,1	1 275,4	-11%	1 876,0	1 720,0	-8%
EBITDA	142,5	124,2	-13%	417,3	369,9	-11%	531,9	495,0	-7%
EBIT	32,8	19,2	-41%	86,4	54,0	-38%	92,8	64,0	-31%
Zysk netto	14,1	11,6	-18%	35,6	30,8	-13%	46,3	35,1	-24%
Marża EBITDA	31,2%	29,6%		29,3%	29,0%		28,4%	28,8%	
Marża EBIT	7,2%	4,6%		6,1%	4,2%		4,9%	3,7%	
Marża netto	3,1%	2,8%		2,5%	2,4%		2,5%	2,0%	
EV/EBITDA							4,29	4,61	
P/E							42,98	56,70	

Komentarz

- Spodziewamy się spadku przychodów o 8% r/r, główną przyczyną będzie dalszy spadek liczby linii WLR (o około 17% r/r) i dalszy spadek liczby tradycyjnych linii głosowych (o około 5% r/r). Już w na początku 2013 roku Netia przyjęła strategię utrzymania ARPU co powoduje erozję bazy klientów. Oczekujemy, że dynamika spadku liczby linii stacjonarnych razem wyniesie około 8,7% r/r, a 74% tego ubytku to będzie WLR. Oczekujemy też dalszego, około 3% spadku ARPU. W segmencie internetu szerokopasmowego spodziewamy się spadku liczby portów o 4,3% r/r, oraz płaskiego ARPU r/r.
- Spodziewamy się raportowanej marży EBITDA na poziomie około 29,6%, dzięki cięciom kosztów marża powinna być o 1,0pp wyższa niż w tym samym okresie zeszłego roku. Netia powinna w całym 2014 roku wygenerować około 497m EBITDA, przy marży wynoszącej 29,7%.
- Na poziomie netto spodziewamy się około 11,6mln PLN.

Włodzimierz Giller

Orange Polska (Trzymaj, cena docelowa: 10,4 PLN)

Data publikacji wyników: 22/10/2014

Cena bieżąca: 9,73

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	3 196,0	3 023,0	-5%	9 766,0	9 102,0	-7%	12 923,0	12 367,0	-4%
EBITDA	1 165,0	1 057,0	-9%	3 202,0	3 195,0	0%	3 895,0	4 014,0	3%
EBIT	390,0	307,0	-21%	849,0	898,0	6%	788,0	1 010,0	28%
Zysk netto	239,0	139,0	-42%	396,0	504,0	27%	294,0	866,0	195%
Marża EBITDA	36,5%	35,0%		32,8%	35,1%		30,1%	32,5%	
Marża EBIT	12,2%	10,2%		8,7%	9,9%		6,1%	8,2%	
Marża netto	7,5%	4,6%		4,1%	5,5%		2,3%	7,0%	
EV/EBITDA							4,48	4,34	
P/E							43,43	14,75	

Komentarz

- W 3 kwartale 2014 spodziewamy się 5,3% spadku przychodów r/r. W segmencie telefonii komórkowej oczekujemy 2,3% erozji przychodów r/r, a w telefonii stacjonarnej 10,7% spadku sprzedaży. Niewielkiego, 1,5% spadku sprzedaży r/r spodziewamy się w usługach przesyłu danych.
- Ubiegły rok pokazał, że nieco wyhamowała spadkowa tendencja liczby aktywnych linii stacjonarnych. Dlatego spodziewamy się spadku linii abonenckich o 60 tys w telefonii stacjonarnej w 3 kwartale 2014 wobec 2 kwartału, co oznacza spadek o 5,1% r/r. ARPU w tym segmencie powinno być w dalszym ciągu pod presją (spadek o około 7,5% r/r).
- W segmencie telefonii komórkowej Orange mógł zyskać około 60 tys abonentów w 3Q14 (w dużej mierze ciągle dzięki ofercie Nju). Dzięki niższej bazie stawek MTR z 3Q13 oczekujemy spadku tempa kurczenia się ARPU, i przewidujemy ARPU niższe o 4,8% r/r.
- Spodziewamy się, że marża EBITDA wyniosła 35%, o 1,5ppp niżej r/r. Oczekujemy EBITDA na poziomie 1057mln PLN (1165mln PLN rok temu) a zysku netto na poziomie 139mln PLN (239mln PLN rok temu).

Włodzimierz Giller

MEDIA

WIG-MEDIA



Cyfrowy Polsat (Trzymaj, cena docelowa: 23,6 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 25,97

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	677,3	2 389,1	253%	2 110,0	4 858,0	130%	2 910,8	7 280,2	150%
EBITDA	268,3	900,0	235%	770,9	1 890,6	145%	1 046,3	3 034,1	190%
EBIT	203,4	420,0	106%	583,1	1 036,8	78%	789,9	1 812,5	129%
Zysk netto	176,5	61,6	-65%	352,3	291,6	-17%	525,4	996,8	90%
Marża EBITDA	39,6%	37,7%		36,5%	38,9%		35,9%	41,7%	
Marża EBIT	30,0%	17,6%		27,6%	21,3%		27,1%	24,9%	
Marża netto	26,1%	2,6%		16,7%	6,0%		18,1%	13,7%	
EV/EBITDA							10,20	9,20	
P/E							17,20	16,70	

Komentarz

- Spółka poda dane nieporównywalne z 3 kwartałem 2013, ze względu na konsolidację Polkomtela. Spodziewamy się, że Cyfrowy Polsat pokaże 2389mln PLN przychodów, (według nowej klasyfikacji będzie to 1793mln PLN przychodów od klientów indywidualnych i biznesowych i 484mln PLN przychodów hurtowych).
- Skonsolidowana EBITDA powinna wynieść 900mln PLN, na co będzie się składać EBITDA telekomunikacyjna (700mln PLN), EBITDA segmentu platformy satelitarnej (140mln PLN) oraz EBITDA segmentu nadawania i produkcji TV (60mln PLN). Marże EBITDA będą pod presją ze względu na koszty pozyskania klienta.
- Saldo przychodów i kosztów finansowych szacujemy na -350mln PLN, (w tym 250mln PLN odsetki i 130mln PLN koszty f/x). Według naszych przewidywań spółka powinna pokazać około 60mln PLN zysku netto za 3Q14.

