



Dom Maklerski

Prognozy kwartalne

na II kwartał 2014 r.

Podsumowanie

- Umiarkowany optymizm na następne trzy miesiące wynika z początku cyklu poprawy wyników, silnej gospodarki oraz „zapoznania” się rynku z głównymi ryzykami wewnętrznymi i zewnętrznymi. Dla rynku akcji spodziewamy się całkowitej stopy zwrotu rzędu od 0% do +5% (WIG 20 za trzy miesiące 2 350-2 470 +52pkt. z dywidend; WIG 51500 – 54000)
- Wyceny spółek nie zmieniły się przez ostatnie trzy miesiące. Dla WIG P/E wynosi 14,4x na 2014 r. i 12,2x na 2015 r. (vs. średnia z ostatnich 10 lat 14,9x)
- Pozytywne momentum wyników WIG20 (EPS +1% w 2014 r.; +11% w 2015 r.) i solidna stopa dywidendy (4,6%) będą miały coraz większy wpływ na rynek. W trzy miesiące konsensus oczekiwań spadł o kolejne 3,3%, ale od 2Q oczekujemy rozpoczęcia cyklu poprawy wyników i oczekiwań
- Polska gospodarka rozpędza się – oczekujemy wzrostu PKB rzędu 3,4% w 2014 r. i przyspieszenia do 4,5% w 2015 r. Jest to jeden z głównych czynników zachęcających do inwestycji w Polsce
- Niskie stopy z jednej strony mają pozytywny wpływ na wyceny i napływy do TFI, z drugiej ryzyko dalszych cięć tonuje oczekiwania co do poprawy zysku w bankach
- Głównymi czynnikami ryzyka pozostaje wpływ na giełdę zmian w OFE, spowolnienie w Chinach oraz Ukraina. Naszym zdaniem rynek rozpoznał te ryzyka w poprzednim kwartale, kiedy Polska giełda została w tyle nawet za rynkami wschodzącymi (WIG +0,8%; MSCI EM +6,6%). Dodatkowo, ostatnie dane o liczbie osób pozostających w OFE są nawet trochę lepsze od czarnych scenariuszy
- Naszym zdaniem małym i średnim spółkom trudno będzie wyraźnie pokonać blue-chipy w tym kwartale. Stawiamy na selekcję i zwracamy uwagę na wzrost liczby top pick’ów. Nasze pomysły na plus to: PGE, PZU, KGHM, ING BSK, Synthos, CCC, PKP Cargo, Kęty, Netia, Apator, Dom Development, Forte, Stomil Sanok, Amica, Action, PEP, Elemental, Wielton, Zetkama, Ferro, Duon.

Po trzech miesiącach męczącego dryfowania rynek naszym zdaniem oswoił się z głównymi ryzykami dla wzrostów. Po pierwsze, zauważono, że silne dane makroekonomiczne nie przełożą się na wyniki spółek w takim stopniu jak oczekiwano wcześniej (konsensus spadł o prawie 10% od początku roku). W 1Q zysk netto spadł o 20% r/r ale, i jest to bardzo dobra wiadomość, od drugiego kwartału rozpocznie się cykl poprawy wyników od solidnego +22%. Zmiany oczekiwań co do wyników oraz niejednoznaczny wpływ stóp procentowych najlepiej obrazuje indeks WIG Banki i jego wzloty i upadki. Po drugie reforma OFE jest ryzykiem trudno kwantyfikowalnym i przez to budzącym obawy. Zwłaszcza, że na wiosnę liczba osób pozostających w drugim filarze oraz wysokie zakupy OFE za granicą nastrojały pesymistycznie. Na szczęście od tego momentu jest, nawet jeżeli nieznacznie, to jednak już tylko lepiej. Po trzecie ryzyko geopolityczne Ukrainy zostało lepiej rozpoznane, podobnie jak tapering w USA, i w obecnym kształcie uwzględnione w cenach. Ponadto twarde lądowanie Chin stało się mniej prawdopodobne. Podsumowując, nasz umiarkowany optymizm na następne trzy miesiące wynika z początku cyklu poprawy wyników, silnej gospodarki oraz „zapoznania” się rynku z głównymi ryzykami wewnętrznymi i zewnętrznymi. Dla rynku akcji spodziewamy się całkowitej stopy zwrotu rzędu od 0% do +5% (WIG 20 za trzy miesiące: 2 350 – 2 470 +52pkt. z dywidend; WIG: 51500 – 54000).

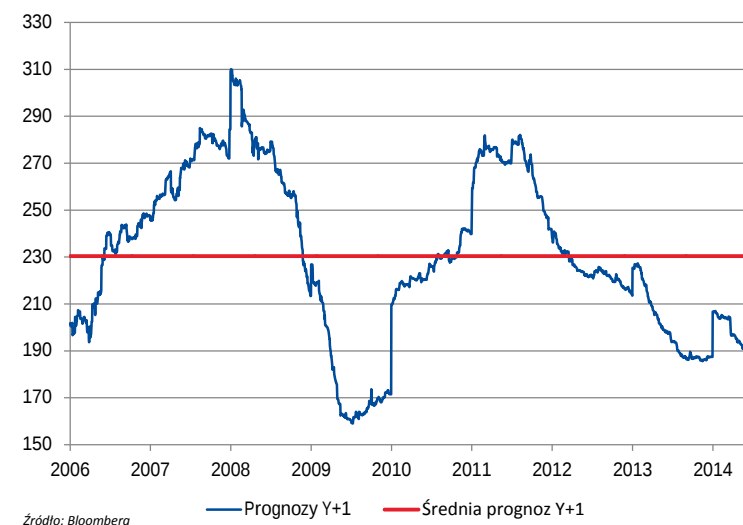
Obecnie wyceny utrzymują się na relatywnie wysokim poziomie (P/E dla WIG 14,4x na 2014 r.), ale naszym zdaniem nie wkroczyły w obszar przewartościowania. Średnie P/E dla WIG za ostatnie 10 lat to 14,9x, tak więc jesteśmy blisko tego poziomu. Jednak w świetle poprawiających się wyników od 2Q i upływu czasu wygląda to znacznie lepiej. Można już coraz śmielej zacząć patrzeć w przyszłość: P/E na 2015 r. to zaledwie 12,2x.

Z fundamentalnego punktu widzenia najistotniejsza wiadomość, to że spółki wreszcie zaczną poprawiać wyniki (+22% w 2Q). Spodziewamy się, że EPS dla WIG 20 wzrośnie o 1% w tym i o 11% w przyszłym roku. Dla spółek przez nas pokrywanych (74% całej kapitalizacji bez spółek

Indeks WIG 20 prognozy P/E



Indeks WIG 20 prognozy EPS



zagranicznych, 58% kapitalizacji ogółem) spodziewamy się w 2014 r. poprawy wyników o 18% r/r i 9% w 2105 r. Wydaje się, że momentum wyników powinno wspierać wzrost nawet mimo relatywnie wysokich wycen.

Również wysoka stopa dywidendy na poziomie 4,6% dla WIG 20 na 2015 r. jest naszym zdaniem argumentem za inwestycją w akcje. 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.

Na rynku trochę cieplej, czyli letnie wzrosty

Dużą fundamentalną zmianą kw/kw jest przejście z mocno ujemnej dynamiki r/r zysku netto na niewielkie plusy. Zwłaszcza w kontekście oczekiwań. Trzy miesiące temu wciąż konsensus zakładał mocniejszą poprawę na fali silnego wzrostu PKB i 1Q podziału jak zimny prysznic. Od początku roku oczekiwania spadły o 10% (3,3% w 2Q) i otwierają już przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń.

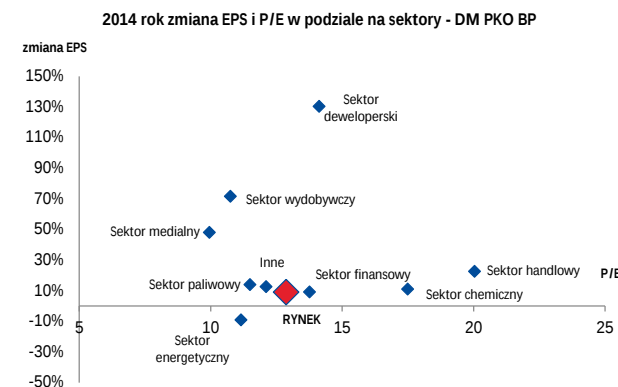
W całym 2014 r. poprawa dla pokrywanych przez nas spółek jest mocna tylko pozornie (+18% r/r), gdyż w dużej mierze wynika z wielu jednorazowych zdarzeń negatywnych, które zmaterializowały się w 2013 r. Dobrym przykładem jest sektor paliwowy, który nominalnie poprawi wynik o 115%, ale po skorygowaniu byłoby to zaledwie 14%, czy sektor wydobywczy, gdzie olbrzymi odpis NWR na ponad 3,3 mld PLN zaburza analizę. Po korekcie wywiera sporą presję na zagregowany wynik (spadek o 30%). Tegoroczne wyniki dla wszystkich spółek przez nas pokrywanych skorygowane o najbardziej znaczące zdarzenia jednorazowe urosną o 2% (sic!). Sektor finansowy, typowany na lokomotywę GPW, poprawi wynik zaledwie o 3% ze względu na spadek wyniku w PZU. Jednak od 2Q wkraczamy w krainę wzrostów (+22%), a dynamika powinna przyspieszać w kolejnych kwartałach dalej wspierając wzrosty indeksu WIG.

Indeks	R/R	YTD
WIG	11%	0%
WIG 20	4%	0%
WIG-BANKI	19%	2%
WIG-CHEMIA	11%	5%
WIG-DEWELOPERZY	-4%	-3%
WIG-ENERGIA	33%	23%
WIG-PALIWA	-10%	4%
WIG-SUROWCE	8%	4%
WIG-TELEKOMUNIKACJA	23%	3%
WIG-MEDIA	14%	6%

Źródło: Bloomberg na dzień 17 lipca 2014

	zmiana EPS 2015/14	P/E 2015
Sektor paliwowy	14%	11,5
Sektor mediowy	48%	10,0
Sektor telekomunikacyjny	-70%	90,8
Sektor handlowy	22%	20,0
Inne	13%	12,1
Rynek	9%	12,9
Sektor finansowy	9%	13,8
Sektor energetyczny	-9%	11,2
Sektor chemiczny	11%	17,5
Sektor wydobywczy	72%	10,7
Sektor deweloperski	130%	14,1

Źródło: DMPKO BP



Źródło: DMPKO BP

W 2015 r. jednak poprawa wynika już tylko z fundamentów. Silne wsparcie dają sektory cykliczne, banki (+10% r/r), a obciążeniem jest sektor energetyczny (-9% r/r). Zdecydowanie na plus wyróżniają się sektory handlowy i deweloperski, które pokazują w większości zdrową poprawę dzięki rozpędzającej się gospodarce (nasze oczekiwania wzrostu PKB to 3,4% w 2014 r. i 4,5% w 2015 r.).

Słabsze zachowanie kursów banków w ostatnim czasie sprawia, że wyceny powróciły w okolice historycznych poziomów (12-month forward P/E w okolicach 14,5x). Solidne podstawy makroekonomiczne powinny być wspierające dla wyników sektora w kolejnych kwartałach. Nie mniej jednak kluczowym ryzykiem pozostaje poziom stóp procentowych. Mając na uwadze możliwość kolejnych obniżek stóp procentowych uważamy, że dopóki nie będzie większej przejrzystości nt. decyzji RPP, ciężko o wyraźne wzrosty kursów banków.

Głównymi czynnikami ryzyka pozostaje wpływ na giełdę zmian w OFE, spowolnienie w Chinach, oraz Ukraina. Naszym zdaniem rynek rozpoznał i uwzględnił te ryzyka w poprzednim kwartale, kiedy Polska giełda została w tyle nawet za rynkami wschodzącymi (WIG +0,8%; MSCI EM +6,6%).

Pierwszym najważniejszym ryzykiem wewnętrznym jest reforma OFE. Po pierwsze, na wiosnę rosły obawy o liczbę osób, które pozostaną w OFE i mogły odstraszyć inwestorów zagranicznych. Kolejne szacunki były korygowane w dół. Wiadomo jednak, że początki są trudne i nastąpiło spodziewane (a nawet większe) przyśpieszenie składania deklaracji o pozostaniu w OFE. Obecnie (na 15 lipca) 625 tys. osób złożyło deklarację, co implikuje, że ostatecznie około 1-1,2 mln osób (6%-7,2%) pozostanie w systemie. Ważny jest rozkład dochodu osób pozostających w OFE. Przed reformą około 5% najlepiej zarabiających płaciło 20% składki, a kolejne 15% około 40-45% składki. Zakładając, że w grupie pozostających w OFE więcej będzie z tych górnych 20% najlepiej zarabiających, to w systemie może pozostać 10%-18% składki. Z drugiej strony, nie ma dużego znaczenia (poza sentymentem i postrzeganiem za granicą) już na tym poziomie ile dokładnie osób zostanie w OFE, gdyż i tak nie zmienia to faktu, że będą odpływy netto (rzędu 150-230 mln PLN miesięcznie), będzie konsolidacja w branży i będzie zmiana struktury portfeli.

Polskie fundusze emerytalne: saldo netto w 2015

	% składek		
mld PLN	10,0%	12,5%	15,0%
Odpiwy ("Suwak")	-3,8	-3,8	-3,8
Napiwy brutto	1,2	1,5	1,8
Saldo z ZUS	-2,6	-2,3	-2,0
Dywidendy i kupony	5,4	5,4	5,4
Saldo po dywidendach	2,8	3,1	3,4

Źródło: Szacunki DM PKO BP

Właſnie ten ostatni czynnik jest dla nas duŝo wiêkszym strukturalnym ryzykiem niŝ sama liczba osób pozostajacych w OFE. Pierwsze pótrocz pokazalo, ŝe OFE kupowaly akcje glównie za granicą, a w Polsce raczej tylko w ABB i IPO. W 1H OFE kupily akcje zagraniczne za 3,1 mld PLN i kupily akcje Polskie za 0,5 mld PLN. Jednak to ryzyko w krótkim terminie zostalo zmitygowane przez interpretację KNF, która za inwestycje zagraniczne uznala wszystkie spółki, których wartosc nominalna akcji denominowana jest w walucie innej niŝ PLN, bez wzgledu na miejsce notowań czy zakupu tych akcji przez OFE. Wyczerpalo to potencjal do dalszych zakupów, poniewaz udzial akcji zagranicznych skoczyl do 9,3% portfela akcyjnego. Jednak w kolejnych latach zarowno dozwoiony udzial akcji zagranicznych, bedzie rost z 10% do 30% w 2016 r., a minimalny poziom alokacji w akcje ogółem bedzie spadać z 75% w 2014 r. do 15% w 2017 r. Moze to stanowić presję na rynek Polski. Z kolei wsparciem moze być ustalenie benchmarku przez MF, w którym 80% udzialu bedzie mial WIG.

Kontynuacja procesu zmian w strukturze portfeli oraz odpływy netto (napływy i odpływy bilansują się przy 33% składki pozostającej w OFE na co obecnie jest prawie zerowa szansa) bedzie mial bardzo mocny zarowno krótkoterminowy jak i strukturalny wpływ na GPW.

Trzecim, równieŝ słabnącym, ryzykiem są Chiny. W 2Q wzrost PKB nieznacznie przyspieszył w porównaniu z 1Q z 7,4% do 7,5% r/r . Jednak niŝsza dynamik niŝ w zeszłym roku i zmiana struktury wzrostu wywołuje presję na ceny surowców, a w warszawskim indeksie spółki z tej branży mają istotny udzial. Ponadto zwiększona podaż surowców dodatkowo utrudnia sytuacje na tych rynkach (np. węgiel). Zmiany chińskiego popytu na metale czy węgiel bedzie miała duży wpływ i w kolejnych miesiącach moze zaskoczyc zarowno na plus jak i na minus.

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 zawarte porozumienie (w zależności od jego kształtu) wpłynę na gospodarkę Rosji i regionu.

Głównym argumentem wspierającym rynek akcji jest silny wzrost gospodarczy. Oczekujemy wzrostu PKB w Polsce rzędu 3,4% w 2014 r. i przyśpieszenia do 4,5% w 2015 r.

Ponadto dalszy spadek ryzyka systemowego 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 zachęca do inwestycji zarówno spółki, jak i inwestorów kapitałowych. Konflikt na Ukrainie odwrócił tendencję napływów do TFI, ale naszym zdaniem z braku alternatywy, po uspokojeniu sytuacji, przepływ z nisko oprocentowanych depozytów do TFI będzie kontynuowany. 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, naszym zdaniem małym i średnim spółkom trudno będzie wyraźnie pokonać blue-chipy. Oczekujemy dużych różnic pomiędzy konkretnymi spółkami, ale na zagregowanym poziomie średnie spółki powinny według nas dać podobną stopę zwrotu co duże. W konsekwencji stawiamy przede wszystkim na selekcję: wyróżniamy spółki cykliczne i dywidendowe. Niespodzianki upatrujemy w surowcach (KGHM).

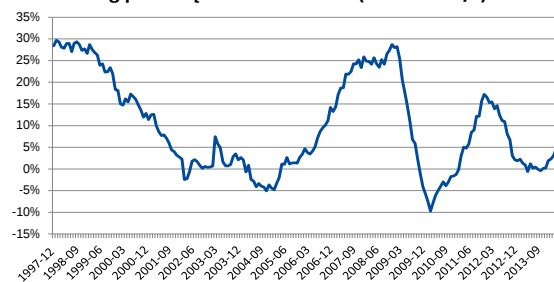
Rekomendacje i perspektywy dla poszczególnych sektorów, szczegółowe prognozy makro oraz oczekiwania co do stopy procentowej i walut prezentujemy w dalszej części raportu.

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

TOP PICKS						
Spółka	MCAP (PLN m)	Cena (17.07.2014)	P/E za 4 ost. kw.	Uzasadnienie	Analitik	Cena docelowa
PGE	38 704,0	20,70	10,6	Relatywnie do Enea, wyższe możliwości wypłaty dywidendy, wyższe prognozy spółki	Stanisław Ozga	18,60
PZU	37 986,4	439,90	11,8	Atrakcyjny strumień dywidend (ponad 8% w najbliższych latach), spadające rentowności obligacji wesprą wyniki	Jaromir Szortyka	468,00
KGHM	25 740,0	128,70	10,9	Niedoszacowanie wobec bieżących cen metali i peersów; silny portfel projektowy, ożywienie na rynku miedzi i odbicie ceny srebra; dodatkowe atuty to hedging, molibden i dywidenda	Artur Iwański	125,00
ING BSK	16 893,5	129,85	17,7	Top pick w sektorze bankowym; ponadprzeciętne dynamiki kredytów przełożą się na wynik odsetkowy	Jaromir Szortyka	154,00
Synthos	5 848,8	4,42	15,1	Stabilizacja cen butadienu na wyższych poziomach, zmieniająca się struktura portfela, lekka poprawa wyników	Monika Kalwasińska	4,78
CCC	4 201,0	109,40	23,9	Szansa na szybki rozwój w Austrii i Niemczech, dobre momentum wynikowe w 1 półroczu 2014	Włodzimierz Giller	150,00
PKP Cargo	3 336,6	74,50	43,3	Spadek kursy wywołany zawyżonymi oczekiwaniami rynkowymi i słabymi danymi rynkowymi. Utrzymana dyscyplina kosztowa. P/E na 2014 około 10,6	Piotr Łopaciuk	89,00
Kęty	2 096,6	223,50	12,4	Ekspozycja na ożywienie przemysłu w Polsce i EU, doskonała 1H, silne perspektywy wzrostu i dywidendy, wkrótce strategia	Artur Iwański	264,00
Netia	1 923,9	5,53	46,3	Atrakcyjna stopa dystrybucji do akcjonariuszy, walka o kontrolę nad spółką pomiędzy Vectrą a grupą Jakubasa	Włodzimierz Giller	5,56
Apator	1 132,3	34,20	14,0	Wzrosty pomimo problemów na wschodzie. Dalszy rozwój Powogazu, Metrixa. Dobrze rokujące przejęcie Elkomtecha. P/E na 2014 w wysokości 12,6	Piotr Łopaciuk	42,00
Dom Developm	1 102,0	44,50	29,5	Powiększenie banku ziemi, najwyższe możliwości dywidendowe wśród deweloperów	Stanisław Ozga	45,20
Forte	1 039,8	43,78	15,5	Wzrost we Francji, optymalizacja logistyki, plany zwiększenia capacity, P/E 2014 około 12	Piotr Łopaciuk	
Stomil Sanok	1 037,9	38,61	13,8	Wzrost w automotive, szansa na ciekawe akwizycje, P/E na 2014 na poziomie około 12,5	Piotr Łopaciuk	
Amica	765,9	98,50	8,4	Rosnąca i korzystająca z upadłości Fagor-Brandt. Ryzykiem jest wschód - jednak mimo to powinno się udać znacząco poprawić wynik. P/E 2014 około 10,7	Piotr Łopaciuk	
Action	717,6	43,20	11,1	Rozwój nowych pomysłów biznesowych, wzrost w Europie Zachodniej, P/E na 2014 poniżej 10, dywidendy	Piotr Łopaciuk	
PEP	511,0	23,95	77,3	Pozyskanie inwestora i możliwość rozwoju nowych projektów	Stanisław Ozga	
Elemental	377,8	2,44	15,0	Ekspozycja na ciekawy rynek. Wysoki zwrot z kapitału, ciekawe pomysły inwestycyjne, poprawa wyników	Piotr Łopaciuk	
Wielton	371,3	6,15	13,6	Wzrost na rynku krajowym i asortymentu. Ciekawa akwizycja we Francji. P/E na 2014 około 12	Piotr Łopaciuk	
Zetkama	353,1	72,00	12,6	Ciekawa ekspozycja przemysłowa, dobra jakość zarządzania, P/E na poziomie 11,6	Piotr Łopaciuk	
Ferro	206,8	9,69	9,3	Wzrost poprzez nowy asortyment i geograficzny, sprzyjająca ekspozycja walutowa, rozwiązany problem długu, dywidendy	Piotr Łopaciuk	
Duon	168,0	1,64	14,9	Niskie ceny gazu sprzyjają realizacji arbitrażu, spółka wypracowuje silny cash flow, niska wycena	Monika Kalwasińska	1,98
TOP SELLS						
Spółka	MCAP (PLN m)	Cena (17.07.2014)	P/E za 4 ost. kw.	Uzasadnienie	Analitik	Cena docelowa
PKN Orlen	18 258,9	42,69	205,2	Niskie marże rafineryjne, problemy z Możejkami, brak driverów, które pozwolą na poprawę wyników, wysoka wycena	Monika Kalwasińska	39,73
Grupa Azoty	7 429,7	74,90	16,3	Wysoka wycena, niskie notowania zbóż, które pociągną za sobą ceny nawozów, wysoki capex	Monika Kalwasińska	60,90
Enea	6 758,5	15,31	11,0	Słabsze cash flow w kolejnych 3 latach, niższe dywidendy, pogorszenie waluacji	Stanisław Ozga	16,20
Eurocash	5 764,2	41,60	27,4	Wysoka wycena, stagnacja przychodów i spadek EBITDA	Włodzimierz Giller	32,25
Ciech	1 831,3	34,75	199,9	Wysoka wycena, brak driverów pozwalających na poprawę wyników, cash flow 2014 pod presją	Monika Kalwasińska	30,51

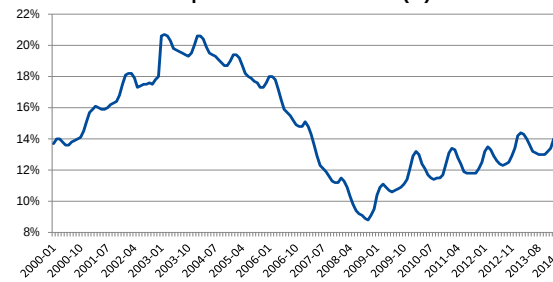
Ścieżka wzrostu PKB przejściowo się „spłaszczy” z powodu negatywnego wpływu kryzysu rosyjsko-ukraińskiego oraz ustąpienia efektów jednorazowych z 1q2014 (w inwestycjach). Jednakże biorąc pod uwagę bieżące trendy, obniżenie dynamiki PKB poniżej 3,0% w 2q/3q wydaje się nam mało prawdopodobne. W średnim okresie oczekujemy coraz wyższych dynamik PKB dzięki: (a) poprawie w otoczeniu zewnętrznym (po przejściowym obniżeniu dynamiki PKB w strefie euro w 2q, (b) nowej fali inwestycji infrastrukturalnych (duże projekty współfinansowane przez UE), (c) wzmocnieniu popytu konsumpcyjnego oraz (d) cyklicznej poprawie dochodów sektora publicznego, która może napędzać spożycie publiczne. **Prognozujemy, że wzrost PKB w 2014 r. wyniesie 3,4%, a w 2015 r. przyspieszy do 4,5%.** Szczegółowe prognozy dla gospodarki Polski przedstawiamy na stronach 13-18.