Włodzimierz Giller

TVN (Trzymaj, cena docelowa: 17,2 PLN)

Data publikacji wyników: 06/11/2014

Cena bieżąca: 14,41

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	309,9	322,7	4%	1 093,5	1 107,0	1%	1 554,6	1 628,5	5%
EBITDA	83,8	85,3	2%	339,9	339,5	0%	498,1	539,0	8%
EBIT	64,9	74,8	15%	278,7	319,0	14%	297,2	530,3	78%
Zysk netto	-171,4	13,3	-	-249,4	136,8	-	-206,9	370,8	-
Marża EBITDA	27,0%	26,4%		31,1%	30,7%		32,0%	33,1%	
Marża EBIT	20,9%	23,2%		25,5%	28,8%		19,1%	32,6%	
Marża netto	-	4,1%		-	12,4%		-	22,8%	
EV/EBITDA							14,31	13,23	
P/E							-	13,59	

Komentarz

- Oczekujemy lekkiego przyrostu przychodów o 4,1% r/r w 3Q14, za sprawą dalszego lekkiego umacniania się rynku reklamy i wyższych przychodów ze sponsoringu. Przewidujemy, że wpływ z reklamy wzrosną o 4% r/r a ze sponsoringu o 10% r/r. Według naszych przewidywań dynamika rynku reklamowego w 3Q14 mogła wynieść również około 4% i była podobna do 2Q14.
- Przed konsolidacją telewizji NC+ spodziewamy się marży EBITDA na poziomie 26,3%, zbliżonej do tej z przed roku. Wpływ NC+ kolejny raz powinien być znowu pozytywny i wynieść na poziomie EBITDA około 7 mln PLN, a Onet.pl 1,5 mln PLN. Spodziewamy się zysku operacyjnego w okolicach 75mln PLN.
- Całkowite koszty finansowe szacujemy na 50mln PLN. Wchodzą w to koszty odsetek (47mln PLN) i ujemne różnice kursowe (13,5mln PLN). Na poziomie netto oczekujemy kwoty 13,3mln PLN.

Włodzimierz Giller

SEKTOR DEWELOPERSKI

WIG-DEWELOPERZY



Dom Development (Trzymaj, cena docelowa: 45,2 PLN)

Data publikacji wyników: 24/10/2014

Cena bieżąca: 44,99

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	123,6	148,5	20%	463,8	510,1	10%	676,4	737,5	9%
EBITDA	4,2	11,4	171%	40,1	24,7	-38%	76,5	70,2	-8%
EBIT	2,8	10,7	279%	37,7	22,5	-40%	73,3	68,0	-7%
Zysk netto	1,1	9,6	753%	28,5	20,5	-28%	54,4	54,4	0%
Marża EBITDA		7,7%		8,6%	4,8%		11,3%	9,5%	
Marża EBIT		7,2%		8,1%	4,4%		10,8%	9,2%	
Marża netto		6,5%		6,1%	4,0%		8,0%	7,4%	
EV/EBITDA							16,47	17,95	
P/E							20,47	20,50	

Komentarz

- W III kwartale br. DOM Development rozpoznał w wynikach 374 lokale. W relacji do poprzedniego kwartału oznacza to spadek, jednak ze względu na oczekiwaną wyższą marżę brutto spodziewamy się zysku netto na poziomie zbliżonym do II kwartału br.
- Dom Development zwiększył istotnie ofertę mieszkań w II kwartale br. do ok. 2500 mieszkań w porównaniu do 1685 mieszkań na koniec I kwartału. Wpłynęło to pozytywnie na sprzedaż, która wzrosła do najwyższego poziomu w tym roku 495 mieszkań.

Stanisław Ozga

Echo (Kupuj, cena docelowa: 7,3 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 6,08

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	140,7	162,5	16%	406,6	385,9	-5%	527,9	645,9	22%
EBITDA	-4,1	70,1	-	485,9	599,5	23%	501,8	757,5	51%
EBIT	-5,4	68,9	-	483,8	596,0	23%	496,7	752,3	51%
Zysk netto	5,4	32,8	510%	307,4	457,6	49%	331,1	515,9	56%
Marża EBITDA	-2,9%	43,1%		119,5%	155,3%		95,1%	117,3%	
Marża EBIT	-3,9%	42,4%		119,0%	154,4%		94,1%	116,5%	
Marża netto	3,8%	20,2%		75,6%	118,6%		62,7%	79,9%	
EV/EBITDA							9,91	6,57	
P/E							7,58	4,86	

Komentarz

- Szacujemy przychody i marżę brutto z nieruchomości komercyjnych na poziomie zbliżonym do II kwartału bieżącego roku. Oczekujemy w wynikach III kwartału poprawy salda zysków/start z rewaluacji ze względu na ruchy waluty w roku poprzednim.
- Oczekujemy znacznego wzrostu przychodów ze sprzedaży inwestycji mieszkaniowych ze względu na oddawane w tym kwartale projekty.

Stanisław Ozga

GTC (Kupuj, cena docelowa: 8 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 5,45

Prognoza wyników

mln EUR	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	32,6	32,1	-1%	98,2	95,9	-2%	131,1	121,3	-8%
EBITDA	8,7	11,9	37%	-26,8	-20,7	-	-120,9	39,2	-
EBIT	8,6	11,8	38%	-27,1	-21,1	-	-121,4	38,6	-
Zysk netto	-1,0	-0,5	-	-66,1	-64,3	-	-146,8	-78,3	-
Marża EBITDA	26,8%	37,2%		-27,3%	-21,6%		-92,2%	32,3%	
Marża EBIT	26,4%	36,8%		-27,6%	-22,0%		-92,6%	31,8%	
Marża netto	-3,0%	-1,7%		-67,3%	-67,1%		-112,0%	-64,6%	
EV/EBITDA							-	30,95	
P/E							-	-	

Komentarz

- Oczekujemy przychodów ze sprzedaży na poziomie II kwartału br. i podobnej marży brutto
- Wg naszych założeń nie zakładamy istotnych odpisów z tytułu rewaluacji aktywów w III kwartale br.
- W wynikach widoczne pozytywne efekty programu oszczędności kosztów w postaci dodatniego cash flow z działalności operacyjnej.

Stanisław Ozga

PHN (Trzymaj, cena docelowa: 27,8 PLN)

Data publikacji wyników: 12/11/2014

Cena bieżąca: 25,20

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	37,9	38,1	1%	130,1	116,6	-10%	131,2	121,2	-8%
EBITDA	9,0	2,9	-68%	-12,7	7,3	-	-5,0	16,3	-
EBIT	8,6	2,5	-71%	-14,3	5,7	-	-7,0	14,7	-
Zysk netto	78,8	78,9	0%	62,5	91,6	47%	100,0	94,4	-6%
Marża EBITDA		7,6%		-9,8%	6,3%		-3,8%	13,5%	
Marża EBIT		6,6%		-11,0%	4,9%		-5,3%	12,1%	
Marża netto		207,1%		48,0%	78,6%		76,2%	77,9%	
EV/EBITDA							-	67,51	
P/E							11,65	12,34	

Komentarz

- Oczekujemy niższych przychodów w segmencie najmu i deweloperskim w relacji do III kwartału 2013 r.
- Dzięki niższym r/r kosztom operacyjnym zysk operacyjny powinien pozostać na zbliżonym poziomie.
- Ze względu na dokonane transakcje wewnątrz grupy oczekujemy istotnego wpływu na wynik rozwiązania rezerw z tytułu odroczonego podatku dochodowego.

Stanisław Ozga

Robyg (Kupuj, cena docelowa: 2,51 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 2,22

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	84,1	35,6	-58%	368,9	276,2	-25%	485,9	378,8	-22%
EBITDA	7,5	4,8	-36%	45,5	41,4	-9%	57,0	56,8	0%
EBIT	7,3	4,5	-38%	44,7	40,4	-10%	56,7	55,9	-2%
Zysk netto	2,3	0,5	-78%	17,5	22,1	26%	26,1	33,5	29%
Marża EBITDA	8,9%	13,5%		12,3%	15,0%		11,7%	15,0%	
Marża EBIT	8,7%	12,6%		12,1%	14,6%		11,7%	14,7%	
Marża netto	2,7%	1,4%		4,8%	8,0%		5,4%	8,9%	
EV/EBITDA							12,11	12,16	
P/E							22,30	17,35	

Komentarz

- Spółka pozostaje liderem sprzedaży mieszkań w 2014r. W III kwartale sprzedaż wyniosła 513 lokali.
- Wynik operacyjny ze względu na niską skalę rozpoznania na poziomie ok. 105 lokali będą najniższe w tym roku.
- Robyg odkupił udziały w WOC, z tego względu oczekujemy rewaluacji tej inwestycji.

Stanisław Ozga



HANDEL HURTOWY I DETALICZNY

AmRest (Kupuj, cena docelowa: 88,8 PLN)

Data publikacji wyników: 07/11/2014

Cena bieżąca: 80,50

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	696,4	765,2	10%	1 970,7	2 152,9	9%	2 701,0	2 955,0	9%
Zysk brutto na sprzedaży	76,6	87,2	14%	193,4	228,1	18%	273,0	342,0	25%
EBIT	30,8	38,5	25%	38,2	89,2	134%	17,0	111,0	553%
Zysk netto	7,6	19,5	157%	49,3	32,4	-34%	10,0	29,0	190%
Marża brutto na sprzedaży	11,0%	11,4%		9,8%	10,6%		10,1%	11,6%	
Marża EBIT	4,4%	5,0%		1,9%	4,1%		0,6%	3,8%	
Marża netto	1,1%	2,5%		2,5%	1,5%		0,4%	1,0%	
EV/EBITDA							9,30	8,20	
P/E							175,70	61,10	

Komentarz

- Pozytywne trendy z 1 półrocza powinny znaleźć odbicie w wynikach kolejnego okresu. Spółka podała przychody za 3 kwartał, pokazując 9,9% wzrost r/r. Najsilniej sprzedaż rośnie w Europie Zachodniej i Nowych Rynkach, w Rosji oraz w Polsce, Czechach i na Węgrzech.
- Oczekujemy poprawy marż operacyjnych i EBITDA dzięki poprawiającej się sprzedaży. Poprawy marż EBITDA spodziewamy się głównie w Polsce, Czechach i w Hiszpanii. Koszty ponoszone na rozwój na nowych rynkach szacujemy na 10mln PLN (w całym 2014 roku powinny wynieść 40mln PLN). Skonsolidowana EBITDA powinna wynieść 88mln PLN.
- Wysoka amortyzacja i poziom kosztów finansowych powoduje, że zysk netto szacujemy na 19,5mln PLN.