Dług przedsiębiorstw w Polsce (% zmiana r/r)



źródło: NBP

Stopa bezrobocia w Polsce (%)



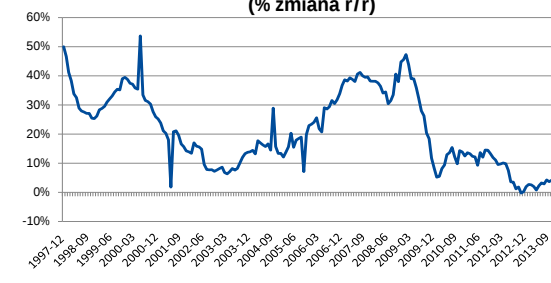
źródło: GUS

WIG Indeks (punkty)



źródła: Bloomberg

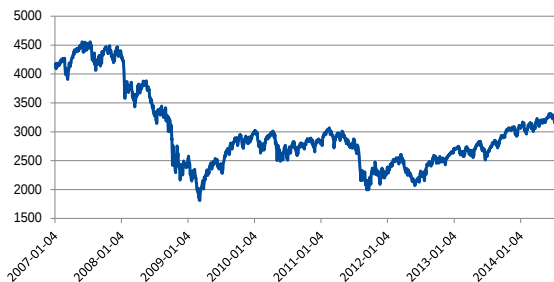
Dług gospodarstw domowych w Polsce (% zmiana r/r)



źródło: NBP

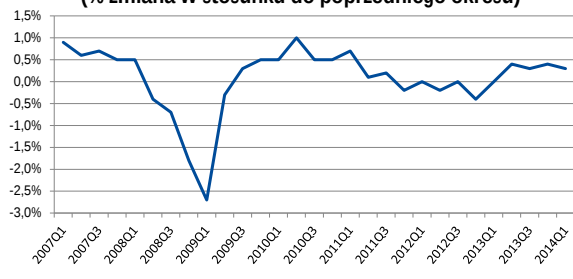
W **Europie** ma miejsce kontynuacja powolnego ożywienia z sygnałami spowolnienia jego dynamiki (Niemcy). Wszystkie oczy zwrócone są na ECB i sposób w jaki zaadresuje wciąż główny problem, czyli słaby popyt wewnętrzny i marazm na rynku kredytów. Krokiem w dobrym kierunku jest TLTRO, ale to wciąż za mało i coraz śmielej pojawiają się nadzieje na skup aktywów z prawdziwego zdarzenia.

Euro stoxx 50 Indeks 2007-2014 (punkty)



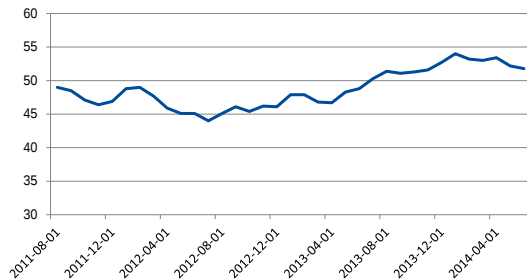
źródło: Bloomberg

PKB dla strefy Euro 2007-2014
(% zmiana w stosunku do poprzedniego okresu)



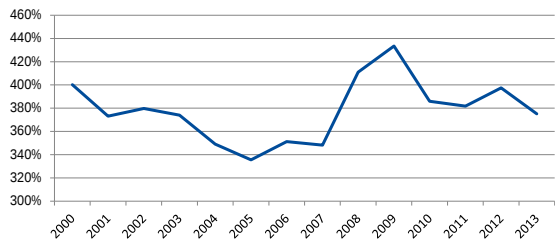
źródło: Eurostat

Indeks PMI w strefie Euro 2007-2014 (punkty)



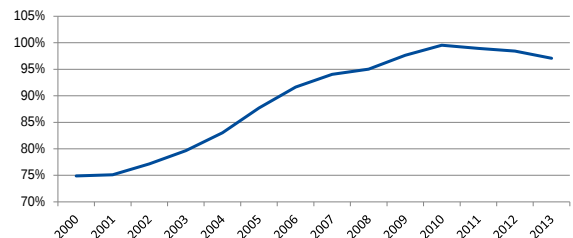
źródło: Bloomberg

Relacja długu netto do dochodów, po opodatkowaniu,
dla przedsiębiorstw niefinansowych w strefie Euro (%)



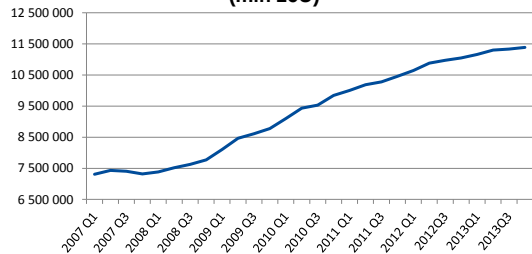
źródło: Eurostat

Relacja długu brutto do dochodów gospodarstw
domowych w strefie Euro (%)



źródło: Eurostat

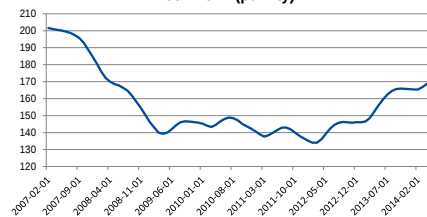
Dług publiczny w Uni Europejskiej 2007-2013
(mln ECU)



źródło: Eurostat

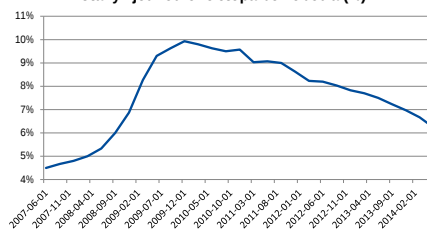
Gospodarka **USA** wygląda solidnie na tle Europy ze wzrostem PKB ponad 2%. Tworzone są nowe miejsca pracy i rośnie prywatna konsumpcja. Z drugiej strony mieszane uczucia budzi powolny wzrost wynagrodzeń oraz nie najlepsza struktura zatrudnienia. Trwa ograniczanie QE, chociaż szefowa FED pozostaje gołębia dostrzegając ryzyka w trwałości wzrostu. Zarówno zbyt wolne jak i zbyt szybkie ograniczanie skupu aktywów, a w dalszej perspektywie podwyższanie stóp, byłoby niekorzystne. Na razie FED'owi idzie zaskakująco zgrabnie.

Case Shiller Composite 20 Indeks cen mieszkań
2007-2014 (punkty)



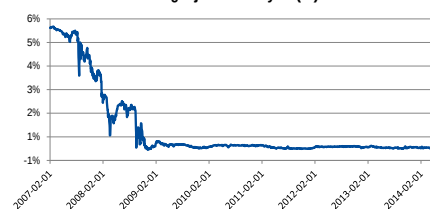
źródło: Bloomberg

Stany Zjednoczone stopa bezrobocia (%)



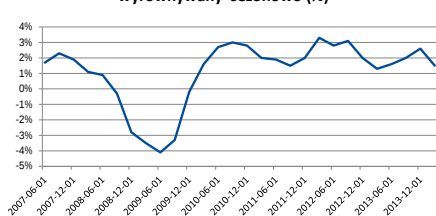
źródło: Bloomberg

Stany Zjednoczone rentowność trzy miesięcznych
obligacji skarbowych (%)



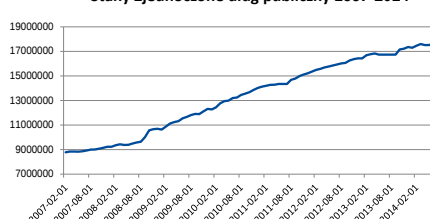
źródło: Bloomberg

Stany Zjednoczone realny PKB 2007-20134r/r
wyrównywany sezonowo (%)



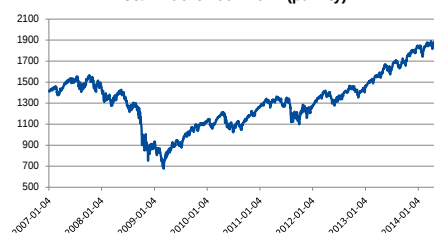
źródło: Bloomberg

Stany Zjednoczone dług publiczny 2007-2014



źródło: Bloomberg

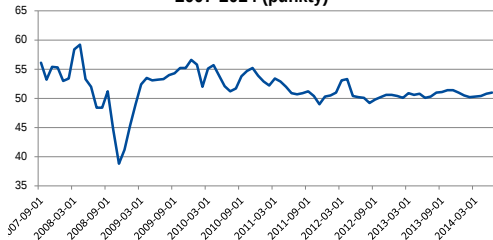
S&P Indeks 2007-2014 (punkty)



źródło: Bloomberg

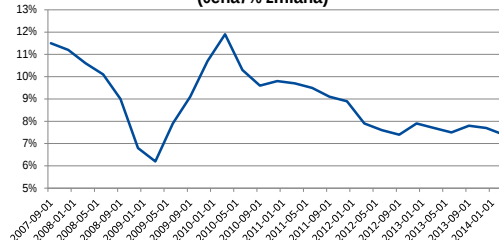
W **Chinach** ostatnie odczyty wzrostu gospodarczego za 2Q na poziomie 7,5% (z 7,4% w 1Q) i mocny wzrost produkcji przemysłowej (9,2%) oddala ryzyko twardego lądowania i pokazuje determinację władz do osiągnięcia wyznaczonego całorocznego celu właśnie na poziomie 7,5%, np. dzięki możliwym pakietom stymulacji fiskalnej i luzowaniu monetarnemu gdyby sytuacja makroekonomiczna bardziej się pogorszyła. Z jednej strony istnieje ryzyko dalszego spowolnienia, które miało by bardzo negatywny wpływ dla całego świata i rysujących się pozytywnych scenariuszy, ale z drugiej należy zauważyć, że Chiny nie są typową gospodarką rynkową i rozwiązanie wielu problemów może być dzięki temu łatwiejsze. Naszym zdaniem to właśnie dane makroekonomiczne z Chin będą jednym z trzech kluczowych czynników decydujących o nastrojach w 2014 roku obok decyzji ECB i FED o polityce pieniężnej oraz napięć geopolitycznych wokół Ukrainy.

Chiny Indeks PMI wyrównywany sezonowo
2007-2014 (punkty)



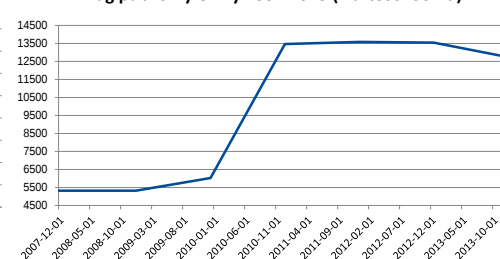
źródło: Bloomberg

Chiny PKB w stałych cenach r/r 2007-2014
(cena/% zmiana)



źródło: Bloomberg

Dług publiczny Chiny 2007-2013 (wartość roczna)



źródło: Bloomberg

SHANGHAI SE COMPOSITE Indeks
2007-2014 (punkty)



źródło: Bloomberg

Nasze oczekiwania dotyczące rynku walutowego oraz stopy procentowej podsumowujemy poniżej na podstawie opracowanego przez Biuro Strategii Rynkowych PKO BP produktu p.t. „KWARTALNIK RYNKOWY Q3”. Zachęcamy również do zapoznania się z wymienionym opracowaniem w całości.

Na koniec III kwartału spodziewamy się stabilizacji rentowności obligacji skarbowych w sektorze 2-letnim na poziomie 2,50%, a także nieznacznego wzrostu w 5-letnim do 3,10% i 10-letnim do 3,55%. Tym samym zakładamy, że w najbliższych miesiącach nastąpi „wystromienie” krzywej dochodowości. Spodziewamy się też lekkiego rozszerzenia asset swap spreadów (dla DS1023 w okolice 10 pb). Krótki koniec krzywej wzmacniać będą przede wszystkim oczekiwania na obniżki stóp procentowych i prawdopodobna deflacja w Polsce w okresie od lipca do października.

W perspektywie końca roku nasze modele sygnalizują wzrost rentowności. Negatywny wpływ na dłuższy koniec krzywej w Polsce będą miały prognozowane przez nas wzrosty rentowności amerykańskich obligacji skarbowych - na koniec 2014 r. dla 10-letnich Treasuries do 2,90% - które pociągną za sobą Bund-y do 1,60%. Za takim scenariuszem przemawia przybliżająca się perspektywa zaostrzenia polityki pieniężnej w USA w połowie 2015 r. W strefie euro wzrosty dochodowości będą ograniczane przez spekulacje nt. dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC.

W III kwartale 2014 r. spodziewamy się osłabienia euro wobec dolara oraz stabilizacji kursu złotego w okolicach poziomu z końca czerwca przy dużej zmienności w trakcie kwartału. Nasze prognozy wynikają ze wskazań opracowanych przez nas modeli ekonometrycznych oraz następujących założeń dodatkowych: W warunkach silnej desynchronizacji dynamiki wzrostu gospodarczego w USA i strefie euro systematyczna kontynuacja taperingu QE3 wraz z narastającymi oczekiwaniami dalszego luzowania polityki monetarnej przez EBC będą umacniać dolara wobec euro, W przypadku złotego umiarkowanie pozytywny wpływ luzowania polityki pieniężnej przez EBC będzie się względnie równoważył z negatywnym oddziaływaniem wygaszania ekspansji ilościowej przez Fed, spowalnianiem gospodarki Chin oraz narastającymi oczekiwaniami na obniżki stóp procentowych w Polsce.

Prognozy makroekonomiczne

- Tempo wzrostu PKB w 1q2014 przyspieszyło do 3,4% r/r (z 2,7% r/r w 4q2013). Dane miesięczne z gospodarki za okres kwiecień-czerwiec (utrzymanie wzrostu produkcji przemysłowej, budownictwa, (realnej) sprzedaży detalicznej, płac, zatrudnienia, kredytów dla gospodarstw domowych) wskazują, że w 2q2014 dynamika PKB zanotuje jedynie niewielkie obniżenie wobec poziomu z 1q. Ścieżka wzrostu PKB przejściowo się „spłaszczy” z powodu negatywnego wpływu kryzysu rosyjsko-ukraińskiego oraz ustąpienia efektów jednorazowych z 1q2014 (w inwestycjach). Jednakże biorąc pod uwagę bieżące trendy, obniżenie dynamiki PKB poniżej 3,0% w 2q/3q wydaje się nam mało prawdopodobne.
- W średnim okresie oczekujemy coraz wyższych dynamik PKB dzięki: (a) poprawie w otoczeniu zewnętrznym (po przejściowym obniżeniu dynamiki PKB w strefie euro w 2q, (b) nowej fali inwestycji infrastrukturalnych (duże projekty współfinansowane przez UE), (c) wzmocnieniu popytu konsumpcyjnego oraz (d) cyklicznej poprawie dochodów sektora publicznego, która może napędzać spożycie publiczne. Prognozujemy, że wzrost PKB w 2014 r. wyniesie 3,4%, a w 2015 r. przyspieszy do 4,5%.
- Mimo wyraźnej poprawy sytuacji gospodarczej, wzrost ma na razie charakter niemal bezinflacyjny. Dynamika inflacji CPI spadła w czerwcu do 0,3% r/r (wobec 0,7% r/r w marcu). Niemal całość spadku CPI wynika ze spadku cen żywności nieprzetworzonej (przede wszystkim warzyw). Inflacja bazowa była stabilna (1,0% r/r vs. 1,1% r/r w marcu), a dynamika cen paliw lekko wzrosła.
- Oczekujemy, że w 3q2014 inflacja CPI przejściowo spadnie poniżej zera, by następnie rozpocząć stopniową normalizację, osiągając poziom 0,8% r/r w grudniu. Scenariusz ten jest oparty na perspektywie wzrostu cen żywności, związanej z wygasaniem efektu tegorocznych bardzo dobrych plonów. Spodziewamy się również, że po osiągnięciu w lipcu lokalnego minimum (wygasanie efektu ubiegłorocznych wzrostów cen śmieci), trend inflacji bazowej zacznie się stopniowo poprawiać. Jednym z czynników, które prawdopodobnie wpłyną na wzrost inflacji na początku przyszłego roku, będą ceny regulowane – ustawa o wsparciu kogeneracji oraz rosnące ceny certyfikatów emisji CO₂ będą musiały przełożyć się na wyższe koszty energii dla gospodarstw domowych. W przeciwnym kierunku będzie działał zapowiadany brak podwyżek akcyzy, ale oczekujemy, że w 2q2015 inflacja znajdzie się w granicach korytarza dopuszczalnych wahań od celu NBP (przekroczy poziom 1,5% r/r).
- Na lipcowym posiedzeniu RPP zdecydowała się zrezygnować z dotychczasowej formuły forward guidance, tzn. zapowiedzi utrzymywania stóp na niezmiennym poziomie. Jednocześnie jednak prezes NBP, M.Belka, określił ewentualne obniżki stóp we wrześniu jako „bardzo mało prawdopodobne”. Od tamtej pory prawdopodobieństwo wznowienia łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP pozostało bez większych zmian – z jednej strony wyższy od oczekiwań

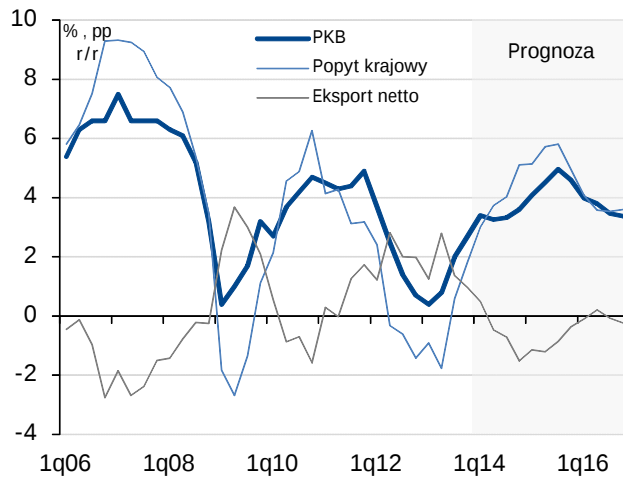
był odczyt inflacji za czerwiec, ale z drugiej strony słabsza od prognoz okazała się czerwcową dynamiką produkcji.

- Pomimo wyraźnego spadku cen żywności, który bardzo obniżył prognozę inflacji na 2014 r. i pierwszą połowę 2015 r., przewidujemy, że przy utrzymaniu się wzrostu PKB ok. 3,5%, inflacja osiągnie cel NBP wcześniej niż zakłada obecna projekcja inflacyjna NBP (w drugiej połowie 2015 r. lub pierwszej połowie 2016 r.) skłaniając RPP do rozpoczęcia normalizacji stóp procentowych w 3q/4q 2015 r. Przewidujemy, że na koniec 2015 r. stopa referencyjna wyniesie 3,00%.
- Przewidujemy, że w obliczu wysokiej, ale lekko spadającej dynamiki PKB w 2016 r. (prognoza PKO: 4,5% r/r w 2015 r., 3,9% r/r w 2016 r.) oraz ryzyk związanych z powiększeniem dysparytetu między Polską a strefą euro, RPP będzie chciała dokonywać podwyżek w odstępach dwumiesięcznych tak, by doprowadzić stopę referencyjną do docelowego poziomu 4,00% w trakcie 2016 r.
- Czynniki ekonomiczne i polityczne (cykl wyborczy oraz nowa perspektywa UE) zdeterminowały odejście od zacieśniania polityki fiskalnej w 2014 r. Na zmianę nastawienia w polityce fiskalnej nakładają się także sprzyjające finansom publicznym czynniki cykliczne. Zmiana nastawienia w polityce fiskalnej widoczna jest m.in. w planach modernizacji sieci drogowej i kolejowej, które mogą dodać 0,6-0,8 pkt. proc. do wzrostu PKB w 2014 r. (NB. wartość obecnie ogłoszonych przetargów drogowych wynosi ~45 mld zł = 2,5% PKB, rozstrzygnięto przetargi o wartości 2,3 mld zł).
- Na podstawie wstępnych danych o podaży pieniądza M3 za czerwiec szacujemy, że w 2q2014 nastąpiło przyspieszenie dynamiki depozytów i kredytów (po korekcie o kurs walutowy). Wzrost depozytów osiągnął 7,6% r/r wobec 6,3% r/r w 1q2014, przy: (1) przyspieszeniu wzrostu depozytów osób prywatnych (odpowiednio: do 6,6% r/r vs. 5,7%) następującym pomimo zwiększenia skali napływów środków do funduszy inwestycyjnych (7,6 mld zł w 2q2014 vs. 2,2 mld zł w 1q), (2) wyhamowaniu dynamiki depozytów przedsiębiorstw (do 5,8% r/r vs. 7,5%) i (3) zmniejszeniu dynamiki depozytów samorządów (do 2,9% r/r z 11,4%). Wzrost kredytów przyspieszył do 5,9% r/r wobec 5,4% w 1q2014, przy: (1) zwiększeniu dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw (do 5,5% r/r vs. 3,8%), (2) stabilnym wzroście kredytów mieszkaniowych (6,9% r/r vs. 7,0%), oraz (3) osłabieniu tempa spadku kredytów dla samorządów (do -6,1% r/r vs. -7,1%).
- Do końca 2014 r. przewidujemy przyspieszenie dynamiki kredytów oraz wyhamowanie dynamiki depozytów (skorygowanych o kurs walutowy). Prognozujemy zwiększenie dynamiki kredytów do 7,9% r/r w 4q2014 (wobec 5,9% w 2q2014), w rezultacie kontynuacji stopniowego wzrostu popytu na kredyt oraz podaży, przy zapowiadającym dalszym łagodzeniu polityki kredytowej banków wobec kredytów konsumpcyjnych, mieszkaniowych oraz dla przedsiębiorstw (przede wszystkim krótkoterminowe oraz dla MSP). Dynamika depozytów najprawdopodobniej lekko spadnie do 6,8% r/r w 4q2014 (vs. 7,6% w 2q2014),

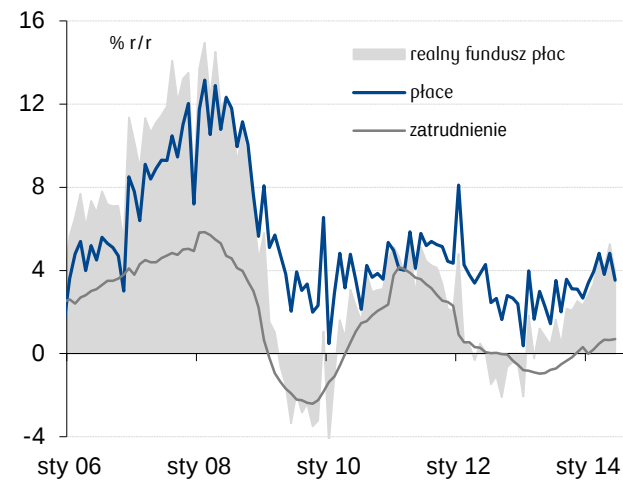
przy: (1) wyhamowaniu dynamiki depozytów niefinansowych podmiotów gospodarczych, (2) stopniowym zwiększeniu depozytów osób prywatnych (dzięki poprawie sytuacji na rynku pracy i wzrostowi realnych dochodów ludności), oraz (3) wzmocnieniu dynamiki depozytów instytucji rządowych i samorządowych.

- W 2q2014 kontynuowano zmniejszanie skali skupu aktywów w ramach programu QE3 (podczas czerwcowego posiedzenia FOMC skala skupu aktywów została zredukowana do 35 mld USD miesięcznie). Treść minutes z tego posiedzenia wskazuje, że program QE3 zostanie zakończony cięciem w wysokości 15 mld USD przeprowadzonym na październikowym posiedzeniu. Po zmianie forward guidance w marcu na kolejnych posiedzeniach zostało utrzymane „holistyczne” podejście. Ostatni odczyt PKB za 1q2014 wskazał na jego spadek o -2,9% k/k saar, przy niewielkim dodatnim wkładzie konsumpcji prywatnej (1,0% k/k saar), spadku eksportu netto i słabych inwestycjach (głównie na skutek czynników pogodowych). W jego rezultacie nastąpiła rewizja prognoz wzrostu PKB w 2014 r., które kształtują się obecnie na poziomie 2,2-2,3%. Pozytywny wydzźwięk najważniejszych wskaźników z rynku pracy (stopa bezrobocia spadła z 6,7% w marcu do 6,1% w czerwcu, a liczba nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym rosła przeciętnie o 272 tys. na miesiąc) jest ograniczany przez odczyty obrazujące strukturę rynku: niski współczynnik partycypacji (62,8%), wysoki poziom bezrobocia długoterminowego (32,8%) oraz wysoki odsetek osób zatrudnionych w niepełnym wymiarze godzinowym, którzy chcieliby pracować na pełen etat, w stosunku do ogółu zatrudnionych (5,4%). Niemniej, niektórzy członkowie FOMC podkreślają strukturalny charakter zmian na amerykańskim rynku pracy, co mogłoby sugerować, że mało realny jest wzrost stopy partycypacji do poziomu przedkryzysowego oraz wyższy poziom zatrudnienia w niepełnym wymiarze czasu pracy. Wydaje się jednak, iż polityka Fed pozostanie akomodacyjna co najmniej do połowy przyszłego roku (przewidujemy, iż pierwsza podwyżka stóp będzie miała miejsce w czerwcu wraz z publikacją prognoz makroekonomicznych), za czym przemawiają: obniżenie prognoz wzrostu PKB w bieżącym roku, historycznie niski poziom aktywności zawodowej oraz wypowiedzi J.Yellen, która stwierdziła, że podnoszenie stóp procentowych nie jest adekwatną odpowiedzią na powstające zagrożenia dla stabilności finansowej (m.in. bańki spekulacyjne). Opublikowane czerwcowe prognozy makroekonomiczne wskazują na utrzymywanie się pozytywnych tendencji w gospodarce i spadek stopy bezrobocia (nieco szybszy niż według projekcji marcowej) do naturalnego poziomu w 2016 r., czemu towarzyszyć będzie wzrost stopy inflacji do celu (parametry spójne ze stopą Fed funds 3,75-4%). Lepsze projekcje gospodarcze mogą wyjaśniać wzrost mediany preferowanego przez członków FOMC poziomu stopy Fed funds; do 1,0-1,25% w 2015 r. (z 1,0% poprzednio) oraz do 2,5% w 2016 r. (z 2,25% poprzednio).

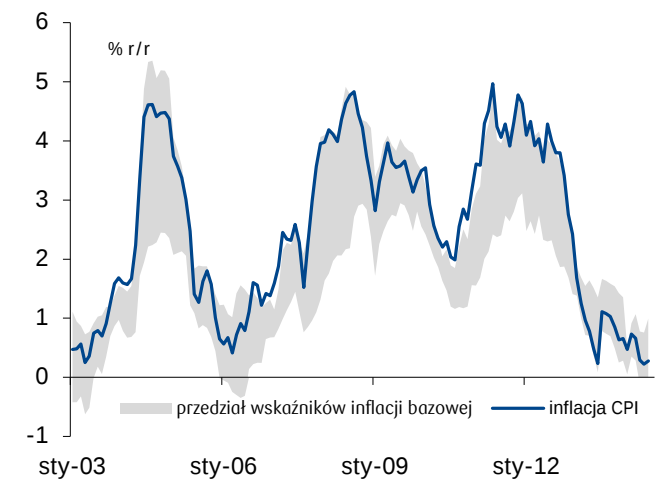
Polska: ożywienie popytu krajowego



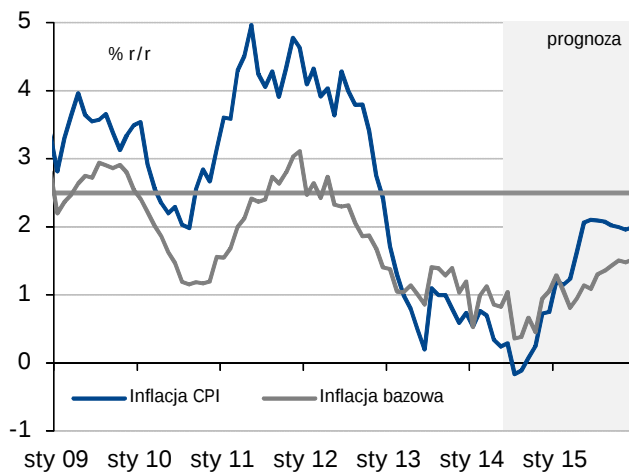
Realny fundusz płac w 2q najwyższy od 1q2011



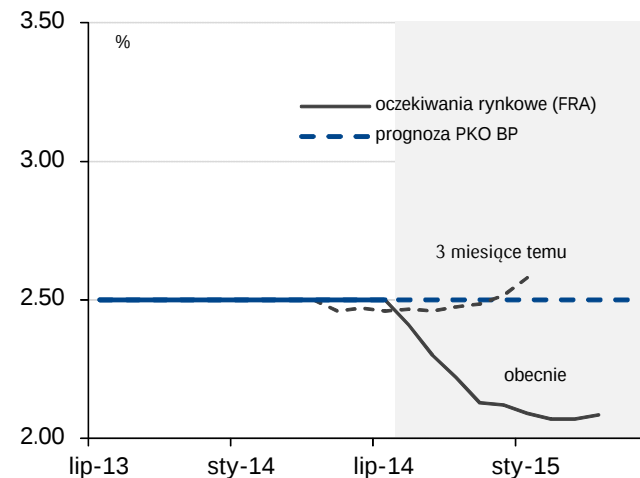
Inflacja CPI i przedział wskaźników inflacji bazowej



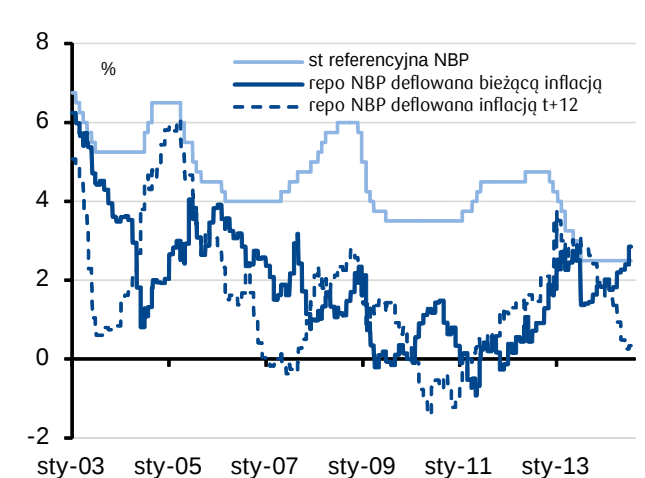
Prognoza inflacji CPI i głównej miary inflacji bazowej



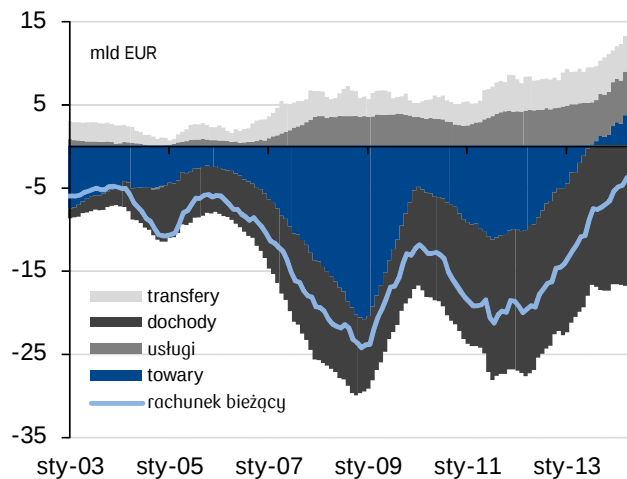
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



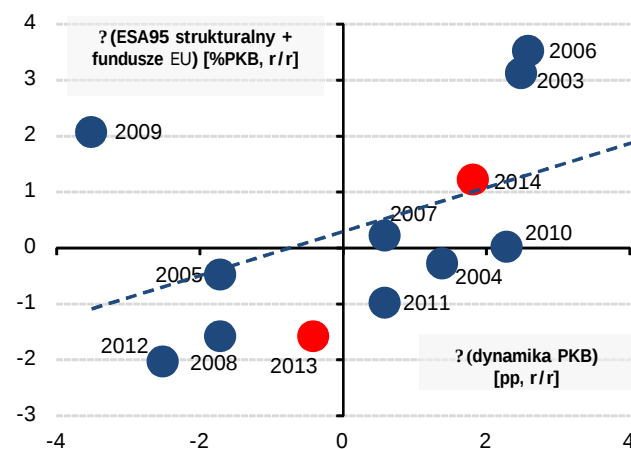
Stopa referencyjna deflowowana oczekiwaną inflacją



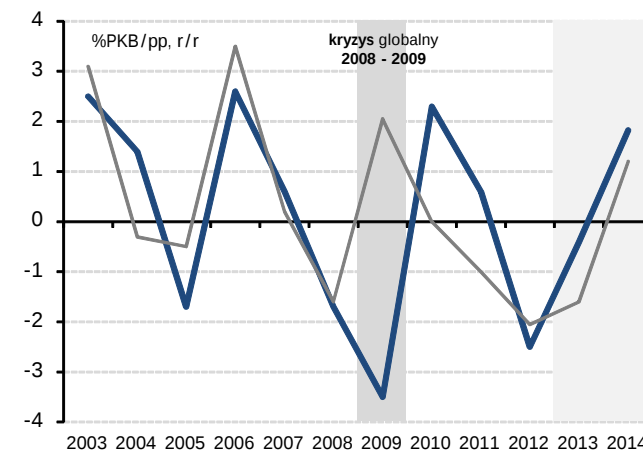
Struktura rachunku obrotów bieżących Polski



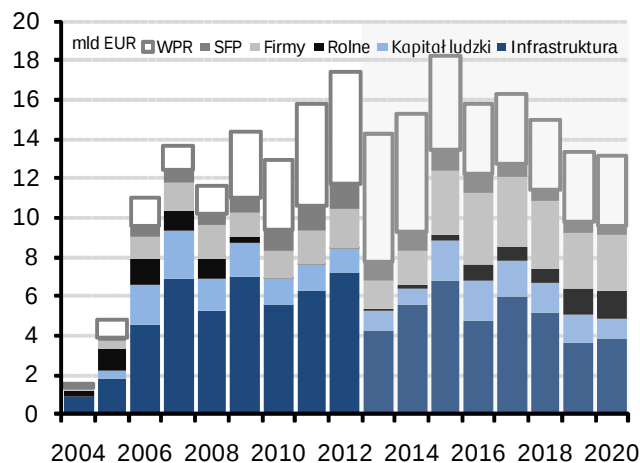
2014: rok stymulacji fiskalnej (i *quasi*-fiskalnej)



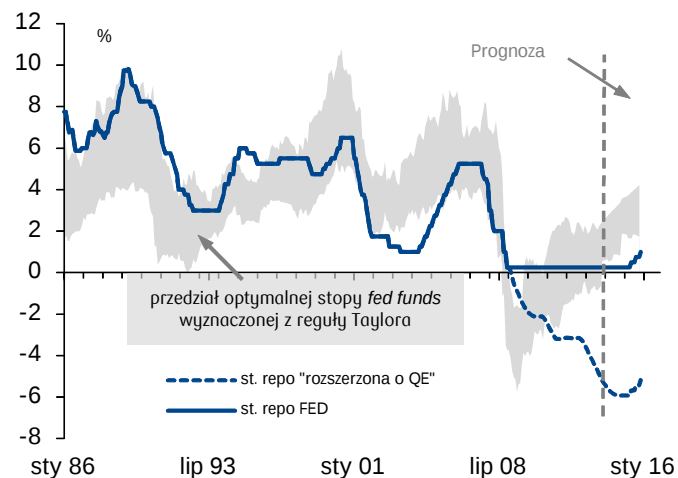
Impuls fiskalny i fundusze UE pobudzą wzrost w Polsce



Wzrost napływu funduszy UE w latach 2014-2015



Koniec akomodacji polityki monetarnej w USA



Poprawa warunków kredytowych w strefie euro



	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	6,8	5,1	1,6	3,9	4,5	2,0	1,6	3,4	4,5	3,6
Popyt krajowy (% r/r)	8,7	5,6	-1,1	4,6	3,6	-0,1	0,0	4,1	5,5	3,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,9	5,7	2,1	3,2	2,6	1,3	0,8	3,2	4,3	3,4
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	17,6	9,6	-1,2	-0,4	8,5	-1,6	-0,2	7,9	11,8	5,3
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	7,2	6,9	1,4	2,6	3,0	0,5	1,0	3,7	5,4	3,7
Zapasy (pkt. proc.)	1,7	-1,1	-2,5	2,0	0,6	-0,6	-1,0	0,3	0,0	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	-2,1	-0,6	2,7	-0,7	0,9	2,1	1,6	-0,7	-0,9	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)	1177	1276	1345	1417	1528	1596	1636	1719	1836	1955
Rynek Pracy										
Stopa bezrobocia BAEL (%)	8,5	6,7	8,5	9,3	9,7	10,1	9,8	9,1	8,2	7,8
Pracujący BAEL (% r/r)	4,2	3,0	-0,7	-2,1	0,4	0,1	0,5	1,9	2,4	2,0
Płace nominalne (% r/r)	7,9	10,1	5,4	3,9	5,6	3,6	3,6	4,5	5,5	4,9
St. akt. zawodowej (%)	54,1	54,7	55,1	55,4	55,7	56,0	56,1	56,5	56,5	56,5
ULC (% r/r)	5,6	8,6	4,2	-2,4	1,2	1,8	1,6	3,0	3,1	3,4
Wydajność pracy (% r/r)	2,3	1,4	1,2	6,6	3,9	1,8	1,8	1,4	2,4	1,4
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)	4,0	3,3	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	0,8	2,0	2,5
Wkład cen żywności† (pkt. proc.)	2,1	0,8	0,8	0,9	1,1	0,9	0,3	0,2	0,5	0,8
Wkład cen energii† (pkt. proc.)	1,1	0,8	1,1	1,3	1,7	0,7	-0,3	0,0	0,7	0,7
Wkład inflacji bazowej† (pkt. proc.)	0,8	1,7	1,5	0,9	1,8	0,8	0,6	0,5	0,8	1,0
Inflacja bazowa (% r/r)	1,3	2,8	2,6	1,6	3,1	1,4	1,0	1,0	1,3	1,8
Deflator PKB (% r/r)	3,9	3,1	3,7	1,4	3,2	2,4	0,9	1,6	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	1048,4	1135,7	1217,9
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	13,4	18,6	8,1	8,8	12,5	4,5	6,2	7,1	8,3	7,2
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	10,6	13,8	4,4	6,1	7,8	0,8	5,3	6,7	6,4	4,3
Kredyty ogółem (mld PLN)	473,4	648,1	709,6	776,8	894,7	908,0	942,8	1009,2	1087,2	1168,5
Kredyty ogółem (% r/r)	29,9	36,9	9,5	9,5	15,2	1,5	3,8	7,0	7,7	7,5
Depozyty ogółem (mld PLN)	494,2	591,5	655,1	714,9	794,6	841,7	889,0	949,9	1029,3	1101,3
Depozyty ogółem (% r/r)	14,1	19,7	10,8	9,1	11,1	5,9	5,6	6,8	8,4	7,0
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-6,2	-6,6	-3,9	-5,1	-5,0	-3,7	-1,4	-1,0	-1,2	-1,6
Bilans handlowy (%PKB)	-4,4	-5,8	-1,7	-2,5	-2,7	-1,4	0,6	0,6	0,0	-0,1
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	4,3	1,9	2,0	1,4	2,4	1,1	0,0	0,7	1,4	1,7
Polityka fiskalna										
Deficyt fiskalny** (% PKB, ESA95)	-1,9	-3,7	-7,5	-7,7	-5,2	-3,9	-4,3	-3,6	-3,0	-2,7
Saldo pierwotne (% PKB, ESA 95)	0,4	-1,5	-4,8	-5,1	-2,4	-1,0	-1,7	-1,4	-1,0	-0,9
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, ESA 95)	45,0	47,1	50,9	54,9	56,2	55,6	57,1	50,9	50,7	50,3
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,50	3,00	4,00
Realna st. proc. defl. CPI (%)	1,04	1,67	0,00	0,35	-0,13	1,83	1,84	1,75	1,01	1,50
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	3,68	2,19	0,95	1,94	1,39	2,84	1,50	1,54	1,68	2,20
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

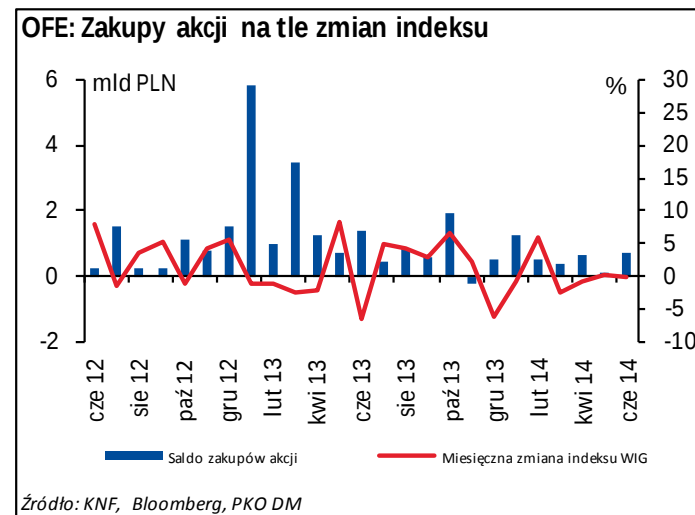
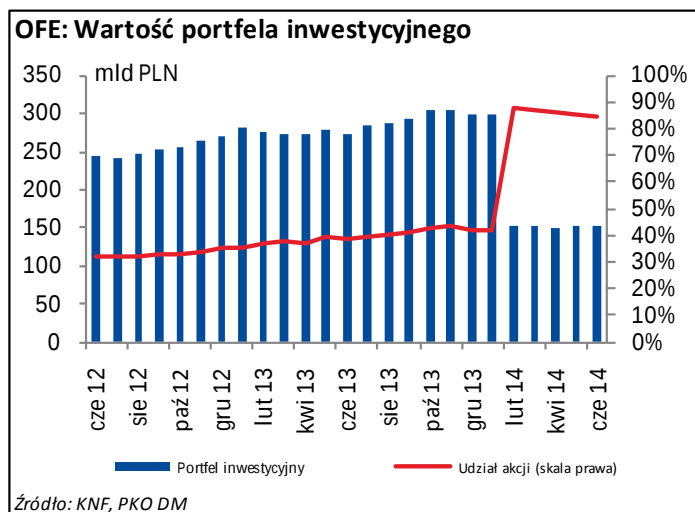
Źródło: PKO BP; Uwagi: *popyt krajowy z wyłączeniem zapasów, †na koniec okresu, **bez jednorazowego transferu aktywów z OFE do ZUS, ***dane historyczne KE, 2014-16 PKO.