Włodzimierz Giller

CCC (Kupuj, cena docelowa: 150 PLN)

Data publikacji wyników: 06/11/2014

Cena bieżąca: 128,00

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	416,2	464,3	12%	1 059,7	1 320,2	25%	1 643,0	2 249,0	37%
Zysk brutto na sprzedaży	194,8	227,5	17%	526,5	702,0	33%	836,7	1 152,0	38%
EBIT	33,4	24,2	-28%	72,5	116,4	61%	168,0	240,0	43%
Zysk netto	25,3	19,6	-23%	54,8	89,7	64%	125,0	193,0	54%
Marża brutto na sprzedaży	46,8%	49,0%		49,7%	53,2%		50,9%	51,2%	
Marża EBIT	8,0%	5,2%		6,8%	8,8%		10,2%	10,7%	
Marża netto	6,1%	4,2%		5,2%	6,8%		7,6%	8,6%	
EV/EBITDA							24,80	18,00	
P/E							39,40	25,60	

Komentarz

- Na bazie raportowanych przychodów miesięcznych, spodziewamy się, że sprzedaż CCC w 3 kwartale 2014 wzrośnie o 12% r/r. Wzrost powierzchni sklepowych wyniósł około 21% r/r na koniec kwartału.
- Oczekujemy, że marża brutto na sprzedaży w 3Q14 ulegnie lekkiemu umocnieniu w porównaniu z zeszłym rokiem i osiągnie 49%.
- Oczekujemy 4% r/r wzrostu kosztów sprzedaży i zarządu na m2, co zaowocuje zyskiem operacyjnym w wysokości 24 mln PLN w porównaniu do 33mln PLN zysku rok temu. Na poziomie netto spodziewamy się wyniku 19,6 mln PLN.

Włodzimierz Giller

Emperia (Kupuj, cena docelowa: 69,1 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 47,00

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	473,0	505,4	7%	1 455,8	1 487,2	2%	1 967,4	1 979,4	1%
Zysk brutto na sprzedaży	116,3	136,5	17%	356,5	418,8	17%	490,0	572,0	17%
EBIT	-11,1	3,9	-135%	12,8	25,5	99%	15,4	53,8	249%
Zysk netto	-11,0	3,8	-135%	13,6	21,1	55%	15,2	45,3	198%
Marża brutto na sprzedaży	24,6%	27,0%		24,5%	28,2%		24,9%	28,9%	
Marża EBIT	-2,3%	0,8%		0,9%	1,7%		0,8%	2,7%	
Marża netto	-2,3%	0,8%		0,9%	1,4%		0,8%	2,3%	
EV/EBITDA							9,40	5,40	
P/E							47,20	13,90	

Komentarz

- Wzrost liczby placówek handlowych przy jednoczesnej lekko ujemnej sprzedaży LFL spowodują, że wyniki 3 kwartału powinny pokazać kilkuprocentową dynamikę sprzedaży r/r. Przychody powinny przekroczyć 500 mln PLN w 3Q14.
- Wysoka konkurencja na rynku oraz deflacja cen żywności nie pomagają marżom brutto. Kolejną przyczyną niższych marż były straty towarowe spowodowane inwentaryzacją. Spodziewamy się niższych marż niż w 1 półroczu 2014. Przewidujemy marżę na poziomie 27%. Na poziomie zysku operacyjnego przewidujemy 4 mln PLN.
- Oczekujemy minimalnie pozytywnego wpływu wyniku finansowego na wyniki spółki w 3 kwartałe. W efekcie Emperia powinna pokazać około 3,8 mln PLN zysku netto w omawianym okresie.

Włodzimierz Giller

Eurocash (Trzymaj, cena docelowa: 32,1 PLN)

Data publikacji wyników: 14/11/2014

Cena bieżąca: 34,49

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	4 244,6	4 421,4	4%	12 307,0	12 431,5	1%	16 537,5	17 310,6	5%
Zysk brutto na sprzedaży	430,8	462,0	7%	1 212,0	1 299,7	7%	1 673,7	1 817,6	9%
EBIT	85,8	76,2	-11%	191,4	157,8	-18%	285,7	266,1	-7%
Zysk netto	73,9	60,2	-19%	146,2	110,9	-24%	221,0	198,4	-10%
Marża brutto na sprzedaży	10,1%	10,4%		9,8%	10,5%		10,1%	10,5%	
Marża EBIT	2,0%	1,7%		1,6%	1,3%		1,7%	1,5%	
Marża netto	1,7%	1,4%		1,2%	0,9%		1,3%	1,1%	
EV/EBITDA							13,50	13,50	
P/E							21,50	24,00	

Komentarz

- Spodziewamy się wzrostu sprzedaży r/r o 4%. Głównymi czynnikami wzrostu powinny być dywizje Cash&Carry i Delikatesy Centrum, gdzie zwykła sprzedaż powinna wynieść 9%. Tradis może jeszcze pokazać niewielki spadek sprzedaży r/r.
- Pierwsze półrocze zaskoczyło pozytywnie jeśli chodzi o poziom marż r/r, lecz ze względu na rosnącą presję konkurencyjną w trzecim kwartale spodziewamy się niższego wzrostu marż brutto r/r (o 0,3%pp) niż w 1 półroczu. Marże operacyjne powinny być nieco niższe r/r o 0,3pp, ze względu na słabszą marżowość Tradisu.
- Po odliczeniu kosztów finansowych szacujemy, że zysk netto osiągnie wartość ok. 60 mln PLN, w porównaniu z 74 mln PLN rok temu.

Włodzimierz Giller

LPP (Trzymaj, cena docelowa: 8520 PLN)

Data publikacji wyników: 07/11/2014

Cena bieżąca: 9700,00

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	1 107,0	1 233,0	11%	2 849,0	3 363,0	18%	4 116,0	5 023,0	22%
Zysk brutto na sprzedaży	636,4	708,2	11%	1 642,0	1 972,0	20%	2 409,0	2 938,0	22%
EBIT	167,4	112,2	-33%	354,2	338,7	-4%	616,0	667,0	8%
Zysk netto	111,0	83,3	-25%	250,9	237,4	-5%	432,9	499,3	15%
Marża brutto na sprzedaży	57,5%	57,4%		57,6%	58,6%		58,5%	58,5%	
Marża EBIT	15,1%	9,1%		12,4%	10,1%		15,0%	13,3%	
Marża netto	10,0%	6,8%		8,8%	7,1%		10,5%	9,9%	
EV/EBITDA							23,40	20,90	
P/E							40,90	35,50	

Komentarz

- Zaraportowane dane o sprzedaży miesięcznej wskazują, że dynamika przychodów w 3 kwartale 2014 powinna wynieść około 11%.
- Na bazie raportowania miesięcznego w 3 kwartale LPP powinno pokazać około 708 mln PLN zysku brutto na sprzedaży, co oznacza wzrost o 11% r/r.
- Koszty sprzedaży i zarządu na m2 prognozujemy na poziomie 286 PLN na m2, 5% niższym niż rok temu (w 3Q13 było to 302 PLN na m2). Marża EBIT, ze względu na wyższe koszty związane z rozwojem sieci, powinna być o 6pp niższa r/r (9%). Po uwzględnieniu salda przychodów i kosztów finansowych przewidujemy zysk netto na poziomie 83 mln PLN w 3 kwartale.

Włodzimierz Giller



INNE

Alumetal (Kupuj, cena docelowa: 46,5 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-10-29

Cena bieżąca: 41,48

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody		266,5			883,0		1 015,3	1 131,6	11%
EBITDA		19,6			55,7		54,0	71,9	33%
EBIT		14,8			41,3		37,1	52,7	42%
Zysk netto		13,9			40,4		35,8	51,0	42%
Marża EBITDA		7,4%			6,3%		5,3%	6,4%	
Marża EBIT		5,6%			4,7%		3,7%	4,7%	
Marża netto		5,2%			4,6%		3,5%	4,5%	
EV/EBITDA							12,69	9,53	
P/E							17,47	12,26	

Komentarz

- Sprzyjające marże złom vs standardowy odlew aluminiowy 226. Utrzymują się na przyzwoitym poziomie – dobrze to rokuje również na kolejny kwartał.
- W sezonowo słabszym kwartale (przerwa sierpniowa) – mocniejsze niż się dotąd spodziewaliśmy wolumeny (35,5 k ton).
- W całym roku spodziewamy się, że wolumeny sięgną 150k ton.
- Decyzja o inwestycji na Węgrzech (55k ton) w jednym rzucie (start w 4Q 2016), pomoc publiczna w wysokości 35% wartości inwestycji (35% z około 120m PLN).

Piotr Łopaciuk

Apator (Kupuj, cena docelowa: 43,5 PLN)

Data publikacji wyników: 14/11/2014

Cena bieżąca: 37,00

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	162,7	185,0	14%	503,6	520,8	3%	684,0	705,7	3%
EBITDA	32,8	35,3	8%	83,4	96,5	16%	107,3	128,0	19%
EBIT	27,5	29,6	8%	67,8	80,0	18%	86,5	106,3	23%
Zysk netto	21,7	23,2	7%	52,2	61,9	19%	68,9	81,3	18%
Marża EBITDA	20,2%	19,1%		16,6%	18,5%		15,7%	18,1%	
Marża EBIT	16,9%	16,0%		13,5%	15,4%		12,6%	15,1%	
Marża netto	13,3%	12,5%		10,4%	11,9%		10,1%	11,5%	
EV/EBITDA							11,07	9,28	
P/E							15,84	13,43	

Komentarz

- Dobra sprzedaż wszystkich linii biznesowych r/r za wyjątkiem górnictwa, aparatury łącznikowej (Rosja) i gazomierzy (ubytek dużego kontraktu w Danii/Holandii).
- Poprawa marży o 1p.p. (kw/kw i r/r) to zasługa lepszego mix'u sprzedaży (doszedł Elkomtech, rośnie Powogaz, mniej aparatury łącznikowej choć też więcej niż rentownych liczników konwencjonalnych).
- W całym roku spodziewamy się przekroczenia górnej granicy prognozy (tzn. 77 mln PLN zysku netto).

Piotr Łopaciuk

Budimex (Kupuj, cena docelowa: 125 PLN)

Data publikacji wyników: 29/10/2014

Cena bieżąca: 137,90

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	1 368,0	1 395,0	2%	3 455,0	3 548,0	3%	4 749,5	4 432,0	-7%
EBITDA	62,3	55,0	-12%	165,8	176,7	7%	168,1	221,0	31%
EBIT	55,1	48,0	-13%	143,7	158,0	10%	139,2	197,0	42%
Zysk netto	43,2	39,0	-10%	111,0	126,4	14%	301,3	159,0	-47%
Marża EBITDA	4,6%	3,9%		4,8%	5,0%		3,5%	5,0%	
Marża EBIT	4,0%	3,4%		4,2%	4,5%		2,9%	4,4%	
Marża netto	3,2%	2,8%		3,2%	3,6%		6,3%	3,6%	
EV/EBITDA							15,89	12,08	
P/E							11,68	22,14	

Komentarz

- Dobry kwartał w segmencie budowlanym, spodziewamy się obrotów rzędu 1370mn PLN i ciut niższej kw/kw marży (rezerwy na zawarte nowe kontrakty) w wysokości 6,8%.
- Mała sprzedaż notarialna w 3Q 14 (45 mieszkań), segment deweloperski nie doda do wyniku w tym kwartale.
- Duża liczba złożonych najtańszych ofert sugeruje odbudowę portfela do poziomu około 5,1mld PLN na koniec 2014.