Fundusze emerytalne i inwestycyjne

Lokalnie inwestorzy instytucjonalni nie byli stroną wspierającą rynek akcji w pierwszym półroczu. Saldo zakupów akcji netto przez fundusze emerytalne, jak i saldo napływów netto do akcyjnych funduszy inwestycyjnych w pierwszym półroczu ukształtowały się na niskich poziomach kilkuset mln PLN.

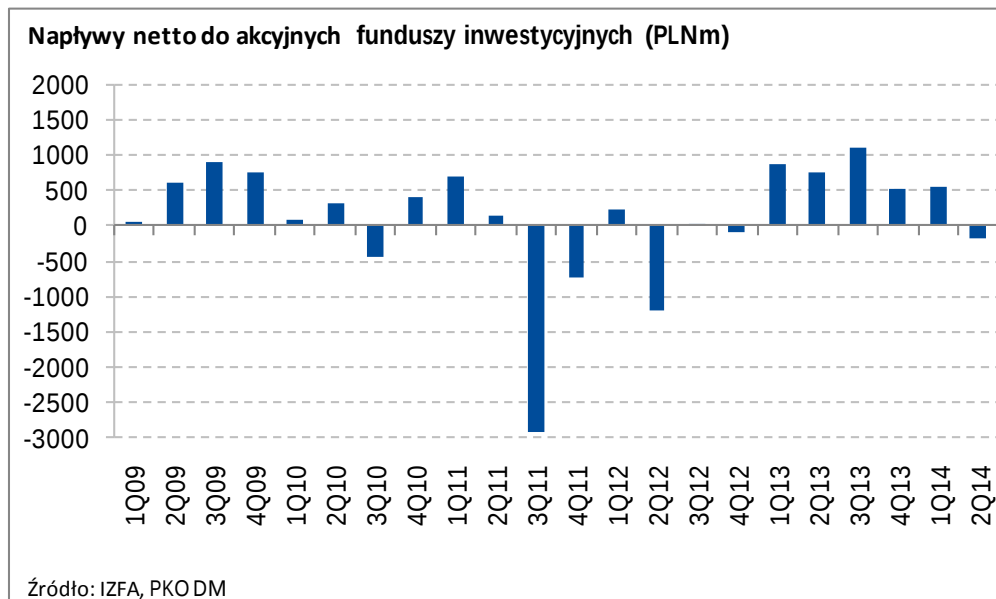
Fundusze emerytalne

W pierwszym półroczu OFE lokowały napływy głównie w akcjach zagranicznych oraz w depozytach. Według naszych szacunków saldo zakupów netto akcji zagranicznych wyniosło +3,1 mld PLN, wobec +0,5 mld PLN dla akcji notowanych w Polsce. Portfel akcji zagranicznych wniósł na koniec czerwca 7,4 mld PLN, biorąc jednak pod uwagę zmianę klasyfikacji spółek (wg waluty kapitału zakładowego, a nie wg miejsca notowań) szacujemy, że wartość ta może wynosić 11,9 mld PLN (9,3% portfela akcyjnego i 7,9% całego portfela inwestycyjnego). Portfel depozytów wyniósł na koniec czerwca 9,1 mld PLN (6,0% całego portfela), co ogranicza ryzyko wyprzedaży akcji w związku z koniecznością przenoszenia aktywów do ZUS w ramach suwaka.



Fundusze inwestycyjne

Do wysokich napływach do funduszy akcyjnych w drugiej połowie 2013, początek 2014 lekko rozczarowuje. Według naszych szacunków saldo napływów netto do funduszy tej klasy w 1H14 wyniosło zaledwie 0,4 mld PLN wobec 3,2 mld PLN w całym 2013.



Sektory

Sektor wydobywczy..... (str. 23)

W sektorze wydobywczym w 2 kw. spodziewamy się słabych wyników. KGHM pokaże słabszy wynik r/r z powodu spadku cen miedzi i srebra, ale w ujęciu kwartalnym będzie już wyraźna poprawa. JSW pokaże stratę rzędu 260 mln PLN – problemy z wydobywaniem i dalszy spadek ceny. W Bogdanie też mizernie, gdyż cały czas problemy z przeróbką nie pozwalają rozwinąć skrzydeł. NWR tradycyjnie poniżej zera i walczy o przetrwanie. Trzeci kwartał 2014 r. nie zapowiada się przełomowo. Węgiel jest nadal pod dużą presją, chociaż miedź wygląda lepiej i ma szansę na kontynuację odbicia.

Sektor energetyczny (str. 28)

W drugim kwartale nastąpił wzrost krajowego zużycia energii elektrycznej o 0,9%. Produkcja energii spadła jednak o 3% głównie ze względu na mniejszą produkcję energii w elektrowniach na węglu brunatnym, która spadła o 7,3%. W dalszym ciągu relatywnie dobrze zachowywały się notowania cen energii zarówno na rynku spotowym jak i terminowym. Widoczny był wpływ programu operacyjna rezerwa mocy, który doprowadził do wyjścia z rynku mniej efektywnych bloków oraz ograniczenia podaży ze względu na remonty bloków. Wzrosła różnica ceny energii na rynku polskim oraz niemieckim, która na koniec kwartału wynosiła ok. 30 PLN/MWh.

Sektor paliwowy (str. 35)

Sektor paliwowy nadal pozostaje pod presją niskich marż rafineryjnych oraz umiarkowanego popytu na paliwa. W tym kwartale wyniki spółek paliwowych zostaną zniekształcone dodatnim efektem LIFO. Bazując na wynikach EBIT LIFO poprawę r/r powinien pokazać Lotos, PKN zanotuje pogorszenie wyniku ze względu na osłabienie segmentu petrochemicznego r/r. Początek III kwartału mimo sezonowego wzrostu popytu na paliwa rozpoczął się słabymi marżami, które nawet w poszczególne dni były ujemne. PGNiG zaraportuje poprawę wyników r/r dzięki dodatnim wynikom w segmencie handlu gazem i dystrybucji. Gros kontrybucji do wyników grupy będzie pochodziło wciąż ze strony segmentu wydobywczego.

Sektor chemiczny (str. 41)

Wyniki w sektorze chemicznym w II kw. 14 r. będą zróżnicowane w zależności od kategorii produktowej. Ciepłota poprawi wyniki r/r ze względu na niską bazę, jednak wyniki 2Q14 w porównaniu do wyników 2Q13 po oczyszczeniu ze zdarzeń jednorazowych będą słabsze. Wyniki Synthosu wciąż będą pochodną powoli poprawiającej się sytuacji na rynku kauczuków oraz stopniowo odradzającego się rynku wymiany opon. Grupa Azoty rozczaruje wynikami ze względu na utrzymywanie się niskich cen nawozów. W perspektywie najbliższych kwartałów poprawa wyników może być widoczna w przypadku Synthosu ze względu na stopniowo poprawiający się rynek butadienu. Bardzo dobre zbiory zbóż oraz dołujące notowania nie pozwolą na wzrost cen nawozów, co oznacza dla producentów nawozów stagnację wyników.

Sektor bankowy i finansowy (str. 45)

W sektorze bankowym spodziewamy się przyspieszenia rocznej dynamiki zysków netto. Po relatywnie słabszym pierwszym kwartale (0% r/r) spodziewamy się, że łączny zysk netto dla analizowanych przez nas banków wzrośnie w 2Q14 o 6% r/r i o 7% kw/kw. Główną przyczyną wzrostu wyników jest poprawa wyniku odsetkowego (+10% r/r), z uwagi na rosnące wolumeny oraz ciągle w ujęciu r/r widoczną poprawę NIM. W sektorze bankowym spodziewamy się pozytywnej niespodzianki w przypadku Banku Handlowego, który powinien po raz kolejny zaskoczyć wynikiem tradingowym. Dodatkowo podobnych trendów spodziewamy się w przypadku PZU.

Telekomunikacja (str. 55)

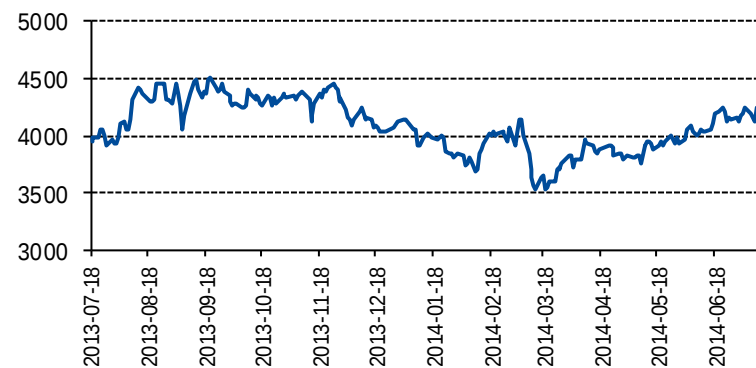
Spadek przychodów i walka o zachowanie marż, podobnie jak w poprzednich kwartałach, będzie charakteryzowała wyniki sektora w 2 kwartale 2014. Stabilizacji przychodów w segmencie telefonii komórkowej spodziewamy się dopiero w 2 półroczu 2014.

Media	(str. 58)
Niewielki, 4% r/r wzrost rynku reklamy telewizyjnej spowoduje, że przychody i zyski TVN ulegną lekkiej poprawie. Ze względu na konsolidację Polkomtela wyniki Cyfrowego Polsatu nie będą porównywalne r/r. Rezultaty EBITDA segmentów reklamowego i platformy satelitarnej powinny pokazać 6-8% wzrosty r/r.	
Sektor deweloperski	(str. 62)
W II kwartale br. na rynku mieszkaniowym w dalszym ciągu miał miejsce pozytywny trend w sprzedaży mieszkań u deweloperów giełdowych, którzy sprzedali porównywalną ilość mieszkań do wielkości widocznych w IV kw. 2013 r. i I kw. 2014 r. Dynamika roczna była znacznie wyższa i wyniosła ponad 30%. Wyniki raportowane przez główne spółki będą pochodną księgowanych mieszkań i powinny być na poziomie nieco słabszym niż w I kwartale br. Dobre wyniki sprzedaży z ostatnich miesięcy będą widoczne w pełni w wynikach 2015 r. U deweloperów komercyjnych oczekujemy poprawy wyników r/r ze względu na lepsze saldo przychodów z tytułu rewaluacji aktywów.	
Handel.....	(str. 68)
W segmencie odzieżowym LPP powinien zanotować wzrost zysków dzięki dobrym marżom, a CCC powtórzyć wynik z zeszłego roku. W handlu żywnością widać ożywienie, choć Eurocash może przeżywać dalsze trudności w związku z Tradisem. Pozytywny wynik powinien zanotować Amrest, z uwagi na dalszą poprawę nastrojów konsumentów w Europie Środkowej i Hiszpanii.	
Inne.....	(str. 74)



SEKTOR WYDOBYWCZY

WIG-SUROWCE



Bogdanka (Kupuj, cena docelowa: 134 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-28

Cena bieżąca: 112,40

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	448,1	452,6	1%	878,9	934,1	6%	1 899,8	2 016,1	6%
EBITDA	178,3	145,4	-18%	347,7	319,0	-8%	754,9	772,0	2%
EBIT	100,7	56,8	-44%	188,2	142,7	-24%	424,8	411,1	-3%
Zysk netto	72,1	41,3	-43%	141,7	103,7	-27%	329,4	309,7	-6%
Marża EBITDA	39,8%	32,1%		39,6%	34,2%		39,7%	38,3%	
Marża EBIT	22,5%	12,5%		21,4%	15,3%		22,4%	20,4%	
Marża netto	16,1%	9,1%		16,1%	11,1%		17,3%	15,4%	
EV/EBITDA							5,57	5,45	
P/E							11,61	12,34	

Komentarz

- Wolumen sprzedaży Bogdanka podała na niskim poziomie 2,1 mln ton (+8% r/r; -6% kw/kw), podobnie jak wydobycie (2,02 mln ton)
- Zakładamy średnią uzyskiwaną cenę za tonę węgla na poziomie 7% poniżej średniej ceny z zeszłego roku (około 206 PLN/t). Wynika to z b. mocnej presji na cenę
- Zarówno słabe wolumeny jak i po części spadek ceny wynika z wąskiego gardła jakim jest brak zakładu przeróbki węgla. Rozruch planowany jest na 3Q. Wyniki całego '14 mocno zależą od tempa dochodzenia do pełnych zdolności produkcyjnych, ale na pewno nie będą dobre
- 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 ostrożnie płaski poziom, ale są przesłanki do bardzo delikatnego optymizmu
- Mimo przejściowych problemów z wydobyciem strategiczny cel spółki nie zmienia się, a strukturalne zmiany na Śląsku są korzystne. 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: 2014-08-07

Cena bieżąca: 42,80

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	1 932,9	1 449,8	-25%	4 112,0	3 113,5	-24%	7 632,2	7 405,8	-3%
EBITDA	351,1	-12,9	-	841,9	197,4	-77%	1 403,4	869,4	-38%
EBIT	54,4	-313,4	-	258,6	-403,6	-	201,9	-448,6	-
Zysk netto	25,0	-260,0	-	166,8	-350,2	-	77,3	-465,8	-
Marża EBITDA	18,2%	-0,9%		20,5%	6,3%		18,4%	11,7%	
Marża EBIT	2,8%	-21,6%		6,3%	-13,0%		2,6%	-6,1%	
Marża netto	1,3%	-17,9%		4,1%	-11,2%		1,0%	-6,3%	
EV/EBITDA							3,72	6,00	
P/E							65,01	-	

Komentarz

- Spodziewany spadek średniej ceny węgla koksowego o 10% kw/kw i spadek o 20% r/r. Cena koksu spadła o 15% r/r (-5% kw/kw)
- Drastyczny spadek wydobycia do 2,5 mln ton w porównaniu do 3,2 mln ton w 1Q przełoży się na spadek wolumenu sprzedaży r/r o 30% do poziomu 1,6 mln ton. Trochę uratuje sytuację spadek zapasów o 0,3 mln ton. Oczekujemy utrzymania wolumenu sprzedaży koksu lekko poniżej 1 mln ton
- Strata kwartalna wyniesie -260 mln PLN ze względu na dalszy spadek benchmarku i bardzo niski wolumen sprzedaży węgla. Segment koksu będzie wyróżniał się na plus
- W 3Q wynik będzie wyglądał znacznie lepiej. Benchmark nie zmienił się (120 USD/t; spodziewamy się istotnej premii dla JSW rzędu 10-15 USD/t), za to wolumeny będą kilkadziesiąt procent lepsze ze względu na plan produkcji i przezwyciężenie problemów z wydobyciem
- Obecnie JSW finalizuje przejęcie kopalni Knurów-Szczygłowice. Strategicznie dobry ruch (położenie, zasoby, potencjał we wzroście i zmianie mixu produkcji), ale cena zakupu (1,49 mld PLN) jest wysoka w świetle obecnych cen węgla i zdecydowanie zwiększa ryzyko bilansowe spółki

Artur Iwański

KGHM (Kupuj, cena docelowa: 125 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-13

Cena bieżąca: 128,70

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	4 397,0	3 999,2	-9%	9 503,0	7 799,2	-18%	24 110,0	20 978,3	-13%
EBITDA	1 127,0	1 051,8	-7%	2 809,0	1 975,8	-30%	5 952,0	5 298,9	-11%
EBIT	918,0	845,8	-8%	2 391,0	1 563,8	-35%	4 372,0	3 750,2	-14%
Zysk netto	666,0	614,4	-8%	1 725,0	1 121,4	-35%	3 035,0	2 608,1	-14%
Marża EBITDA	25,6%	26,3%		29,6%	25,3%		24,7%	25,3%	
Marża EBIT	20,9%	21,1%		25,2%	20,1%		18,1%	17,9%	
Marża netto	15,1%	15,4%		18,2%	14,4%		12,6%	12,4%	
EV/EBITDA							4,61	5,17	
P/E							8,48	9,87	

Komentarz

- Wynikom pomoże normalizacja wolumenu sprzedaży miedzi (142 tys. ton) i srebra przy spadku cen r/r
- Średnia cena miedzi: USD/t 6 795 (-5% r/r); średnia cena srebra: 631 USD/kg (-15% r/r); kurs USDPLN 3,04 (-0,17 r/r)
- Hedging wyjdzie na plus i wesprze sprzedaż kwotą +120-130 mln PLN
- Problemy w kopalni Robinson zaważą na wynikach KGHM International
- w 2014 r. wyniki spadną w okolice 2,5 mld PLN; będzie niższy wolumen sprzedaży i lepszy wynik na hedgingu; na końcu decydujące będą ceny miedzi i srebra
- wkrótce KGHM uruchomi swój pierwszy flagowy projekt: Sierra Gorda; potencjał średnioterminowy dla spółki jest naszym zdaniem wciąż bardzo duży dzięki portfelowi atrakcyjnych projektów

Artur Iwański

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

Data publikacji wyników: 2014-08-21

Cena bieżąca: 0,62

Prognoza wyników

mln EUR	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	252,8	178,9	-29%	493,0	351,5	-29%	850,5	762,8	-10%
EBITDA	-326,2	-2,9	-	-350,3	6,9	-	-830,8	30,3	-
EBIT	-367,6	-23,1	-	-433,3	-33,3	-	-972,6	-50,7	-
Zysk netto	-315,4	-30,8	-	-395,7	-57,5	-	-970,3	-94,4	-
Marża EBITDA	-129,0%	-1,6%		-71,1%	2,0%		-97,7%	4,0%	
Marża EBIT	-145,4%	-12,9%		-87,9%	-9,5%		-114,4%	-6,7%	
Marża netto	-124,7%	-17,2%		-80,3%	-16,4%		-114,1%	-	
EV/EBITDA							-0,86	23,45	
P/E							-	-	

Komentarz

- NWR jest wciąż w trakcie głębokiej restrukturyzacji. Proponuje olbrzymie rozwodnienie (25x) i restrukturyzację obligacji. Spółka czeka na zgodę obligatariuszy i akcjonariuszy. Przyszłość jest bardzo nie pewna
- Spodziewamy się spadku sprzedaży o 29% r/r głównie z powodu braku konsolidacji sprzedanej koksowni oraz 16% spadku ceny węgla koksowego
- Prognozujemy wyższy wolumen sprzedaży węgla koksowego (+24% r/r) i spadek ceny r/r węgla koksowego (-16%). Cena węgla energetycznego wzrośnie o 8% r/r, ale wolumen spadnie o 45% r/r. W porównaniu do 4Q zakładamy wzrost wolumenu węgla energetycznego o 22% i spadek ceny o 8%
- Po spadku cen benchmarku w 2Q do 120 USD/t w 3Q ceny pozostały bez zmian. 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: 2014-08-12

Cena bieżąca: 87,79

Prognoza wyników

mln CZK	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	53 225,0	48 541,2	-9%	113 105,0	101 698,2	-10%	217 273,0	205 677,0	-5%
EBITDA	22 083,0	17 364,0	-21%	49 249,0	38 581,0	-22%	82 054,0	70 751,0	-14%
EBIT	13 884,0	10 358,0	-25%	35 181,0	24 732,0	-30%	45 755,0	39 146,0	-14%
Zysk netto	10 757,0	7 536,4	-30%	28 592,0	17 444,4	-39%	35 885,0	27 957,0	-22%
Marża EBITDA	41,5%	35,8%		43,5%	37,9%		37,8%	34,4%	
Marża EBIT	26,1%	21,3%		31,1%	24,3%		21,1%	19,0%	
Marża netto	20,2%	15,5%		25,3%	17,2%		16,5%	13,6%	
EV/EBITDA							5,71	6,62	
P/E							8,70	11,17	