Piotr Łopaciuk

Elektrobudowa (Sprzedaj, cena docelowa: 66 PLN)

Data publikacji wyników: 14/11/2014

Cena bieżąca: 79,36

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	251,8	294,6	17%	634,7	734,0	16%	905,6	1 145,3	26%
EBITDA	10,5	15,8	50%	19,6	27,1	38%	38,7	43,9	13%
EBIT	6,5	12,2	88%	8,4	16,7	99%	24,6	31,4	28%
Zysk netto	4,6	9,0	96%	5,5	11,1	102%	17,2	21,2	23%
Marża EBITDA	4,2%	5,4%		3,1%	3,7%		4,3%	3,8%	
Marża EBIT	2,6%	4,1%		1,3%	2,3%		2,7%	2,7%	
Marża netto	1,8%	3,1%		0,9%	1,5%		1,9%	1,9%	
EV/EBITDA							9,35	8,24	
P/E							21,91	17,77	

Komentarz

- Nie zakładamy, żadnych znaczących odpisów, choć nie możemy ich wykluczyć. Potencjalne zagrożone kontrakty to stacja Słupsk i zajezdnia Franowo.
- Obawiamy się dalszego wzrostu wycen kontraktów długoterminowych po stronie aktywnej.

Piotr Łopaciuk

Kęty (Kupuj, cena docelowa: 264 PLN)

Data publikacji wyników: 29/10/2014

Cena bieżąca: 256,60

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	452,6	485,4	7%	1 166,6	1 337,0	15%	1 593,8	1 822,7	14%
EBITDA	77,5	103,5	34%	175,6	252,7	44%	225,9	312,8	38%
EBIT	57,0	83,5	47%	115,7	193,0	67%	144,9	233,0	61%
Zysk netto	44,0	63,4	44%	103,9	146,9	41%	153,5	176,7	15%
Marża EBITDA	17,1%	21,3%		15,1%	18,9%		14,2%	17,2%	
Marża EBIT	12,6%	17,2%		9,9%	14,4%		9,1%	12,8%	
Marża netto	9,7%	13,1%		8,9%	11,0%		9,6%	9,7%	
EV/EBITDA							11,54	8,34	
P/E							15,68	13,62	

Komentarz

- Grupa Kęty podała wstępne prognozy wyników za 3Q 2014 r. Spółka podała, że ożywienie w Polsce trwa przy utrzymującej się mocnej dynamice eksportu.
- Sprzedaż wyniosła 485 mln PLN (+7% r/r). Praktycznie wszystkie segmenty mocno rosły od 3% do 20% r/r. Wyjątkiem był Segment Usług Budowlanych, gdzie w wyniku przesunięć sprzedaż spadła o 20%.
- EBITDA wyniosła po raz pierwszy ponad 100 mln PLN. Wzrost o 47% r/r wynika ze wzrostu sprzedaży i mocnej poprawy marży dzięki efektom skali i podniesieniu cen.
- Zysk netto osiągnął 63 mln PLN i wynikał z poprawy koniunktury (lepszą sprzedaż), ekspansji w eksporcie i poprawy marż w segmentach.
- Nadal wyraźnie widać postępujące ożywienie oraz owoce ekspansji w eksporcie. Podtrzymujemy naszą pozytywną opinię o spółce i perspektywach w najbliższych latach. Podsumowując, świetne wyniki, mocny wzrost, rosnąca dywidenda i już wkrótce strategia na 5 kolejnych lat.

Artur Iwański

Mieszko (Kupuj, cena docelowa: 4,49 PLN)

Data publikacji wyników: 14/11/2014

Cena bieżąca: 3,93

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	119,9	121,3	1%	328,7	332,5	1%	486,0	501,0	3%
EBITDA	11,2	12,3	10%	29,3	28,4	-3%	51,0	55,0	8%
EBIT	6,4	7,3	14%	14,9	13,5	-9%	32,0	35,0	9%
Zysk netto	2,8	3,7	35%	3,7	3,9	5%	15,0	18,0	20%
Marża EBITDA	9,4%	10,1%		8,9%	8,5%		10,5%	11,0%	
Marża EBIT	5,4%	6,0%		4,5%	4,1%		6,6%	7,0%	
Marża netto	2,3%	3,1%		1,1%	1,2%		3,1%	3,6%	
EV/EBITDA							7,01	6,50	
P/E							10,71	8,92	

Komentarz

- Oczekujemy w 3kw.'14 r. dynamiki na sprzedaży ok. 1% r/r
- Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na poziomie ok. 29,2%
- Poprawa EBITDA r/r to skutek stabilizacji marży brutto na sprzedaży oraz obniżeniu kosztów stałych (rezultat ubiegłorocznych działań restrukturyzacyjnych)
- Niższe koszty finansowe r/r (rezultat systematycznej spłaty zadłużenia) przełożą się na większą dynamikę poprawy wyniku na poziomie netto

Monika Kalwasińska

PKP Cargo (Trzymaj, cena docelowa: 89 PLN)

Data publikacji wyników: 13/11/2014

Cena bieżąca: 75,45

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	1 227,0	1 135,0	-7,5%	3 518,0	3 235,0	-8%	4 752,0	4 360,0	-8%
EBITDA	-14,0	195,0	-	299,0	546,0	83%	499,0	732,0	47%
EBIT	-108,0	99,0	-	19,0	268,0	1311%	110,0	358,0	225%
Zysk netto	-81,0	86,4	-	43,0	213,0	395%	74,0	281,9	281%
Zysk skoryg.	79,0	76,4	-3,3%	156,0	213,0	37%	188,8	271,9	44%
Marża EBITDA	-1,1%	17,2%		8,5%	16,9%		10,5%	16,8%	
Marża EBIT	-8,8%	8,7%		0,5%	8,3%		2,3%	8,2%	
Marża netto	6,4%	6,7%		4,4%	6,6%		4,0%	6,2%	
EV/EBITDA							6,71	4,58	
P/E							17,90	12,43	

Komentarz

- Prognozujemy spadek pracy przewozowej o 7% w 3Q 14. Sytuację podratował niezły wrzesień. Po lipcu i sierpniu dynamiki kwartalne wynosiły około -10% r/r.
- Zakładamy spadek cen o 3,4% r/r – to uwzględnia również zmiany w mixie (powinny działać lekko na plus, ze względu na duży spadek wolumenów węgla).
- Wyniki są podniesione wpływem odsetek od anulowanej kary z UOKiK (+12,5 mln PLN).

Piotr Łopaciuk

ZPC Otmuchów (Kupuj, cena docelowa: 12,26 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-11-06

Cena bieżąca: 8,87

Prognoza wyników

mIn PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	77,6	66,9	-14%	210,1	205,1	-2%	280,0	289,0	3%
EBITDA	8,1	5,6	-31%	17,1	18,8	10%	18,0	28,0	56%
EBIT	5,1	2,8	-45%	8,1	10,3	26%	6,0	16,0	167%
Zysk netto	3,6	1,8	-51%	5,0	6,9	38%	4,0	10,0	150%
Marża EBITDA	10,4%	8,3%		8,1%	9,2%		6,4%	9,7%	
Marża EBIT	6,5%	4,2%		3,9%	5,0%		2,1%	5,5%	
Marża netto	4,6%	2,6%		2,4%	3,4%		1,4%	3,5%	
EV/EBITDA							8,35	5,37	
P/E							28,27	11,31	

Komentarz

- Prognozujemy, iż w 3Q14 r. Otmuchów zaraportuje spadek przychodów w stosunku do 3Q13 r. ze względu na wprowadzenie konkurencyjnej oferty ptasiego mleczka do Biedronki, co przełożyło się negatywnie na niższą sprzedaż produktów Otmuchowa
- Szacujemy, iż marża brutto ze sprzedaży wyniesie ok. 21,5%, dzięki korzystnie zawartym kontraktom na surowce
- Spadek przychodów nie pozwoli na poprawę wyników r/r, ale te negatywne tendencje zostaną odwrócone w 4Q14 na skutek sezonowo wyższej sprzedaży i stabilizacji marży brutto na sprzedaży

Monika Kalwasińska

ZPUE (Trzymaj, cena docelowa: 345 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-11-14

Cena bieżąca: 312,00

Prognoza wyników

mln PLN	IIIQ 2013	IIIQ 2014P	r/r	I-IIIkw. 2013	I-III kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	124,8	128,0	3%	323,0	337,0	4%	478,0	509,0	6%
EBITDA	15,8	14,0	-11%	39,1	32,6	-17%	64,4	59,6	-7%
EBIT	11,1	9,2	-17%	25,3	18,4	-27%	45,6	40,3	-12%
Zysk netto	8,0	8,5	6%	19,8	17,6	-11%	41,7	39,0	-6%
Marża EBITDA	12,7%	10,9%		12,1%	9,7%		13,5%	11,7%	
Marża EBIT	8,9%	7,2%		7,8%	5,5%		9,5%	7,9%	
Marża netto	6,4%	6,6%		6,1%	5,2%		8,7%	7,7%	
EV/EBITDA							7,33	7,92	
P/E							10,47	11,20	

Komentarz

- Po ciągle dość słabym lipcu i sierpniu – dobry wrzesień powinien uratować kwartał.
- Dobra koniunktura utrzymuje się również w październiku.
- Sprzedaż podwyższona konsolidacją przejętych spółek z grupy Energa (powyżej 10 mln PLN w kwartale).

Piotr Łopaciuk

Kalendarium:

22 października	Orange Poland PKN Orlen
24 października	Dom Development
27 października	Millennium
29 października	Alumetal Budimex Kęty Lotos
30 października	GPW mBank
4 listopada	BZ WBK
5 listopada	Handlowy ING BSK
6 listopada	Alior Bogdanka CCC MOL Netia TVN ZPC Otmuchów
7 listopada	AmRest Energa LPP PGNiG
10 listopada	Pekao

12 listopada	CEZ Enea PHN
13 listopada	Cyfrowy Polsat Duon Echo Emperia Grupa Azoty GTC JSW KGHM NWR PGE PKP PZU Robyg Tauron
14 listopada	Apator Ciech Elektrobudowa EuroCash Mieszko SYNTHOS ZEPAK ZPUE