Komentarz

- Oczekujemy spadku wyniku na wytwarzaniu zarówno w Europie Środkowej jak i Południowej ze względu na niższe zakontraktowane ceny energii elektrycznej
- Oczekujemy stabilnych wyników w segmencie dystrybucji i słabszych wyników w segmencie wydobycia ze względu na niższe ceny węgla

Stanisław Ozga

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

Data publikacji wyników: 2014-08-27

Cena bieżąca: 15,31

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	2 215,3	2 194,0	-1%	4 595,6	4 567,7	-1%	9 150,5	9 590,0	5%
EBITDA	441,2	532,1	21%	930,8	993,6	7%	1 658,8	1 690,0	2%
EBIT	178,5	352,8	98%	530,3	619,5	17%	897,0	915,0	2%
Zysk netto	208,1	264,5	27%	451,7	473,8	5%	715,4	750,0	5%
Marża EBITDA	19,9%	24,3%		20,3%	21,8%		18,1%	17,6%	
Marża EBIT	8,1%	16,1%		11,5%	13,6%		9,8%	9,5%	
Marża netto	9,4%	12,1%		9,8%	10,4%		7,8%	7,8%	
EV/EBITDA							3,45	3,39	
P/E							9,45	9,01	

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 istotny wzrost wyników ze względu na oczekiwane przychody z tytułu KDT

Stanisław Ozga

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

Data publikacji wyników: 2014-08-13

Cena bieżąca: 20,99

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	2 855,7	2 659,0	-7%	5 789,5	5 407,0	-7%	11 429,2	10 912,0	-5%
EBITDA	656,7	616,4	-6%	1 127,8	1 270,2	13%	1 965,5	2 076,0	6%
EBIT	468,3	408,3	-13%	750,7	854,1	14%	1 194,8	1 202,0	1%
Zysk netto	353,3	297,5	-16%	545,6	620,6	14%	764,0	747,0	-2%
Marża EBITDA	23,0%	23,2%		19,5%	23,5%		17,2%	19,0%	
Marża EBIT	16,4%	15,4%		13,0%	15,8%		10,5%	11,0%	
Marża netto	12,4%	11,2%		9,4%	11,5%		6,7%	6,8%	
EV/EBITDA							5,87	5,56	
P/E							11,38	11,63	

Komentarz

- Zakładamy poprawę wyników w segmencie dystrybucji mimo spadku WACC ze względu na oszczędności kosztowe i niższe ceny energii na pokrycie strat sieciowych
- Oczekujemy pozytywnego wpływu akwizycji farm wiatrowych na segment wytwarzania
- W segmencie sprzedaży oczekujemy obniżenia wyników ze względu na niższe marże detaliczne

Stanisław Ozga

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

Data publikacji wyników: 2014-08-27

Cena bieżąca: 20,70

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	7 308,3	6 746,0	-8%	15 100,8	13 675,0	-9%	30 145,0	28 812,0	-4%
EBITDA	2 362,7	2 745,0	16%	4 643,8	4 459,0	-4%	8 024,9	8 375,0	4%
EBIT	1 620,0	2 011,0	24%	3 167,3	2 986,0	-6%	5 060,4	5 396,0	7%
Zysk netto	1 283,8	1 637,0	28%	2 511,2	2 429,0	-3%	4 118,4	4 345,0	6%
Marża EBITDA	32,3%	40,7%		30,8%	32,6%		26,6%	29,1%	
Marża EBIT	22,2%	29,8%		21,0%	21,8%		16,8%	18,7%	
Marża netto	17,6%	24,3%		16,6%	17,8%		13,7%	15,1%	
EV/EBITDA							4,75	4,55	
P/E							9,40	8,91	

Komentarz

- W segmencie wytwarzania oczekujemy wzrostu wyników ze względu na efekty zaksięgowania otrzymanych CO2 za 2013 r.
- Pozytywny wpływ akwizycji farm wiatrowych na wyniki segmentu OZE
- Zakładamy nieco lepsze wyniki w segmencie dystrybucji i spadek marży w segmentach sprzedaży detalicznej i hurtowej

Stanisław Ozga

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

Data publikacji wyników: 2014-08-21

Cena bieżąca: 5,06

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	4 687,3	3 999,4	-15%	9 704,9	8 886,7	-8%	19 131,1	18 579,0	-3%
EBITDA	806,1	876,3	9%	2 052,1	1 964,5	-4%	3 661,4	3 398,0	-7%
EBIT	376,3	421,3	12%	1 084,5	1 053,7	-3%	1 934,1	1 563,0	-19%
Zysk netto	300,8	275,6	-8%	847,9	671,5	-21%	1 308,3	1 080,0	-17%
Marża EBITDA	17,2%	21,9%		21,1%	22,1%		19,1%	18,3%	
Marża EBIT	8,0%	10,5%		11,2%	11,9%		10,1%	8,4%	
Marża netto	6,4%	6,9%		8,7%	7,6%		6,8%	5,8%	
EV/EBITDA							3,83	4,12	
P/E							6,78	8,21	

Komentarz

- Zakładamy niższe wyniki w segmencie wydobywania ze względu na oczekiwany spadek wydobywania węgla w PKW
- Lepsze wyniki w segmencie wytwarzania r/r ze względu na efekt bazy (odpisy z tytułu trwałej utraty wartości w 2Q 2013 r.) Ze względu na niższą produkcję energii oczekujemy niższych kosztów CO2 w II kwartale
- W segmencie sprzedaży widoczny spadek wyników ze względu na wysoką bazę w 2013 r.

Stanisław Ozga

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

Data publikacji wyników: 2014-08-28

Cena bieżąca: 26,49

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	664,1	632,5	-5%	1 327,3	1 300,2	-2%	2 763,8	2 379,0	-14%
EBITDA	185,7	168,3	-9%	364,0	337,7	-7%	715,8	478,0	-33%
EBIT	97,9	79,0	-19%	185,7	159,6	-14%	358,5	139,0	-61%
Zysk netto	48,3	50,0	4%	95,6	102,4	7%	216,9	37,0	-83%
Marża EBITDA		26,6%			26,0%		25,9%	20,1%	
Marża EBIT		12,5%			12,3%		13,0%	5,8%	
Marża netto		7,9%			7,9%		7,8%	1,6%	
EV/EBITDA							3,10	4,64	
P/E							6,21	36,39	

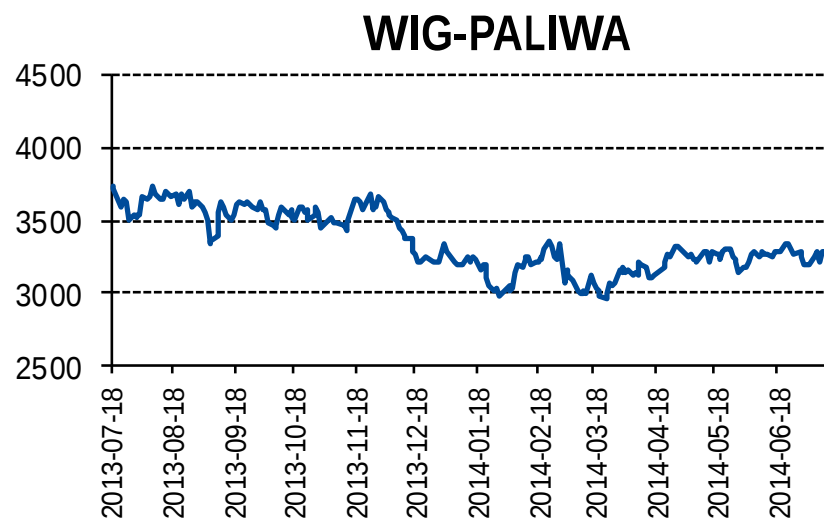
Komentarz

- Widoczne w wynikach spadki zakontraktowanych cen energii w 2014 r.
- Wyższe koszty CO2 w związku z mniejszą alokacją uprawnień w bieżącym okresie
- Zakładamy wyższe przychody z KDT w wysokości ok. 50 mln PLN

Stanisław Ozga



SEKTOR PALIWOWY



Duon (Kupuj, cena docelowa: 1,98 PLN)

Data publikacji wyników: 26/08/2014

Cena bieżąca: 1,64

Prognoza wyników

młn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	86,2	138,2	60%	183,7	269,3	47%	394,0	468,0	19%
EBITDA	4,0	8,8	121%	11,1	17,2	55%	21,0	23,0	10%
EBIT	2,5	7,3	186%	8,2	14,0	70%	15,0	17,0	13%
Zysk netto	2,9	5,2	83%	6,3	9,9	57%	10,0	12,0	20%
Marża EBITDA	4,6%	6,4%		6,0%	6,4%		5,3%	4,9%	
Marża EBIT	2,9%	5,2%		4,5%	5,2%		3,8%	3,6%	
Marża netto	3,3%	3,8%		3,4%	3,7%		2,5%	2,6%	
EV/EBITDA							9,65	8,81	
P/E							16,80	14,00	

Komentarz

- II kwartał charakteryzował się niewielkim spadkiem wolumenów sprzedaży gazu sieciowego w segmencie infrastruktura oraz niższymi cenami sprzedaży (taryfa zatwierdzona dopiero w poł. maja br.), co przełoży się na pogorszenie wyniku operacyjnego r/r w segmencie infrastruktura
- Poprawa wyniku nastąpi w segmencie obrotu ze względu na rosnące wolumeny sprzedaży TPA zarówno gazu jak i prądu
- Niskie ceny gazu oraz sprzyjające możliwości arbitrażowe pozwoliły na wypracowanie dodatkowych zysków na hurtowym handlu gazem, co znacząco wesprze wyniki II kwartału br.

Monika Kalwasińska

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

Data publikacji wyników: 19/08/2014

Cena bieżąca: 38,40

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	6 118,8	7 860,0	28%	13 287,5	15 037,4	13%	28 597,0	30 392,0	6%
EBITDA	60,0	348,9	482%	194,6	580,6	198%	803,0	1 559,0	94%
EBIT	-100,8	184,4	-	-135,1	201,8	-	147,0	742,0	405%
Zysk netto	-126,1	106,5	-	-273,4	74,0	-	39,0	483,0	1138%
Marża EBITDA	1,0%	4,4%		1,5%	3,9%		2,8%	5,1%	
Marża EBIT	-1,6%	2,3%		-1,0%	1,3%		0,5%	2,4%	
Marża netto	-2,1%	1,4%		-2,1%	0,5%		0,1%	1,6%	
EV/EBITDA							13,68	7,04	
P/E							127,88	10,33	

Komentarz

- W II kw. 14 r. Lotos zanotował łączną marżę rafineryjną na poziomie ok. 4,98 USD/bbl w 2Q'14 r. w porównaniu marżą 6USD/bbl w II kw. 13; wyniki II kwartału zostaną wsparte dodatnim efektem LIFO (ok. 67 mln PLN), EBIT wg. LIFO szacujemy na poziomie ok. 57 mln PLN w porównaniu z stratą operacyjną LIFO w II kw. 13 r. na poziomie 139,9 mln PLN (ok. 79,1 mln PLN to koszty remontu zawarte w wyniku II kw. 13 r.)
- W segmencie wydobywczym oczekujemy wyniku zbliżonego do I kw. 14 r. ze względu na stabilizację wolumenów wydobycia czyli EBIT ok. 57,5 mln PLN
- Szacujemy, iż EBIT LIFO całej grupy wyniesie 117,4 mln PLN wobec straty operacyjnej wg. LIFO na poziomie 14,5 mln PLN w II kw. 13 r.

Monika Kalwasińska

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

Data publikacji wyników: 2014-08-01

Cena bieżąca: 157,95

Prognoza wyników

mld HUF	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	1 329,8	1 220,9	-8%	2 627,5	2 358,2	-10%	5 477,0	5 122,0	-6%
EBITDA	95,1	102,1	7%	231,8	216,3	-7%	520,0	418,0	-20%
EBIT	22,5	34,3	-	88,0	80,7	-8%	-19,0	137,0	-821%
Zysk netto	20,0	16,4	-18%	52,3	37,2	-29%	22,0	85,0	286%
Marża EBITDA	7,2%	8,4%		8,8%	9,2%		9,5%	8,2%	
Marża EBIT	1,7%	2,8%		3,3%	3,4%		-0,3%	2,7%	
Marża netto	1,5%	1,3%		2,0%	1,6%		0,4%	1,7%	
EV/EBITDA							3,76	4,68	
P/E							56,15	14,53	

Komentarz

- Spadek dziennego wydobycia na Węgrzech i Chorwacji przełoży się na pogorszenie wyników w segmencie upstream r/r
- Niskie marże rafineryjne nie pozwoliły na wypracowanie dodatnich wyników w segmencie rafineryjnym
- Niższe wolumeny dystrybuowanego gazu oraz obniżka cen gazu w Chorwacji obciążą negatywnie wyniki segmentu dystrybucji gazu

Monika Kalwasińska

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

Data publikacji wyników: 2014-08-14

Cena bieżąca: 5,23

Prognoza wyników

młn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	6 535,0	6 793,0	4%	16 790,0	16 330,5	-3%	32 120,0	31 334,0	-2%
EBITDA	1 360,0	1 608,0	18%	3 336,0	3 789,0	14%	5 517,0	6 303,0	14%
EBIT	747,0	985,0	32%	2 174,0	2 543,0	17%	3 149,0	3 840,0	22%
Zysk netto	352,0	637,5	81%	1 425,0	1 818,5	28%	1 920,0	2 573,0	34%
Marża EBITDA	20,8%	23,7%		19,9%	23,2%		17,2%	20,1%	
Marża EBIT	11,4%	14,5%		12,9%	15,6%		9,8%	12,3%	
Marża netto	5,4%	9,4%		8,5%	11,1%		6,0%	8,2%	
EV/EBITDA							6,61	5,78	
P/E							16,07	11,99	

Komentarz

- Szacujemy w II kw. 14 r. spadek sprzedaży gazu o 2% do poziomu 3,15 mld m³
- Pozytywny efekt niższych cen gazu zostanie częściowo zneutralizowany poprzez wyższy udział zakupu gazu rosyjskiego w strukturze nabycia gazu w 2Q14 w związku z realizacją formuły take-or-pay (niemniej jednak zakładamy, iż mimo to PGNiG wypracował dodatnią marżę na sprzedaży gazu)
- Zakładamy, iż w IIQ14 sprzedano ok. 267 tys. ton ropy naftowej, ze względu na postój remontowy w kopalni Dębno i niższy wolumen krajowego wydobycia
- Ze względu na silną kontrybucję segmentu upstream oraz zysk na handlu gazem EBITDA w II kw. 14 r. będzie wyższa o około 18% r/r

Monika Kalwasińska

PKN Orlen (Sprzedaj, cena docelowa: 39,73 PLN)

Data publikacji wyników: 23/07/2014

Cena bieżąca: 42,69

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	28 311,0	24 781,0	-12%	55 783,3	48 900,0	-12%	113 853,0	117 310,0	3%
EBITDA	397,9	1 079,3	171%	1 276,8	1 855,3	45%	2 503,0	3 863,0	54%
EBIT	-137,1	554,3	-	203,9	808,3	296%	333,0	1 540,0	362%
Zysk netto	-206,9	363,2	-	-57,6	427,2	-	175,0	997,0	470%
Marża EBITDA	1,4%	4,4%		2,3%	3,8%		2,2%	3,3%	
Marża EBIT	-0,5%	2,2%		0,4%	1,7%		0,3%	1,3%	
Marża netto	-0,7%	1,5%		-0,1%	0,9%		0,2%	0,8%	
EV/EBITDA							10,90	7,06	
P/E							104,34	18,31	

Komentarz

- 2Q14 r. to łączna marża rafineryjna na poziomie 4,70 USD/bbl w porównaniu z 6,0 USD/bbl w IIQ13, szacujemy, iż segment rafineryjny pokaże wynik na poziomie ok. 185 mln PLN EBIT, ze względu na dodatni wpływ efektu LIFO (ok. 170 mln PLN), w związku z niskimi marżami rafineryjnymi EBIT LIFO szacujemy tylko na ok. 15 mln PLN
- Oslabienie marż detalicznych w Niemczech i na Litwie nie pozwoli na poprawę wyniku operacyjnego w segmencie detalicznym r/r, szacujemy, iż EBIT wyniesie ok. 281 mln PLN
- Spadek marż na olefinach przełoży się na pogorszenie wyniku w segmencie petrochemicznym r/r, EBIT segmentu szacujemy na ok. 258 mln PLN vs. 323 mln PLN w II kw. 13
- Szacujemy, iż EBIT LIFO w II kw. 2014 wyniesie ok. 384 mln PLN vs. EBIT LIFO w II kw.13 r. ok. 302 mln PLN (wynik był obciążony jednorazowymi kosztami z tytułu odkupu zapasów w kwocie 144 mln PLN, oczyszczony EBIT LIFO w II kw. 2013 r. to 446 mln PLN)

Monika Kalwasińska



SEKTOR CHEMICZNY

WIG-CHEMIA



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

Data publikacji wyników: 2014-08-29

Cena bieżąca: 34,75

Prognoza wyników

młn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	889,1	800,1	-10%	1 882,5	1 645,1	-13%	3 501,0	3 292,0	-6%
EBITDA	93,3	108,0	16%	225,6	225,9	0%	356,0	438,0	23%
EBIT	40,9	58,0	42%	120,7	125,8	4%	140,0	236,0	69%
Zysk netto	15,2	17,9	18%	61,9	24,3	-61%	40,0	70,0	75%
Marża EBITDA	10,5%	13,5%		12,0%	13,7%		10,2%	13,3%	
Marża EBIT	4,6%	7,3%		6,4%	7,6%		4,0%	7,2%	
Marża netto	1,7%	2,2%		3,3%	1,5%		1,1%	2,1%	
EV/EBITDA							8,58	6,97	
P/E							45,78	26,16	

Komentarz

- II kwartał pod względem warunków rynkowych nie różnił się znacząco od I kwartału br., na rynku odnotowano lekki wzrost popytu i cen sody
- wcześniejsze zakończenie aplikacji środków ochrony roślin ze względu na szybsze zakończenie sezonu sprzedaży przełoży się na osłabienie wyników w segmencie organika
- nadal wysokie saldo kosztów finansowych nie pozwoli na znaczącą poprawę zysku netto
- szacujemy, iż zaraportowana EBITDA za 2Q14 wyniesie ok. 108 młn PLN w porównaniu ze znormalizowaną EBITDA za 2Q13 w wysokości 124,98 młn PLN

Monika Kalwasińska

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

Data publikacji wyników: 2014-08-14

Cena bieżąca: 74,90

Prognoza wyników

mIn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	2 569,5	2 627,6	2%	5 247,1	5 330,4	2%	9 821,0	10 443,0	6%
EBITDA	554,9	183,7	-67%	788,2	476,5	-40%	1 253,0	927,0	-26%
EBIT	369,1	71,7	-	1 048,8	253,6	-76%	703,0	367,0	-48%
Zysk netto	348,7	48,2	-86%	727,8	184,3	-75%	680,0	274,0	-60%
Marża EBITDA	21,6%	7,0%		15,0%	8,9%		12,8%	8,9%	
Marża EBIT	14,4%	2,7%		20,0%	4,8%		7,2%	3,5%	
Marża netto	13,6%	1,8%		13,9%	3,5%		6,9%	2,6%	
EV/EBITDA							6,23	8,42	
P/E							10,93	27,12	

Komentarz

- II kw.'14r. przyniósł osłabienie cen nawozów w końcówce kwartału., niższe koszty gazu pomogą w utrzymaniu rentowności sprzedaży, mimo to segment nawozowy zanotuje pogorszenie wyników r/r
- niewielka poprawa poprawy na rynku poliamidów przełoży się na zmniejszenie strat w segmencie tworzyw
- segmencie chemiczny (alkohole OXO, plastyfikatory, melamina) ze względu na sezonowy wzrost popytu oraz poprawę marż zanotuje dodatnią EBITDA
- szacujemy, iż zaraportowana EBITDA wyniesie ok. 183,7 mln PLN w porównaniu z oczyszczoną EBITDA w 2Q13 r. na poziomie 265,98 mln PLN

Monika Kalwasińska

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

Data publikacji wyników: 2014-08-29

Cena bieżąca: 4,42

Prognoza wyników

mIn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	1 353,0	1 258,3	-7%	2 785,8	2 537,9	-9%	5 359,0	5 127,0	-4%
EBITDA	132,1	153,3	16%	323,0	311,3	-4%	605,0	641,0	6%
EBIT	93,6	114,8	23%	246,5	235,6	-4%	453,0	491,0	8%
Zysk netto	89,0	98,5	11%	224,0	206,6	-8%	417,0	419,0	0%
Marża EBITDA	9,8%	12,2%		11,6%	12,3%		11,3%	12,5%	
Marża EBIT	6,9%	9,1%		8,8%	9,3%		8,5%	9,6%	
Marża netto	6,6%	7,8%		8,0%	8,1%		7,8%	8,2%	
EV/EBITDA							10,48	9,89	
P/E							14,03	13,96	

Komentarz

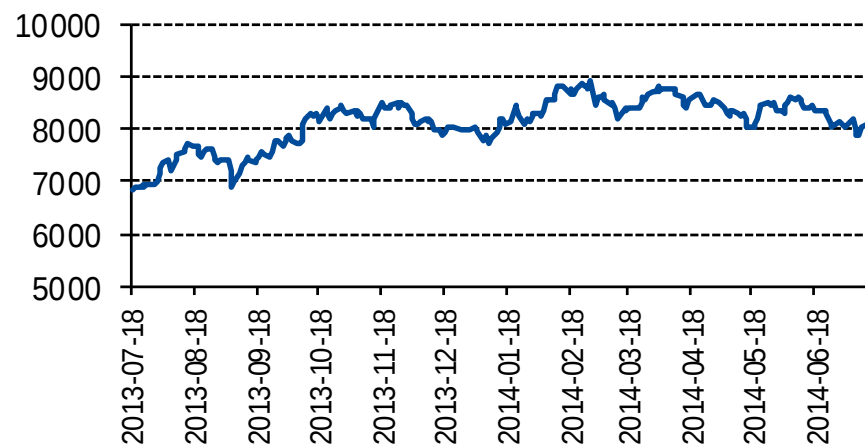
- II kwartał br. charakteryzował się osłabieniem cen butadienu w pierwszych dwóch miesiącach kwartału, czerwiec przyniósł niewielkie odbicie notowań
- ze względu na wysokie ceny benzenu oraz pogorszenie notowań polistyrenów segment styrenów zanotuje osłabienie wyników
- wyniki II kwartału będą zbliżone do I kwartału br., 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: 2014-08-07

Cena bieżąca: 80,26

Prognoza wyników

mIn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	240	291	21%	462	562	22%	999	1 210	21%
Wynik z opłat i prowizji	60	89	48%	116	173	49%	275	351	28%
Przychody ogółem	395	447	13%	723	864	20%	1 540	1 824	18%
Koszty operacyjne	-204	-225	11%	-401	-440	10%	-847	-908	7%
Wynik operacyjny	191	222	16%	322	424	32%	693	916	32%
Saldo rezerw	-87	-117	35%	-160	-235	46%	-405	-501	24%
Wynik przed opodatkowaniem	104	104	0%	162	190	17%	288	415	44%
Wynik netto	84	84	0%	128	152	18%	228	332	46%
Marża odsetkowa	4,6	4,4		4,5	4,3		4,5	4,4	
Koszty/Dochody	51,6	50,4		55,5	50,9		55,0	49,8	
Koszty ryzyka	2,0	2,1		1,9	2,1		2,4	2,3	
P/E							22,3	16,7	
P/BV							2,3	1,9	

Komentarz

- Przyzwoity kwartał Alior Banku. Wzrost zysku netto o 22% kw/kw i płasko r/r
- Mocny wynik odsetkowy (+21% r/r i +7% kw/kw), poprawa marży odsetkowej oraz wzrost portfela
- Poprawa wyniku prowizyjnego – m.in. ze względu na przychody z tytułu ubezpieczeń
- Zakładamy lekko wyższy kw/kw wynik handlowy
- Wskaźnik C/I lekko powyżej 50%
- Saldo odpisów na poziomie 1Q14 (w 1Q14 saldo zawyżone przez jedną ekspozycję w segmencie korporacyjnym)

Jaromir Szortyka

BZ WBK (Trzymaj, cena docelowa: 399 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-07-31

Cena bieżąca: 352,00

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	798	887	11%	1 550	1 754	13%	3 277	3 573	9%
Wynik z opłat i prowizji	446	447	0%	875	889	2%	1 779	1 722	-3%
Przychody ogółem	1 442	1 507	4%	2 778	2 938	6%	6 055	6 060	0%
Koszty operacyjne	-728	-727	0%	-1 392	-1 426	2%	-2 827	-2 719	-4%
Wynik operacyjny	714	780	9%	1 386	1 513	9%	3 228	3 341	4%
Saldo rezerw	-200	-177	-12%	-396	-339	-14%	-729	-665	-9%
Wynik przed opodatkowaniem	521	603	16%	997	1 174	18%	2 515	2 803	11%
Wynik netto	419	496	18%	793	946	19%	1 982	2 238	13%
Marża odsetkowa	3,3	3,3		3,2	3,4		3,3	3,5	
Koszty/Dochody	50,5	48,3		50,1	48,5		46,7	44,9	
Koszty ryzyka	1,1	1,0		1,1	0,9		1,1	1,0	
P/E							16,6	15,6	
P/BV							2,3	1,9	

Komentarz

- Szacujemy 496 mln PLN zysku netto w 2Q13 (+18% r/r, +10% kw/kw)
- Spodziewamy się nieznacznej poprawy kw/kw zarówno wyniku odsetkowego, jak i prowizyjnego
- Sezonowo wyniki w drugim kwartale wsparte przez otrzymane dywidendy: zakładamy 60 mln PLN wobec 58 mln PLN
- Zakładamy jedynie niewielki poziom realizacji zysków ze sprzedaży obligacji: 13 mln PLN w 2Q14 wobec 26 mln PLN w 1Q14 oraz 87 mln PLN w 2Q13
- Zakładamy wyższy poziom kosztów integracji w 2Q14: 75 mln PLN wobec 48 mln PLN w 1Q14
- Po dobrym 1Q14 spodziewamy się wyższych poziomów kosztów ryzyka: 95 pb. wobec 89pb.

Jaromir Szortyka

GPW (Kupuj, cena docelowa: 45,7 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-07-31

Cena bieżąca: 36,92

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	64,6	71,5	11%	143,9	158,0	10%	283,8	315,7	11%
EBITDA	28,6	33,7	18%	75,3	82,7	10%	145,9	164,6	13%
EBIT	44,0	45,2	3%	80,9	89,1	10%	118,6	135,6	14%
Zysk netto	16,9	22,1	31%	58,9	59,7	1%	113,3	116,4	3%
Marża EBITDA	44,3%	47,1%		52,3%	52,4%		51,4%	52,1%	
Marża EBIT	68,2%	63,2%		56,2%	56,4%		41,8%	43,0%	
Marża netto	26,2%	31,0%		40,9%	37,8%		39,9%	36,9%	
EV/EBITDA							8,7	7,7	
P/E							13,7	13,3	

Komentarz

- Zgodnie z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami GPW opublikuje słabsze wyniki za 2Q14. Spodziewamy się 22,1 mln PLN zysku netto (+31% r/r i -41% kw/kw). Słabsze wyniki za 2Q14, są uwzględnione w naszej prognozie całorocznej na poziomie 116 mln PLN.
- Z uwagi na niską aktywność na rynkach akcyjnych i instrumentów pochodnych spodziewamy się istotnie słabszych przychodów w obszarze rynków finansowych (-6% r/r i -13% kw/kw)
- Z drugiej strony, dobrze prezentują się przychody w obszarze rynku towarowego, które wzrosły o +78% r/r. Spadek o 27% kw/kw wynika z faktu, że sezonowo I kwartał jest najsilniejszy, a drugi najslabszy
- Zakładamy wzrost kosztów operacyjnych o 3% r/r i 3% kw/kw, m.in. w związku z wyższymi wydatkami marketingowymi
- Z uwagi na stratę Aquis Exchange (zakładamy -1,7 mln PLN na udziale GPW) oraz słabszy kwartał KDPW, udział w zyskach jednostek stowarzyszonych szacujemy na poziomie 0,8 mln PLN (wobec 2,8 mln PLN przed rokiem i 4,0 mln PLN w 1Q14)

Jaromir Szortyka

ING (Kupuj, cena docelowa: 154 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-06

Cena bieżąca: 129,85

Prognoza wyników

mIn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	495	585	18%	971	1 153	19%	2 043	2 364	16%
Wynik z opłat i prowizji	261	274	5%	512	550	7%	1 022	1 074	5%
Przychody ogółem	806	896	11%	1 660	1 769	7%	3 290	3 584	9%
Koszty operacyjne	-477	-471	-1%	-959	-942	-2%	-1 868	-1 862	0%
Wynik operacyjny	329	425	29%	701	827	18%	1 422	1 722	21%
Saldo rezerw	-69	-69	0%	-127	-154	21%	-267	-311	16%
Wynik przed opodatkowaniem	267	361	35%	591	689	17%	1 193	1 423	19%
Wynik netto	216	282	30%	475	536	13%	961	1 130	18%
Marża odsetkowa	2,6	2,7		2,6	2,7		2,6	2,8	
Koszty/Dochody	59,2	52,5		57,8	53,3		56,8	51,9	
Koszty ryzyka	0,5	0,5		0,5	0,5		0,5	0,6	
P/E							17,5	14,9	
P/BV							2,0	1,8	

Komentarz

- Oczekujemy poprawy zysku netto o 30% r/r i 11% kw/kw do poziomu 282 mln PLN
- Głównym motorem wzrostu jest wynik odsetkowy (+18% r/r i +3% kw/kw)
- Stabilny w ujęciu kwartalnym poziom wyniku prowizyjnego
- Nie zakładamy realizacji istotnych zysków ze sprzedaży obligacji
- W efekcie dynamicznego wzrostu przychodów i dobrej kontroli kosztów, wskaźnik C/I spadnie do poziomu 52,5%
- Po wyższych poziomach odpisów w 4Q13 i 1Q14 (z uwagi na zmiany w modelach) zakładamy powrót do niższych poziomów (ok. 50 pb.)

Jaromir Szortyka

Handlowy (Trzymaj, cena docelowa: 125 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-01

Cena bieżąca: 109,50

Prognoza wyników

mIn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	311	297	-4%	638	590	-7%	1 242	1 191	-4%
Wynik z opłat i prowizji	165	165	0%	329	322	-2%	642	624	-3%
Przychody ogółem	679	642	-5%	1 474	1 263	-14%	2 548	2 446	-4%
Koszty operacyjne	-331	-320	-3%	-676	-634	-6%	-1 365	-1 232	-10%
Wynik operacyjny	348	323	-7%	798	629	-21%	1 183	1 215	3%
Saldo rezerw	29	-8	nm	19	-5	nm	36	0	-100%
Wynik przed opodatkowaniem	376	314	-16%	815	623	-24%	1 218	1 214	0%
Wynik netto	300	252	-16%	656	500	-24%	973	974	0%
Marża odsetkowa	3,0	2,7		3,1	2,7		3,0	2,7	
Koszty/Dochody	48,8	49,7		45,9	50,2		53,6	50,3	
Koszty ryzyka	-0,7	0,2		-0,2	0,1		-0,2	0,0	
P/E							14,7	14,7	
P/BV							2,0	2,0	

Komentarz

- Odwrócenie negatywnego trendu kwartalnego spadku wyniku odsetkowego (stabilizacja marży, wzrost wolumenów)
- Dobry wynik prowizyjny (w szczególności w obszarach: działalność maklerska, produkty inwestycyjne, karty płatnicze)
- Zakładamy, że bank będzie w stanie wykorzystać spadające rentowności obligacji skarbowych do realizacji zysków (zakładamy wynik na pozycji własnej ok. 100 mln PLN w 2Q14, wobec ok. 100 mln PLN w 1Q14 i ok. 130 mln PLN w 2Q13)
- Lekki wzrost kosztów operacyjnych kw/kw, m.in. z uwagi na wyższe poziomy premii dla pracowników
- Utrzymujące się niskie poziomy kosztów ryzyka. Szacujemy 8 mln PLN odpisów w 2Q14

Jaromir Szortyka

mBank (Trzymaj, cena docelowa: 525 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-07-30

Cena bieżąca: 483,80

Prognoza wyników

mIn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	550	602	9%	1 068	1 193	12%	2 154	2 440	13%
Wynik z opłat i prowizji	209	242	16%	395	483	22%	835	924	11%
Przychody ogółem	933	996	7%	1 764	1 953	11%	3 602	3 911	9%
Koszty operacyjne	-418	-437	5%	-820	-868	6%	-1 671	-1 759	5%
Wynik operacyjny	515	559	9%	945	1 085	15%	1 931	2 152	11%
Saldo rezerw	-159	-129	-19%	-187	-219	17%	-478	-424	-11%
Wynik przed opodatkowaniem	356	430	21%	758	866	14%	1 453	1 729	19%
Wynik netto	278	334	20%	604	672	11%	1 142	1 343	18%
Marża odsetkowa	2,2	2,3		2,2	2,3		2,2	2,4	
Koszty/Dochody	44,8	43,9		46,5	44,4		46,4	45,0	
Koszty ryzyka	0,9	0,7		0,5	0,6		0,7	0,6	
P/E							17,3	15,2	
P/BV							2,0	2,0	

Komentarz

- Prognozujemy stabilne wyniki w ujęciu kwartalnym (334 mln PLN zysku netto, +20% r/r)
- Lekki wzrost wyniku odsetkowego kw/kw (stabilna marża, wzrost wolumenów) oraz płaski wynik z tytułu opłat i prowizji
- Po słabszym 1Q14 prognozujemy wzrost salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych
- Zakładamy wyższe koszty operacyjne (+5% r/r i +1% kw/kw)
- Koszty ryzyka na poziomie 70pb. – całoroczny poziom oczekiwany przez zarząd

Jaromir Szortyka

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

Data publikacji wyników: 2014-07-28

Cena bieżąca: 7,82

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	297	362	22%	564	717	27%	1 200	1 448	21%
Wynik z opłat i prowizji	158	159	1%	299	314	5%	589	605	3%
Przychody ogółem	510	563	10%	988	1 107	12%	2 006	2 216	10%
Koszty operacyjne	-280	-279	0%	-553	-554	0%	-1 090	-1 089	0%
Wynik operacyjny	230	284	23%	435	553	27%	917	1 127	23%
Saldo rezerw	-62	-70	14%	-114	-136	19%	-234	-254	9%
Wynik przed opodatkowaniem	168	214	27%	319	417	31%	681	872	28%
Wynik netto	134	167	24%	254	323	27%	536	678	26%
Marża odsetkowa	2,1	2,5		2,1	2,5		2,3	2,5	
Koszty/Dochody	54,9	49,6		56,0	50,1		54,3	49,2	
Koszty ryzyka	0,6	0,6		0,5	0,6		0,6	0,6	
P/E							17,8	14,0	
P/BV							1,8	1,6	

Komentarz

- Przyzwoity kwartał dla Banku Millennium. Szacujemy wzrost zysku netto o 24% r/r i o 7% kw/kw do poziomu 167 mln PLN
- Poprawa wyników głównie dzięki wynikowi odsetkowemu (+22% r/r i +2% kw/kw)
- Stabilizacja wyniku prowizyjnego w ujęciu r/r i kw/kw
- Zakładamy wyższe koszty operacyjne (kw/kw) m.in. z uwagi na koszty marketingu
- Spodziewamy się, że w drugim kwartale bank zanotuje lekko podwyższony poziom kosztów ryzyka

Jaromir Szortyka

Pekao (Trzymaj, cena docelowa: 187 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-05

Cena bieżąca: 179,95

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Wynik odsetkowy	1 107	1 139	3%	2 274	2 269	0%	4 506	4 633	3%
Wynik z opłat i prowizji	534	529	-1%	1 059	1 042	-2%	2 143	2 083	-3%
Przychody ogółem	1 965	1 858	-5%	3 833	3 628	-5%	7 547	7 455	-1%
Koszty operacyjne	-903	-877	-3%	-1 779	-1 736	-2%	-3 489	-3 430	-2%
Wynik operacyjny	1 062	981	-8%	2 054	1 893	-8%	4 058	4 025	-1%
Saldo rezerw	-162	-150	-7%	-327	-297	-9%	-664	-606	-9%
Wynik przed opodatkowaniem	900	846	-6%	1 742	1 630	-6%	3 454	3 487	1%
Wynik netto	730	682	-7%	1 400	1 316	-6%	2 785	2 815	1%
Marża odsetkowa	3,2	3,1		3,3	3,1		3,1	3,0	
Koszty/Dochody	45,9	47,2		46,4	47,8		46,2	46,0	
Koszty ryzyka	0,6	0,5		0,6	0,5		0,7	0,6	
P/E							17,0	16,8	
P/BV							2,0	2,0	

Komentarz

- Ze względu na podwyższoną bazę w zeszłym roku (ponad 150 mln PLN zysku ze sprzedaży obligacji) Pekao raportuje w 2Q14 spadek wyniku o 7% r/r (682 mln PLN zysku netto)
- Stabilizacja wyniku odsetkowego w ujęciu kwartalnym
- Sezonowo lepszy kwartał w obszarze przychodów z tytułu kredytów
- Zakładamy 40 mln PLN zysku ze sprzedaży obligacji skarbowych
- Dobra kontrola kosztów operacyjnych (C/I na poziomie 47%)
- Zakładamy niski poziom kosztów ryzyka (53 pb.)

Jaromir Szortyka

PZU (Kupuj, cena docelowa: 468 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-27

Cena bieżąca: 439,90

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Składka przypisana brutto	4 069	4 006	-2%	8 495	8 360	-2%	16 480	16 716	1%
Wynik lokacyjny	535	722	35%	964	1 257	30%	2 488	2 256	-9%
Odszkodowania netto	-2 729	-2 742	0%	-5 459	-5 406	-1%	-11 161	-11 687	5%
Koszty operacyjne	-874	-889	2%	-1 673	-1 802	8%	-3 422	-3 506	2%
Zysk brutto	1 051	1 123	7%	2 103	2 103	0%	4 119	3 434	-17%
Zysk netto	838	887	6%	1 676	1 648	-2%	3 294	2 745	-17%
P/BV							2,9	2,9	
P/E							11,5	13,8	

Komentarz

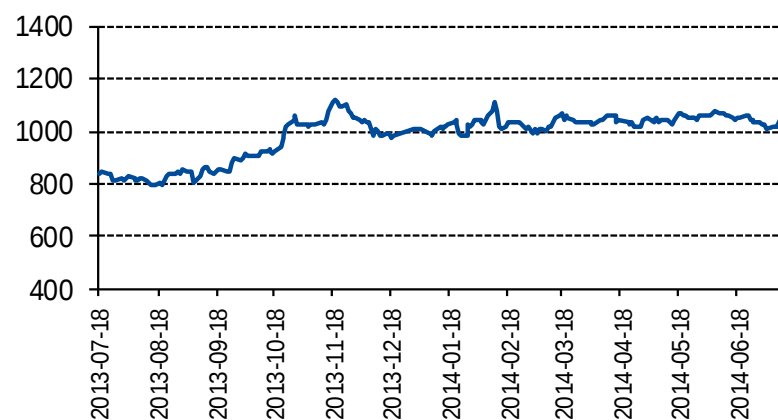
- Dobre wyniki PZU (wzrost zysku netto o 6% r/r i o 17% kw/kw)
- Spadek przypisu składki brutto o 2% (głównie w ubezpieczeniach komunikacyjnych oraz w pozostałych życiowych ubezpieczeniach indywidualnych)
- Wskaźnik mieszany na dobrym poziomie 88,2% w ubezpieczeniach majątkowych (włączając zagranicę)
- Dobry wynik z działalności lokacyjnej – ok. 720 mln PLN (dobry kwartał na rynku obligacji, słabszy na rynku akcji)
- Utrzymana kontrola kosztów operacyjnych

Jaromir Szortyka



TELEKOMUNIKACJA

WIG-TELEKOM



Netia (Trzymaj, cena docelowa: 5,56 PLN)
Data publikacji wyników: 2014-08-28
Cena bieżąca: 5,53
Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	477,5	431,9	-10%	968,0	866,3	-11%	1 876,0	1 720,0	-8%
EBITDA	136,4	123,4	-10%	274,8	249,3	-9%	531,9	495,0	-7%
EBIT	26,4	18,4	-30%	53,5	39,0	-27%	92,8	64,0	-31%
Zysk netto	8,6	11,9	38%	21,5	22,8	6%	46,3	33,9	-27%
Marża EBITDA	28,6%	28,6%		28,4%	28,8%		28,4%	28,8%	
Marża EBIT	5,5%	4,3%		5,5%	4,5%		4,9%	3,7%	
Marża netto	1,8%	2,8%		2,2%	2,6%		2,5%	2,0%	
EV/EBITDA							4,10	4,20	
P/E							41,30	56,50	

Komentarz

- Spodziewamy się spadku przychodów o 10% r/r, główną przyczyną będzie dalszy spadek liczby linii WLR (o około 16% r/r) i dalszy spadek liczby tradycyjnych linii głosowych (o około 5% r/r). Już na początku 2013 roku Netia przyjęła strategię utrzymania ARPU co powoduje erozję bazy klientów. Oczekujemy, że dynamika spadku liczby linii stacjonarnych wyniesie około 9% r/r, a 70% tego ubytku to będzie WLR. Oczekujemy też dalszego, około 5% spadku ARPU. W segmencie internetu szerokopasmowego spodziewamy się spadku liczby portów o 3,3% r/r, oraz 1,8% obniżki ARPU r/r
- Spodziewamy się raportowanej marży EBITDA na poziomie około 28,6%, podobnie jak w tym samym okresie zeszłego roku. Netia powinna w całym 2014 roku wygenerować około 495 mln EBITDA, przy marży wynoszącej 28,8%
- Na poziomie netto spodziewamy się około 12mln PLN

Włodzimierz Giller

Orange Polska (Sprzedaj, cena docelowa: 7,99 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-07-25

Cena bieżąca: 9,50

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	3 303,0	3 044,0	-8%	6 570,0	6 039,0	-8%	12 923,0	12 367,0	-4%
EBITDA	1 004,0	969,0	-3%	2 037,0	2 111,0	4%	3 895,0	3 705,0	-5%
EBIT	218,0	219,0	0%	459,0	610,0	33%	788,0	701,0	-11%
Zysk netto	76,0	68,0	-11%	157,0	339,0	116%	294,0	508,0	73%
Marża EBITDA	30,4%	31,8%		31,0%	35,0%		30,1%	30,0%	
Marża EBIT	6,6%	7,2%		7,0%	10,1%		6,1%	5,7%	
Marża netto	2,3%	2,2%		2,4%	5,6%		2,3%	4,1%	
EV/EBITDA							4,40	4,60	
P/E							42,40	24,60	

Komentarz

- W 2 kwartale 2014 Spodziewamy się 7,8% spadku przychodów r/r. W segmencie telefonii komórkowej oczekujemy 7,0% erozji przychodów r/r, a w telefonii stacjonarnej 12,7% spadku sprzedaży. Niewielkiego, 0,1% wzrostu 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 2 kwartale 2014 wobec 1 kwartału, co oznacza spadek o 5,6% r/r. ARPU w tym segmencie powinno być w dalszym ciągu pod presją (spadek o około 9,3% r/r)
- W segmencie telefonii komórkowej Orange mógł zyskać około 70 tys. abonentów w 2Q14 (w dużej mierze ciągle dzięki ofercie Nju), ale ze względu na niższe stawki MTR oczekujemy po raz kolejny głębokiego spadku ARPU, o około 9,3% r/r. Będzie to już jednak ostatni kwartał tak mocnego spadku ARPU
- Spodziewamy się, że marża EBITDA wyniosła 31,8% i była podobna do tej z pierwszego kwartału (po oczyszczeniu o efekt sprzedaży WP.pl). Oczekujemy EBITDA na poziomie 969mln PLN (1004mln PLN rok temu) a zysku netto na poziomie 68mln PLN (76mln PLN rok temu)

Włodzimierz Giller



MEDIA

WIG-MEDIA



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

Data publikacji wyników: 2014-08-28

Cena bieżąca: 22,67

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	735,9	1 709,9	132%	1 433,0	2 432,6	70%	2 910,8	7 280,2	150%
EBITDA	257,3	669,9	160%	502,6	951,2	89%	1 046,3	3 034,1	190%
EBIT	195,0	344,4	77%	379,6	563,3	48%	789,9	1 812,5	129%
Zysk netto	80,7	-39,8	-	175,9	58,4	-67%	525,4	996,8	90%
Marża EBITDA	35,0%	39,2%		35,1%	39,1%		35,9%	41,7%	
Marża EBIT	26,5%	20,1%		26,5%	23,2%		27,1%	24,9%	
Marża netto	11,0%	-2,3%		12,3%	2,4%		18,1%	13,7%	
EV/EBITDA					7,13		9,20	8,60	
P/E					116,20		15,20	14,70	

Komentarz

- Spółka poda dane nieporównywalne z 2 kwartałem 2013, ze względu na konsolidację Polkomtele. Spodziewamy się, że Cyfrowy Polsat pokaże 1710mln PLN przychodów, (rok temu 736mln PLN), ze względu na konsolidację 938mln PLN przychodów z Polkomtele. Oczekujemy, że przychody od klientów indywidualnych wzrosną o 5,5% (do 477mln PLN) a sprzedaż reklamy i sponsoringu wzrośnie o 9,9% r/r (do 249mln PLN)
- EBITDA segmentowa powinna wynieść 669,9mln PLN, na co będzie się składać EBITDA telekomunikacyjna (394mln PLN), EBITDA segmentu platformy satelitarnej (170mln PLN) oraz EBITDA segmentu nadawania i produkcji TV (106mln PLN)
- Saldo przychodów i kosztów finansowych szacujemy na -392mln PLN, (w tym 160mln PLN jednorazowe koszty refinansowania długu). Według naszych przewidywań spółka powinna pokazać około 40mln PLN straty netto za 2Q14

Włodzimierz Giller

Global City Holdings (Kupuj, cena docelowa: 42,6 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-29

Cena bieżąca: 34,45

Prognoza wyników

mIn EUR	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	65,1	n/a	-	136,4	47,0	-66%	297,9	308,6	4%
EBITDA	13,2	n/a	-	29,1	11,2	-62%	70,2	72,7	4%
EBIT	5,7	n/a	-	13,7	5,2	-62%	38,7	43,6	13%
Zysk netto	2,6	n/a	-	8,1	4,3	-47%	21,6	36,1	67%
Marża EBITDA	20,3%	-		21,3%	23,8%		23,6%	23,6%	
Marża EBIT	8,8%	-		10,0%	11,1%		13,0%	14,1%	
Marża netto	4,0%	-		5,9%	9,1%		7,3%	11,7%	
EV/EBITDA					37,55		5,99	5,78	
P/E					97,80		19,47	11,65	

Komentarz

- GCH poda wyniki za 1 półrocze 2014. Wyniki będą zupełnie nieporównywalne z zeszłym rokiem, ze względu na sprzedaż działalności kinowej do spółki Cineworld, konsolidowanie metodą pełną w większości tylko działalności deweloperskiej i najprawdopodobniej (spółka nie była w stanie stwierdzić w trakcie tworzenia prognozy) konsolidowanie metodą praw własności 26,1% udziału w Cineworld
- Trading update za 26 tygodni kończące się 26 czerwca 2014 opublikowany przez Cineworld pokazuje stagnację przychodów i zysków w Wielkiej Brytanii i Irlandii, oraz 4-6% wzrost przychodów w regionie CEE. W 1 półroczu spółka będzie konsolidowała swoją „starą” działalność przez 2 miesiące, następnie przez 4 miesiące konsolidować będzie metodą pełną głównie działalność deweloperską oraz metodą praw własności (najprawdopodobniej) spółkę Cineworld
- Spodziewamy się sprzedaży 47mln EUR, EBITDA w wysokości 11,2mln EUR, zerowego salda przychodów i kosztów finansowych (6mln EUR przychodów odsetkowych, 10mln EUR kosztów związanych z transakcją połączenia z Cineworld, i 3,9mln EUR przychodów z konsolidacji udziałów w Ronson i Cineworld). Na poziomie netto spodziewamy się 4,3mln EUR

Włodzimierz Giller

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

Data publikacji wyników: 27/08/2014

Cena bieżąca: 15,06

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	440,5	452,9	3%	783,6	804,8	3%	1 554,6	1 628,5	5%
EBITDA	157,4	187,3	19%	255,4	283,2	11%	452,4	610,7	35%
EBIT	137,3	168,3	23%	213,9	247,1	16%	297,2	530,3	78%
Zysk netto	-32,1	103,6	-	-78,0	113,2	-	-206,9	370,8	-
Marża EBITDA	35,7%	41,4%		32,6%	35,2%		29,1%	37,5%	
Marża EBIT	31,2%	37,2%		27,3%	30,7%		19,1%	32,6%	
Marża netto	-7,3%	22,9%		-10,0%	14,1%		-13,3%	22,8%	
EV/EBITDA							17,40	10,40	
P/E							-	13,50	

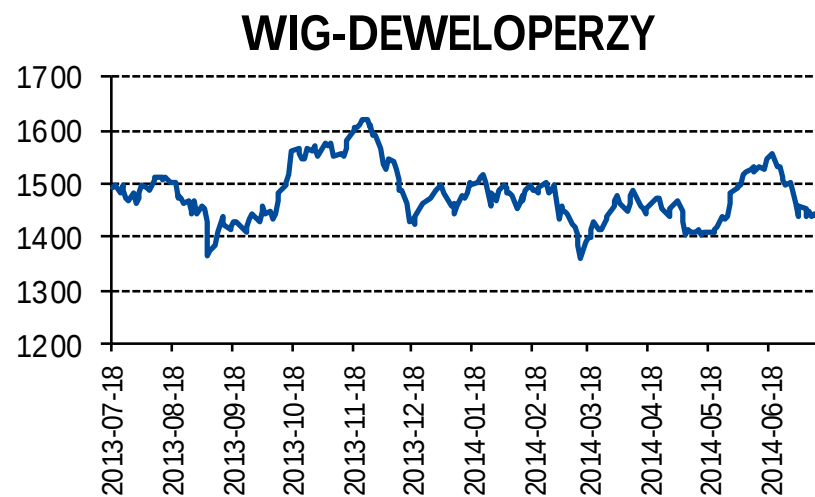
Komentarz

- Oczekujemy lekkiego przyrostu przychodów o 2,8% r/r w 2Q14, za sprawą dalszego lekkiego umacniania się rynku reklamy i wyższych przychodów ze sponsoringu. Przewidujemy, że wpływy z reklamy wzrosną o 4% r/r a ze sponsoringu o 15% r/r. Dynamika rynku reklamowego w 2Q14 mogła wynieść również około 4%
- Przed konsolidacją telewizji NC+ spodziewamy się marży EBITDA na poziomie 38,7%, zbliżonej do tej z przed roku. Wpływ NC+ po kilku kwartałach strat powinien być znowu pozytywny i wynieść na poziomie EBITDA około 10mln PLN, a Onet.pl 1,5mln PLN. Spodziewamy się zysku operacyjnego w okolicach 168mln PLN
- Całkowite koszty finansowe szacujemy na 50mln PLN. Dodatkowo spodziewamy się 6mln przychodów z tytułu różnic kursowych. Na poziomie netto oczekujemy kwoty 104mln PLN

Włodzimierz Giller



SEKTOR DEWELOPERSKI



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

Data publikacji wyników: 21/08/2014

Cena bieżąca: 44,50

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	119,9	173,3	45%	340,2	372,0	9%	676,4	737,5	9%
EBITDA	2,7	5,4	105%	36,5	15,1	-59%	76,5	68,7	-10%
EBIT	1,9	4,7	148%	34,9	13,6	-61%	73,3	68,0	-7%
Zysk netto	1,0	3,2	223%	27,4	12,4	-55%	54,5	54,4	0%
Marża EBITDA		3,1%			4,1%		11,3%	9,3%	
Marża EBIT		2,7%			3,7%		10,8%	9,2%	
Marża netto		1,9%			3,3%		8,1%	7,4%	
EV/EBITDA							15,68	17,46	
P/E							20,21	20,27	

Komentarz

- 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 463 mieszkań
- Wyniki w II kwartale będą zależne od liczby przekazania, która wyniosła 450 mieszkań. Spodziewamy się marży brutto zbliżonej do I kw. oraz słabszego zysku netto

Stanisław Ozga

Echo (Kupuj, cena docelowa: 7,4 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-28

Cena bieżąca: 6,50

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	128,0	112,3	-12%	265,9	224,1	-16%	528,7	650,0	23%
EBITDA	245,2	46,1	-81%	491,9	537,5	9%	498,0	433,0	-13%
EBIT	243,5	45,2	-81%	489,2	535,3	9%	493,8	428,0	-13%
Zysk netto	146,0	12,6	-91%	302,1	420,9	39%	309,2	238,8	-23%
Marża EBITDA	191,6%	41,1%		185,0%	239,8%		94,2%	66,6%	
Marża EBIT	190,3%	40,3%		184,0%	238,9%		93,4%	65,8%	
Marża netto	114,1%	11,2%		113,6%	187,8%		58,5%	36,7%	
EV/EBITDA							9,82	11,30	
P/E							8,68	11,23	

Komentarz

- Oczekujemy przychodów i marży brutto ze sprzedaży na poziomie zbliżonym do I kwartału obecnego roku
- Po rewaluacjach aktywów dokonanych przez spółkę w I kwartale br. nie oczekujemy istotnych zmian z tego tytułu w II kwartale
- Przychody z inwestycji mieszkaniowych wg. naszych oczekiwań powinny być na poziomie zbliżonym do I kwartału br.

Stanisław Ozga

GTC (Kupuj, cena docelowa: 8 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-21

Cena bieżąca: 7,48

Prognoza wyników

mln EUR	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	32,5	30,9	-5%	65,7	61,9	-6%	131,1	121,0	-8%
EBITDA	-29,1	-1,1	-	-35,5	13,9	-	-121,0	39,0	-
EBIT	-29,4	-1,2	-	-35,8	13,7	-	-121,4	38,6	-
Zysk netto	-42,3	-10,9	-	-65,1	-12,0	-	-146,8	-10,0	-
Marża EBITDA	-89,7%	-3,4%		-54,1%	22,5%		-92,3%	32,2%	
Marża EBIT	-90,4%	-3,9%		-54,5%	22,1%		-92,6%	31,9%	
Marża netto	-130,3%	-35,4%		-99,1%	-19,4%		-112,0%	-8,3%	
EV/EBITDA							-	36,74	
P/E							-	-	

Komentarz

- Oczekujemy przychodów ze sprzedaży na poziomie I kwartału br. i podobnej marży brutto
- Wg naszych założeń odpisy w II kwartale br. powinny być znacznie mniejsze r/r
- W wynikach widoczne pozytywne efekty programu oszczędności kosztów w postaci dodatniego cash flow z działalności operacyjnej

Stanisław Ozga

PHN (Trzymaj, cena docelowa: 27,6 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-09-01

Cena bieżąca: 23,46

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	41,5	40,3	-3%	92,2	80,1	-13%	171,3	176,0	3%
EBITDA	-32,2	3,5	-	-21,7	6,5	-	-5,0	26,0	-
EBIT	-32,8	2,9	-	-22,9	5,5	-	-7,0	24,0	-
Zysk netto	-23,1	2,9	-	-16,3	5,4	-	100,0	22,0	-
Marża EBITDA		8,7%			8,1%		-2,9%	14,8%	
Marża EBIT		7,2%			6,9%		-4,1%	13,6%	
Marża netto		7,3%			6,8%		58,4%	12,5%	
EV/EBITDA							-	33,40	
P/E							10,84	49,29	

Komentarz

- Oczekujemy niższych przychodów w segmencie najmu i deweloperskim w relacji do II kwartału 2013 r.
- Dzięki niższym r/r kosztom operacyjnym zysk operacyjny powinien pozostać na zbliżonym poziomie
- Nie oczekujemy istotnego wpływu na wynik przychodów/kosztów z rewaluacji wyceny

Stanisław Ozga

Robyg (Trzymaj, cena docelowa: 2,3 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-21

Cena bieżąca: 2,19

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	119,2	81,1	-32%	278,4	218,8	-21%	485,9	253,0	-48%
EBITDA	11,9	12,6	6%	35,6	31,6	-11%	32,6	22,0	-33%
EBIT	11,7	12,4	6%	35,1	31,0	-12%	31,5	21,0	-33%
Zysk netto	3,3	6,6	101%	12,7	14,8	17%	26,1	13,0	-50%
Marża EBITDA	10,0%	15,6%		12,8%	14,4%		6,7%	8,7%	
Marża EBIT	9,8%	15,3%		12,6%	14,2%		6,5%	8,3%	
Marża netto	2,8%	8,2%		4,5%	6,8%		5,4%	5,1%	
EV/EBITDA							23,97	35,52	
P/E							22,00	44,15	

Komentarz

- Po rekordowym I kwartale spółka ograniczyła sprzedaż do 480 mieszkań, lecz nadal pozostaje liderem rynku
- Wyniki finansowe indykowane będą przez rozpoznania nowych inwestycji oczekiwane na poziomie zbliżonym do II kwartału 2013 r.
- Oczekujemy raportowanej marży na sprzedaży w wysokości ok. 20%

Stanisław Ozga



HANDEL HURTOWY I DETALICZNY

AmRest (Kupuj, cena docelowa: 109,6 PLN)

Data publikacji wyników: 14/08/2014

Cena bieżąca: 80,00

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	665,2	718,2	8%	1 274,3	1 392,4	9%	2 701,0	3 007,0	11%
Zysk brutto na sprzedaży	63,4	73,8	16%	116,9	137,4	18%	273,0	361,0	32%
EBIT	2,4	25,2	950%	7,5	48,4	545%	17,0	131,0	671%
Zysk netto	51,5	10,0	-81%	41,8	17,8	-57%	6,0	70,0	1067%
Marża brutto na sprzedaży	9,5%	10,3%		9,2%	9,9%		10,1%	12,0%	
Marża EBIT	0,4%	3,5%		0,6%	3,5%		0,6%	4,4%	
Marża netto	7,7%	1,4%		3,3%	1,3%		0,2%	2,3%	
EV/EBITDA							9,30	8,90	
P/E							175,90	23,71	

Komentarz

- Pozytywne trendy z 1 kwartału powinny znaleźć odbicie w wynikach kolejnego okresu. Spodziewamy się, że sprzedaż wzrośnie o 8% r/r, głównie za sprawą mocniejszych obrotów w Polsce, Czechach i w Europie Zachodniej. W Rosji sprzedaż w lokalnej walucie powinna ciągle pokazywać mocne przyrosty, choć dewaluacja rubla może osłabić wynik wyrażony w złotych
- 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 9mln PLN (w całym 2014 roku powinny wynieść 30mln PLN). Skonsolidowana EBITDA powinna wynieść 77mln PLN
- Wysoka amortyzacja i poziom kosztów finansowych powoduje, że zysk netto szacujemy na 10mln PLN

Włodzimierz Giller

CCC (Kupuj, cena docelowa: 150 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-29

Cena bieżąca: 109,40

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	422,3	494,9	17%	643,6	854,6	33%	1 643,0	2 249,0	37%
Zysk brutto na sprzedaży	231,5	272,2	18%	331,6	460,3	39%	836,7	1 152,0	38%
EBIT	73,1	87,8	20%	39,2	92,8	137%	168,0	240,0	43%
Zysk netto	69,2	68,3	-1%	29,5	68,7	133%	125,0	193,0	54%
Marża brutto na sprzedaży	54,8%	55,0%		51,5%	53,9%		50,9%	51,2%	
Marża EBIT	17,3%	17,7%		6,1%	10,9%		10,2%	10,7%	
Marża netto	16,4%	13,8%		4,6%	8,0%		7,6%	8,6%	
EV/EBITDA							21,40	15,60	
P/E							33,70	21,90	

Komentarz

- Na bazie raportowanych przychodów miesięcznych, spodziewamy się, że sprzedaż CCC w 2 kwartale 2014 wzrośnie o 17% r/r. Wzrost powierzchni sklepowych wyniósł około 24% r/r na koniec kwartału
- Oczekujemy, że marża brutto na sprzedaży w 2Q14 ulegnie lekkiemu umocnieniu w porównaniu z zeszłym rokiem i osiągnie 55%
- Oczekujemy 3% r/r spadku kosztów sprzedaży i zarządu na m2, co zaowocuje zyskiem operacyjnym w wysokości 88mln PLN w porównaniu do 73mln PLN zysku rok temu. Na poziomie netto spodziewamy się wyniku 68mln PLN

Włodzimierz Giller

Emperia (Trzymaj, cena docelowa: 78,5 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-25

Cena bieżąca: 55,06

Prognoza wyników

młn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	489,7	500,2	2%	982,8	979,6	0%	1 967,4	2 125,5	8%
Zysk brutto na sprzedaży	118,4	145,1	23%	240,2	282,1	17%	490,0	595,1	21%
EBIT	10,4	14,3	38%	23,9	19,9	-17%	15,4	41,9	172%
Zysk netto	10,9	12,6	16%	24,6	15,9	-35%	15,2	36,6	141%
Marża brutto na sprzedaży	24,2%	29,0%		24,4%	28,8%		24,9%	28,0%	
Marża EBIT	2,1%	2,9%		2,4%	2,0%		0,8%	2,0%	
Marża netto	2,2%	2,5%		2,5%	1,6%		0,8%	1,7%	
EV/EBITDA							13,20	8,20	
P/E							61,20	23,30	

Komentarz

- Dzięki przesunięciu Świąt Wielkanocnych na kwiecień, wyniki 2 kwartału powinny pokazać nieco wyższą sprzedaż r/r, czego dodatkowym stymulatorem powinien być wzrost sieci placówek. Dlatego spodziewamy się 2,1% wzrostu przychodów Emperii w 2Q14
- Przy założeniu, że już około 85% sprzedanych towarów w 2 kwartale 2014 pochodziło z własnej logistyki, oczekujemy marży brutto na sprzedaży o wysokości około 29%. Będzie to już jednak blisko „sufitu”, który spółka może osiągnąć. Biorąc pod uwagę kwartalne koszty logistyki w wysokości około 15mln PLN, oczekujemy dodatniej marży operacyjnej w wysokości blisko 2,0%, wyłączając efekt czynników jednorazowych. Możliwe rozwiązanie rezerw na sklepy powinno podnieść wynik operacyjny o kilka mln PLN
- Oczekujemy minimalnie pozytywnego wpływu wyniku finansowego na wyniki spółki w 2 kwartale. W efekcie Emperia powinna pokazać około 12,6mln PLN zysku netto w omawianym okresie

Włodzimierz Giller

Eurocash (Sprzedaż, cena docelowa: 32,3 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-26

Cena bieżąca: 41,60

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	4 199,0	4 122,1	-2%	8 062,9	7 843,4	-3%	16 537,5	17 031,7	3%
Zysk brutto na sprzedaży	426,5	424,6	0%	781,2	804,2	3%	1 673,7	1 686,1	1%
EBIT	84,3	76,5	-9%	105,5	88,6	-16%	285,7	258,9	-9%
Zysk netto	61,0	55,1	-10%	72,4	56,5	-22%	221,0	195,2	-12%
Marża brutto na sprzedaży	10,2%	10,3%		9,7%	10,3%		10,1%	9,9%	
Marża EBIT	2,0%	1,9%		1,3%	1,1%		1,7%	1,5%	
Marża netto	1,5%	1,3%		0,9%	0,7%		1,3%	1,1%	
EV/EBITDA							15,10	15,60	
P/E							24,50	27,80	

Komentarz

- Oczekujemy, że sprzedaż spółki może być niższa od tej z przed roku o około 2%. Siedemnastoprocentowy ubytek sprzedaży w Tradisie (brak dostaw do Stokrotek) będzie rekompensowany wzrostem przychodów segmentów Cash & Carry i Delikatesy Centrum, który powinien wynieść odpowiednio 9% i 9,7%. Oczekujemy, że segment tytoniowy (KDWT) może pokazać stagnację sprzedaży (wyższa akcyza na papierosy i wyczerpanie tańszych zapasów), podobnie jak Premium Distributors
- Pierwszy kwartał zaskoczył pozytywnie jeśli chodzi o poziom marż r/r, lecz ze względu na rosnącą presję konkurencyjną w drugim kwartale spodziewamy się płaskich marż brutto r/r (10,3% w 2Q14 wobec 10,2% rok temu). Marże operacyjne powinny być nieco niższe r/r, ze względu na słabszą marżowość Tradisu
- Po odliczeniu kosztów finansowych szacujemy, że zysk netto osiągnie wartość ok. 55,1 mln PLN, w porównaniu z 61 mln PLN rok temu

Włodzimierz Giller

LPP (Trzymaj, cena docelowa: 8520 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-21

Cena bieżąca: 7825,00

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	991,0	1 183,0	19%	1 742,0	2 128,0	22%	4 116,0	5 023,0	22%
Zysk brutto na sprzedaży	586,9	721,3	23%	1 005,6	1 258,9	25%	2 409,0	2 938,0	22%
EBIT	160,9	175,6	9%	186,8	224,0	20%	616,0	667,0	8%
Zysk netto	120,3	150,4	25%	139,9	136,1	-3%	432,9	499,3	15%
Marża brutto na sprzedaży	59,2%	61,0%		57,7%	59,2%		58,5%	58,5%	
Marża EBIT	16,2%	14,8%		10,7%	10,5%		15,0%	13,3%	
Marża netto	12,1%	12,7%		8,0%	6,4%		10,5%	9,9%	
EV/EBITDA							19,00	16,90	
P/E							24,50	19,60	

Komentarz

- Zaraportowane dane o sprzedaży miesięcznej wskazują, że dynamika przychodów w 2 kwartale 2014 powinna wynieść około 19%
- Na bazie raportowania miesięcznego w 2 kwartale LPP powinno pokazać około 721mln PLN zysku brutto na sprzedaży, co oznacza wzrost marży o 1,8pp r/r do 61%
- Koszty sprzedaży i zarządu na m2 prognozujemy na poziomie 282PLN na m2, 4% niższym niż rok temu (w 2Q13 było to 293 PLN na m2). Marża EBIT, ze względu na wyższe koszty związane z rozwojem sieci, powinna być o 1pp niższa r/r (15%). Podwyższenie kapitału w spółce rosyjskiej powinno przynieść około 20mln pozytywnych przychodów F/X, co w efekcie przyniesie zysk netto na poziomie 150mln PLN w 2 kwartale

Włodzimierz Giller



INNE

Apator (Trzymaj, cena docelowa: 42 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-29

Cena bieżąca: 34,20

Prognoza wyników

młn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	173,5	168,0	-3%	340,9	321,0	-6%	684,0	723,0	6%
EBITDA	28,2	32,5	15%	50,6	59,4	17%	107,3	122,0	14%
EBIT	23,0	27,1	18%	40,3	48,9	21%	86,5	101,6	17%
Zysk netto	16,9	20,3	20%	29,8	36,4	22%	68,1	77,5	14%
Marża EBITDA	16,3%	19,3%		14,8%	18,5%		15,7%	16,9%	
Marża EBIT	13,3%	16,1%		11,8%	15,2%		12,6%	14,1%	
Marża netto	9,7%	12,1%		8,7%	11,3%		10,0%	10,7%	
EV/EBITDA							11,48	10,10	
P/E							16,63	14,61	

Komentarz

- Mamy za sobą pierwszy kwartał konsolidacji Elkomtechu. Dane sprzedażowe są nieporównywalne r/r także z powodu braku konsolidacji spółki Newind. W ujęciu organicznym sprzedaż nieco wzrosła (o ok. +3% r/r)
- Spółka korzysta na niższych cenach materiałów. Miks sprzedażowy także pozostaje korzystniejszy, a waga Powogazu i Metriksa stale rośnie
- Rynek liczników konwencjonalnych powinien być silny w tym roku, a portfel zamówień także kształtuje się pozytywnie na przyszłość. Spółki energetyczne ograniczyły wcześniej wymianę liczników, nie znając tempa wdrożenia liczników inteligentnych. W obliczu spodziewanego spowolnienia tego procesu widać lekkie ożywienie na rynku liczników konwencjonalnych
- Portfel zamówień Elkomtech wydaje się na razie zachowywać zgodność z prognozami, a w II kw. '14 spółka ta powinna dodać ok. 10 mln PLN do wartości sprzedaży
- Słabnie eksport do Rosji, ale produkty o najwyższej marży nadal odnotowują doskonałe wyniki, a popyt na nie nie wydaje się być zbyt elastyczny. Grupa z sukcesami kontynuuje proces ekspansji geograficznej (Afryka, Europa Południowa, Ameryki)

Piotr Łopaciuk

Budimex (Trzymaj, cena docelowa: 130 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-07-25

Cena bieżąca: 118,60

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	1 235,0	1 182,0	-4%	2 088,0	2 016,0	-3%	4 749,0	4 505,0	-5%
EBITDA	60,4	50,6	-16%	103,5	110,2	6%	168,1	212,4	26%
EBIT	52,7	44,5	-16%	88,6	98,0	11%	139,2	188,0	35%
Zysk netto	32,9	36,0	9%	67,9	79,0	16%	300,5	150,0	-50%
Marża EBITDA	4,9%	4,3%		5,0%	5,5%		3,5%	4,7%	
Marża EBIT	4,3%	3,8%		4,2%	4,9%		2,9%	4,2%	
Marża netto	2,7%	3,0%		3,3%	3,9%		6,3%	3,3%	
EV/EBITDA							13,25	10,49	
P/E							10,08	20,19	

Komentarz

- Po Budimeksie spodziewamy się niczym nie wyróżniającego się, dobrego kwartału
- Sprzedaż w segmencie budowlanym zakładamy na poziomie 1.110 mln PLN (+7,5% r/r) – wzrost wynika głównie z korzystnych warunków pogodowych. Marżę brutto dla segmentu zakładamy na poziomie 7,5% (vs. 7,3% w II kw. 2013 r.). EBIT dla segmentu powinien wynieść 38 mln PLN (+ 3% r/r)
- Wartość portfela zamówień powinna zmniejszyć się do ok. 4,1 mld PLN (vs. 5,4 mld PLN w czerwcu 2013 r. i 4,5 mld PLN w marcu 2014 r.). Tym niemniej zakładamy, że do końca bieżącego roku jego wartość odbije się nieznacznie do ok. 4,5 mld PLN
- Dzięki sprzedaży notarialnej 173 mieszkań segment deweloperski może wygenerować 60 mln PLN sprzedaży i EBIT w wysokości 6 mln PLN
- Pozycja gotówkowa netto spółki po wypłacie dywidendy w wysokości 300 mln PLN oraz w sezonowo słabszym kwartale powinna być na bardzo dobrym poziomie ok. 800 mln PLN. Naszym zdaniem liczba ta dobrze odzwierciedla bieżącą faktyczną pozycję gotówkową netto Budimeksu

Piotr Łopaciuk

Elektrobudowa (Trzymaj, cena docelowa: 100 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-29

Cena bieżąca: 79,50

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	203,0	260,0	28%	361,2	435,9	21%	905,6	1 159,0	28%
EBITDA	0,0	11,6	-	8,1	14,7	81%	38,7	46,6	20%
EBIT	-3,3	8,7	-	1,5	9,0	500%	24,6	34,2	39%
Zysk netto	-4,7	5,5	-	2,5	5,9	136%	17,2	24,7	44%
Marża EBITDA	0,0%	4,5%		2,2%	3,4%		4,3%	4,0%	
Marża EBIT	-1,6%	3,3%		0,4%	2,1%		2,7%	3,0%	
Marża netto	-2,3%	2,1%		0,7%	1,4%		1,9%	2,1%	
EV/EBITDA							9,75	8,10	
P/E							21,94	15,28	

Komentarz

- Lepszy kwartał dla Elektrobudowy
- W segmencie przemysłowym oczekujemy niższych strat
- Elektrobudowa rozpoczęła realizację dużych kontraktów dla PSE i Tauronu, co wiąże się ze zwiększoną sprzedażą i lepszymi marżami
- Wzrost kapitału obrotowego z uwagi na realizację dużych kontraktów
- Słabe wyniki ukraińskiej spółki zależnej oraz rosyjskiego podmiotu stowarzyszonego

Piotr Łopaciuk

Kęty (Kupuj, cena docelowa: 264 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-07

Cena bieżąca: 223,50

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	379,6	436,1	15%	714,0	852,7	19%	1 593,8	1 804,7	13%
EBITDA	53,0	80,0	51%	98,1	147,8	51%	225,9	300,6	33%
EBIT	33,1	60,0	81%	58,7	108,4	85%	144,9	218,1	51%
Zysk netto	42,9	49,1	14%	59,9	79,8	33%	153,5	161,4	5%
Marża EBITDA	14,0%	18,3%		13,7%	17,3%		14,2%	16,7%	
Marża EBIT	8,7%	13,8%		8,2%	12,7%		9,1%	12,1%	
Marża netto	11,3%	11,3%		8,4%	9,4%		9,6%	8,9%	
EV/EBITDA							10,05	7,56	
P/E							13,66	12,99	

Komentarz

- Grupa Kęty podała wstępne prognozy wyników za 2Q 2014 r. Spółka podała, że ożywienie w Polsce trwa przy utrzymującej się mocnej dynamice eksportu
- Sprzedaż wyniosła 436 mln PLN (+15% r/r). Praktycznie wszystkie segmenty mocno rosły od 6% do 75% r/r
- EBITDA wyniosła około 80 mln PLN. Wzrost o 51% r/r wynika ze wzrostu sprzedaży i mocnej poprawy marży dzięki podniesieniu cen
- Zysk netto osiągnął 49 mln PLN i wynikał z poprawy koniunktury (lepszą sprzedaż), ekspansji w eksporcie, poprawy marż w niektórych segmentach i 5 mln PLN extra ze zdarzenia jednorazowego
- 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: 2014-09-01

Cena bieżąca: 3,44

Prognoza wyników

młn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	94,3	94,4	0%	208,8	211,5	1%	486,0	501,0	3%
EBITDA	6,4	5,2	-18%	18,0	16,5	-9%	51,0	55,0	8%
EBIT	1,6	0,3	-83%	8,5	6,5	-23%	32,0	35,0	9%
Zysk netto	-1,2	-2,1	84%	0,9	0,2	-78%	15,0	18,0	20%
Marża EBITDA	6,8%	5,5%		8,6%	7,8%		10,5%	11,0%	
Marża EBIT	1,7%	0,3%		4,1%	3,1%		6,6%	7,0%	
Marża netto	-1,2%	-2,3%		0,4%	0,1%		3,1%	3,6%	
EV/EBITDA							7,06	6,55	
P/E							9,37	7,81	

Komentarz

- Oczekujemy w II kw.'14 r. płaskiej dynamiki na sprzedaży
- Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na poziomie ok. 29,5%
- Zaraportowana EBITDA będzie słabsza r/r jednak w porównaniu do wyniku oczyszczonego w 2Q13 r. powinna nastąpić poprawa wyniku (3,6 młn PLN w 2Q13 ze sprzedaży nieruchomości na Litwie) – oczyszczona EBITDA 2Q13 to ok. 2,8 młn PLN
- Mimo niższych kosztów finansowych r/r na poziomie zysku netto będzie strata, II kwartał ze względu na sezonowość jest zawsze jednym z najsłabszych

Monika Kalwasińska

PKP Cargo (Trzymaj, cena docelowa: 89 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-08-28

Cena bieżąca: 74,50

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	1 240,0	1 105,0	-10,9%	2 291,0	2 144,0	-6%	4 553,9	4 612,0	1%
EBITDA	207,0	184,0	-11,1%	313,0	344,0	10%	499,0	790,0	58%
EBIT	111,0	93,0	-16,2%	127,0	162,0	28%	110,2	390,0	254%
Zysk netto	76,0	75,0	-1,3%	77,0	132,5	72%	74,0	315,0	326%
Zysk skoryg.	76,0	75,0	-1,3%	77,0	132,5	72%	188,8	315,0	67%
Marża EBITDA	16,7%	16,7%		13,7%	16,0%		11,0%	17,1%	
Marża EBIT	9,0%	8,4%		5,5%	7,6%		2,4%	8,5%	
Marża netto	6,1%	6,8%		3,4%	6,2%		4,1%	6,8%	
EV/EBITDA							6,33	4,00	
P/E							17,67	10,59	

Komentarz

- Według danych regulatora, w II kw. 2014 r. praca przewozowa PKP Cargo uległa obniżeniu o 4% r/r. Spółka w dalszym ciągu traci udział w rynku.
- Brak większych niespodzianek w zakresie kosztów. Naszym zdaniem spółka charakteryzuje się bardzo dobrą dyscypliną kosztową.
- Jak już sygnalizowaliśmy, konsensus rynkowy został obniżony. Niemniej jednak nasza dotychczasowa, dość konserwatywna prognoza może być w zasięgu spółki.
- W tym roku oczekujemy znacznie wyższych nakładów inwestycyjnych (bliżej normalnego poziomu) w wysokości ok. 570 mln PLN.
- Po znacznej obniżce cen i przy uwzględnieniu dalszej dyscypliny kosztowej PKP Cargo zaczyna wyglądać ciekawie.

Piotr Łopaciuk

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

Data publikacji wyników: 21/08/2014

Cena bieżąca: 8,90

Prognoza wyników

młn PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	59,4	60,4	2%	132,4	134,9	2%	300,0	309,0	3%
EBITDA	3,4	4,7	39%	9,0	12,9	43%	23,0	28,0	22%
EBIT	0,4	1,7	291%	3,1	7,0	127%	11,0	15,0	36%
Zysk netto	-0,6	0,8	-	1,4	4,5	214%	5,0	9,0	80%
Marża EBITDA	5,7%	7,8%		6,8%	9,6%		7,7%	9,1%	
Marża EBIT	0,7%	2,8%		2,3%	5,2%		3,7%	4,9%	
Marża netto	-1,0%	1,3%		1,1%	3,3%		1,7%	2,9%	
EV/EBITDA							6,97	5,72	
P/E							22,69	12,61	

Komentarz

- Prognozujemy, iż w IIQ14 r. Otmuchów zaraportuje 1,64% wzrost przychodów w stosunku do II kw. 13 r.
- Szacujemy, iż marża brutto ze sprzedaży wyniesie ok. 20%
- Niższe koszty finansowe oraz lekka poprawa marży i wzrost przychodów pozwolą na poprawę wyników r/r

Monika Kalwasińska

ZPUE (Sprzedaj, cena docelowa: 410 PLN)

Data publikacji wyników: 2014-09-01

Cena bieżąca: 370,00

Prognoza wyników

mln PLN	IIQ 2013	IIQ 2014P	r/r	I-II kw. 2013	I-II kw. 2014P	r/r	2013	2014P	r/r
Przychody	109,3	119,0	9%	197,8	210,5	6%	479,7	560,2	17%
EBITDA	14,0	15,1	8%	23,3	22,2	-5%	64,0	72,7	14%
EBIT	9,4	10,4	11%	14,2	13,0	-8%	45,6	54,0	18%
Zysk netto	7,8	10,3	32%	11,7	13,0	11%	41,7	42,2	1%
Marża EBITDA	12,8%	12,7%		11,8%	10,5%		13,3%	13,0%	
Marża EBIT	8,6%	8,7%		7,2%	6,2%		9,5%	9,6%	
Marża netto	7,1%	8,7%		5,9%	6,2%		8,7%	7,5%	
EV/EBITDA							8,56	7,54	
P/E							12,42	12,27	

Komentarz

- Po dość słabym I kw. 2014 r. oczekujemy znaczącej poprawy sprzedaży i rentowności
- Niemniej jednak wyniki nie robią wrażenia, zważywszy na zakończenie przez ZPUE znaczących inwestycji
- Zysk netto wsparty będzie ulgą podatkową i efektywną stopą podatkową bliską zera

Piotr Łopaciuk



Kalendarium:

23 lipca	PKN Orlen
25 lipca	Orange Polska
	Budimex
28 lipca	Millennium
30 lipca	mBank
31 lipca	BZ WBK
	GPW
1 sierpnia	MOL
	Handlowy
5 sierpnia	Pekao
6 sierpnia	ING BSK
7 sierpnia	JSW
	Kęty
	Alior
12 sierpnia	CEZ
13 sierpnia	Energa
	KGHM
14 sierpnia	PGNiG
	AmRest
	Grupa Azoty
19 sierpnia	Lotos
21 sierpnia	LPP
	Tauron
	GTC
	NWR

21 sierpnia	ZPC Otmuchów
	Robyg
	Dom Development
25 sierpnia	Emperia
26 sierpnia	EuroCash
	Duon
27 sierpnia	Enea
	TVN
	PZU
	PGE
28 sierpnia	Netia
	Bogdanka
	Cyfrowy Polsat
	Echo
	PKP Cargo
	ZEPAK
29 sierpnia	CCC
	SYNTHOS
	Apator
	Ciech
	Elektrobudowa
	Global City Holdings
1 września	Mieszko
	PHN
	ZPUE



Spółka	MCAP (PLN m)	Analityk	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa (PLN)	Cena aktualna (PLN)
Bogdanka	3 823,1	Artur Iwański	Kupuj	2014-07-10	134,00	112,40
JSW	5 025,2	Artur Iwański	Sprzedaj	2014-04-15	40,00	42,80
KGHM	25 740,0	Artur Iwański	Kupuj	2014-03-31	125,00	128,70
NWR	164,1	Artur Iwański	Trzymaj	2013-11-28	4,20	0,62
Enea	6 758,5	Stanisław Ozga	Kupuj	2014-02-28	16,20	15,31
PGE	38 704,0	Stanisław Ozga	Trzymaj	2014-02-28	18,60	20,70
Tauron	8 867,9	Stanisław Ozga	Trzymaj	2014-02-28	4,90	5,06
Ciech	1 831,3	Monika Kalwasińska	Sprzedaj	2014-06-24	30,51	34,75
Lotos	4 987,1	Monika Kalwasińska	Kupuj	2014-05-19	42,20	38,40
PGNiG	30 857,0	Monika Kalwasińska	Trzymaj	2014-05-30	5,03	5,23
PKN Orlen	18 258,9	Monika Kalwasińska	Sprzedaj	2014-03-03	39,73	42,69
AmRest	1 697,1	Włodzimierz Giller	Kupuj	2014-02-18	109,64	80,00
Emperia	832,2	Włodzimierz Giller	Trzymaj	2014-03-10	78,53	55,06
EuroCash	5 764,1	Włodzimierz Giller	Sprzedaj	2014-03-10	32,25	41,60
LPP	14 328,5	Włodzimierz Giller	Trzymaj	2014-05-22	8305,10	7825,00
CCC	4 201,0	Włodzimierz Giller	Kupuj	2014-05-22	150,00	109,40
MBANK	20 404,5	Jaromir Szortyka	Trzymaj	2014-06-30	525,00	483,80
Handlowy	14 307,2	Jaromir Szortyka	Trzymaj	2014-06-30	125,00	109,50
ING BSK	16 893,5	Jaromir Szortyka	Kupuj	2014-06-30	154,00	129,85
Millennium	9 486,6	Jaromir Szortyka	Kupuj	2014-06-30	8,80	7,82
Pekao	47 231,5	Jaromir Szortyka	Trzymaj	2014-06-30	187,00	179,95
BZ WBK	33 035,4	Jaromir Szortyka	Trzymaj	2013-12-18	399,00	352,00
Synthos	5 848,8	Monika Kalwasińska	Trzymaj	2014-06-18	4,78	4,42
GPW	1 549,6	Jaromir Szortyka	Kupuj	2014-05-30	45,70	36,92
Netia	1 923,9	Włodzimierz Giller	Trzymaj	2014-03-21	5,56	5,53
Orange PL	12 467,4	Włodzimierz Giller	Sprzedaj	2014-03-21	7,99	9,50
ECHO	2 682,5	Stanisław Ozga	Kupuj	2014-03-31	7,40	6,50
Robyg	574,0	Stanisław Ozga	Trzymaj	2014-01-08	2,30	2,19
Budimex	3 027,9	Piotr Łopaciuk	Trzymaj	2013-12-20	130,00	118,60
Apator	1 132,3	Piotr Łopaciuk	Trzymaj	2014-02-10	42,00	34,20
Mieszko	140,6	Monika Kalwasińska	Kupuj	2014-06-27	4,49	3,44
TVN	5 266,9	Włodzimierz Giller	Trzymaj	2014-06-27	17,24	15,06
CYFROWY POLSAT	14 498,5	Włodzimierz Giller	Trzymaj	2014-06-27	23,62	22,67
ZPC Otmuchów	113,5	Monika Kalwasińska	Kupuj	2014-05-23	12,26	8,90
GTC	2 627,8	Stanisław Ozga	Kupuj	2014-03-31	8,00	7,48
ZE PAK	1 346,3	Stanisław Ozga	Trzymaj	2014-02-28	25,50	26,49
ZPUE	518,0	Piotr Łopaciuk	Sprzedaj	2014-02-10	410,00	370,00
Elektrobudowa	377,4	Piotr Łopaciuk	Trzymaj	2014-04-22	100,00	79,50
PHN	1 084,5	Stanisław Ozga	Trzymaj	2014-01-08	27,60	23,46
Kety	2 096,6	Artur Iwański	Kupuj	2014-07-07	264,00	223,50
PZU	37 986,4	Jaromir Szortyka	Kupuj	2014-03-28	468,00	439,90
CEZ	47 230,1	Stanisław Ozga	Sprzedaj	2014-02-28	71,40	87,79
Global City Holdings	1 763,8	Włodzimierz Giller	Kupuj	2014-01-14	42,60	34,45
PKP Cargo	3 336,6	Piotr Łopaciuk	Trzymaj	2013-12-02	89,00	74,50
Grupa Azoty	7 429,7	Monika Kalwasińska	Sprzedaj	2014-06-30	60,90	74,90
Alior Bank	5 613,5	Jaromir Szortyka	Trzymaj	2014-06-30	87,00	80,26
Energa	8 691,3	Stanisław Ozga	Kupuj	2014-02-28	18,80	20,99
DUON	168,0	Monika Kalwasińska	Kupuj	2014-03-26	1,98	1,64
MOL	16 508,8	Monika Kalwasińska	Trzymaj	2014-04-09	185,12	157,95
DOM DEVELOPMENT	1 102,3	Stanisław Ozga	Trzymaj	2014-06-30	45,20	44,50

PKO Dom Maklerski

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 Ilczyszyn (0-22) 521 82 10
tomasz.ilczyszyn@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. Modele 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 wyceniać 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 następnych 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