Spółka	MCAP (PLN m)	Analityk	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa (PLN)	Cena aktualna (PLN)
CEZ	47 343,1	Stanisław Ozga	Sprzedaj	28/02/2014	71,40	88,00
Pekao	47 060,9	Jaromir Szortyka	Trzymaj	30/06/2014	187,00	179,30
PZU	40 594,2	Jaromir Szortyka	Kupuj	17/09/2014	520,00	470,10
PGE	39 440,4	Stanisław Ozga	Trzymaj	28/02/2014	18,60	21,09
BZ WBK	36 488,3	Jaromir Szortyka	Trzymaj	30/06/2014	399,00	367,70
PGNiG	28 379,0	Monika Kalwasińska	Trzymaj	30/05/2014	5,03	4,81
KGHM	24 990,0	Artur Iwański	Kupuj	27/08/2014	151,00	124,95
MBANK	20 438,6	Jaromir Szortyka	Trzymaj	30/06/2014	525,00	485,00
ING BSK	18 018,9	Jaromir Szortyka	Kupuj	30/06/2014	154,00	138,50
PKN Orlen	17 797,0	Monika Kalwasińska	Trzymaj	28/08/2014	39,88	41,61
LPP	17 761,9	Włodzimierz Giller	Trzymaj	22/05/2014	8520,00	9700,00
CYFROWY POLSAT	16 609,2	Włodzimierz Giller	Trzymaj	27/06/2014	23,62	25,97
MOL	16 141,9	Monika Kalwasińska	Trzymaj	24/09/2014	185,12	158,20
Handlowy	15 548,5	Jaromir Szortyka	Trzymaj	30/06/2014	125,00	119,00
Orange PL	12 804,7	Włodzimierz Giller	Trzymaj	31/07/2014	10,40	9,73
Millennium	10 275,1	Jaromir Szortyka	Kupuj	30/06/2014	8,80	8,47
Energa	9 813,4	Stanisław Ozga	Kupuj	28/02/2014	18,80	23,70
Tauron	8 984,2	Stanisław Ozga	Trzymaj	28/02/2014	4,90	5,13
Enea	6 842,4	Stanisław Ozga	Kupuj	28/02/2014	16,20	15,50
Grupa Azoty	5 683,9	Monika Kalwasińska	Sprzedaj	30/06/2014	60,90	57,30
Synthos	5 266,5	Monika Kalwasińska	Trzymaj	18/06/2014	4,78	3,98
Alior Bank	5 002,9	Jaromir Szortyka	Trzymaj	30/06/2014	87,00	71,51
TVN	4 961,2	Włodzimierz Giller	Trzymaj	27/06/2014	17,24	14,41
CCC	4 915,2	Włodzimierz Giller	Kupuj	22/05/2014	150,00	128,00
EuroCash	4 791,0	Włodzimierz Giller	Trzymaj	26/09/2014	32,10	34,49
Bogdanka	3 734,7	Artur Iwański	Kupuj	10/07/2014	134,00	109,80
Lotos	3 609,2	Monika Kalwasińska	Kupuj	19/05/2014	42,20	27,79
Budimex	3 520,6	Piotr Łopaciuk	Kupuj	04/08/2014	125,00	137,90
PKP Cargo	3 382,0	Piotr Łopaciuk	Trzymaj	02/12/2013	89,00	75,45
JSW	3 346,2	Artur Iwański	Sprzedaj	15/04/2014	40,00	28,50
ECHO	2 509,2	Stanisław Ozga	Kupuj	03/10/2014	7,30	6,08
Kety	2 367,3	Artur Iwański	Kupuj	07/07/2014	264,00	256,60
Netia	2 162,2	Włodzimierz Giller	Kupuj	31/07/2014	6,19	5,72
Ciech	2 134,3	Monika Kalwasińska	Sprzedaj	24/06/2014	30,51	40,50
Global City Holdings	1 996,8	Włodzimierz Giller	Kupuj	25/09/2014	44,13	39,00
GTC	1 914,6	Stanisław Ozga	Kupuj	31/03/2014	8,00	5,45
AmRest	1 736,4	Włodzimierz Giller	Kupuj	27/08/2014	88,80	80,50
GPW	1 574,0	Jaromir Szortyka	Kupuj	25/09/2014	46,00	37,50
ZE PAK	1 544,5	Stanisław Ozga	Trzymaj	28/02/2014	25,50	30,39
PHN	1 165,0	Stanisław Ozga	Trzymaj	09/10/2014	27,80	25,20
DOM DEVELOPMENT	1 114,4	Stanisław Ozga	Trzymaj	30/06/2014	45,20	44,99
Aparator	1 091,9	Piotr Łopaciuk	Kupuj	23/09/2014	43,50	37,00
Emperia	710,4	Włodzimierz Giller	Kupuj	26/09/2014	69,10	47,00
Alumetal	626,3	Piotr Łopaciuk	Kupuj	21/08/2014	46,50	41,48
NWR	599,3	Artur Iwański	Trzymaj	28/11/2013	4,20	0,09
Robyg	581,8	Stanisław Ozga	Kupuj	15/10/2014	2,51	2,22
ZPUE	436,8	Piotr Łopaciuk	Trzymaj	30/09/2014	345,00	312,00
Elektrobudowa	376,8	Piotr Łopaciuk	Sprzedaj	17/10/2014	66,00	79,36
DUON	220,3	Monika Kalwasińska	Kupuj	29/09/2014	2,57	2,15
Mieszko	160,6	Monika Kalwasińska	Kupuj	27/06/2014	4,49	3,93
ZPC Otmuchów	113,1	Monika Kalwasińska	Kupuj	23/05/2014	12,26	8,87

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-10, fax (0-22) 521-79-46
e-mail: infodm@pkobp.pl

Biuro Analiz Rynkowych

Dyrektor Sektor wydobywczy	Artur Iwański (022) 521 79 31 artur.iwanski@pkobp.pl
Przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy	Monika Kalwasińska (022) 521 79 41 monika.kalwasinska@pkobp.pl
Sektor energetyczny, deweloperski	Stanisław Ozga (022) 521 79 13 stanislaw.ozga@pkobp.pl
Sektor finansowy	Jaromir Szortyka (022) 580 39 47 jaromir.szortyka@pkobp.pl
Handel, media, telekomunikacja, informatyka	Włodzimierz Giller (022) 521 79 17 wlodzimierz.giller@pkobp.pl
Przemysł, budownictwo, inne	Piotr Łopaciuk (022) 521 48 12 piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Analiza techniczna	Paweł Małmyga (022) 521 65 73 pawel.malmyga@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski (0-22) 521 79 19 wojciech.zelechowski@pkobp.pl	Piotr Dedecjus (0-22) 521 91 40 piotr.dedecjus@pkobp.pl
Dariusz Andrzejak (0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl	Maciej Kałuża (0-22) 521 91 50 maciej.kaluza@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki (0-22) 521 91 33 krzysztof.kubacki@pkobp.pl	Igor Szczepaniec (0-22) 521 65 41 igor.szczepaniec@pkobp.pl
Tomasz Ilcyszyn (0-22) 521 82 10 tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl	Marcin Borciuch (0-22) 521 82 12 marcin.borciuch@pkobp.pl
Michał Sergejev (0-22) 521 82 14 michal.sergejev@pkobp.pl	Mark Cowley (0-22) 521 52 46 mark.cowley@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki (0-22) 521 82 13 tomasz.zabrocki@pkobp.pl	Joanna Wilk (0-22) 521 48 93 joanna.wilk@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu
Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%
Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu
Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych) metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi, wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja nie stanowi rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.
Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego. Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), a w przypadku klientów detalicznych również na podstawie pisemnej umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz