

PROGNOZY WYNIKÓW 2Q 2014



Analitycy:

Maciek Bobrowski
Krzysztof Pado
Krystian Brymora
Adrian Górniak

18 LIPIEC 2014

Dom Maklerski BDM S.A. • Wydział Analiz i Informacji • analizy@bdm.pl, tel.: 032 208 14 12 • ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie raportu.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE	3
AGORA.....	8
ARCTIC PAPER.....	9
ATM GRUPA.....	10
BUDIMEX	12
CERAMIKA NOWA GALA	13
CIECH.....	14
COGNOR	15
DOM DEVELOPMENT	20
ELEKTROBUDOWA.....	21
ERBUD	22
FERRO	23
FERRUM.....	24
FORTE	27
GLOBAL CITY (CINEMA CITY).....	28
GPW	29
GRAJEWO	30
GRUPA AZOTY.....	31
HARPER HYGIENICS	32
INTROL.....	33
IZOSTAL	34
KĘTY.....	35
LIBET.....	36
LOTOS.....	37
MARVIPOL	38
MOSTOSTAL ZABRZE.....	40
ORBIS.....	41
PA NOVA.....	44
PCC ROKITA	45
PHN	46
PKN ORLEN	47
POLICE	48
PRAGMA FAKTORING	49
PRAGMA INKASO.....	50
PUŁAWY.....	51
RAWLPLUG (KOELNER)	52
ROBYG	53
RONSON	54
ROVESE.....	55
SELENA FM	56
SONEL.....	57
STALPROFIL.....	58
STALPRODUKT	60
SYNTHOS	63
ŚNIEŻKA	64
TESGAS	65
TVN.....	66
VOXEL	67

PODSUMOWANIE

Budownictwo

Po mocnych zwyżkach w lutym i marcu, dynamika produkcji budowlanej nieco wyhamowała, chociaż nadal utrzymuje się na solidnym poziomie (+8,7% w czerwcu). Na przestrzeni 2013 roku wiele spółek zbudowało sporo lepsze (przynajmniej wartościowo) portfele zleceń, co powinno owocować w 2014 roku.

Uważamy, że 2Q'14 będzie bardzo dobry dla Introlu. W zaawansowaną fazę znajduje się największy kontrakt budowlany spółki (Elektrociepłownia Rzeszów), który powinien zapewnić spory skok po stronie przychodów i marży. Cześć handlowo-produkcyjna spółki ma natomiast ekspozycję na rynek krajowy oraz zachodni, gdzie otoczenie makroekonomiczne było sprzyjające w 2Q'14. W przypadku Budimexu i Erbudu spodziewamy się solidnych lepszych r/r wyników, jednak bez wielkich rewelacji. Dobre dynamiki powinien pokazać Mostostal Zabrze, jednak tu podchodzimy ostrożnie ze względu na znaki zapytania przy kwestii rozliczenia wypowiedzianych pod koniec maja umów w RPA. W przypadku Tesgasu i Elektrobudowy spodziewamy się utrzymania tendencji, które ciążyły na wynikach w ostatnim czasie, z lekką sezonową poprawą (w przypadku drugiej spółki oczekujemy, że w 2H'14 w końcu negatywnie przestanie ważyć segment przemysłowy).

Materiały budowlane

Branża otrzymała na początku roku prezent w postaci łagodnej zimy, która w wielu przypadkach przykryła problemy z ekspozycją na Ukrainę i Rosję. W 2Q'14 popyt na materiały zrobił się bardziej płaski (m.in. ze względu na relatywnie wysoką bazę – w 2Q'13 skumulował się popyt, którego nie było w 1Q'13). Dobrze widać to po sprzedaży cementu: w I-IV'14: +48% r/r, a później V-VI'14: -1% r/r. Spodziewamy się słabych wyników ze strony Rovese. Solidną EBITDA utrzymuje Śnieżka, ale widać wyraźny spadek r/r. W przypadku Seleny rezultaty (mimo sporych spadków sprzedaży na wschodzie) powinny być lepsze r/r, ze względu na brak tak dużej skali one-offów jak rok temu oraz korzystne ceny surowców. Porównywalnych wyników operacyjnych spodziewamy się po Nowej Gali (negatywny wpływ rynków wschodnich i trudnego rynku krajowego spółka starta się redukować dzięki oszczędnościom kosztowym). W przypadku Libetu rezultaty za sam 2Q'14 mogą być nieco słabsze r/r – duża część sprzedaży zrealizowała się w 1Q'14 (skumulowane wyniki po 1H'14 wykazują poprawę). Szansę na kontynuację dobrych trendów z początku roku dostrzegamy w przypadku Ferro (nikła ekspozycji na wschód, sprzyjające surowce).

Paliwa

Spodziewamy się lepszych r/r wyników PKN i Lotosu. Marże rafineryjne na produktach są słabe (w ostatnich miesiącach rozczarowuje głównie diesel), jednak krajowe spółki ratują się dzięki korzystnemu dyferencjałowi na ropie Ural. Raportowane wyniki powinny być wsparte przez dodatnią wycenę zapasów (w 2Q'13 negatywnie zaważyło to na wynikach). W przypadku PKN czekamy na wyjaśnienie się sytuacji rafinerii w Możejkach oraz aktualizację strategii, co powinno nastąpić teraz lub jesienią (obawiamy się konieczności księgowych odpisów, jeżeli w dół pójdą długoterminowe założenia makro).

Chemia

Odbicie na rynku zbóż/nawozów trwało do kwietnia/maja. Potem zauważalne było obniżenie cenników szczególnie w obszarze nawozów azotowych. Notowania mocznik/RSM spadły o 11-12% q/q (-13-16% r/r), co najbardziej uderzy w wyniki Puław. Wskutek nadprodukcji mocne spadki zaliczył także siarczan amonu (Tarnów, Puławy). Lepiej sytuacja wyglądała na nawozach saletrzanych, szczególnie popularnym saletrzaku (głównie ZAK, mniej Tarnów), a także na nawozach wieloskładnikowych (Police). Dzięki niższym kosztom podstawowych surowców teoretyczne marże uległy poprawie, przez co Police będą jedyną dużą spółką z Grupy Azoty, która poprawi ubiegłoroczne wyniki (EBITDA +2% r/r). Relatywnie mniejszego spadku oczekujemy w ZAK (-21% r/r). Najbardziej wypadną Puławy (-38% r/r) i Tarnów (-30% r/r) gdzie dalej ciąży brak poprawy w segmencie tworzywowym.

Dobrych wyników spodziewamy się po Ciechu. Raportowana EBITDA powinna wzrosnąć o ok. 30% r/r. W segmencie sodowym utrzymywała się dobra koniunktura. Ceny sody rosły przy spadku kosztów produkcji. Najbardziej wyniki poprawi niemiecka fabryka dzięki blisko 29% r/r spadkowi notowań gazu. Obniżenie kosztów produkcji u konkurentów opartych na energetyce gazowej to obecnie największe ryzyko dla polskich zakładów, przez co 2H'14 stwarza pole do rozczarowań.

Stabilnych wyników spodziewamy się w Synthosie i w PCC Rokita. Producent kauczków dalej boryka się ze słabą koniunkturą w podstawowym biznesie, ale wyniki po części rekompensuje segment styrenopochodny. Podobnie sytuacja wygląda w Rokicie, gdzie gorszy wynik na alkaliach jest rekompensowany poprawiającą się sytuacją w polioliach. Kolejne kwartały powinny już być znacznie lepsze, a prawdziwy potencjał spółka pokaże w 2015/2016 kiedy oddawane będą 3 duże inwestycje.

Branża przetwórców drewna

Okres 2Q'14 był kolejnym udanym kwartałem dla branży meblarskiej. Produkcja sprzedana wzrosła o 15,2% r/r po wzroście o ponad 17% r/r w 1Q'14. W kolejnych miesiącach oczekujemy niższej dynamiki sprzedaży. Baza 2H'13 jest już dość wysoka.

Wzrost sprzedaży powyżej rynku powinno pokazać Forte (+21% r/r) korzystające z wejścia na nowe obszary geograficzne (gł. Francja). Na razie koszty płyt wiórowych rosły nieznacznie (+0,3% q/q, +2,9% r/r) i w pełni udaje się je przerzucić na klientów, przez co spółka utrzyma wysoką marżę brutto ze sprzedaży (ok. 38%). Rentowność powinno utrzymać także Grajewo. Mimo znacznej podwyżki cen drewna okrągłego (+16% r/r) wzrost kosztów w spółce jest mniejszy (duży udział drewna odpadowego) i przekładalny na cenę finalnego produktu (+2,9% r/r). Szacujemy, że przychody wzrosną mniej niż rynek, o ok. 12% r/r. Spółka już od kilku kwartałów operuje na pełnym wykorzystaniu mocy produkcyjnych.

Bardzo dobrych wyników oczekujemy po Arctic Paper. Baza jest bardzo niska, a w 2Q'14 sprzyjało zarówno otoczenie surowcowe jak i walutowe. Średnia cena

kluczowej celulozy BHKP wyniosła 752 USD/t (-7,6% r/r), a iglastej NBSK, gdzie po przejęciu Rottneros spółka ma długą pozycję, wzrosła o 8,7% r/r (924 USD/t). Osłabiająca się korona szwedzka do euro (EUR/SEK +5,7% r/r) dobrze wróży wynikom szwedzkich papierni.

Przemysł (produkcja wyrobów stalowych, handel stalą)

W obszarze przemysłu wyróżniamy in plus Stalprodukt oraz Cognor. Wyniki za 2Q'14 w Stalprodukcie powinny być trochę lepsze w ujęciu q/q, jednak akcentujemy lepszą perspektywę na 2H'14 dla segmentu cynku i blach. Jesteśmy zbudowani ostatnimi wzrostami cen cynku/ołowiu (na czym korzysta bezpośrednio ZHG) i liczymy na dobre wyniki tej dywizji w kolejnych kwartałach pozostawiając sobie otwartą opcję do rewizji założeń w górę. Z kolei w obszarze blach oczekujemy powolnej odbudowy wyników w 2H'14 (w porównaniu z 1H'14) z uwagi na wyższe ceny oraz lepszy mix sprzedaży (HIB). W przypadku Cognoru spodziewamy się niewielkiej erozji marż w ujęciu q/q (nie sprzyja poprawie marż erozja cen wyrobów końcowych), niemniej w obecnym trudnym otoczeniu rynkowym powinny to być dobre odczyty. Korzystnie na poziom EBITDA mogą też wysokie wolumeny produkcji (m.in. efekt ZW Profil).

Spodziewamy się, że 2Q'14 był też dość dobry dla Ferrum. W obszarze profili i rur pomimo niskich wolumenów i trudnej sytuacji cenowej spodziewamy się dodatniego EBIT. Większe oczekiwania ponownie wiążemy z segmentem konstrukcji stalowych w związku z realizacją kontraktów dla branży energetycznej.

Słabiej z kolei mogły wypaść rezultaty Stalprofilu oraz Izostalu. Optymistyczne dane sprzedażowe i poprawa marż dla dystrybutorów stali na przełomie 2013/2014 były jedynie krótkotrwałą sytuacją i kolejne miesiące 2014 roku przynoszą słabe wolumeny oraz zniżkujące ceny podstawowego asortymentu wyrobów stalowych. Z danych PUDS wynika, że większość głównych asortymentów zanotowała spadki cen w ujęciu q/q o większej skali niż to było w 1Q'14. Szacujemy, że średnia cena blachy gorącowalcowanej w 2Q'14 spadła q/q o ok. 52 PLN/t, średnia cena prętów spadła q/q o ok. 89 PLN/t, z kolei profile HEB potaniały średnio o ponad 90 PLN/t.

Izostal znajduje się w okresie niskiego wykorzystania mocy produkcyjnych. Tym samym rezultaty za 2014 rok są znacznie poniżej potencjału spółki. Kluczowe znaczenie dla wyników Izostalu w perspektywie 2015-2018 będą miały przetargi Gaz Systemu na dostawę rur izolowanych na potrzeby budowy gazociągów. Liczymy, że pierwsze znaczące zamówienia z nowej rundy inwestycyjnej Gaz Systemu spółka będzie realizowała na przełomie 1/2Q'15.

Media/Rozrywka

Sytuacja na rynku reklamy w 2Q'14 uległa dalszej stopniowej poprawie. Mamy nadzieję, że kolejne kwartały przyniosą utrwalenie pozytywnych tendencji, choć już z mniejszą dynamiką poprawy r/r.

Naturalnym beneficjentem ożywienia na rynku reklamy tv jest ATM Grupa. Spodziewamy się dobrych rezultatów zarówno w obszarze produkcji jak i nadawania. Dodatkowo pozytywnie na wynik netto powinien przełożyć się rezultat AidemMedia.

W przypadku TVN czy CPS oczekujemy lekkiej poprawy wyników EBITDA r/r (w przypadku CPS na porównywalnej bazie). Niemniej należy mieć na uwadze słabe odczyty oglądalności dla głównej anteny TVN, co może skłaniać do rewizji założeń na 2H'14 pod kątem przychodowym i kosztowym.

Słabo w 2Q'14 może zaprezentować się Agora. Jesteśmy rozczarowani niską frekwencją w kinach za 2Q'14. Inwestorzy powinni mieć na uwadze wzrost kosztów w spółce, co związane jest z zaawansowanym procesem cyfryzacji (jeden z podstawowych elementów zaprezentowanej strategii). Dotychczas bowiem Agora wprowadzała głównie programy cięcia kosztów, co okresowo neutralizowało ubytki w przychodach reklamowych.

Deweloperzy

Sytuacja branży jest dobra. Spółki są wspierane przede wszystkim przez niskie stopy procentowe, co z jednej strony zwiększa zdolność kredytową nabywców mieszkań, a z drugiej powoduje, że mieszkania stają się ciekawą formą inwestycji. Drugoplanowy dla deweloperów giełdowych pozostaje nadal program MdM, a także Fundusz Mieszkań na Wynajem oferowany przez BGK. Ożywienie gospodarcze jest widoczne przede wszystkim w dynamice sprzedaży, bowiem wszyscy najwięksi deweloperzy mieszkaniowi zwiększyli poziomy kontraktacji w 2Q'14 w ujęciu r/r. Nie do końca przekłada się to jednak na wyniki finansowe spółek. Szczególnie mocno widać to w przypadku Ronsona, który w 2Q'14 wypracował jedynie 1,9 mln PLN zysku netto, a kolejne kwartały zapowiadają się jeszcze gorzej. Przeciwnie wypadł też Dom Development. Co prawda r/r spółka poprawiła wyniki, jednak jest to skutek niskiej bazy. Zdecydowanie lepiej zaprezentował się Marvipol. Prognozowane przez nas przychody wzrosły o 60% r/r, a wynik netto grupy podniósł się do 13 mln PLN (+8,2 mln PLN r/r). Poprawy wyników oczekujemy również w przypadku gliwickiej PA Nova, która w 2Q'14 rozliczyła 3 kontrakty budowlane, zwiększając tym samym przychody o blisko 59% r/r i generując 5 mln PLN zysku netto.

Zestawienie podsumowujące

	Data publikacji	EBITDA [mln PLN]		zmiana r/r	EBIT [mln PLN]		zmiana r/r	Wynik netto [mln PLN]		zmiana r/r	stopa zwrotu			
		2Q'13	2Q'14P		2Q'13	2Q'14P		2Q'13	2Q'14P		1 mc	3mc	6mc	YTD
AGORA	14 sie 14	28,2	19,2	-32%	4,3	-5,0	-	0,6	-4,7	-	-16,8%	-25,1%	-17,2%	-19,3%
ARCTIC PAPER	1 wrz 14	3,3	37,5	1036%	-95,1	8,5	-	-86,4	-0,5	-	-8,5%	0,8%	-3,3%	-14,1%
ATM GRUPA	1 wrz 14	5,2	8,2	57%	0,4	3,2	721%	0,5	3,5	654%	-6,3%	2,3%	6,1%	4,0%
BUDIMEX	25 lip 14	53,7	59,9	12%	46,0	53,9	17%	32,8	41,5	27%	-6,3%	-15,7%	-12,9%	-10,6%
CERAMIKA N. GALA	1 wrz 14	5,4	5,7	6%	2,0	2,2	10%	-0,1	1,7	-	-14,3%	-14,9%	-26,8%	-24,1%
CIECH	29 sie 14	93,3	121,8	31%	40,9	66,5	63%	15,2	31,6	108%	3,7%	6,5%	15,7%	11,4%
COGNOR	29 sie 14	22,0	29,0	32%	12,3	20,8	69%	-16,2	4,8	-	-10,5%	0,6%	25,9%	39,3%
DOM DEVELOPMENT	21 sie 14	2,7	4,5	67%	1,9	3,7	100%	1,0	2,7	162%	-4,1%	-8,1%	-14,7%	-13,3%
ELBUDOWA	29 sie 14	1,7	7,7	353%	-1,9	3,9	-	-3,0	2,3	-	-6,1%	-14,9%	-33,6%	-30,0%
ERBUD	27 sie 14	8,2	10,0	22%	5,8	7,5	29%	2,0	4,0	100%	-0,5%	-11,3%	-22,2%	-25,6%
FERRO	26 sie 14	8,7	9,5	9%	8,2	9,0	10%	5,1	6,0	18%	-14,2%	-17,4%	-10,9%	-7,1%
FERRUM	1 wrz 14	-39,3	7,6	-	-42,2	4,8	-	-42,6	2,4	-	-9,1%	-23,7%	-30,2%	-32,0%
FORTE	29 sie 14	17,5	23,5	34%	13,3	19,1	44%	10,4	15,7	51%	-8,6%	2,9%	16,1%	14,1%
GLOBAL CITY*	29 sie 14			-			-			-	-3,4%	-9,1%	-4,1%	5,4%
GPW	31 lip 14	28,6	32,1	12%	20,7	25,0	21%	16,9	21,1	25%	-4,8%	-3,2%	-5,3%	-10,9%
GRAJEWÓ	28 sie 14	32,7	42,6	30%	22,1	30,9	40%	5,9	22,0	273%	-13,0%	-14,6%	-11,7%	-19,1%
GRUPA AZOTY	14 sie 14	554,9	213,2	-62%	369,1	69,5	-81%	348,7	42,4	-88%	-2,6%	33,8%	29,1%	19,8%
HARPER	29 sie 14	6,5	4,8	-26%	4,7	2,3	-51%	3,3	1,0	-70%	-14,5%	-25,8%	-26,1%	-26,1%
INTROL	29 sie 14	3,7	8,4	127%	2,2	6,9	214%	2,1	5,6	167%	-2,2%	-7,8%	-4,9%	-8,4%
IZOSTAL	27 sie 14	6,0	2,5	-58%	4,8	1,3	-73%	4,1	0,9	-78%	5,7%	-7,3%	-3,5%	0,2%
KĘTY	7 sie 14	53,0	80,4	52%	33,1	59,5	80%	42,9	49,9	16%	3,7%	6,4%	3,2%	1,6%
LIBET	28 sie 14	16,7	15,2	-9%	10,8	9,7	-10%	7,4	6,5	-12%	-7,2%	-7,5%	-7,5%	-2,3%
LOTOS	13 sie 14	60,0	336,2	460%	-100,8	134,5	-	-126,1	46,0	-	-1,2%	-1,8%	7,0%	7,2%
MARVIPOL	1 wrz 14	10,6	19,8	86%	9,7	18,9	95%	4,8	13,0	173%	-3,4%	-0,2%	25,0%	25,3%
MS ZABRZE	29 sie 14	5,8	9,5	64%	2,4	6,1	154%	2,6	3,6	38%	-6,8%	-5,8%	-6,8%	-8,7%
ORBIS	28 sie 14	62,9	73,9	17%	34,5	45,8	33%	27,4	37,9	38%	-3,0%	4,0%	2,2%	4,0%
PA NOVA	28 sie 14	8,2	8,9	8%	7,5	8,3	11%	4,2	5,0	18%	-4,7%	3,1%	-4,7%	-8,3%
PCC ROKITA	27 sie 14	32,1	30,9	-4%	19,6	20,0	2%	16,0	14,7	-8%	#ARGI	#ARGI	#ARGI	#ARGI
PHN	1 wrz 14	-32,3	8,9	-	-32,8	8,4	-	-23,1	7,9	-	-17,8%	-23,1%	-14,5%	-13,6%
PKN ORLEN	23 lip 14	430,0	1 034,0	140%	-120,0	478,0	-	-207,0	314,0	-	1,9%	-2,6%	0,7%	3,4%
POLICE	14 sie 14	52,8	53,8	2%	31,9	22,5	-29%	23,4	17,3	-26%	-3,6%	12,4%	11,3%	-5,8%
PRAGMA FAKTORING	28 sie 14	1,9	2,5	31%	1,9	2,4	31%	0,7	1,1	52%	-10,5%	11,5%	-5,2%	-12,4%
PRAGMA INKASO	28 sie 14	3,9	4,0	4%	3,6	3,8	5%	1,4	1,0	-31%	-5,4%	-10,0%	-14,1%	-14,4%
RAWLPLUG	1 wrz 14	17,8	18,2	2%	11,5	11,8	3%	4,6	5,6	22%	-14,8%	-19,9%	-10,3%	-15,5%
ROBYG	21 sie 14	11,9	18,4	55%	11,7	18,1	55%	3,9	11,9	205%	-6,9%	-16,2%	-7,3%	-1,4%
RONSON	6 sie 14	5,2	3,7	-28%	5,0	3,6	-28%	4,0	1,9	-51%	-1,4%	-15,1%	-28,8%	-21,9%
ROVESE	1 wrz 14	50,2	49,6	-1%	12,5	6,5	-48%	-29,5	-8,9	-	-9,2%	-7,9%	-38,6%	-38,0%
SELENA FM	29 sie 14	23,0	28,2	23%	16,7	21,8	31%	11,6	19,0	64%	-0,3%	2,7%	-11,5%	-9,3%
SONEL	29 sie 14	2,9	3,0	3%	1,2	1,3	8%	1,2	1,2	0%	-13,0%	-22,2%	-22,0%	-14,1%
STALPROFIL	29 sie 14	9,7	6,7	-31%	7,0	4,0	-43%	3,9	2,5	-36%	-6,0%	-21,0%	-32,8%	-31,3%
STALPRODUKT	29 sie 14	46,8	52,9	13%	15,8	19,4	23%	15,1	15,3	1%	-4,3%	-11,5%	-1,2%	9,3%
SYNTHOS	29 sie 14	132,1	134,7	2%	93,6	97,4	4%	88,9	84,8	-5%	-2,2%	-14,1%	-18,7%	-18,8%
ŚNIEŻKA	28 sie 14	23,7	18,5	-22%	18,8	13,9	-26%	14,4	11,2	-22%	1,9%	-1,4%	-25,6%	-18,9%
TESGAS	1 wrz 14	0,3	0,9	200%	-0,4	0,2	-	-0,2	0,2	-	-8,5%	-13,3%	6,7%	28,7%
TVN	27 sie 14	157,4	173,6	10%	137,3	157,5	15%	-29,9	93,5	-	-3,2%	-8,5%	1,8%	2,1%
VOXEL	29 sie 14	3,5	4,6	31%	0,9	1,8	100%	0,5	0,7	40%	11,0%	5,9%	-28,8%	-24,5%
ZAP (Pulawy)	14 sie 14	147,7	91,5	-38%	110,5	53,9	-51%	104,4	47,0	-55%	-2,9%	2,1%	-2,9%	-17,9%

* model w aktualizacji

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Realizacja założeń rocznych po 2Q'14

	Przychody			realizacja roczna		EBITDA			realizacja roczna		zysk netto			realizacja roczna	
	2014P	2Q'14P	1H'14P	2Q'14P	1H'14P	2014P	2Q'14P	1H'14P	2Q'14P	1H'14P	2014P	2Q'14	1H'14	2Q'14P	1H'14P
AGORA	1 064,6	257,6	511,6	24%	48%	73,4	19,2	33,4	26%	45%	-23,9	-4,7	-13,6	20%	57%
ARCTIC PAPER	3 049,5	729,5	1 534,0	24%	50%	170,1	37,5	86,0	22%	51%	17,1	-0,5	5,2	-3%	30%
ATM GRUPA	145,7	31,1	60,5	21%	42%	34,2	8,1	16,2	24%	47%	15,2	3,5	7,5	23%	49%
BUDIMEX	4 631,2	1 196,3	2 030,4	26%	44%	230,4	59,9	118,5	26%	51%	166,6	41,5	84,2	25%	51%
CERAMIKA N. GALA	198,4	54,6	96,3	28%	49%	21,5	5,7	9,9	27%	46%	5,2	1,7	2,6	33%	50%
CIECH	3 290,1	836,1	1 681,1	25%	51%	503,9	121,8	244,8	24%	49%	140,0	31,6	38,0	23%	27%
COGNOR	1 411,9	360,1	711,5	26%	50%	115,6	29,0	61,6	25%	53%	17,0	4,8	10,9	28%	64%
DOM DEVELOPMENT	787,2	182,6	381,3	23%	48%	63,8	4,5	14,1	7%	22%	50,8	2,7	12,0	5%	24%
ELBUDOWA	1 207,0	255,6	440,1	21%	36%	46,1	7,7	10,3	17%	22%	20,5	2,3	-0,9	11%	-4%
ERBUD	1 384,7	347,6	631,2	25%	46%	44,7	10,0	17,6	22%	39%	21,3	4,0	5,3	19%	25%
FERRO	281,7	69,5	134,9	25%	48%	38,4	9,5	20,5	25%	53%	23,0	6,0	11,5	26%	50%
FERRUM	327,8	86,2	167,7	26%	51%	27,6	7,6	12,2	27%	44%	8,1	2,4	2,9	30%	36%
FORTE	779,0	178,3	390,3	23%	50%	112,4	23,5	55,5	21%	49%	78,4	15,7	38,9	20%	50%
GLOBAL CITY*				-	-				-	-				-	-
GPW	312,7	71,5	158,1	23%	51%	160,7	32,1	81,2	20%	51%	113,5	21,1	58,7	19%	52%
GRAJEWÓ	1 653,0	383,7	780,5	23%	47%	190,6	42,6	84,7	22%	44%	104,2	22,0	42,3	21%	41%
GRUPA AZOTY	9 337,6	2 155,4	4 858,2	23%	52%	984,4	213,2	538,3	22%	55%	287,4	42,4	178,5	15%	62%
HARPER	225,1	56,1	106,6	25%	47%	35,2	4,8	9,0	14%	26%	33,9	1,0	17,4	3%	51%
INTROL	450,4	114,0	231,1	25%	51%	33,9	8,4	16,3	25%	48%	19,9	5,6	9,8	28%	49%
IZOSTAL	165,0	40,3	80,4	24%	49%	10,5	2,5	4,8	24%	46%	5,2	0,9	2,6	17%	50%
KĘTY	1 773,7	436,2	849,1	25%	48%	288,4	80,4	148,2	28%	51%	157,3	49,9	80,7	32%	51%
LIBET	241,3	65,5	95,6	27%	40%	42,5	15,2	17,8	36%	42%	10,3	6,5	2,9	63%	28%
LOTOS	32 012,5	7 615,8	14 792,8	24%	46%	1 834,8	336,2	567,8	18%	31%	419,8	46,0	13,6	11%	3%
MARVIPOL	650,9	149,8	337,0	23%	52%	84,8	19,8	48,8	23%	58%	55,1	13,0	32,7	24%	59%
MS ZABRZE	801,5	192,8	351,0	24%	44%	42,1	9,5	20,5	23%	49%	17,8	3,6	7,7	20%	43%
ORBIS	710,1	200,7	329,2	28%	46%	211,7	73,9	89,2	35%	42%	83,0	37,9	27,9	46%	34%
PA NOVA	167,5	55,4	92,9	33%	55%	35,2	8,9	20,1	25%	57%	19,6	5,0	11,8	25%	60%
PCC ROKITA	1 016,7	259,6	523,1	26%	51%	126,5	30,9	59,0	24%	47%	63,2	14,7	29,1	23%	46%
PHN	170,1	39,4	79,2	23%	47%	36,3	8,9	12,0	24%	33%	30,3	7,9	10,3	26%	34%
PKN ORLEN	116 225,0	29 341,0	53 460,0	25%	46%	4 806,0	1 034,0	1 810,0	22%	38%	1 755,0	314,0	378,0	18%	22%
POLICE	2 461,4	603,0	1 234,5	24%	50%	175,8	53,8	104,5	31%	59%	37,5	17,3	33,7	46%	90%
PRAGMA FAKTORING	20,7	5,0	9,6	24%	47%	10,5	2,5	4,9	24%	46%	4,6	1,1	2,1	23%	45%
PRAGMA INKASO	37,7	9,1	18,0	24%	48%	18,3	4,0	8,2	22%	45%	5,8	1,0	2,3	17%	40%
RAWLPLUG (KOELNER)	692,8	180,7	337,2	26%	49%	69,4	18,2	31,3	26%	45%	20,2	5,6	7,2	28%	36%
ROBYG	489,8	163,7	321,9	33%	66%	55,7	18,4	38,7	33%	69%	31,4	11,9	21,7	38%	69%
RONSON	191,3	48,2	114,1	25%	60%	4,5	3,7	9,5	83%	210%	1,5	1,9	6,7	129%	446%
ROVESE	1 813,3	473,2	862,6	26%	48%	254,5	49,6	91,7	19%	36%	-160,5	-8,9	-206,7	-	-
SELENA FM	1 138,5	301,3	501,4	26%	44%	86,8	28,2	29,0	32%	33%	40,0	19,0	2,2	48%	6%
SONEL	53,8	10,9	22,0	20%	41%	14,0	3,0	6,0	21%	43%	6,8	1,2	2,5	18%	37%
STALPROFIL	690,5	173,5	343,3	25%	50%	26,6	6,7	12,9	25%	48%	9,9	2,5	4,5	25%	45%
STALPRODUKT	2 800,9	685,1	1 357,7	24%	48%	233,3	52,9	105,0	23%	45%	79,6	15,3	25,8	19%	32%
SYNTHOS	5 325,5	1 151,1	2 430,7	22%	46%	663,5	134,7	292,7	20%	44%	452,9	84,8	192,9	19%	43%
ŚNIEŻKA	551,7	177,1	288,6	32%	52%	61,9	18,5	31,1	30%	50%	32,9	11,2	16,8	34%	51%
TESGAS	73,9	17,9	34,8	24%	47%	3,9	0,9	1,2	23%	31%	1,4	0,2	0,1	14%	7%
TVN	1 588,5	437,9	789,7	28%	50%	550,1	173,6	269,4	32%	49%	272,3	93,5	103,5	34%	38%
VOXEL	126,9	25,7	47,1	20%	37%	20,6	4,6	9,6	22%	47%	4,1	0,7	2,0	17%	49%
ZAP (Pulawy)	3 578,1	812,9	1 796,2	23%	50%	462,5	91,5	240,2	20%	52%	271,2	47,0	145,2	17%	54%

* model w aktualizacji

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zestawienie podsumowujące

Spółka	Analitik	Ocena	Komentarz
ARCTIC PAPER	Brymora	pozytywna	sprzyjające otoczenie surowcowe (niższe ceny BHP, wysokie NBSK) i walutowe, w szczególności osłabienie korony szwedzkiej
ATM GRUPA	Bobrowski	pozytywna	
CIECH	Brymora	pozytywna	utrzymująca się dobra koniunktura w segmencie sodowym, szczególna poprawa wyników SDC dzięki niższym kosztom gazu w Niemczech
COGNOR	Bobrowski	pozytywna	
INTROL	Pado	pozytywna	pozytywny efekt EC Rzeszów w wynikach, prognoza roczna wykonana w połowie
KĘTY	Pado	pozytywna	wysokie dynamiki wyników, spodziewane podniesienie prognozy
MARVIPOL	Górniki	pozytywna	przekazania z 3 projektów mieszkaniowych; wzrost wolumenu sprzedaży aut; ogłoszenie nowej strategii dla całej grupy
ORBIS	Bobrowski	pozytywna	
PA NOVA	Górniki	pozytywna	niedoszacowany deweloper komercyjny; rozliczenie 3 kontraktów budowlanych
POLICE	Brymora	pozytywna	relatywnie korzystniejsze otoczenie w nawozach wieloskładnikowych i w konsekwencji najlepsze wyniki w Grupie Azoty
STALPRODUKT	Bobrowski	pozytywna	
BUDIMEX	Pado	neutralnie pozytywna	lekka poprawa wyników r/r, dobra sprzedaż deweloperska oraz pozyskiwanie kontraktów (Turów, GDDKiA) powinny owocować w kolejnych okresach (2015-16)
FERRO	Pado	neutralnie pozytywna	ekspozycja na ożywienie w regionie CEE, sprzyjające surowce w 2Q'14 (obecnie wzrost cen miedzi)
FORTE	Brymora	neutralnie pozytywna	utrzymująca się dobra koniunktura w branży meblowej, wysoka ale słabnąca dynamika sprzedaży
GRAJEWO	Brymora	neutralnie pozytywna	utrzymująca się dobra koniunktura w branży meblowej, ale dynamika sprzedaży poniżej rynku
ROBYG	Górniki	neutralnie pozytywna	utrzymanie lidera pod względem kontraktacji; stabilna baza gotówkowa
CERAMIKA N. GALA	Pado	neutralnie	operacyjnie kwartał zbliżony r/r, negatywny efekt zawirowań na wschodzie także na rynku polskim (presja na ceny) spółka próbuje równoważyć oszczędnościami kosztowymi
ERBUD	Pado	neutralnie	wyniki lepsze r/r, jednak bez rewelacji, rekordowy portfel zleceń z przełożeniem na kolejne Q
FERRUM	Bobrowski	neutralnie	
GLOBAL CITY	Bobrowski	neutralnie	
GPW	Bobrowski	neutralnie	
LIBET	Pado	neutralnie	spodziewany efekt wypłaszczenia wyników po bardzo dobrym 1Q'14 (utrzymana poprawa w skali półrocznej)
LOTOS	Pado	neutralnie	słabe otoczenie makro dla rafinerii, jednak niska baza (2Q'13: remont) powinna dać miejsce do dobrej dynamiki wyników
MS ZABRZE	Pado	neutralnie	niska baza z 2013 roku, duże pole do poprawy wyników w kolejnych Q, znak zapytania przy rozliczeniu kontraktów z RPA
PCC ROKITA	Brymora	neutralnie	słabsze wyniki w alkaliach zrekompensovane lepszym otoczeniem biznesowym w polioliach (tańszy tlenek propylenu)
PKN ORLEN	Pado	neutralnie	słabe otoczenie makro dla rafinerii, duża poprawa wyników raportowanych (efekt LIFO), oczekiwanie na aktualizację strategii i decyzję w sprawie Możejok
PRAGMA FAKTORING	Bobrowski	neutralnie	
SELENA FM	Pado	neutralnie	słaba Rosja równoważona przez dobrą koniunkturę na innych głównych rynkach, mniejsza r/r kontrybucja do EBIT negatywnych zdarzeń jednorazowych
SONEL	Brymora	neutralnie	spadek sprzedaży w Rosji zrekompensovany wzrostem na pozostałych rynkach, głównie azjatyckich
SYNTHOS	Brymora	neutralnie	stabilny wynikowo kwartał, słabiej w biznesie kauczukowym, lepiej w styrenopochodnych
TESGAS	Pado	neutralnie	wyraźna poprawa backlogu r/r (przy dość ograniczonym polu do poprawy marży)
TVN	Bobrowski	neutralnie	
VOXEL	Pado	neutralnie	lekka poprawa wyników r/r, w dłuższym terminie perspektywa wyraźniejszej poprawy w przypadku pozyskania kontraktów na nowe PET
PHN	Górniki	neutralne	przychody na stabilnym poziomie; trwająca restrukturyzacja portfela nieruchomości; brak ofert dla przejęcia pakietu od MSP
DOM DEVELOPMENT	Górniki	neutralnie negatywna	słaby moment wynikowy; płaskie wyniki finansowe w 2Q'14 i '14; niska dynamika kontraktacji
ELBUDOWA	Pado	neutralnie negatywna	poprawa względem bardzo słabego 1Q'14, spodziewamy się jednak silnie ujemnego cash flow (finansowanie kontraktów dla PSE)
HARPER	Pado	neutralnie negatywna	oczekiwanie na efekty uruchomienia Arvella (3/4Q'14) - przejściowo pojawiają się wyższe koszty wdrożenia
PRAGMA INKASO	Bobrowski		
RAWLPLUG (KOELNER)	Brymora	neutralnie negatywna	osłabienie dynamiki sprzedaży, ograniczona poprawa marży przez droższą stal
ROVESE	Pado	neutralnie negatywna	wyniki pod wpływem trudnej sytuacji na wschodzie
ŚNIEŻKA	Pado	neutralnie negatywna	słabe wyniki na Ukrainie, mniejsza skala poprawy w Polsce niż w 1Q'14
AGORA	Bobrowski	negatywna	
GRUPA AZOTY	Brymora	negatywna	pogorszenie sytuacji w biznesie nawozowym, brak wyraźniejszej poprawy w obszarze tworzyw
IZOSTAL	Bobrowski	negatywna	
RONSON	Górniki	negatywna	spadek wyników finansowych z perspektywą strat netto w kolejnych kwartałach; odsunięcie polityki dywidendowej
STALPROFIL	Bobrowski	negatywna	
ZAP (Puławy)	Brymora	negatywna	relatywnie najgorsze wyniki w Grupie Azoty przez znaczący spadek cen/marż nawozów azotowych, w szczególności mocznika/RSM

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

			2013	2014P	2015P	Analityk:
Kurs [PLN]	8.00	P/E	---	---	---	Maciek Bobrowski
MC [mln PLN]	407.5	EV/EBITDA	3.5x	5.3x	4.2x	bobrowski@bdm.pl
		EV/EBIT	---	---	---	tel.: 032 208 14 12

Obawiamy się, że okres 2Q'14 może przynieść pogłębienie erozji wyników Agory w ujęciu r/r. Trwała utrata przychodów z obszaru prasy nie jest dla nas zaskoczeniem. Akcentujemy jednak to, że inwestorzy powinni mieć też na uwadze wzrost kosztów w tym segmencie biznesowym, co związane jest z zaawansowanym procesem cyfryzacji (jeden z podstawowych elementów zaprezentowanej strategii). Dotychczas Agora wprowadzała programy cięcia kosztów co neutralizowało częściowo ubytki w przychodach reklamowych.

Jesteśmy rozczarowani danymi o frekwencji w kinach w Polsce za 2Q'14. Pod względem frekwencji był to bowiem zaskakująco trudny okres i pomimo bardzo niskiej bazy z 2Q'13 nie udało się jednak poprawić rezultatów. Wcześniej liczyliśmy, że 2014 rok przyniesie wyraźne odbicie rynku kinowego w Polsce, a jak pokazuje 1H'14 rynek uległ nawet dalszej erozji. Szacujemy, że pod względem wolumenów polski rynek kinowy w 2Q'14 skurczył się o ok. 5% r/r. Bardzo słaby był w szczególności kwiecień'14. Spadki odnotowano także w maju'14. Dopiero w czerwcu nastąpiło odbicie, dzięki czemu zniwelowano krytycznie słabe odczyty z poprzednich dwóch miesięcy. W box office brakowało wyraźnych tytułów, które uznane były za zdecydowanych liderów (negatywnie na frekwencję wpływały też mało popularne krajowe produkcje). Do najpopularniejszych pozycji w 2Q'14 w Polsce należała animacja Rio2, czarownice, Jak wytresować smoka. Na czwartym miejscu pod względem popularności znalazła się krajowa produkcja: Powstanie Warszawskie.

Zestawienie najpopularniejszych tytułów w Polsce w 2Q'14 w okresie weekendowym

Lp.	Tytuł	2Q'13	Lp.	Tytuł	2Q'14
1	Iron Man 3D	366	1	Rio 2	431
2	Krudowie 3D	365	2	Czarownica	305
3	Układ zamknięty	332	3	Jak wytresować smoka 2	291
4	Kac Vegas III	296	4	Powstanie Warszawskie	254
5	Szybcy i wściekli 6	275	5	Transformers: wiek zagłady	156
6	Tajemnica Zielonego Królestwa 3D	240	6	Godzilla	148
7	Oszukane	230	7	Niesamowity Spider-Man 2	139
8	Wielki Gatsby 3D	139	8	X-Men: Przeszłość, która nadejdzie	116
9	Niepamięć	108	9	Noe: wybrany przez Boga	100
10	Intruz	98	10	Niebo istnieje...naprawdę	88
11	Iluzja	87	11	Grand Budapest Hotel	64
12	Człowiek ze stali 3D	87	12	Kapitan Ameryka: Zimowy Żołnierz	56
Frekwencja na top 12 [tys.]		2 624	Frekwencja na top 12 [tys.]		2 149
Udział top 12 we frekwencji za 2Q'13		76%	Udział top 12 we frekwencji za 2Q'14		65%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Stopklatka, PISF, boxoffice.pl

Pozytywnych akcentów oczekujemy z kolei w segmencie internetu. Liczymy, że spółka wykaże satysfakcjonujące wzrosty również w segmencie radio. Spodziewamy się też poprawy rezultatów r/r w segmencie outdoor (zwracamy uwagę, że w 2H'14 wejdzie w zaawansowaną fazę projekt budowy wiat w Warszawie).

Podsumowując, na 2Q'14 zakładamy spadek wyniku EBITDA do 19.2 mln PLN. na poziomie EBIT liczymy się ze stratą w wysokości 5 mln PLN. Na poziomie netto wg naszych założeń strata powinna być również na poziomie ok. 5 mln PLN. Słabe wyniki za 1H'14 oraz nieoszacowany wcześniej poziom kosztów zmusił nas do rewizji w dół całorocznych wyników spółki. Tym samym decydujemy się na obniżenie zysku EBITDA do 73.4 mln PLN. Podtrzymujemy jednak nasze nastawienie co do dalszych perspektyw dla spółki i uważamy, że obserwowane zmiany jakościowe w grupie powinny pozytywnie przełożyć się na budowę wartości dla akcjonariuszy.

Prognozy wyników Agory [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	271.8	257.6	-5.2%	533.7	511.6	-4.1%	1 073.94	1 064.6	-0.9%	1 127.2	5.9%
Koszty operacyjne	267.7	262.5	-1.9%	529.8	520.8	-1.7%	1 069.44	1 088.86	1.8%	1 200.7	10.3%
EBITDA	28.2	19.2	-32.0%	53.2	33.4	-37.3%	103.47	73.41	-29.1%	101.6	38.4%
EBIT	4.3	-5.0	---	4.0	-14.6	---	7.38	-24.26	---	1.0	---
Zysk (strata) netto	0.6	-4.7	---	-0.8	-13.6	---	1.18	-23.90	---	0.5	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ARCTIC PAPER

			2013*	2014P	2015P
Kurs [PLN]	2,43	P/E		9,8	9,3
MC [mln PLN]	168,4	EV/EBITDA	7,3	2,8	2,7
		EV/EBIT	0,0	9,1	9,2
		P/BV	0,3	0,3	0,3

*dla wyników oczyszczonych

W 2Q'14 spółce sprzyjało zarówno otoczenie surowcowe jak i walutowe. Średnia cena kluczowej celulozy BHKP (każde 10 USD/t spadku to 11 mln PLN marży w skali roku) wyniosła 752 USD/t (-7,6% r/r). Z kolei notowania celulozy iglastej, gdzie po przejęciu Rottneros spółka ma długą pozycję (każde 10 USD/t wzrostu to ok. 6 mln PLN marży w skali roku), wzrosła o 8,7% r/r (924 USD/t). Dodatkowo spółce pomagały waluty, w szczególności osłabiająca się korona szwedzka do euro (EUR/SEK +5,7% r/r), co dobrze wróży wynikom szwedzkich papierni. Wolumenowo zakładamy ok. 178k ton sprzedaży papieru (-3% r/r z uwagi na zamknięcie jednej maszyny w Mochenwangen) i 90k celulozy w Rottnerosie (+3% r/r). Reasumując, w samym Arctic Paper oczekujemy ok. 27,2 mln PLN EBITDA wobec 4,6 mln PLN oczyszczonej przed rokiem przy przychodach rzędu 566 mln PLN (-2,6% r/r). Resztę powinien dołożyć Rottneros (wyniki 23 lipca), gdzie spodziewamy się ok. 10,3 mln PLN EBITDA (22,4 mln SEK vs 11 mln SEK adj. rok temu) przy 163 mln PLN sprzedaży (395 mln SEK, +7% r/r). Korzystne tendencje na surowcach są kontynuowane w lipcu, co dobrze wróży wynikom kolejnych kwartałów. Celuloza BHKP kosztuje ok. 730 USD/t przy ok. 930 USD/t NBSK. W Urugwaju produkcję rozpoczęła długo oczekiwana fabryka BHKP (JV Stora Enso i Arauco, 1,3 mln ton rocznie), co sprowadziło ceny poniżej naszych oczekiwań (ok. 740 USD/t). Największym ryzykiem dla spółki pozostaje na ten moment potencjalna emisja akcji wynikająca z aneksu do refinansowania zadłużenia w grudniu'13.

Prognozy wyników na 2Q'2014 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	763,7	729,5	-4,5%	1 578,1	1 534,0	-2,8%	3 097,0	3 049,5	-1,5%	2 967,5	-2,7%
Wynik brutto na sprzedaży	-7,8	93,1		81,6	196,7	141,0%	190,4	400,7	110,4%	397,6	-0,8%
EBITDA	-63,3	37,5		-30,9	86,0		-26,1	170,1		155,3	
EBITDA Adj.	3,3	37,5	1019,5%	35,7	86,0	140,8%	72,9	170,1		155,3	-8,7%
EBIT	-95,1	8,2		-94,8	27,6		-152,1	53,3		46,3	-13,1%
Zysk brutto	-103,5	0,4		-108,9	11,9		-183,2	22,0		19,7	-10,7%
Zysk netto	-86,4	-0,5		-90,5	5,2		-132,7	17,1		18,1	5,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	-1,0%	12,8%		5,2%	12,8%		6,1%	13,1%		13,4%	
Marża EBITDA	0,4%	5,1%		2,3%	5,6%		2,4%	5,6%		5,2%	
Marża EBIT	-12,5%	1,1%		-6,0%	1,8%		-4,9%	1,7%		1,6%	
Marża zysku netto	-11,3%	-0,1%		-5,7%	0,3%		-4,3%	0,6%		0,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Adj.: oczyszczone o odpis aktualizujący wartość aktywów w kwocie 103,4 mln PLN w całym 2013 roku (-66,6 mln PLN w 2Q'13)

Analitik:

Krystian Brymora

brymora@bdm.pl

tel.: 032 208 14 35

ATM GRUPA

			2012	2013	2014P	2015P	
Kurs [PLN]	3.15	P/E	-30.5x	43.0x	17.2x	14.9x	<u>Analitik:</u>
MC [mln PLN]	266.6	EV/EBITDA	27.9x	9.2x	7.2x	6.8x	Maciek Bobrowski
		EV/EBIT	-26.4x	35.4x	16.9x	15.2x	bobrowski@bdm.pl
							tel.: 032 208 14 12

Obecnie silnym czynnikiem wzrostowym budującym wartość ATM Grupa jest posiadany pakiet 50% udziałów w AidemMedia. Przełom 2012/2013 roku przyniósł fundamentalne zmiany w sposobie działania tego podmiotu i nastąpiło zdecydowane wejście w produkcję lekkich gier dedykowanych na smartfony (platformy: Windows/Mac OS, WebPlayer – Virtual Words, iPhone, iPad, Android). Okres 2H'13 przyniósł dynamiczną poprawę zyskowności i 1Q'14 potwierdził możliwość wykazywania powtarzalnych dobrych rezultatów. W naszym modelu przyjmujemy, że AidemMedia za 2014 rok wypracuje ok. 10.4 mln PLN zysku netto. W chwili obecnej na kolejne lata nie uwzględniamy dalszej istotnej poprawy. Zwracamy jednak uwagę, że AidemMedia jest na dynamicznej ścieżce rozwoju i pozytywna materializacja dalszych zmian zachodzących w tym podmiocie może pozwolić nam w przyszłości na kolejne istotne korekty in plus.

Założenia dla segmentu produkcji i zarządzania aktywami trwałymi

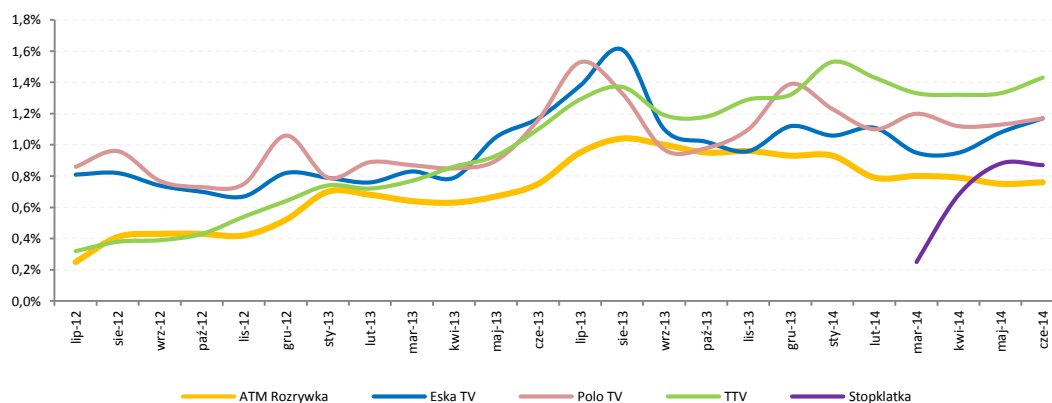
Jak już zwracaliśmy uwagę we wcześniejszych raportach spółka stanowi dobrą ekspozycję na poprawę sytuacji na rynku reklamy tv i zwiększenie budżetów produkcyjnych (szczególnie przez główną antenę Polsatu i docelowo przez TVP). Zwracamy uwagę, że ATM Grupa w obszarze produkcji tv w minionych latach realizowała duże inwestycje i posiada nowoczesną infrastrukturę, która przy obecnych coraz bardziej sprzyjających warunkach przyczynia się do efektu dużej dźwigni operacyjnej (koszty stałe vs koszty zmienne).

Rok 2014 jest wg nas dobrze zakontraktowany w zakresie produkcji tv dla Polsatu i TVP. Będzie widać zatem dodatnią dynamikę r/r (szczytu produkcji w 2014 roku spodziewamy się w 3Q). Liczymy też na poprawę rezultatów z wynajmu na co złoży się wykorzystanie wozów transmisyjnych oraz wzrost wynajmu powierzchni studyjnej w centrum produkcyjnym w Warszawie. Dlatego w 2014 roku zakładamy wzrost przychodów z produkcji i wynajmu do prawie 119 mln PLN. W wynikach za 4Q'14 ujmujemy wpływ z tantiem (w 2013 roku pozytywny efekt tantiem był widoczny z 3Q'13) oraz rozpoznanie straty na animacji Złote Krople (premiera kinowa może być przesunięta na 1Q'15). Tym samym na poziomie EBIT oczekujemy poprawy wyniku EBITDA do prawie 28 mln PLN. Nasze założenia na 2015 rok uwzględniają wysokie poziom kontraktacji produkcji tv w 2014 roku i na obecnym etapie nie spodziewamy się istotnej poprawy r/r (impulsem mogłyby być nowe umowy z innymi antenami komercyjnymi).

Założenia dla segmentu nadawanie (ATM Rozrywka TV)

Wyniki oglądalności ATM TV po zmianie panelu badawczego uległy obniżeniu. Od kilku odczytów średnie miesięczne udziały ATM TV w rynku wynoszą ok. 0.75-0.8%. Dane te są dla nas trochę rozczarowujące i przyjmujemy, że średnioroczna oglądalność w dalszej części 2014 roku nie ulegnie istotnej zmianie (w okresie wakacyjnym liczymy jednak na niewielkie wzrosty z uwagi na fakt, że na innych antenach również będą wyświetlane powtórki).

Dotychczas spółka nie zdecydowała się na odważniejsze ruchy w sferze programingu i nie oczekujemy w tym zakresie istotnych zmian w 2014 roku. W kolejnych latach wciąż utrzymujemy założenie niskokosztowego profilu biznesowego. W modelu przyjmujemy, że wpływ reklamowy w 2014 roku wzrosną o niespełna 4 mln PLN z poziomu 17.8 mln PLN do 21.5 mln PLN (w porównaniu z poprzednim modelem wpływ niższe o ok. 1 mln PLN), z kolei wynik EBITDA segmentu nadawanie wg naszych szacunków powinien wzrosnąć r/r o ok. 1.6 mln PLN z 3.9 mln PLN do 5.5 mln PLN.

Porównanie oglądalności 4 anten dostępnych na MUX1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Nielsen Audience Measurement, spółka

Założenia dla pozostałych aktywów spółki

Trzecim istotnym obszarem decydującym o wartości spółki są nieruchomości nieoperacyjne dla segmentu produkcji tv i zarządzania. Podmiotem odpowiedzialnym za działalność deweloperską jest ATM Inwestycje. Na koniec 1Q'14 spółka wykazywała na bilansie bank ziemi warty ok. 47.25 mln PLN (w samym 4Q'13 spółka dokupiła grunty za ponad 7 mln PLN). Historycznie spółka zrealizowała „Osiedle Filmowe” przy ul. Storczykowej i Lawendowej w Bielanych Wrocławskich (48 domów i lokali w zabudowie szeregowej) oraz kompleks 14 domów w zabudowie szeregowej przy ul. Dwa Światy w Bielanych Wrocławskich.

Obecnie realizowane jest „Osiedle Przy Zamku”. Spodziewamy się, że z działalności deweloperskiej w 2014 roku spółka wykaże ok. 5 mln PLN przychodów, a w 2015 roku będzie to ok. 15 mln PLN. Obecny bank ziemi, jak szacujemy, pozwoli spółce na realizację kolejnych projektów na ok. 30 tys. PUM.

Prognozy wyników w podziale na segmenty

Razem Atm Grupa	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	24.94	25.98	38.90	31.28	29.44	31.07	42.50	42.69	115.34	109.92	121.10	145.69	166.26	173.79
EBITDA	4.36	5.19	12.91	4.08	8.11	8.13	9.19	8.58	20.85	8.53	26.53	34.19	37.21	36.18
EBIT	-0.49	0.39	8.07	-1.12	3.34	3.20	4.29	3.73	1.99	-9.92	6.85	14.57	16.60	17.51
Saldo finansowe	0.02	0.00	-0.10	-0.20	-0.23	-0.17	-0.53	-0.53	0.67	-0.93	-0.29	-1.46	-0.73	-0.72
Wynik w jedn. stowarzyszonych	0.11	0.24	0.41	0.81	1.40	1.25	1.25	1.30	-0.02	0.03	1.57	5.20	5.72	6.01
Wynik netto	-0.39	0.46	6.83	-0.87	4.01	3.47	4.06	3.65	2.10	-8.75	6.03	15.18	17.49	18.46
marża EBITDA	17.5%	20.0%	33.2%	13.1%	27.5%	26.2%	21.6%	20.1%	18.1%	7.8%	21.9%	23.5%	22.4%	20.8%
marża EBIT	-2.0%	1.5%	20.7%	-3.6%	11.4%	10.3%	10.1%	8.7%	1.7%	-9.0%	5.7%	10.0%	10.0%	10.1%
Segment produkcji i zarządzania	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	21.35	21.58	34.37	25.01	24.31	24.83	34.94	34.91	115.34	103.77	103.31	118.99	127.79	133.22
EBITDA	3.81	5.03	11.14	2.36	7.04	6.40	7.86	6.57	21.10	9.33	22.61	27.87	29.23	27.90
EBIT	-0.63	0.95	6.73	-2.48	2.63	1.82	3.31	2.08	2.24	-8.52	4.80	9.85	10.03	10.63
marża EBITDA	19.3%	21.3%	34.4%	7.4%	28.9%	25.8%	22.5%	18.8%	18.3%	9.0%	21.9%	23.4%	22.9%	20.9%
marża EBIT	-1.5%	2.6%	21.7%	-11.8%	10.8%	7.3%	9.5%	6.0%	1.9%	-8.2%	4.6%	8.3%	7.9%	8.0%
Istotne zdarzenia jednorazowe	0.00	0.00	0.00	-3.46	0.00	0.00	0.00	-2.25	-3.00	-3.95	-3.46	-2.25	0.00	0.00
Segment nadawania	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	3.49	4.03	4.27	6.01	4.93	6.03	4.49	6.05	0.00	6.14	17.79	21.50	23.48	25.57
EBITDA	0.22	0.51	0.98	2.21	0.97	1.73	0.87	1.74	-0.25	-0.80	3.92	5.50	5.72	6.03
EBIT	-0.18	-0.18	0.54	1.86	0.62	1.38	0.52	1.39	-0.25	-1.40	2.04	3.91	4.32	4.63
marża EBITDA	6.4%	12.8%	22.9%	36.8%	19.6%	28.7%	19.3%	28.9%	---	-13.0%	22.0%	25.6%	24.4%	23.6%
marża EBIT	-5.1%	-4.5%	12.7%	31.0%	12.5%	22.9%	11.6%	23.1%	---	-22.7%	11.5%	18.2%	18.4%	18.1%
Segment inne (deweloperka)	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	0.11	0.38	0.27	0.26	0.20	0.20	3.07	1.73	---	1.25	1.01	5.20	15.00	15.00
EBITDA	0.33	-0.36	0.79	-0.49	0.11	0.00	0.46	0.26	---	-3.76	0.27	0.83	2.25	2.25
EBIT	0.32	-0.38	0.79	-0.50	0.10	0.00	0.46	0.26	---	-3.81	0.23	0.82	2.25	2.25
marża EBITDA	303.7%	-95.5%	297.4%	-186.3%	53.0%	0.0%	15.0%	15.0%	---	-301.4%	26.6%	15.9%	15.0%	15.0%
marża EBIT	300.0%	-101.1%	296.2%	-190.5%	47.5%	0.0%	15.0%	15.0%	---	-306.1%	22.7%	15.7%	15.0%	15.0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

BUDIMEX

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	120,0	P/E	10,2	18,4	16,6
MC [mln PLN]	3 063,6	EV/EBITDA	4,0	7,2	4,9
		EV/EBIT	4,4	8,0	5,4
		P/BV	4,7	6,0	5,8

Pod koniec czerwca prezes Budimexu poinformował, że można oczekiwać poprawy wyników r/r w 2Q'14. Lepsza ma być także pozycja gotówkowa netto (po 2Q'13: +640 mln PLN). Poprawa nadal widoczna jest w przypadku rentowności działalności budowlanej (choć nie w takim zakresie jak w 1Q'14, kiedy pozytywnie zaważyła rewizja marż). Mocniej niż rok temu do wyników powinien kontrybuować segment deweloperski. W 2Q'14 przekazano 173 mieszkania (jednocześnie o ponad połowę mniej niż w 1Q'14) a sprzedaż wyniosła 278 lokali (najlepiej od 2Q'10).

Na poziomie przychodowym zwracamy uwagę, że spółka miała dość skromny jak na nią portfel zleceń na przełomie roku, co przekłada się na niską dynamikę w segmencie budowlanym, mimo wyraźnego przyspieszenia budowlanki w 1H'14 wg danych GUS. Z konsolidacji z początkiem roku wypadł także Danwood. W 2Q'14 spodziewamy się 1,2 mld PLN sprzedaży, 53,9 mln PLN EBIT i 41,5 mln PLN zysku netto.

Celem spółki na 2014 rok jest zwiększenie portfela zleceń (przetargi z GDDKiA + udział w budowie elektrowni w Turowie) oraz rozwój działalności deweloperskiej (spółka posiada grunty na 6,9 tys mieszkań – konieczna jest jednak jego dywersyfikacja; Budimex stawia mocniej na Kraków, gdzie zlokalizowana jest znaczna część banku ziemi spółki).

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	1 234,6	1 196,3	-3,1%	2 087,7	2 030,4	-2,7%	4 749,5	4 631,2	-2,5%	5 016,8	8,3%
Wynik brutto na sprzedaży	98,1	102,7	4,7%	181,6	211,0	16,2%	395,4	411,1	4,0%	434,0	5,6%
Zysk na sprzedaży	52,7	54,3	2,9%	91,5	114,8	25,5%	204,1	215,6	5,6%	223,3	3,5%
EBITDA	53,7	59,9	11,6%	103,5	118,5	14,5%	362,2	230,4	-36,4%	240,6	4,4%
EBIT	46,0	53,9	17,0%	88,6	106,4	20,0%	333,3	206,8	-38,0%	218,5	5,7%
Zysk brutto	44,1	51,5	16,7%	87,2	105,8	21,4%	331,3	206,6	-37,6%	228,6	10,6%
Zysk netto	32,8	41,5	26,3%	67,8	84,2	24,2%	300,5	166,6	-44,6%	184,3	10,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	7,9%	8,6%		8,7%	10,4%		8,3%	8,9%		8,7%	
Marża EBITDA	4,4%	5,0%		5,0%	5,8%		7,6%	5,0%		4,8%	
Marża EBIT	3,7%	4,5%		4,2%	5,2%		7,0%	4,5%		4,4%	
Marża zysku netto	2,7%	3,5%		3,2%	4,1%		6,3%	3,6%		3,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

CERAMIKA NOWA GALA

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	1,29	P/E	-	11,5	8,7
MC [mln PLN]	60,5	EV/EBITDA	7,2	4,6	4,2
		EV/EBIT	93,8	12,9	10,1
		P/BV	0,3	0,3	0,3

Początek roku nie był dla spółki łatwy ze względu na kryzys na Ukrainie i słabą gospodarkę rosyjską. Udział eksportu w przychodach w ubiegłych latach w Nowej Gali wynosił około 17-20%, z czego połowa przypadła na Ukrainę i Rosję. Poprawiała się jednak sytuacja na rynku polskim co przełożyło się na lepsze r/r wyniki (poza przychodami). W wywiadzie pod koniec maja wiceprezes spółki sygnalizował, że Nowa Gala, podobnie jak w 1Q'14, ma więcej zamówień na rynku krajowym (głównie ze strony firm deweloperskich), natomiast słabszy jest eksport ze względu na Ukrainę. Słabe rynki wschodnie przekładają się niestety na presję cenową w Polsce. Spółka broni rentowności przez oszczędności kosztowe, które udało się wprowadzić w ostatnich kwartałach. Spodziewamy się w 2Q'14 54,6 mln PLN sprzedaży, 5,7 mln PLN EBITDA i 1,7 mln PLN zysku netto.

Spółka narzekała w ostatnich latach na dekoniunkturę w budownictwie, ograniczone możliwości eksportu, presję na ceny oraz zbyt duże moce w branży w Polsce. Z tych czynników dostrzegamy szanse na poprawę koniunktury w budownictwie (rozruszanie się inwestycji prywatnych, zastrzyk nowych środków unijnych), w zakresie pozostałych czynników możliwości poprawy są obecnie dość ograniczone. W latach 2014-16 Nowa Gala planuje przeznaczyć na CAPEX ok 45 mln PLN (nie jest to poziom zbyt wygórowany, biorąc pod uwagę blisko 14 mln PLN rocznej amortyzacji). W 2014 nakłady wyniosą przynajmniej 10 mln PLN (mogą być wyższe jeśli ruszy budowa nowego magazynu – zakładamy jednak, że spółka wstrzyma się z tym do wyraźniejszej poprawy koniunktury).

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013*	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	55,7	54,6	-2,0%	99,1	96,3	-2,8%	198,5	198,4	0,0%	204,4	3,0%
Wynik brutto na sprzedaży	14,1	13,9	-1,4%	21,1	24,7	16,9%	45,2	49,7	9,8%	52,4	5,6%
EBITDA	5,4	5,7	4,4%	7,2	9,9	36,6%	15,0	21,5	43,3%	23,3	8,5%
EBIT	2,0	2,2	13,0%	0,2	3,1	1215,0%	1,1	7,6	562,5%	9,6	26,7%
Zysk brutto	0,0	1,5	-	-2,6	1,7	-	-4,0	4,8	-219,9%	7,0	46,4%
Zysk netto	-0,1	1,7	-	-1,9	2,6	-	-1,6	5,2	-420,3%	7,0	33,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	25,3%	25,5%		21,3%	25,6%		22,8%	25,0%		25,7%	
Marża EBITDA	9,8%	10,4%		7,3%	10,3%		7,5%	10,8%		11,4%	
Marża EBIT	0,0%	2,8%		-2,6%	1,8%		-2,0%	2,4%		3,4%	
Marża zysku netto	-0,1%	3,0%		-1,9%	2,7%		-0,8%	2,6%		3,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., wynik 2013 obciążony -2,5 mln PLN na saldzie PPO/PKO

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

CIECH

			2013*	2014P	2015P
Kurs [PLN]	34,5	P/E	21,6	13,0	14,3
MC [mln PLN]	1 818,1	EV/EBITDA	7,1	6,0	5,9
		EV/EBIT	14,0	10,7	11,0
		P/BV	2,0	1,8	1,6

*- dla wyników oczyszczonych

W 2Q'14 utrzymywały się korzystne tendencje z początku roku. Szacujemy, że średnia cena sody kalcynowanej wzrosła o ok. 2% r/r (w EUR) przy ok. 5% r/r spadku kosztów węgla, co przy lepszym wolumenie powinno podnieść rentowność kluczowego segmentu spółki. Dodatkowo korzystna sytuacja na niemieckim rynku gazu, gdzie ceny spadły aż o 29% r/r, przyczyni się do znacznego wzrostu wyników tamtejszej spółki. W samej elektrociepłowni spodziewamy się lekkiej straty, podczas gdy rok temu było to ponad 8 mln PLN straty EBITDA. W rezultacie segment sodowy powinien wypracować ok. 98 mln PLN EBITDA vs 58 mln PLN przed rokiem. Nieco słabszych wyników oczekujemy w dywizji organicznej. Ceny jak i marże na żywicach były słabsze zarówno r/r jak i q/q. Spodziewamy się ok. 34 mln PLN EBITDA vs 40 mln PLN przed rokiem. W krzemianach oczekujemy nieco słabszych wyników. Reasumując, oczekujemy ok. 121,8 mln PLN skonsolidowanej EBITDA, 31,6 mln PLN zysku netto przy 836,1 mln PLN sprzedaży. W 2Q'13 wyniki zostały obciążone zdarzeniami jednorazowymi (EBITDA oczyszczona 117,8 mln PLN). W rezultacie dobrych wyników 1H'14 podwyższyliśmy założenia na cały rok, aczkolwiek ryzykiem pozostaje sytuacja na rynku sodowym. Ponad 30% r/r spadek cen gazu w Europie Zachodniej przyczynia się do lepszych wyników niemieckiej SDC, ale obniża konkurencyjność polskich zakładów opartych na energetyce węglowej. Spadek kosztów dla europejskich producentów rodzi również ryzyko nieutrzymania wysokich cenników na 2H'14.

Prognozy wyników na 2Q'2014 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13*	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	889,1	836,1	-6,0%	1 882,5	1 681,1	-10,7%	3 501,0	3 290,1	-6,0%	3 366,4	2,3%
Wynik brutto na sprzedaży	158,0	161,9	2,5%	323,8	335,9	3,7%	607,3	676,7	11,4%	671,0	-0,9%
EBITDA	93,3	121,8	30,5%	225,6	244,8	8,5%	356,3	503,9	41,4%	499,3	-0,9%
EBITDA Adj.	117,8	121,8	3,4%	228,5	265,7	16,3%	437,0	503,9	15,3%	499,3	-0,9%
EBIT	40,9	66,5	62,7%	120,7	134,2	11,2%	139,7	282,8	102,4%	267,9	-5,2%
Zysk brutto	16,9	39,0	130,6%	52,4	65,6	25,1%	-6,2	172,9		157,4	-9,0%
Zysk netto	15,2	31,6	108,3%	61,9	38,0	-38,5%	49,4	140,0	183,2%	127,5	-9,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,8%	19,4%		17,2%	20,0%		17,3%	20,6%		19,9%	
Marża EBITDA	10,5%	14,6%		12,0%	14,6%		10,2%	15,3%		14,8%	
Marża EBIT	4,6%	8,0%		6,4%	8,0%		4,0%	8,6%		8,0%	
Marża zysku netto	1,7%	3,8%		3,3%	2,3%		1,4%	4,3%		3,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Adj.- oczyszczone o zdarzenia jednorazowe (-24,5 mln PLN w 2Q'13, -80,6 mln PLN w 2013 roku)

Analityk:

Krystian Brymora

brymora@bdm.pl

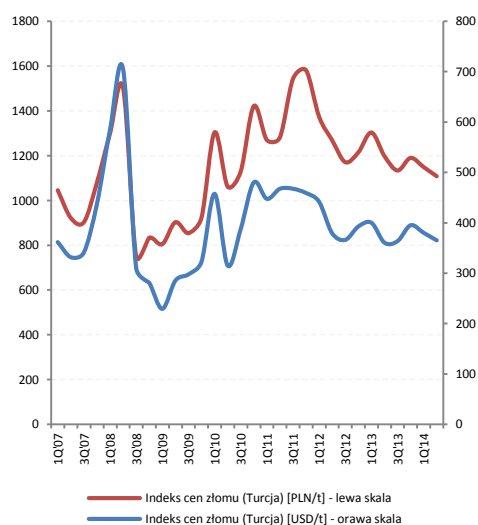
tel.: 032 208 14 35

COGNOR

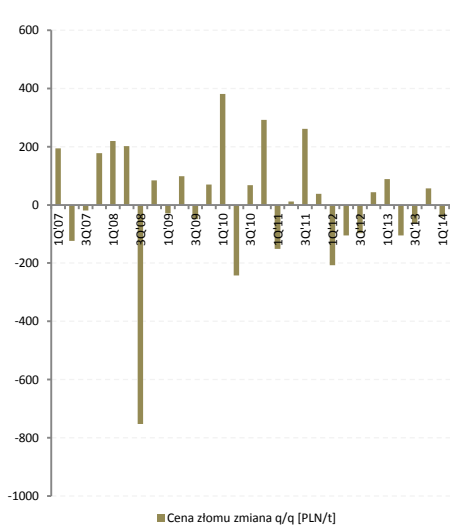
			2013	2014P	2015P	
Kurs [PLN]	1.80	P/E	---	12.3	6.5	Analitik: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	238.4	EV/EBITDA	12.3	6.1	5.1	
		EV/EBIT	28.4	8.5	6.7	
		P/BV	1.85	1.10	1.10	

Szacujemy, że średnia cena złomu wg indeksu tureckiego w 2Q'14 spadła o ok. 15 USD/t w ujęciu q/q. Zakładamy zatem, że średnia bazowa cena załomu w Polsce spadła o ok 40 PLN/t (nastąpiło powolne osuwanie cen w kwietniu, maju i czerwcu).

Indeks cenowy złomu (Turcja)



Zmiana cen złomu q/q w oparciu o indeks turecki



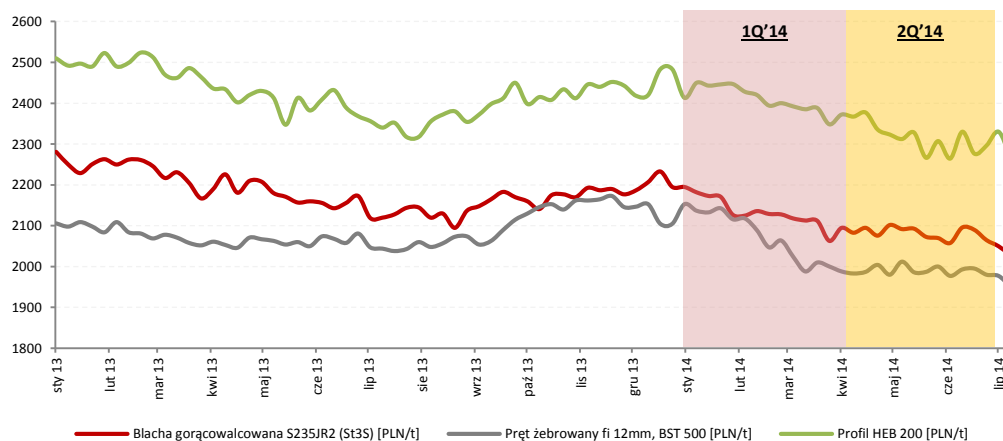
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Ceny produktów stalowych pozostawały również pod presją. Z danych PUDS wynika, że większość głównych asortymentów zanotowała spadki cen w ujęciu q/q o większej skali niż to było w 1Q'14. Szacujemy, że średnia cena blachy gorącowalcowanej w 2Q'14 spadła q/q o ok. 52 PLN/t, średnia cena prętów spadła q/q o ok. 89 PLN/t, z kolei profile HEB potaniały średnio o ponad 90 PLN/t.

Próba wprowadzenia podwyżek wyrobów stalowych dokonana w drugiej połowie 2Q'14 nie przyniosła trwałych rezultatów, gdyż wg odczytów PUDS przełom czerwca i lipca przyniósł kolejne spadki cen.

Indeksy cenowe wyrobów stalowych w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PUDS

Biorąc pod uwagę trudną sytuację w obszarze produkcji/sprzedaży wyrobów stalowych spodziewamy się niewielkiej erozji marż Cognoru w ujęciu q/q (nie sprzyja poprawie marż erozja cen wyrobów końcowych). Pod względem wolumenów produkcji, mamy nadzieję jednak na utrzymanie pozytywnych odczytów z 1Q'14 (m.in. efekt ZW Profil). Tym samym spodziewamy się, że spółka wykaże przychody na poziomie ok. 360 mln PLN, a EBITDA wyniesie ok. 29 mln PLN. Na poziomie salda finansowego uwzględniamy niższe koszty r/r, co powinno korzystnie wpływać na dynamikę wyniku netto. W modelu spodziewamy się, że zysk netto przypisany akcjonariuszom jed. dominującej za 2Q'14 wyniesie prawie 5 mln PLN.

Zwracamy też uwagę, że w 2Q'14 spółka może zmienić sposób konsolidacji rezultatów ZW Profil. Z naszych symulacji wynika, że przejście na konsolidację pełną będzie miało dodatkowy korzystny wpływ na rezultaty (nie uwzględniamy tego w prognozach).

Założenia wyników Cognoru na 2Q'14 [mln PLN]

	2Q'12	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	337.7	360.1	6.6%	622.1	711.5	14.4%	1294.3	1411.9	9.1%	1468.4	4.0%
EBITDA	22.0	29.0	31.6%	33.7	61.6	82.8%	65.2	115.6	77.3%	135.0	16.8%
EBIT	12.3	20.8	68.9%	14.1	45.0	217.9%	28.1	82.6	193.8%	102.2	23.8%
Saldo finansowe	-33.6	-14.0	---	-59.2	-31.5	---	-76.0	-60.5	---	-57.0	-5.8%
Wynik netto	-15.9	5.5	---	-40.5	12.4	---	-47.7	19.4	---	36.7	88.7%
Wynik netto dla jedn. dominującej	-16.2	4.8	---	-40.9	10.9	---	-48.6	17.0	---	31.9	87.7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W skali całego 2014 roku oczekujemy, że spółka poprawi wynik EBITDA do przynajmniej 115 mln PLN. Obserwowane mocne wolumeny powinny być utrzymywane i przekonuje nas do tego wykazany już w 1Q'14 lepszy mix sprzedażowy (przerób kęsów przez ZW Profil). Dalszej poprawie rezultatów nie sprzyjają obecne ceny złomu i produktów finalnych. Liczymy jednak, że w zakresie cen sytuacja nie powinna ulec istotnemu pogorszeniu i na 2015 rok oczekujemy poprawy osiąganych spreadów. W dywizji surowcowej nie zakładamy istotnych zmian. Zwracamy jednak uwagę, że obecne wyniki tego obszaru są słabe i ewentualna poprawa rentowności tej działalności może również istotnie wpłynąć na wyniki skonsolidowane Cognoru.

Projekcja wyników Cognoru w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2012	2013	2014	2015
Przychody	284.4	337.7	343.0	329.1	351.3	360.1	351.1	349.4	1399.7	1294.3	1411.9	1468.4
EBITDA	11.7	22.0	15.0	16.5	32.6	29.0	27.0	27.0	66.4	65.2	115.6	135.0
EBIT	1.8	12.3	6.2	7.8	24.2	20.8	18.8	18.8	24.9	28.1	82.6	102.2
Saldo finansowe	-25.6	-33.6	-0.8	-16.0	-17.5	-14.0	-14.0	-15.0	-25.7	-76.0	-60.5	-57.0
Wynik netto	-24.6	-15.9	1.5	-8.7	6.9	5.5	3.9	3.1	0.2	-47.7	19.4	36.7
Wynik netto przypisany jedn. dominującej	-24.7	-16.2	1.1	-8.8	6.1	4.8	3.4	2.7	-0.4	-48.6	17.0	31.9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI FINANSOWE COGNORU ZA 1Q 2014

Wyniki za 1Q'14 umocniły pozytywne tendencje w rentowności spółki. Korzystne dane spółka zaprezentowała zwłaszcza w dywizji produkcyjnej. Sytuacja w segmencie surowcowym nadal pozostawała trudna. Ogółem w 1Q'14 spółka zwiększyła przychody o 24% r/r do 351.3 mln PLN. Wynik EBITDA spółki wzrósł r/r z 11.7 do 32.6 mln PLN. Spółce udało się też wykazać niższe ujemne saldo na działalności finansowej. Dzięki temu wynik netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej za 1Q'14 wyniósł 6.1 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane za 1Q'14

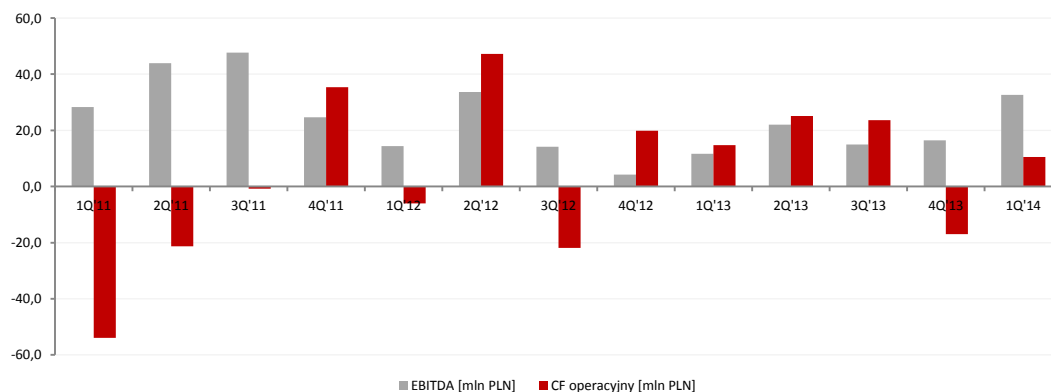
Razem konsolidacja	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2Q'12-1Q'13	2Q'13-1Q'14	zmiana r/r
Przychody	284.4	351.3	24%	1 284.7	1 361.2	6%
Wynik brutto na sprzedaży	14.1	41.4	195%	82.4	130.5	58%
EBITDA	11.7	32.6	179%	63.6	86.1	35%
EBIT	1.8	24.2	1224%	22.8	50.4	122%
Saldo finansowe	-25.6	-17.5	-32%	-63.9	-67.9	6%
Wynik netto	-24.6	6.9	---	-38.5	-16.2	---
Wynik netto przypisany jedn. dom.	-24.7	6.1	---	-39.5	-17.8	---
CF operacyjny	14.7	10.6	-28%	60.0	42.3	-29%

Dywizja surowcowa	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2Q'12-1Q'13	2Q'13-1Q'14	zmiana r/r
Przychody	111.6	112.1	0%	232.6	481.6	107%
Wynik brutto na sprzedaży	3.8	4.0	6%	8.6	16.4	90%
EBIT	-1.2	-0.5	-57%	-2.6	-2.8	7%
Zakupy zewnętrzne [tys. ton]	126.8	170.9	35%	548.8	677.7	23%
Zużycie wewnątrz grupy [tys. ton]	121.3	174.1	44%	470.6	625.2	33%
Sprzedaż zewnętrzna [tys. ton]	25.0	16.6	-34%	120.8	78.2	-35%

Dywizja produkcyjna	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2Q'12-1Q'13	2Q'13-1Q'14	zmiana r/r
Przychody	235.9	315.2	34%	483.4	1 207.6	150%
Wynik brutto na sprzedaży	10.3	35.7	248%	23.7	112.1	373%
EBIT	3.4	22.3	550%	14.1	50.5	259%
Sprzedaż kęsów [tys. ton]	34.1	51.6	51%	208.2	187.6	-10%
Sprzedaż produktów [tys. ton]	56.4	78.6	39%	200.5	314.7	57%
Spread na kęsach FERR [PLN/t]	967	943	-2%	945	919	-3%
Spread na produktach FERR [PLN/t]	1 057	1 106	5%	1 159	1 064	-8%
Spread na produktach HSI [PLN/t]	1 922	1 861	-3%	2 104	1 821	-13%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki (EBITDA oraz przepływy operacyjne w ujęciu kwartalnym)



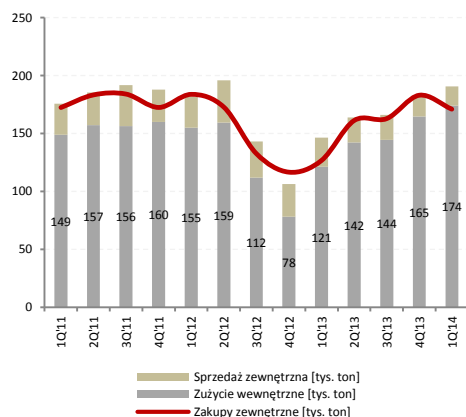
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DYWIZJA SUROWCOWA COGNORU

W dywizji surowcowej w 1Q'14 utrzymywała się trudna sytuacja. Spółka odczuwała bardzo wymagającą sytuację konkurencyjną, co od kilku kwartałów widać na spadających wolumenach sprzedaży zewnętrznej jak i niskiej rentowności. W 1Q'14 obszar surowcowy zwiększył zakupy zewnętrzne o 35% r/r do prawie 171 tys. ton złomu. Wyższe wolumeny zakupów są jednak wykorzystywane na własne potrzeby przerobu złomu w grupie. Sprzedaż złomu do klientów zewnętrznych spadła z 25 do 16.6 tys. ton. Ogółem dywizja w 1Q'14 odnotowała płaskie przychody r/r na poziomie 112.1 mln PLN. Strata EBIT tego obszaru biznesowego wyniosła 0.5 mln PLN, czyli była nieznacznie mniejsza w ujęciu r/r.

Wybrane dane operacyjne dywizji surowcowej

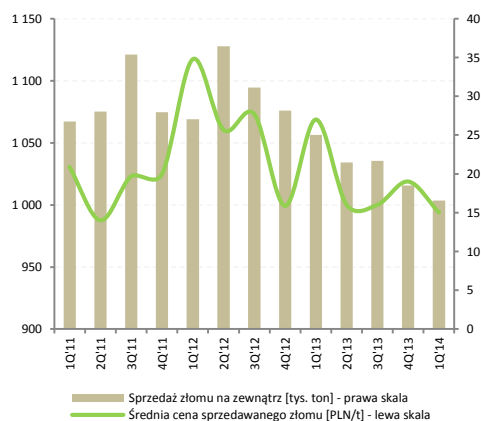
Wolumeny dywizji surowcowej



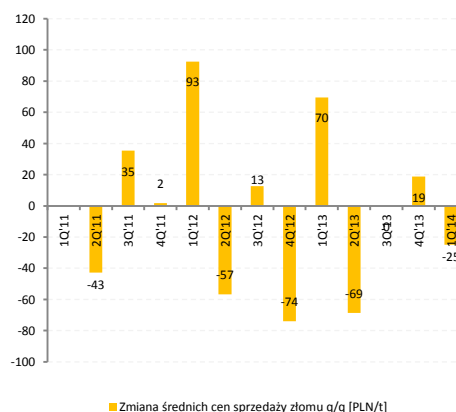
Zużycie złomu wewnątrz grupy



Sprzedaż złomu na zewnątrz oraz uzyskiwane ceny



Zmiana cen sprzedaży złomu q/q



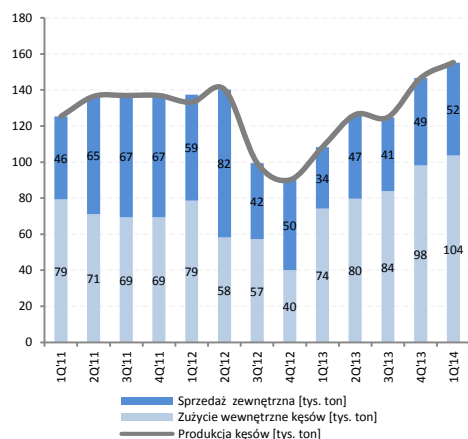
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DYWIZJA PRODUKCYJNA COGNORU

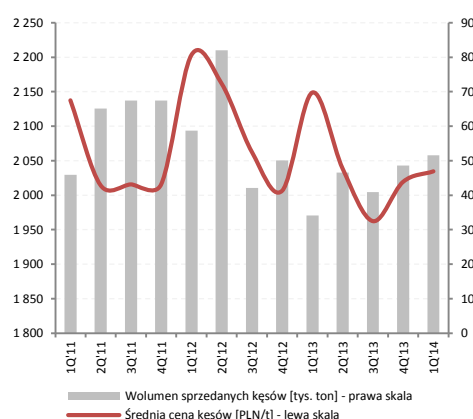
W dywizji produkcji Cognor wykazał bardzo dobre wolumeny produkcji/sprzedaży, co przyczyniło się do poprawy marż. Moce produkcyjne ogółem w 1Q'14 były wykorzystywane na poziomie 98% (+30 pkt % r/r), w Ferrostalu odnotowano rekordowe obłożenie na poziomie 112, a w HSI wykorzystywano ok. 76% mocy produkcyjnych. Sprzedaż kęsów wzrosła o 51% r/r do 51.6 tys. ton, z kolei sprzedaż innych wyrobów przetworzonych wzrosła o 39% r/r do 78.6 tys. ton. Pod względem cenowym nadal utrzymywała się wymagająca sytuacja. Niemniej w ujęciu q/q spółka odnotowała korzystne zmiany. W Ferrostalu w 1Q'14 średni spread na kęsach wzrósł o 44 PLN/t w ujęciu q/q, a w przypadku produktów było to więcej o 11 PLN/t. W HSI w 1Q'14 średni spread na produktach w ujęciu q/q był wyższy znacząco bo aż o 184 PLN/t (po bardzo słabych odczytach za 2013 rok). Tym samym przychody w Cognor w obszarze produkcji w 1Q'14 wzrosły o 34% r/r, z niespełna 236 mln PLN do 315.2 mln PLN. Wynik EBIT segmentu wzrósł r/r z 3.4 mln PLN do 22.3 mln PLN.

Wybrane dane operacyjne dywizji produkcyjnej

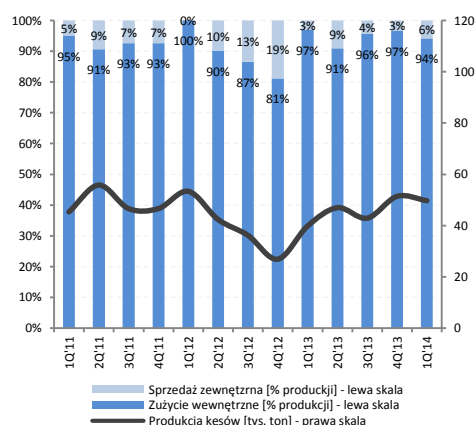
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w grupie



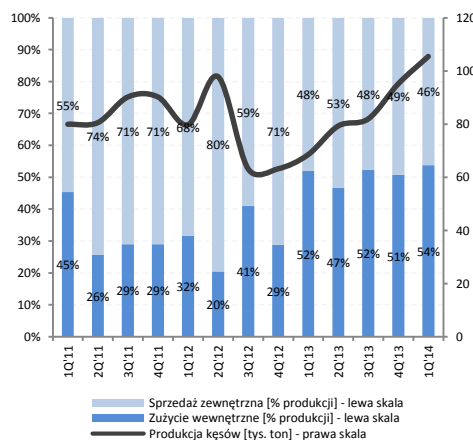
Sprzedaż wolumenowa i średnie ceny kęsów



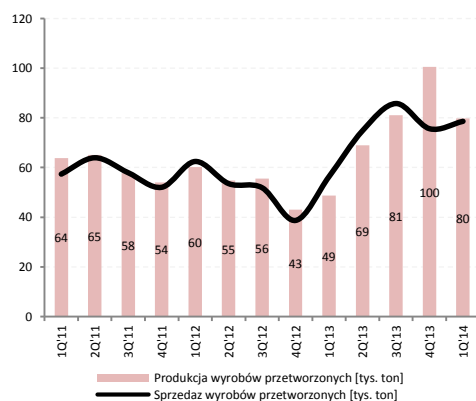
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w HSI



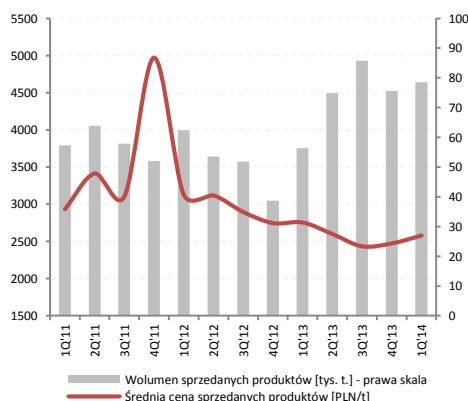
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w Ferrostalu



Produkcja i sprzedaż wyrobów przetworzonych



Sprzedaż i średnie ceny wyrobów przetworzonych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DOM DEVELOPMENT

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	43,92	P/E	19,9	21,4	15,3
MC [mln PLN]	1087,9	EV/EBITDA	15,8	19,8	13,9
		EV/EBIT	16,5	20,8	14,3
		P/BV	1,3	1,3	1,2

Okres 2Q'14 roku powinien okazać się lepszy w ujęciu r/r. Spodziewamy się, że Dom Development odnotuje wzrost przychodów o niecałe 16% do poziomu 182,6 mln PLN, przy jednoczesnym spadku marży brutto do poziomu 14,2%. Będzie to skutek przekazania 450 lokali w dosyć niskomargińowych projektach, takich jak Młyny Królewskie (oczekiwana rentowność ok. 14%) czy Klasyków, którego rentowność wynosi ok. 10% (na skutek bankructwa generalnego wykonawcy). Pomimo niskiej marży brutto, EBIT powinien podnieść się do 3,7 mln PLN. Szacujemy, że wynik netto może być bliski 2,7 mln PLN (niemal 2,5-krotna poprawa r/r). Należy jednak wziąć pod uwagę fakt, że poprawa wynika z niskiej bazy jaką stanowi 2Q'13.

W ujęciu półrocznym zauważalny jest zdecydowany spadek wyników finansowych. Co prawda przychody wzrosną o 12%, jednak pogorszenie będzie już widoczne na poziomie zysku brutto ze sprzedaży, co zaowocuje spadkiem marży do 15%. Łączny zysk netto wyniesie jedynie 12 mln PLN, co oznacza 56%-owe pogorszenie r/r. Przeciętnie (jak na skalę działalności) prezentują się również wyniki sprzedażowe Dom Development. W 2Q'14 deweloper znalazł nabywców na 463 mieszkania, co oznacza poprawę o 20% r/r. W porównaniu z pozostałymi spółkami mieszkaniowymi jest to wynik dosyć przeciętny, mając na uwadze wyniki Marvipolu (+32% r/r) czy Ronsona (+29%).

W ujęciu całorocznym należy spodziewać się wzrostu przychodów do ok. 787 mln PLN, przy spadku marży brutto do 19,5%. Spodziewamy się, że tegoroczne wyniki zdecydowanie poprawi 4Q'14, który będzie odpowiadał za ok. 70% wyniku netto. Dom Development może wypracować ok. 61 mln PLN zysku operacyjnego oraz 50,8 mln PLN zysku netto, przy jednoczesnym spadku rentowności netto o 1,6 p.p. do 6,5%. Według naszych szacunków deweloper powinien przekazać ok. 1850 mieszkań i sprzedać 1920 lokali. Dużo lepszy powinien okazać się rok 2015. Spodziewamy się, że spółka zwiększy przychody ze sprzedaży o ponad 10% (do 869 mln PLN), a także wynik netto, który może wynieść nieco poniżej 71 mln PLN.

Prognozy wyników na 2Q'14

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	119,9	182,6	52,4%	340,2	381,3	12,1%	676,4	787,2	16,4%	869,0	10,4%
Wynik brutto na sprzedaży	22,7	25,9	14,0%	78,7	58,5	-25,7%	157,1	153,3	-2,4%	183,9	20,0%
EBITDA	2,7	4,5	67,0%	36,4	14,1	-61,4%	76,5	63,8	-16,5%	93,2	45,9%
EBIT	1,9	3,7	100,5%	34,9	12,6	-63,9%	73,3	60,9	-17,0%	90,3	48,3%
Zysk brutto	1,4	3,4	139,7%	34,0	15,0	-55,8%	69,7	63,0	-9,6%	88,0	39,6%
Zysk netto	1,0	2,7	161,8%	27,4	12,0	-56,3%	54,5	50,8	-6,8%	71,2	40,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,0%	14,2%		23,1%	15,3%		23,2%	19,5%		21,2%	
Marża EBITDA	2,2%	2,5%		10,7%	3,7%		11,3%	8,1%		10,7%	
Marża EBIT	1,6%	2,0%		10,2%	3,3%		10,8%	7,7%		10,4%	
Marża zysku netto	0,9%	1,5%		8,0%	3,1%		8,1%	6,5%		8,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Adrian Górniak
gorniak@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

ELEKTROBUDOWA

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	80,0	P/E	22,1	18,5	10,6
MC [mln PLN]	379,8	EV/EBITDA	7,9	9,2	6,4
		EV/EBIT	12,4	13,7	8,5
		P/BV	1,2	1,1	1,0

Początek roku był słaby dla spółki (dalsze straty segmentu przemysłu, straty na rynkach wschodnich). Oczekujemy, że 2Q'14, mimo utrzymania się wpływu wspomnianych negatywnych czynników, będzie nieco lepszy, głównie ze względu na wyższy przerób w podstawowych segmentach, co pozytywnie wpłynie na zrealizowaną masę marży. Spodziewamy się 256 mln PLN przychodów oraz 2,3 mln PLN zysku netto. Oczekujemy, że w związku z realizacją kontraktów z PSE, w 2Q'14 wzrośnie zaangażowanie w kapitał obrotowy (gotówka netto ulegnie mocnej redukcji) – częściowe odwrócenie powinno nastąpić w 3Q'14.

Wykonanie prognozy rocznej (23,0 mln PLN zysku netto) będzie w dużej mierze zależać od rynku rosyjskiego. Pod koniec kwartału pojawiły się pewne sygnały ożywienia (w postaci większych bieżących zamówień), jednak ryzyko związane z dalszym rozwojem sytuacji pozostaje wysokie. W 2Q'14 zakończyć się powinno rozpoznawanie strat w segmencie przemysłu, co daje pole do poprawy wyników w kolejnych kwartałach. Zarząd z większym optymizmem niż do bieżącego roku pochodzi do 2015 i 2016 roku (m.in. większa kontrybucja Tychów i kontraktów dla PSE, powrót do prac w Finlandii, lepszy wynik w przemyśle - w sumie powinno to się przełożyć na powrót wyniku netto w okolice poziomów z okresu 2010-11).

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	216,3	255,6	18,2%	382,8	440,1	15,0%	905,6	1 207,0	33,3%	1 242,1	2,9%
Wynik brutto na sprzedaży	7,6	9,9	30,9%	16,2	15,0	-7,8%	63,1	59,9	-5,1%	78,6	31,2%
EBITDA	1,7	7,7	361,0%	9,1	10,3	13,8%	38,7	46,1	19,1%	63,5	37,6%
EBIT	-1,9	3,9	-305,7%	1,9	3,3	75,0%	24,6	31,0	26,1%	47,8	54,2%
Zysk brutto	-1,6	3,0	-284,5%	1,6	1,2	-23,4%	25,9	25,3	-2,3%	44,2	74,5%
Zysk netto	-3,0	2,3	-176,4%	0,8	-0,9	-214,8%	17,2	20,5	19,2%	35,8	74,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	3,5%	3,9%		4,2%	3,4%		7,0%	5,0%		6,3%	
Marża EBITDA	0,8%	3,0%		2,4%	2,3%		4,3%	3,8%		5,1%	
Marża EBIT	-0,9%	1,5%		0,5%	0,8%		2,7%	2,6%		3,8%	
Marża zysku netto	-1,4%	0,9%		0,2%	-0,2%		1,9%	1,7%		2,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ERBUD

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	24,4	P/E	18,0	14,5	11,5
MC [mln PLN]	307,9	EV/EBITDA	7,0	6,5	5,6
		EV/EBIT	8,7	7,9	6,7
		P/BV	1,2	1,1	1,0

Po 1Q'14 rok spółka miała wyraźnie wyższy portfel zamówień na bieżący rok niż w analogicznym czasie roku ubiegłego (1 006 mln PLN vs 820 mln PLN). Zakładamy, że wyniki 2Q'14 będą lepsze niż 2Q'13. Dobrze powinny radzić sobie spółki zależne. Spodziewamy się 347,6 mln PLN sprzedaży oraz 4,0 mln PLN zysku netto. Ze względu na sezonowość najważniejsze są kolejne kwartały, szczególnie 3 i 4Q. Podtrzymujemy, że na bazie bieżącego portfela zleceń sprzedaż roczna powinna osiągnąć ok. 1,4 mld PLN. Przy utrzymaniu zbliżonych do ubiegłego roku marż szacujemy wypracowanie 37 mln PLN EBIT i 21 mln PLN zysku netto. W kolejnych latach oczekujemy z jednej strony poprawy sytuacji w głównym biznesie spółki (budownictwo kubaturowe – m.in. powrót na rynek kontraktów drogowych powinien rozluźnić konkurencję) ale także rozwoju w sektorze energetycznym (znaczące wzmocnienie kadry pracowniczej w tym zakresie).

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	319,5	347,6	8,8%	525,9	631,2	20,0%	1 223,6	1 384,7	13,2%	1 508,7	9,0%
Wynik brutto na sprzedaży	18,6	20,7	11,5%	36,5	40,7	11,5%	90,9	95,1	4,6%	105,7	11,2%
EBITDA	8,2	10,0	21,0%	11,9	17,6	48,1%	40,5	44,7	10,2%	51,1	14,3%
EBIT	5,8	7,5	28,6%	8,2	13,7	67,4%	32,8	36,6	11,6%	42,7	16,7%
Zysk brutto	4,3	5,2	20,8%	5,2	8,5	65,3%	25,1	27,4	9,3%	34,2	24,8%
Zysk netto	2,0	4,0	100,2%	2,4	5,3	125,6%	17,2	21,3	24,0%	26,8	25,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5,8%	6,0%		6,9%	6,4%		7,4%	6,9%		7,0%	
Marża EBITDA	2,6%	2,9%		2,3%	2,8%		3,3%	3,2%		3,4%	
Marża EBIT	1,8%	2,2%		1,6%	2,2%		2,7%	2,6%		2,8%	
Marża zysku netto	0,6%	1,2%		0,4%	0,8%		1,4%	1,5%		1,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

FERRO

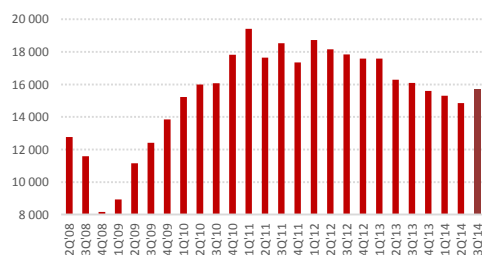
			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	9,8	P/E	9,5	9,1	7,6
MC [mln PLN]	206,5	EV/EBITDA	7,6	7,0	6,3
		EV/EBIT	8,1	7,4	6,7
		P/BV	1,1	1,1	1,0

Ferro posiada ekspozycję głównie na region CEE (Polska+Czechy+Słowacja+Rumunia>90% przychodów). Niekorzystnie na konsolidację czeskiej spółki zależnej wpływa kurs CZK/PLN (-7% r/r w 2Q'14), jednak sam tamtejszy rynek zachowuje się pozytywnie (lepiej niż Polska). Spodziewamy się w 2Q'14 69,5 mln PLN przychodów i 6,0 mln zysku netto. Poprawy, słabego po 1Q'14, cash flow oczekujemy dopiero w 2H'14 (spółka zwiększyła zatowarowanie i rozszerzyła asortyment).

Spółce dotychczas sprzyjał spadek kosztów surowcowych – głównie jest to miedź, czyli stop miedzi i cynku w proporcjach około 60/40 (ze względu na jednostkową cenę kluczowa jest miedź; w 2Q'14: miedź: 6,8 tys USD/t – najniższe od 4Q'09, cynk: 2,1 tys USD/t – odbicie cen po dołku z 2013 roku). Na początku 3Q'14 ceny miedzi nieco odbiły, ale nadal są to poziomy w okolicach 7,1 tys USD/t (wyraźnie poniżej 8 tys USD, które utrzymywały się do 1Q'13). Rosną także ceny cynku (obecnie ok. 2,2-2,3 tys USD/t).

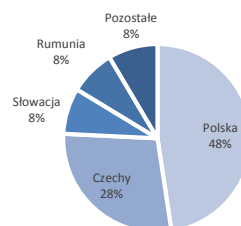
Zarząd w 2014 oczekuje wzrostu przychodów o co najmniej kilka procent oraz utrzymania marż. Dobry okres 1H'14 daje pole do poprawy rentowności vs 2013. Spółka jest nisko wyceniana na poziomie P/E (<10x na 2014/15, wynik brutto w 2014 jest dodatkowo obciążony przez księgowe straty wynikłe ze sprzedaży chińskiej spółki). Wpływy ze sprzedaży zakładu w Chinach (5 mln USD brutto) trafiły na ekstra dywidendę (1,0 PLN/akcję, 21,2 mln PLN). Własny zakład z upływem czasu dawał coraz niższe przewagę konkurencyjną. Wzrosły koszty pracy a inne chińskie fabryki (potencjalni kooperanci) dostosowały się do europejskich standardów.

Indeks miedź/cynk 60/40 [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Struktura sprzedaży za 2Q'13-1Q'14



Źródło: BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	67,5	69,5	3,0%	129,0	134,9	4,6%	270,2	281,7	4,3%	295,1	4,7%
EBITDA	8,7	9,5	8,9%	18,0	20,5	13,6%	35,0	38,4	9,8%	40,2	4,7%
EBIT	8,2	9,0	10,1%	17,0	19,5	14,6%	32,9	36,3	10,4%	38,0	4,6%
Zysk brutto	6,4	7,4	14,7%	13,1	12,7	-2,6%	27,2	26,9	-1,0%	33,8	25,6%
Zysk netto	5,1	6,0	16,6%	10,4	11,5	11,1%	21,8	23,0	5,4%	27,4	19,1%
Marża EBITDA	13,0%	13,7%		14,0%	15,2%		12,9%	13,6%		13,6%	
Marża EBIT	12,1%	12,9%		13,2%	14,4%		12,2%	12,9%		12,9%	
Marża zysku netto	7,6%	8,6%		8,0%	8,5%		8,1%	8,2%		9,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

FERRUM

			2012	2013	2014P	2015P	
Kurs [PLN]	5.1	P/E	43.0x	---	15.2x	8.0x	Analitik: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	125.2	EV/EBITDA	9.1x	---	6.5x	5.1x	
		EV/EBIT	15.6x	---	10.9x	7.3x	
		P/BV	0.81x	1.24x	1.14x	1.00x	

Zakładamy, że okres 2Q'14 był kolejnym udanym kwartałem dla segmentu konstrukcji spawanych. W obszarze rur i profili nie oczekujemy istotnych zmian przychodowych vs 1Q'14 z uwagi na brak popytu ze strony Gaz Systemu, jednocześnie jednak uwzględniliśmy poprawę rentowności w porównaniu do 1Q'14. Zwracamy też uwagę, że porównanie r/r odnosi się do okresu, w którym spółka zdecydowała się na wykazanie istotnych odpisów urealnających wartość bilansową poszczególnych składników majątku (m.in. zapasy).

Ogółem liczymy, że w 2Q'14 spółka wykaże dodatni wynik EBITDA i EBIT w obu segmentach. Dla segmentu rur i profili przyjmujemy EBITDA za 2Q'14 na poziomie niespełna 4.9 mln PLN, a EBIT powinien wynieść ok. 2.5 mln PLN. W segmencie konstrukcji w 2Q'14 oczekujemy poprawy wyniku EBITDA do prawie 3 mln PLN, a EBIT do 2.5 mln PLN. Na poziomie skonsolidowanym zakładamy zatem, że w 2Q'14 Ferrum wykaże EBITDA na poziomie prawie 7.6 mln PLN. Wynik EBIT powinien wynieść ok. 4.75 mln PLN. Na poziomie netto spodziewamy się zysku w kwocie ok. 2.4 mln PLN.

Na cały 2014 rok zdecydowaliśmy się obniżyć nasze założenia z uwagi na gorsze uwarunkowania z jakimi musi zmagać się segment rur. Obecna kontraktacja rur dla gazownictwa jest słaba. Dodatkowo konsorcjum Izostalu i Ferrum przegrało rywalizację z firmą turecką w przetargu na dostawę rur na Litwę (kontrakt wg wcześniejszych oczekiwań miał pozytywnie wpływać na rezultaty za 2H'14). Z obecnych większych przetargów, które mogą mieć znaczenie dla spółki w 2014 roku jest jedynie dostawa rur izolowanych na gazociąg Polkowice – Żary o długości 66 km i średnicy DN 300. Zwracamy jednak uwagę na dużą konkurencję na dostawę rur dla tego projektu, co może odbijać się na końcowych marżach. Dlatego w oparciu o bieżące założenia szacujemy całoroczny wynik EBITDA za 2014 rok na poziomie 27.6 mln PLN (poprzednio było to ok. 35 mln PLN). Na poziomie netto obniżyliśmy nasze oczekiwania do poziomu 8.1 mln PLN (poprzednio było to ok. 12.8 mln PLN).

Założenia na 2Q'14 i 2014 rok

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	3Q'12-2Q'13	3Q'13-2Q'14P	zmiana r/r	2014P
Przychody	90.49	86.16	-5%	407.77	334.08	-18%	327.82
segment profili i rur	82.96	74.66	-10%	390.40	289.98	-26%	284.29
segment konstrukcji	12.47	13.00	4%	46.71	48.27	3%	48.59
EBITDA	-39.25	7.57	---	-24.07	21.10	---	27.57
segment profili i rur	-40.98	4.86	---	-28.69	16.03	---	19.49
segment konstrukcji	1.55	2.97	91%	3.87	5.19	34%	9.03
EBIT	-42.22	4.75	---	-35.78	9.55	---	16.37
segment profili i rur	-43.61	2.50	---	-38.99	5.99	---	10.07
segment konstrukcji	1.14	2.50	119%	2.15	3.44	60%	7.16
Saldo finansowe	-2.49	-1.75	---	-10.76	-6.87	---	-6.20
Wynik brutto	-44.71	3.00	---	-46.54	2.68	---	10.17
Wynik netto	-42.62	2.43	---	-46.04	-4.09	---	8.10

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI FINANSOWE FERRUM ZA 1Q 2014

W 1Q'14 spółka wykazała poprawę wyników w ujęciu r/r. Jest to efekt przeprowadzanej restrukturyzacji podjętej przez obecny zarząd i dużej dyscypliny kosztowej. Przychody spółki wzrosły o 2% r/r do 81.55 mln PLN. Wynik EBITDA Ferrum wzrósł do 4.6 mln PLN. Na poziomie netto spółka zaraportowała dodatni wynik na poziomie 0.49 mln PLN.

W segmencie rur i profili rezultaty oceniamy neutralnie. W 1Q'14 segment zanotował ok. 2% spadek przychodów do 74.5 mln PLN. Wolumen sprzedanych rur i profili wzrósł o 21% r/r do 22.1 tys. ton. Średnia cena oferowanych produktów spadła o 3% r/r. Tym samym wpływy ze sprzedaży rur i profili wyniosły 62.7 mln PLN, co oznacza wzrost o 18% r/r. Zwracamy uwagę, że spółka znajduje się w dość trudnym momencie z uwagi na mały popyt ze strony Gaz Systemu. Wyraźnego ożywienia w tym obszarze biznesowym oczekujemy dopiero na przełomie 1/2H'15.

W obszarze konstrukcji spawanych początek 2014 roku przyniósł wyraźną poprawę rezultatów przy spadku przychodów. Wiążemy to z rozliczaniem wysokomarżowych projektów zagranicznych. Poziom przychodów tego segmentu spadł o 25% r/r do 7.6 mln PLN. Wynik EBITDA wzrósł z kolei do 2.13 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane za 1Q'14

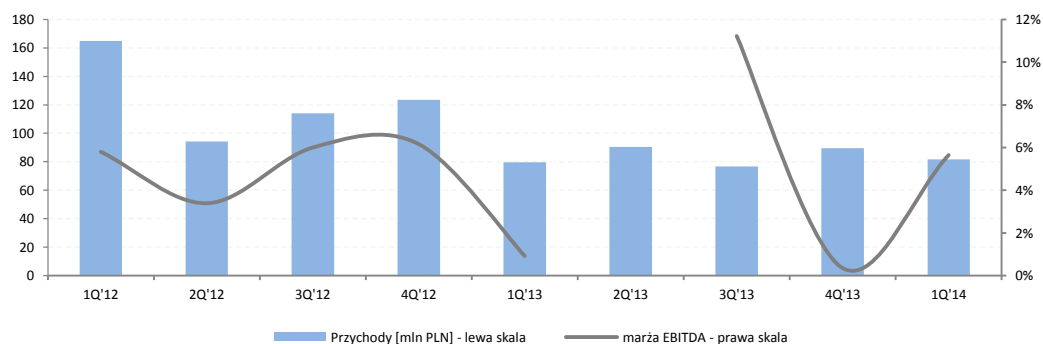
	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2Q'12-1Q'13	2Q'13-1Q'14	zmiana r/r
Przychody	79.68	81.55	2%	411.44	338.41	-18%
segment profili i rur	76.18	74.52	-2%	398.89	298.28	-25%
segment konstrukcji	10.08	7.59	-25%	45.03	47.74	6%
EBITDA	0.73	4.61	532%	18.37	-25.72	---
segment profili i rur	0.54	2.42	351%	14.77	-29.81	---
segment konstrukcji	0.05	2.13	---	2.92	3.78	29%
EBIT	-2.25	1.87	---	6.90	-37.42	---
segment profili i rur	-2.10	0.07	---	4.74	-40.13	---
segment konstrukcji	-0.37	1.66	---	1.17	2.08	78%
Saldo finansowe	-1.56	-1.10	---	-10.64	-7.61	---
Wynik brutto	-3.81	0.77	---	-3.74	-45.03	---
Wynik netto	-4.28	0.49	---	-5.03	-49.14	---

Segment rur i profili	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2Q'12-1Q'13	2Q'13-1Q'14	zmiana r/r
Przychody	76.18	74.52	-2%	398.89	298.28	-25%
Rury i profile	53.19	62.67	18%	336.50	244.85	-27%
Inne	22.99	11.85	-48%	62.39	53.42	-14%
EBITDA	0.54	2.42	351%	14.77	-29.81	-302%
Wolumen [tys. t]	18.20	22.10	21%	94.90	87.90	-7%
Średnia cena [PLN]	2 922	2 836	-3%	3 546	2 786	-21%

Segment konstrukcji spawanych	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2Q'12-1Q'13	2Q'13-1Q'14	zmiana r/r
Przychody	10.08	7.59	-25%	45.03	47.74	6%
EBITDA	0.05	2.13	---	2.92	3.78	29%

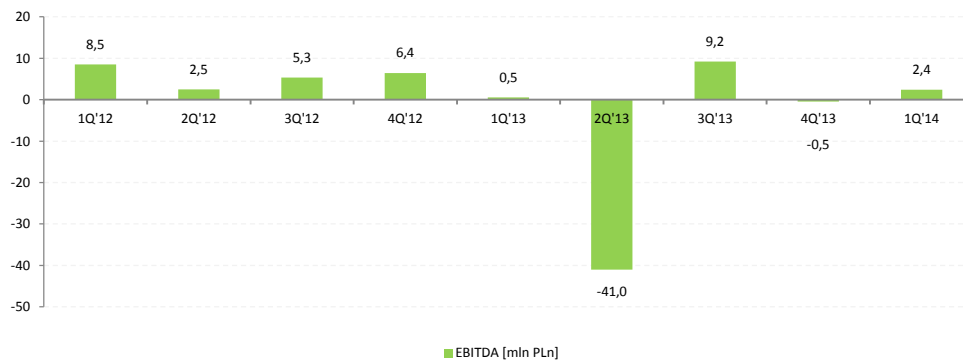
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane w ujęciu kwartalnym

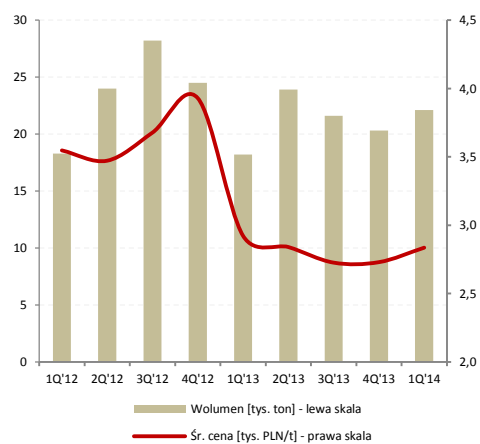
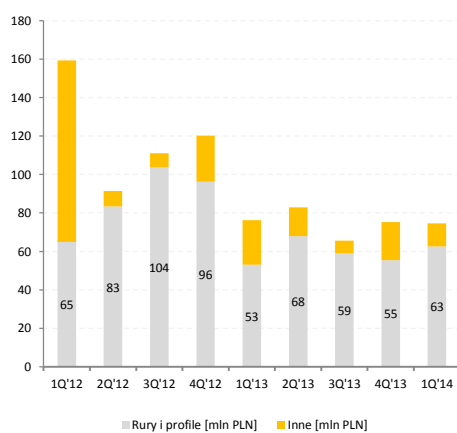


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu rur i profili w ujęciu kwartalnym

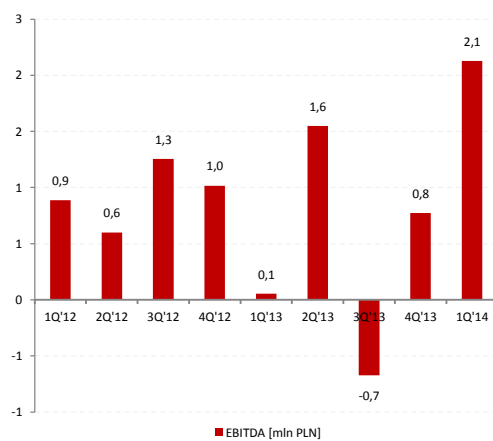
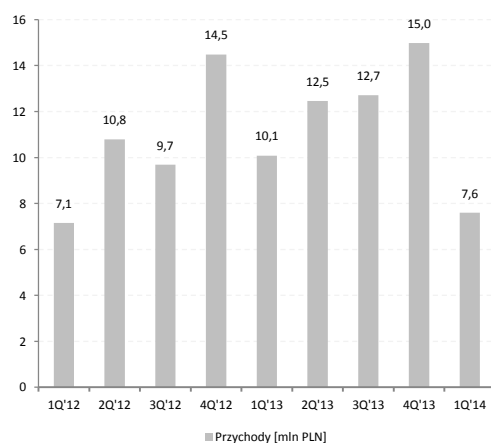


Segment rur i profili odczuwa obecnie słaby popyt ze strony Gaz Systemu. Wyraźnego ożywienia oczekujemy na przełomie 1/2H'15.



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu konstrukcji stalowych



Obszar konstrukcji spawania wykazuje odczuwalną poprawę rentowności. Jesteśmy optymistycznie nastawieni do tego segmentu w związku z planowanymi inwestycjami w energetykę.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

FORTE

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	43,3	P/E	17,9	13,2	12,2
MC [mln PLN]	1034,4	EV/EBITDA	11,6	9,2	8,2
		EV/EBIT	14,3	10,9	9,8
		P/BV	2,7	2,4	2,2

W okresie kwiecień-maj'14 produkcja sprzedana mebli wzrosła o 15,2% r/r. Spółka przyzwyczaiła nas już do tego, że z reguły dynamika wzrostu jej sprzedaży jest lepsza niż rynek, za co odpowiada ekspansja na nowych obszarach geograficznych, głównie we Francji. Oczekujemy ponad 20% r/r wzrostu sprzedaży (w 1Q'14 było +36% r/r ale była niska baza). Po stronie kosztów ceny płyty wiórowej na rynku niemieckim wzrosły zaledwie o 0,3% q/q (+2,9% r/r), przez co spodziewamy się marży brutto na nieco słabszym poziomie niż ta w 1Q'14 (38,1%). Wyraźnie wyższy q/q i r/r będzie udział kosztów sprzedaży. Ekspansja na nowe rynki wymaga zwiększenia nakładów marketingowych. Poza tym duża ich część ma charakter stały, co w okresie sezonowo niższej sprzedaży jak 2Q bardziej obciąża wynik (22,6% przychodów vs 20,6% w 1Q'14 i 20,8% przed rokiem). W rezultacie oczekujemy ok. 23,5 mln PLN EBITDA, 15,7 mln PLN przy 178,3 mln PLN sprzedaży.

Prognozy wyników na 2Q'2014 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	146,8	178,3	21,4%	303,3	390,3	28,7%	666,4	779,0	16,9%	811,8	4,2%
Wynik brutto na sprzedaży	52,4	67,6	29,1%	106,4	148,3	39,5%	241,4	294,5	22,0%	297,8	1,1%
EBITDA	17,5	23,5	34,3%	39,5	55,5	40,4%	89,1	112,4	26,2%	123,4	9,8%
EBIT	13,3	19,1	42,9%	31,3	46,9	49,9%	72,4	95,0	31,2%	103,9	9,3%
Zysk brutto	13,2	19,4	46,6%	30,7	48,8	58,8%	73,1	97,5	33,3%	105,4	8,1%
Zysk netto	10,4	15,7	51,7%	24,1	38,9	61,2%	57,9	78,4	35,5%	85,4	8,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	35,7%	37,9%		35,1%	38,0%		36,2%	37,8%		36,7%	
Marża EBITDA	11,9%	13,2%		13,0%	14,2%		13,4%	14,4%		15,2%	
Marża EBIT	9,1%	10,7%		10,3%	12,0%		10,9%	12,2%		12,8%	
Marża zysku netto	7,1%	8,8%		8,0%	10,0%		8,7%	10,1%		10,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krystian Brymora

brymora@bdm.pl

tel.: 032 208 14 35

GLOBAL CITY (CINEMA CITY)

		2014P*	2015P*	
Kurs [PLN]	37.0			P/E
MC [mln PLN]	1 894			EV/EBITDA
				EV/EBIT

Analitik:
Maciek Bobrowski
bobrowski@bdm.pl
tel.: 032 208 14 12

* model w trakcie aktualizacji

Spółka kontynuuje proces łączenia operacyjnego z Cineworld. Dlatego od marca'14 wyniki Global City będą już uwzględniały efekty dokonanej transakcji. Na obecnym etapie wciąż czekamy na informację ze strony spółki w jaki sposób będą ujmowane wyniki. Rozczarowaniem jest dla nas sposób prezentowania danych operacyjnych za 1Q'14 i komunikat o tym, że Cineworld „uniemożliwia” prezentowanie pełnych danych w ujęciu kwartalnym. Mamy nadzieję, że po zakończeniu procesu łączenia w 2015 roku spółka powróci do wysokich standardów w zakresie prezentowania danych, do jakich przyzwyczaiła wcześniej inwestorów.

Dane sprzedażowe za 26 tygodni (do 26.06.2014) Cineworld

	Cineworld zmiana r/r	UK & Ireland zmiana r/r	CEE & Israel pro forma zmiana r/r
Przychody	+33.2%	+0.1%	+4.0%
Box Office	+27.1%	- 0.6%	+6.0%
Wpływy z barów kinowych	+32.9%	+1.4%	+8.0%
Inne wpływy	+93.5%	+3.2%	- 6.1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Stopklatka, PISF, boxoffice.pl

W Polsce pod względem frekwencji okres 2Q'14 był zaskakująco trudny. Pomimo bardzo niskiej bazy z 2Q'13 nie udało się jednak poprawić rezultatów, czym jesteśmy bardzo rozczarowani. Liczyliśmy, że 2014 rok przyniesie wyraźne odbicie rynku kinowego w Polsce, a jak pokazuje 1H'14 rynek uległ nawet dalszej erozji. Szacujemy, że pod względem wolumenów polski rynek kinowy w 2Q'14 skurczył się o ok. 5% r/r. Bardzo słaby był w szczególności kwiecień'14. Spadki odnotowano także w maju'14. Dopiero w czerwcu nastąpiło odbicie, dzięki czemu zniwelowano krytycznie słabe odczyty z poprzednich dwóch miesięcy.

W box office brakowało wyraźnych tytułów, które uznane były za zdecydowanych liderów (negatywnie na frekwencję wpływały też mało popularne krajowe produkcje). Do najpopularniejszych pozycji w 2Q'14 w Polsce należała animacja Rio2, czarownice, Jak wytresować smoka. Na czwartym miejscu pod względem popularności znalazła się krajowa produkcja: Powstanie Warszawskie.

Zestawienie najpopularniejszych tytułów w Polsce w 2Q'14 w okresie weekendowym

Lp.	Tytuł	2Q'13	Lp.	Tytuł	2Q'14
1	Iron Man 3D	366	1	Rio 2	431
2	Krudowie 3D	365	2	Czarownica	305
3	Układ zamknięty	332	3	Jak wytresować smoka 2	291
4	Kac Vegas III	296	4	Powstanie Warszawskie	254
5	Szybcy i wściekli 6	275	5	Transformers: wiek zagłady	156
6	Tajemnica Zielonego Królestwa 3D	240	6	Godzilla	148
7	Oszukane	230	7	Niesamowity Spider-Man 2	139
8	Wielki Gatsby 3D	139	8	X-Men: Przeszłość, która nadejdzie	116
9	Niepamięć	108	9	Noe: wybrany przez Boga	100
10	Intruz	98	10	Niebo istnieje...naprawdę	88
11	Iluzja	87	11	Grand Budapest Hotel	64
12	Człowiek ze stali 3D	87	12	Kapitan Ameryka: Zimowy Żołnierz	56
Frekwencja na top 12 [tys.]		2 624	Frekwencja na top 12 [tys.]		2 149
Udział top 12 we frekwencji za 2Q'13		76%	Udział top 12 we frekwencji za 2Q'14		65%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Stopklatka, PISF, boxoffice.pl

GPW

			2012	2013	2014P	2015P	
Kurs [PLN]	37.0	P/E	14.6x	13.7x	13.6x	12.9x	<u>Analitik:</u> Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	1 553	EV/EBITDA	10.8x	10.1x	8.7x	8.2	
		EV/EBIT	12.2x	12.3x	10.6x	9.9	

Perspektywa wyników dla segmentu rynku finansowego w najbliższych okresach jest wg nas trudna. Przedefiniowanie roli OFE, jednego z głównych filarów sukcesu rozwoju polskiego rynku kapitałowego, będzie wg nas miało bolesne reperkusje dla GPW. W szczególności obawiamy się, że pośrednie konsekwencje zmian zasad działania OFE, czyli m.in. mniejszy komfort inwestowania dla aktywnego kapitału zagranicznego czy potencjalnie niższe akceptowalne wyceny podmiotów notowanych na krajowym rynku, będą mieć istotne negatywne przełożenie na poziom przyszłych obrotów. Zwracamy uwagę, że z obecnej perspektywy założenia dla tego obszaru są obciążone dużym ryzykiem błędu.

Pozytywnie jednak akcentujemy działania władz spółki zmierzające do uruchomienia nowych linii przychodowych (w oparciu o posiadane kompetencje w grupie) oraz projekty rozwojowe w segmencie rynku towarowego. Zakładamy, że efekty tych działań będą miały pozytywne przełożenie na przyszłe wyniki GPW i pomimo trudnej sytuacji na rynku finansowym spółka utrzyma ścieżkę wzrostu wyników.

Zakładamy, że w 2Q'14 spółka pokaże słabe dane z rynku finansowego oraz dobre dane z rynku towarowego. Na poziomie kosztów operacyjnych staramy się uwzględnić prowadzone działania rozwojowe oraz podejmowane akcje promocyjne (co było widać szczególnie w czerwcu'14). Dlatego na poziomie EBITDA oczekujemy zysku w kwocie ponad 32mln PLN. EBIT wg naszych założeń powinien wynieść ok. 25 mln PLN. Efekt kontrybucji do wyniku rezultatów KDPW i Aquis za 2Q'14 przyjęliśmy na niskim poziomie (na KDPW negatywnie mogła wpływać słaba sytuacja na rynku finansowym i niskie wolumeny handlu kontraktami terminowymi na WIG20; dla Aquis zakładamy wynik płaski q/q). Tym samym zakładamy, że zysk netto za 2Q'14 może wynieść ok. 21.1 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost o 25% r/r.

Założenia na 1Q'14 oraz 2014 rok

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013P	2014P	2015P	zmiana r/r	realizacja prognozy na 2014 po 1H'14
Przychody	64.6	71.5	10.8%	143.9	158.1	9.8%	283.8	312.7	315.1	0.8%	50.5%
Rynek finansowy	51.7	49.5	-4.3%	104.2	105.4	1.2%	205.3	204.7	192.3	-6.1%	51.5%
Przychody z obsługi obrotu	37.5	33.8	-9.9%	75.7	73.6	-2.8%	147.9	140.8	128.4	-8.8%	52.3%
Przychody z obsługi emitentów	5.6	6.0	6.9%	11.3	12.3	8.7%	22.3	25.0	24.2	-3.2%	49.3%
Przychody ze sprzedaży informacji	8.6	9.7	12.8%	17.2	19.5	13.6%	35.1	39.0	39.7	2.0%	50.0%
Rynek towarowy	12.3	21.3	73.3%	38.4	51.4	33.7%	76.0	105.1	119.9	14.0%	48.9%
Przychody z obsługi obrotu	6.5	11.6	78.9%	18.4	27.8	51.0%	39.9	56.3	63.9	13.5%	49.3%
Prowadzenie rejestru świadectw	2.0	4.8	141.6%	9.9	11.9	20.2%	15.6	23.1	25.3	9.5%	51.5%
Rozliczenie transakcji	3.8	4.9	28.5%	10.2	11.8	15.5%	20.5	25.7	30.7	19.3%	45.7%
Pozostałe przychody	0.5	0.8	36.6%	1.3	1.2	-1.5%	2.5	2.8	2.9	2.0%	43.6%
Koszty operacyjne	44.0	46.2	4.9%	80.9	90.1	11.4%	166.2	180.1	179.3	-0.4%	50.0%
Amortyzacja	7.9	7.1	-10.5%	11.6	14.3	23.1%	25.7	28.2	28.8	2.2%	50.7%
Koszty pracownicze	17.9	17.3	-3.6%	35.1	34.6	-1.5%	64.0	69.7	73.8	5.9%	49.6%
Czynsze i inne opłaty	2.7	2.6	-5.0%	5.2	5.1	-2.6%	10.6	10.2	10.5	2.5%	49.8%
Opłaty i podatki	4.9	5.7	16.0%	9.7	11.4	17.4%	20.8	22.7	17.6	-22.7%	50.2%
Usługi obce, inne koszty	10.6	13.6	28.1%	19.2	24.8	28.9%	45.1	49.3	48.7	-1.2%	50.3%
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	0.1	-0.4	-334.0%	0.7	-1.0	-250.6%	1.1	-0.1	-0.1	-40.9%	771.6%
EBITDA	28.6	32.1	12.3%	75.3	81.2	7.8%	144.4	160.7	164.5	2.4%	50.5%
EBIT	20.7	25.0	21.0%	63.7	66.9	5.0%	118.6	132.5	135.7	2.4%	50.5%
Saldo finansowe	-0.7	0.2	-132.7%	0.2	0.3	81.7%	-1.3	0.0	0.5	-1284.4%	-656.1%
Udział w zyskach stowarzyszonych	2.8	0.7	-73.9%	7.5	4.7	-37.2%	12.5	6.8	9.8	43.4%	68.8%
Wynik netto po wyłączeniach	16.9	21.1	25.0%	58.9	58.7	-0.3%	113.3	113.5	119.7	5.5%	51.7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

GRAJEWO

			2013*	2014P	2015P
Kurs [PLN]	23,0	P/E	20,8	11,0	9,9
MC [mln PLN]	1 141,4	EV/EBITDA	8,2	6,7	6,1
		EV/EBIT	11,8	8,9	8,1
		P/BV	1,8	1,6	1,4

*-dla wyników oczyszczonych o zysk na sprzedaży aktywów w Rosji

W okresie kwiecień-maj'14 produkcja sprzedana mebli wzrosła o 15,2% r/r, a produkcja płyt drewnopochodnych o 13% r/r. Spółka przez ostatnie dwa kwartały pracowała na pełnym wykorzystaniu mocy produkcyjnych i szacujemy, że wolumen sprzedaży mógł wzrosnąć o ok. 10% r/r. Ceny płyt wiórowych na rynku niemieckim były stabilne q/q. W relacji do 2Q'13 wzrosły o 2,9% r/r (w EUR). Oczekujemy więc ok. 12% wzrostu r/r przychodów do 384 mln PLN. Po stronie kosztów szacujemy, że ceny drewna wzrosły o ok. 10% r/r i zostały zrekomensowane wyższymi cennikami płyt. W przypadku drewna okrągłego średni wzrost cen wynosił w 2Q'14 ok. 16% r/r (przetargi ograniczone i aukcje). Spółka jednak w większości korzysta z tańszego drewna odpadowego. Koszty klejów wzrosły o ok. 2% r/r (metanol +9% r/r, mocznik -5% r/r, melamina -6% r/r), a papieru spadły o ok. 3% r/r. Poprawa marży będzie w dużej mierze wynikać z efektów szerokiego programu poprawy efektywności, czego nie doszacowaliśmy w wynikach za 1Q'14. Spółka przy okazji publikacji wyników za 2013 rok mówiła o ok. 10 mln PLN oszczędności w całym roku. Tymczasem już po 1Q'14 były one zrealizowane i liczymy, że podobnie będzie w 2Q'14. Reasumując, spodziewamy się 42,6 mln PLN EBITDA, 22 mln PLN zysku netto przy 382,7 mln PLN przychodów ze sprzedaży. W związku z lepszymi wynikami 1H'14 podnieśliśmy całoroczną prognozę EBITDA z niecałych 170 mln PLN do ok. 190 mln PLN

Prognozy wyników na 2Q'2014 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13*	1H'14P	zmiana r/r	2013*	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	341,3	383,7	12,4%	695,7	780,5	12,2%	1 462,1	1 653,0	13,1%	1 669,4	1,0%
Wynik brutto na sprzedaży	57,8	70,3	21,5%	114,4	142,7	24,7%	262,1	314,8	20,1%	331,7	5,4%
EBITDA	32,7	42,6	30,4%	57,9	84,7	46,3%	155,6	190,6	22,5%	210,3	10,3%
EBIT	22,1	30,9	39,5%	36,8	61,0	65,5%	108,4	143,4	32,3%	158,0	10,2%
Zysk brutto	13,6	27,2	99,5%	21,1	52,9	150,6%	81,0	128,7	58,9%	142,4	10,7%
Zysk netto	5,9	22,0	276,0%	7,9	42,3	433,9%	54,8	104,2	90,1%	115,3	10,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,9%	18,3%		16,4%	18,3%		17,9%	19,0%		19,9%	
Marża EBITDA	9,6%	11,1%		8,3%	10,9%		10,6%	11,5%		12,6%	
Marża EBIT	6,5%	8,0%		5,3%	7,8%		7,4%	8,7%		9,5%	
Marża zysku netto	1,7%	5,7%		1,1%	5,4%		3,8%	6,3%		6,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *- oczyszczone o zysk netto na sprzedaży rosyjskich aktywów w kwocie 102,2 mln PLN.

Analitik:

Krystian Brymora
brymora@bdom.pl
tel.: 032 208 14 35

GRUPA AZOTY

			2013*	2014P	2015P
Kurs [PLN]	72,1	P/E	43,6	24,9	15,4
MC [mln PLN]	7 152,0	EV/EBITDA	10,4	7,9	6,3
		EV/EBIT	10,4	7,9	6,3
		P/BV	1,2	1,2	1,1

*- wskaźniki oczyszczone o zysk z okazijnego nabycia Puław/Siarkopolu/AIG (515 mln PLN) i pozostałe zdarzenia jednorazowe (-31 mln PLN)

W 2Q'14 koniunktura na rynku nawozowym uległa ponownemu pogorszeniu wskutek dalszego spadku notowań zbóż. W rezultacie zaprezentowane wyniki będą słabsze zarówno względem 2Q'13 jak i 1Q'14. Relatywnie lepiej wyglądał segment nawozów wieloskładnikowych (Police), słabiej nawozów azotowych, co szczególnie uderzy w wyniki Puław. Notowania mocznika/RSM obniżyły się o 10,8%-12,4% q/q i 12,7%-15,6% r/r. Teoretyczne marże spadły o ponad 30% q/q (negatywnie wpłynęła także mocniejsza złotówka). Lepiej wyglądały ceny/marże na nawozach saletrzanach. Notowania saletry amonowej poszły w dół o 2% q/q i 3,4% r/r, a saletrzaku wzrosły o 0,7% q/q i 4,3% r/r, co sprzyjało szczególnie wynikom ZAK. Siarczan amonu potaniał o 13,7% q/q i 18,7% r/r w efekcie nadprodukcji z instalacji odsiarczania spalin. Spadek cen i marż na tym nawozie negatywnie wpłynie na wyniki Tarnowa i Puław. Stabilniej zachowywały się nawozy wieloskładnikowe. Notowania NPK wzrosły o 3,1% q/q (-14,5% r/r), a DAP spadły o 4,9% (-7,7% r/r). Dzięki większej dynamice spadku podstawowych surowców (soli potasowej, fosforów) lepiej prezentowały się teoretyczne marże. Wraz z ok. 8 mln PLN oszczędność na koszcie zakupu fosforów (AIG) i lepszą marżą na bieli tytanowej powinno to dać relatywnie dobry wynik w Policach. W segmencie tworzywowym wciąż brakuje wyraźniejszej poprawy i nie spodziewamy się dodatniego wyniku. Cenniki w obszarze poliamid/kaprolaktam były lepsze o ok. 2% q/q (niewielki spadek r/r). W segmencie chemii poprawie q/q uległy marże w OXO dzięki tańszym surowcom. Z kolei notowania i marże na melaminie obniżyły się o 1,4% q/q (-8,3% r/r). Niemniej w tym przypadku oczekujemy lepszego wolumenu sprzedaży wskutek lepszego popytu z branży meblarskiej. Wpłynie to na lepszy mix produktowy w Puławach i pozwoli odrobić część marży utraconej na moczniku/RSM. Reasumując, w skali grupy oczekujemy ok. 213 mln PLN EBITDA, co oznacza spadek o 25% r/r (do wyników oczyszczonych) i 34% q/q. Największy spadek zysków zanotują Puławy (91 mln PLN EBITDA, -38% r/r) i ZAT (6 mln PLN, -30% r/r). Relatywnie lepsze ceny/marże na nawozach saletrzanach pozwolą ZAK wypracować ok. 50 mln PLN EBITDA (-21% r/r). Ponad 50 mln PLN (porównywalnie r/r) powinny dołożyć Police i będą to relatywnie najlepsze wyniki w grupie. Ok. 12 mln PLN EBITDA spodziewamy się z Siarkopolu.

Prognozy wyników na 2Q'2014 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	2 569,5	2 155,4	-16,1%	5 247,0	4 858,2	-7,4%	9 821,0	9 337,6	-4,9%	10 474,2	12,2%
Wynik brutto na sprzedaży	369,0	376,7	2,1%	875,4	857,1	-2,1%	1 384,3	1 652,0	19,3%	2 055,7	24,4%
EBITDA	554,9	213,2	-61,6%	1 084,8	538,3	-50,4%	1 252,8	984,4	-21,4%	1 228,4	24,8%
EBITDA Adj.	283,1	213,2	-24,7%	638,7	538,3	-15,7%	768,4	984,4	28,1%	1 228,4	24,8%
EBIT	369,1	69,5	-81,2%	788,2	251,5	-68,1%	702,6	410,3	-41,6%	674,5	64,4%
Zysk brutto	366,3	65,8	-82,0%	829,6	246,4	-70,3%	732,5	397,9	-45,7%	628,8	58,0%
Zysk netto	348,7	42,4	-87,8%	727,8	178,5	-75,5%	679,6	287,4	-57,7%	463,0	61,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,4%	17,5%		16,7%	17,6%		14,1%	17,7%		19,6%	
Marża EBITDA	21,6%	9,9%		20,7%	11,1%		12,8%	10,5%		11,7%	
Marża EBIT	14,4%	3,2%		15,0%	5,2%		7,2%	4,4%		6,4%	
Marża zysku netto	13,6%	2,0%		13,9%	3,7%		6,9%	3,1%		4,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Adj.- oczyszczone o zysk z okazijnego nabycia Puław (174 mln PLN w 1Q'13, 272 mln PLN w 2Q'14). W całym 2013 roku oczyszczone o zysk z okazijnego nabycia Puław, Siarkopolu, AIG oraz pozostałych zdarzeń jednorazowych (484 mln PLN).

Analityk:

Krystian Brymora

brymora@bdm.pl

tel.: 032 208 14 35

HARPER HYGIENICS

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	3,30	P/E	20,2	6,2	7,3
MC [mln PLN]	210,1	EV/EBITDA	11,2	8,2	5,2
		EV/EBIT	16,2	12,1	7,3
		P/BV	3,5	2,2	1,8

Spółka kończy wdrażanie projektu Arvell (zmiana technologii w segmencie chusteczek, mająca przełożyć się na znaczny wzrost marży a docelowo także przychodów, dzięki zwiększeniu mocy produkcyjnych). W 2Q'14 w kosztach pojawiają się pozycje związane z przygotowaniem do komercjalizacji projektu (m.in. nakłady na marketing i listingi). Po stronie przychodowej nie oczekujemy na razie większych zmian w stosunku do tendencji z 1Q'14.

Pełne efekty z projektu Arvell mają być widoczne od 3/4Q'14. W ostatniej prezentacji spółka nie wpisała założenia o wzroście marży brutto o 10 pkt. proc. r/r w 2014 roku (choć czyniła to od kilku kwartałów), jednak zarząd w rozmowie podtrzymał takie przewidywanie. Wprost dawałoby to 20-24 mln PLN dodatkowego zysku brutto ze sprzedaży (na razie podchodzimy w naszych założeniach bardziej konserwatywnie). W kolejnych latach oczekiwany jest także wzrost sprzedaży dzięki pozyskaniu nowych klientów (zdaniem spółki nowy produkt ma bardzo dobry odbiór ze strony potencjalnych kontrahentów). W 1Q'14 spółka rozpoznała aktywo podatkowe o wartości 15,6 mln PLN, co sztucznie zawyża wynik netto za 2014 rok (gotówkowe korzyści będą w kolejnych latach).

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	58,5	56,1	-4,1%	111,5	106,6	-4,4%	229,2	225,1	-1,8%	275,8	22,5%
Wynik brutto na sprzedaży	18,8	18,1	-3,4%	34,8	33,4	-4,1%	71,9	84,3	17,3%	108,1	28,3%
EBITDA	6,5	4,8	-27,3%	11,5	9,0	-21,5%	24,6	35,2	43,2%	51,8	47,1%
EBIT	4,7	2,3	-52,5%	7,9	4,4	-44,6%	17,0	23,9	41,0%	37,1	55,1%
Zysk brutto	3,2	1,0	-67,9%	5,2	2,5	-52,8%	11,9	19,0	59,8%	32,5	71,0%
Zysk netto	3,3	1,0	-69,1%	5,0	17,4	250,3%	10,4	33,9	226,6%	28,8	-15,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,1%	32,3%		31,3%	31,3%		31,3%	37,4%		39,2%	
Marża EBITDA	11,2%	8,5%		10,3%	8,5%		10,7%	15,6%		18,8%	
Marża EBIT	8,1%	4,0%		7,1%	4,1%		7,4%	10,6%		13,5%	
Marża zysku netto	5,6%	1,8%		4,4%	16,3%		4,5%	15,1%		10,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado
pado@bdom.pl
tel.: 032 208 14 32

INTROL

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	8,09	P/E	13,0	10,8	10,0
MC [mln PLN]	215,5	EV/EBITDA	8,4	7,1	6,7
		EV/EBIT	10,8	8,8	8,3
		P/BV	1,8	1,6	1,5

Spodziewamy się kolejnego bardzo dobrego kwartału w wykonaniu Introlu. Zarówno do przychodów jak i marży w sporym zakresie kontrybuować powinien kontrakt na EC Rzeszów (jednocześnie powinno spaść zaangażowanie w kapitał obrotowy na tym zleceniu). Szacujemy, że po 1H'14 roczna prognoza spółki (przychody 450 mln PLN, zysk netto: 20 mln PLN) powinna być wykonana w połowie. W całym roku sezonowość wyników będzie tym razem zdecydowanie bardziej wypłaszczona niż w poprzednich latach (zwykle 4Q był kumulacją wyników).

W połowie kwietnia spółka poinformowała o planie inwestycyjnym w spółkach Limatherm i Limatherm Sensor o wartości 23,7 mln PLN. Ma on głównie na celu rozbudowę mocy w pierwszej z wymienionych spółek, która zajmuje się produkcją odlewów aluminiowych (głównie dla przemysłu motoryzacyjnego oraz elektromaszynowego). Program (rozłożony na 4-5 lat) spółka zamierza sfinansować długiem, leasingiem i środkami własnymi. Głównych efektów inwestycji spodziewamy się w okresie 2016+.

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	78,0	114,0	46,2%	164,8	231,1	40,2%	367,0	450,4	22,7%	460,7	2,3%
Wynik brutto na sprzedaży	12,4	18,3	47,1%	24,5	34,0	38,5%	62,1	69,9	12,7%	73,3	4,8%
EBITDA	3,7	8,4	123,8%	7,9	16,3	107,0%	27,7	33,9	22,6%	36,5	7,6%
EBIT	2,2	6,9	208,7%	4,8	13,2	173,5%	21,5	27,2	26,9%	29,3	7,7%
Zysk brutto	2,3	6,5	186,0%	4,7	12,6	170,4%	20,5	25,4	23,8%	27,5	8,2%
Zysk netto	2,1	5,6	162,5%	3,9	9,8	155,3%	16,5	19,9	20,6%	21,6	8,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,9%	16,0%		14,9%	14,7%		16,9%	15,5%		15,9%	
Marża EBITDA	4,8%	7,3%		4,8%	7,1%		7,5%	7,5%		7,9%	
Marża EBIT	2,8%	6,0%		2,9%	5,7%		5,8%	6,0%		6,4%	
Marża zysku netto	2,7%	4,9%		2,3%	4,3%		4,5%	4,4%		4,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado
pado@bdm.pl
tel.: 032 208 14 32

IZOSTAL

			2012	2013	2014P	2015P	
Kurs [PLN]	5.3	P/E	8.5	13.1	33.5	13.3	Analitik: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	173.54	EV/EBITDA	5.5	9.6	16.4	8.9	
		EV/EBIT	6.4	12.5	30.2	11.4	
		P/BV	1.1	1.1	1.1	1.0	

Tak jak zwracaliśmy uwagę we wcześniejszych opracowaniach, spółka jest obecnie w okresie niskiego wykorzystania mocy produkcyjnych (brak dużych zleceń ze strony Gaz Systemu czy PGNiG). W 1Q'14 istotnymi kontraktami realizowanymi przez spółkę była dostawa 23 km rur DN300 na gazociąg Jadachy-Sandomierz, 18 km rur DN200-250 na gazociąg Małogoszcz-Włoszczowa oraz 20 km rur DN450 na kontrakt węgierski. Dodatkowo Izostal dostarczył 7.5 km rur wiertniczych dla Lotos Petrobaltic.

W 2Q'14 spodziewamy się dalszej erozji wyników zarówno w ujęciu r/r jak i q/q z uwagi na niski stopień kontraktacji. Na poziomie EBITDA spodziewamy się wyniku w okolicy 2.5 mln PLN. Na poziomie netto oczekujemy zysku ok. 0.9 mln PLN. W skali całego 2014 roku zrewidowaliśmy nasze założenia w dół i obecnie spodziewamy się, że EBITDA spółki wyniesie ok. 10.5 mln PLN, wynik netto ok. 5.2 mln PLN.

Perspektywy na 2H'14 są dla spółki słabsze niż wcześniej sądziliśmy. Liczyliśmy bowiem, że Izostal będzie dostawcą rur na gazociąg litewski (110 km rur DN 800). Przetarg ten jednak wygrała firma turecka. Obecnie z istotnych projektów mogących decydować o wynikach w końcu 2014 roku jest dostawa rur na gazociąg Polkowice-Żary o długości 66 km i średnicy DN 300. Zwracamy jednak uwagę na dużą konkurencję na dostawę rur dla tego projektu, co może odbijać się na końcowych marżach. W sytuacji, kiedy spółka wygra ten kontrakt, w zależności od harmonogramu dostaw będziemy skłonni rewidować w górę założenia na 4Q'14. Jednak jeśli Izostal nie wygra również tego kontraktu to będziemy skłaniać się do dalszej rewizji w dół naszych całorocznych prognoz na 2014 rok.

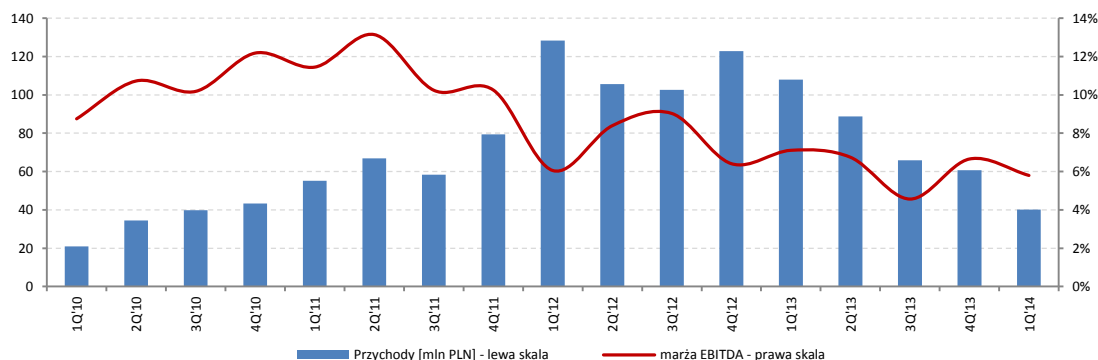
Kluczowe znaczenie dla wyników w perspektywie 2015-2018 będą miały przetargi Gaz Systemu na dostawę rur izolowanych na potrzeby budowy gazociągów. Liczymy, że pierwsze znaczące zamówienia z nowej rundy inwestycyjnej Gaz Systemu spółka będzie realizowała na przełomie 1/2Q'15.

Prognozy wyników Izostalu [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	88.8	40.3	-54.6%	196.8	80.4	-59.1%	323.4	165.0	-49.0%	249.9	51.4%
Koszty	79.6	36.2	-54.5%	176.9	72.2	-59.2%	291.1	148.0	-49.2%	215.9	45.9%
Wynik brutto na sprzedaży	9.2	4.1	-55.7%	19.9	8.2	-58.7%	32.4	17.1	-47.2%	34.0	99.0%
EBITDA	6.0	2.5	-58.8%	13.7	4.8	-64.9%	20.7	10.5	-49.1%	21.6	104.5%
EBIT	4.8	1.3	-73.4%	11.3	2.4	-78.7%	15.9	5.7	-64.1%	16.8	194.4%
Wynik netto	4.1	0.9	-78.6%	9.0	2.6	-71.5%	13.2	5.2	-60.8%	13.0	151.4%
marża brutto na sprzedaży	10.4%	10.1%		10.1%	10.2%		10.0%	10.3%		13.6%	
marża EBITDA	6.7%	6.1%		6.9%	6.0%		6.4%	6.4%		8.6%	
marża EBIT	5.4%	3.2%		5.7%	3.0%		4.9%	3.5%		6.7%	
marża netto	4.7%	2.2%		4.6%	3.2%		4.1%	3.1%		5.2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki historyczne Izostalu w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

KĘTY

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	221,6	P/E	13,4	13,2	12,4
MC [mln PLN]	2 044,4	EV/EBITDA	10,0	8,1	7,5
		EV/EBIT	15,7	11,4	10,5
		P/BV	1,8	1,7	1,6

Spółka opublikowała wstępne prognozy wyników na 2Q'14 pod koniec czerwca. Według szacunków skonsolidowane przychody za 2Q'14 wyniosą 430-440 mln PLN. Spółka prognozuje, że w 2Q'14 EBITDA osiągnie 80 mln PLN, zysk EBIT wzrośnie do ok. 60 mln PLN, z kolei zysk netto do ok 49 mln PLN (w tym należy zakładać 5 mln dodatkowego efektu w postaci rozpoznania aktywa podatkowego z SSE). Dług netto po 2Q'14 wynosił 180 mln PLN, zwracamy uwagę, że w 3Q'14 spółka wypłaci 94 mln PLN dywidendy.

Koniunktura na produkty spółki w 2Q'14 była nadal bardzo dobra, co przekłada się na spore zaawansowanie w wykonaniu prognoz rocznych (ok 59% na poziomie EBITDA). Zarząd zasygnalizował już, że po wynikach 2Q'14 możliwa jest aktualizacja założeń na bieżący rok. Obecna prognoza to 1,74 mld PLN sprzedaży, 250,5 mln PLN EBITDA i 126,5 mln PLN zysku netto. Szacujemy, że estymacje mogą zostać podniesione do odpowiednio około 1,8 mld PLN / 290,5 mln PLN / 159,0 mln PLN. Przy takich założeniach i obecnym kursie spółka byłaby handlowana na poziomie P/E'14=13,2x i EV/EBITDA'14=8,1x. W dłuższym horyzoncie pojawiają się pewne czynniki do niepokoju, jak słabszy PMI w Polsce czy zakręcające w dół z dość wysokich poziomów wskaźniki Ifo i ZEW z niemieckiej gospodarki. Po stronie kosztowej spółka radzi sobie ze wzrostem premii za dostawy aluminium, przekładając je w większym stopniu na odbiorców.

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	379,6	436,2	14,9%	714,0	849,1	18,9%	1 593,8	1 773,7	11,3%	1 875,0	5,7%
EBITDA	53,0	80,4	51,6%	98,1	148,2	51,1%	225,9	288,4	27,7%	304,4	5,5%
EBIT	33,1	59,5	79,7%	58,7	107,9	83,8%	144,9	204,9	41,4%	219,0	6,9%
Zysk brutto	30,3	55,5	82,9%	52,1	95,8	83,8%	134,1	188,0	40,2%	206,4	9,8%
Zysk netto	42,9	49,9	16,5%	59,9	80,7	34,8%	153,5	157,3	2,5%	167,2	6,3%
Marża EBITDA	14,0%	18,4%		13,7%	17,5%		14,2%	16,3%		16,2%	
Marża EBIT	8,7%	13,6%		8,2%	12,7%		9,1%	11,5%		11,7%	
Marża zysku netto	11,3%	11,4%		8,4%	9,5%		9,6%	8,9%		8,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

LIBET

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	2,93	P/E	23,9	14,2	11,5
MC [mln PLN]	146,5	EV/EBITDA	6,4	5,4	5,0
		EV/EBIT	15,9	11,7	10,1
		P/BV	0,7	0,7	0,6

Wzmożony popyt z 1Q'14 związany głównie z dobrą pogodą sprawia, że przychody w kolejnych miesiącach są bardziej płaskie i trudno będzie o dobre dynamiki. Wyraźnie widać to po sprzedaży cementu, który historycznie dobrze koreluje z kostką brukową (1Q'14: +67% r/r, IV'14: +23%, V'14: 0%, VI'14: -1%). Spodziewamy się, że przychody 2Q'14 będą wyższe r/r, słabiej może być na poziomie rentowności (m.in. wyższe koszty transportu, wzrost wynagrodzeń)

Okres wakacji jest ważny sezonowo dla wyników spółki. 2013 był pod tym względem bardzo dobry. Duże znaczenie ma pogoda: najlepsza dla spółki jest umiarkowana – opady deszczu lub upały zazwyczaj negatywnie wpływają na popyt. Podtrzymujemy założenia, że w 2014 roku spółka wypracuje około 240 mln przychodów i 10 mln PLN zysku netto. W kolejnych latach liczymy na poprawę wyników głównie na bazie ożywienia w budownictwie, które powinien przynieść przede wszystkim napływ nowych środków unijnych (co pozytywnie wpłynie naszym zdaniem także na inwestycje prywatne). Uważamy, że spółka jest jedną z najtańszych na rynku w swojej branży (na bazie EV/EBITDA). Posiada prostą ekspozycję na ożywienie w segmencie budowlanym na bazie inwestycji prywatnych jak i środków unijnych. Dodatkowo nie dotyczy jej problemy związane z rynkami wschodnimi (opłacalność sprzedaży kostki kończy się 200 km od zakładu produkcyjnego ze względu na wysokie koszty transportu). Ryzykiem jest kwestia podaży akcji ze strony Innova Capital.

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	63,5	65,5	3,2%	73,6	95,6	29,9%	220,0	241,3	9,7%	258,8	7,3%
Wynik brutto na sprzedaż	17,8	18,9	6,7%	17,1	22,2	29,4%	50,5	55,4	9,6%	59,3	7,1%
EBITDA	16,7	15,2	-9,5%	14,9	17,8	19,3%	38,6	42,5	10,2%	44,6	5,0%
EBIT	10,8	9,7	-9,7%	3,6	6,9	94,2%	15,6	19,5	24,9%	22,2	13,7%
Zysk brutto	8,9	8,0	-9,9%	0,2	3,8	1625,8%	8,3	12,7	52,4%	15,8	24,3%
Zysk netto	7,4	6,5	-11,7%	0,2	2,9	1538,5%	6,1	10,3	67,9%	12,8	24,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	28,0%	28,9%		23,3%	23,2%		23,0%	22,9%		22,9%	
Marża EBITDA	26,4%	23,1%		20,3%	18,6%		17,5%	17,6%		17,2%	
Marża EBIT	16,9%	14,8%		4,9%	7,3%		7,1%	8,1%		8,6%	
Marża zysku netto	11,6%	9,9%		0,2%	3,1%		2,8%	4,3%		4,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdom.pl

tel.: 032 208 14 32

LOTOS

			2013	2014P
Kurs [PLN]	37,3	P/E	122,9	11,5
MC [mln PLN]	4 844,3	EV/EBITDA	13,1	5,4
		EV/EBIT	71,8	9,9
		P/BV	0,5	0,5

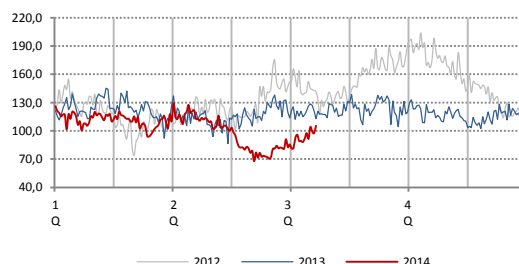
Modelowa marża rafineryjna w 2Q'14 wyniosła 5,0 USD/bbl (6,0 USD/bbl w 2Q'13). Słabsze były cracki na średnich i ciężkich frakcjach, sytuację ratowały dobre marże na benzynie oraz korzystny dla przerabiających rosyjską ropę dyferencjał. Mimo słabego otoczenia spodziewamy się jednak, że wyniki raportowane będą lepsze r/r. W 2Q'13 spółka miała przestój remontowy, co negatywnie wpłynęło na segment rafineryjny, więc baza jest niska. Wyniki dodatkowo powinny być wsparte przez dodatni efekt wyceny zapasów. Nominalnie słabiej r/r będzie kontrybuował segment wydobywczy, jednak zwracamy uwagę na one-off'y z ubiegłego roku i przestój remontowy hubu gazowego Heimdal. Na poziomie skonsolidowanym oczekujemy 306 mln PLN EBITDA LIFO i 46 mln PLN zysku netto. W saldzie finansowym uwzględniamy głównie odsetki (ograniczony wpływ różnic kursowych i hedgingu w tym Q).

Benzyna – marża [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

ON – marża [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników na 2Q'14

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	6 118,8	7 615,8	24,5%	13 296,2	14 792,8	11,3%	28 597,3	32 012,5	11,9%
EBITDA	60,0	336,2	460,7%	203,3	567,8	179,3%	802,6	1 834,8	128,6%
EBITDA LIFO	146,3	306,5	109,6%	444,9	594,1	33,5%	1 179,2	1 739,7	47,5%
EBITDA LIFO skoryg.	59,6	306,5	413,9%	364,7	589,8	61,7%	1 176,0	1 735,4	47,6%
EBITDA LIFO skoryg. ex/FX	41,3	306,5	641,4%	378,6	591,0	56,1%	1 099,3	1 736,6	58,0%
EBIT	-100,8	134,5	-	-126,4	151,8	-	146,5	1 005,6	586,4%
EBIT LIFO	-14,5	104,8	-	115,2	178,1	54,6%	523,1	910,5	74,1%
EBIT LIFO skorg	-101,1	104,8	-	35,0	173,8	396,7%	519,9	906,2	74,3%
EBIT LIFO skorg ex/FX	-119,4	104,8	-	48,9	175,0	257,9%	443,2	907,4	104,7%
Zysk (strata) brutto	-172,3	80,5	-	-392,6	59,5	-115,1%	-62,0	756,2	-1320,1%
Zysk (strata) netto	-126,1	46,0	-	-273,4	13,6	-105,0%	39,4	419,8	965,0%
Marża EBITDA	1,0%	4,4%		1,5%	3,8%		2,8%	5,7%	
Marża EBITDA LIFO	2,4%	4,0%		3,3%	4,0%		4,1%	5,4%	
Marża EBITDA LIFO skoryg.	1,0%	4,0%		2,7%	4,0%		4,1%	5,4%	
Marża EBITDA LIFO skoryg. ex/FX	0,7%	4,0%		2,8%	4,0%		3,8%	5,4%	
Marża EBIT	-1,6%	1,8%		-1,0%	1,0%		0,5%	3,1%	
Marża zysku netto	-2,1%	0,6%		-2,1%	0,1%		0,1%	1,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

MARVIPOL

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	6,79	P/E	20,7	5,1	6,5
MC [mln PLN]	282,1	EV/EBITDA	15,0	6,9	7,8
		EV/EBIT	16,5	7,2	8,2
		P/BV	1,1	0,9	0,8

Warszawski deweloper znakomicie rozpoczął rok, co było widać po wynikach 1Q'14. Utrzymania wzrostowej tendencji spodziewamy się również w 2Q'14. Przychody powinny wzrosnąć do niemal 150 mln PLN (+60,4% r/r), przy jednoczesnym zwiększeniu wyniku segmentu do 18,9 mln PLN (podwojenie względem 2Q'13). Znacznemu zwiększeniu powinien także ulec zysk netto, który naszym zdaniem będzie bliski 13 mln PLN (+172,7% r/r). Poprawy rezultatów oczekujemy także w ujęciu całorocznym. Przychody grupy wzrosną do 650 mln PLN (+31,7% r/r), przy jednoczesnym wzroście marży operacyjnej segmentów do 12,5 % w '14 (+3,4 p.p. r/r). Oczekujemy, że EBITDA podskoczy do niemal 85 mln PLN, a zysk netto zwiększy się do 55,1 mln PLN.

Na tak dobre wyniki Marvipolu wpływ będą miały dwa czynniki. Po pierwsze spółka przekaże niemal 1,3 tys. lokali w latach 2014-15, z czego 690 w '14. Złożą się na to mieszkania z projektów Zielona Italia, Art. Eco i Bielany Residence, a pod koniec '15 w wynikach będą też widoczne przekazania z pierwszego etapu Central Parku. Zwiększenie przychodów do 323,3 mln PLN w '14 (+53,6% r/r), będzie powiązane z znaczną poprawą marży segmentu, która powinna zwiększyć się do 16,3% (+4,1 p.p. r/r). W długiej perspektywie spodziewamy się, że deweloper utrzyma rentowność działalności na poziomie 15-16%.

Znaczej poprawy oczekujemy również w segmencie automotive. Spółka jest generalnym importerem samochodów marek Jaguar i Land Rover. W bieżącym roku liczymy na wzrost przychodów segmentu do 309 mln PLN (+15% r/r), przy jednoczesnym wzroście marży operacyjnej do 8,6%. W roku 2015 spodziewamy się dalszego zwiększenia przychodów do 340 mln PLN i utrzymania rentowności EBIT na poziomie +8%. Na tak dobre wyniki segmentu będzie rzutować m.in. zwiększenie liczby modeli dostępnych w sprzedaży (szczególnie 2Q'15 powinien przynieść rozbudowę oferty o modele z silnikiem o litrażu <2.0 l), a także rozbudowa sieci dealerskiej. Spodziewamy się, że w '14 Marvipol sprzeda ponad 1,2 tys. samochodów, a w '15 ponad 1,5 aut.

Niedawno władze spółki ogłosiły nową strategię działalności. Grupa ma zostać podzielona na dwa odrębne podmioty. Wydzielenie segmentu automotive ma zwiększyć transparentność spółki. W ogłoszonej strategii zarząd grupy zakłada, że najbliższe lata przyniosą skokową poprawę wolumenu sprzedawanych samochodów (do 2 tys. szt. w 2016), przy jednoczesnym utrzymaniu marży operacyjnej na poziomie 8%. W długiej perspektywie czasu spółka zamierza także wprowadzić politykę dywidendową, ale dopiero po zakończeniu procesu inwestycyjnego (CAPEX na lata 2014-18 ma wynieść 60 mln PLN). Dotychczasowi akcjonariusze Marvipolu mają się jednocześnie stać współwłaścicielami spółki M Automotive Holding. Władze grupy zapowiedziały także zwiększenie kontraktacji i przekazania lokali do 800 rocznie, co ma - ich zdaniem - pozwolić na znalezienie się w trójce największych deweloperów na warszawskim rynku. Docelowo, poza projektem Central Park, spółka zamierza wejść w segment premium i sprzedawać co roku ok. 40 lokali o podwyższonym standardzie.

Prognozy wyników na 2Q'14

	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	93,4	149,8	60,4%	187,9	337,0	79,4%	494,3	650,9	31,7%	617,5	-5,1%
<i>segment deweloperski</i>	25,1	62,6	149,9%	50,2	167,5	233,9%	210,5	323,3	53,6%	258,9	-19,9%
<i>segment automotive</i>	64,3	82,5	28,4%	129,9	160,1	23,3%	268,2	308,9	15,2%	339,7	10,0%
<i>myjnie</i>	2,5	2,9	15,4%	5,0	5,9	18,3%	9,7	11,8	20,6%	11,8	0,8%
<i>najem</i>	1,5	1,7	13,2%	2,9	3,5	21,8%	5,9	7,0	18,8%	7,1	1,3%
Wynik segmentu	9,3	18,9	102,2%	19,7	47,2	138,9%	45,1	81,1	79,8%	66,3	-18,2%
<i>segment deweloperski</i>	1,1	11,5	979,8%	4,1	30,4	646,4%	25,8	52,7	104,4%	38,2	-27,4%
<i>segment automotive</i>	7,1	7,4	4,2%	13,3	15,0	12,9%	19,7	26,5	34,6%	27,8	4,8%
<i>myjnie</i>	0,1	0,0	-88,5%	0,4	0,6	48,3%	0,4	0,6	71,7%	0,1	-90,4%
<i>najem</i>	1,1	0,1	-95,2%	2,0	1,2	-40,5%	-0,7	1,3	-273,9%	0,2	-83,4%
EBITDA	10,6	19,8	85,6%	22,2	48,8	120,2%	40,0	84,8	111,9%	70,1	-17,4%
EBIT	9,7	18,9	94,5%	20,4	47,1	130,9%	36,5	81,4	122,7%	66,4	-18,4%
Wynik brutto	6,3	16,1	155,4%	14,0	39,3	180,4%	21,0	66,9	217,9%	53,8	-19,6%
Wynik netto	4,8	13,0	172,7%	10,6	32,7	209,4%	13,6	55,1	303,5%	43,5	-20,9%
marża segmentu	10,0%	12,6%		10,5%	14,0%		9,1%	12,5%		10,7%	
<i>segment deweloperski</i>	4,2%	18,3%		8,1%	18,1%		12,2%	16,3%		14,8%	
<i>segment automotive</i>	11,0%	8,9%		10,2%	9,4%		7,3%	8,6%		8,2%	
<i>myjnie</i>	5,0%	0,5%		8,0%	10,0%		3,7%	5,3%		0,5%	
<i>najem</i>	70,6%	3,0%		69,2%	33,8%		-	18,4%		3,0%	
marża EBITDA	11,4%	13,2%		11,8%	14,5%		8,1%	13,0%		11,3%	
marża EBIT	10,4%	12,6%		10,8%	14,0%		7,4%	12,5%		10,8%	
marża zysku netto	6,1%	9,0%					2,8%	7,5%		8,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Adrian Górniak

gorniak@bdm.pl

tel.: 032 208 14 38

MOSTOSTAL ZABRZE

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	1,83	P/E	37,6	15,3	12,2
MC [mln PLN]	272,9	EV/EBITDA	10,1	7,1	6,2
		EV/EBIT	19,4	10,5	8,6
		P/BV	1,0	0,9	0,9

W 2Q'14 spodziewamy się wyraźnego, podobnie jak w 1Q'14, wzrostu przychodów na bazie lepszego portfela zamówień. Zakładamy także poprawę r/r marży, aczkolwiek nie w tak dużym stopniu jak to było na początku roku (1Q'14: 9,5%). Pewne ryzyko dla naszych założeń stanowi kwestia wypowiedzianych przez Mostostal pod koniec maja umów w RPA o łącznej wartości ok. 100 mln PLN. Ze sprawozdań finansowych spółki wynika, że sprzedaż zrealizowana na kontraktach w 2013 roku wyniosła 15,8 mln PLN a w 1Q'14 3% skonsolidowanych przychodów (czyli ok. 4,7 mln PLN). Nie znamy jednak salda rozliczeń należności z zleceniodawcą. Spółka w komunikacie podała, że nie była z końcem maja w stanie ocenić skutków finansowych wypowiedzenia umów. Z informacji prasowych dotyczących kontraktów wynika jednak, że główne problemy z nimi związane rozgrywają się na linii inwestor (Eskom) – główni wykonawcy (Hitachi, Alstom) a opóźnienia na niższych poziomach są ich pochodną.

W maju (tuż przed wypowiedzeniem wspomnianych kontraktów w RPA) w wypowiedzi dla PAP przedstawiciele spółki zapowiadali przekroczenie 800 mln PLN przychodów i utrzymanie zbliżonych do 1Q'14 marż (9,5% na zysku brutto ze sprzedaży i 6,9% na poziomie EBITDA). Uważamy, że w naszym modelu mamy wyraźną poduszkę bezpieczeństwa – porównując nasze marże z tym co zapowiada zarząd, margines wynosi ok 13 mln PLN na poziomie EBITDA w 2014 roku.

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	120,9	192,8	59,5%	239,7	351,0	46,4%	575,1	801,5	39,4%	885,6	10,5%
Wynik brutto na sprzedaży	7,8	16,6	113,3%	18,1	31,7	74,5%	45,7	70,6	54,4%	80,1	13,5%
EBITDA	5,8	9,5	64,9%	10,9	20,5	86,8%	28,7	42,1	46,8%	48,0	13,8%
EBIT	2,4	6,1	157,3%	4,3	13,7	223,2%	15,0	28,5	89,7%	34,5	21,0%
Zysk brutto	3,2	4,8	49,5%	6,2	11,2	81,5%	9,3	23,3	150,9%	29,2	25,0%
Zysk netto	2,6	3,6	38,2%	3,5	7,7	119,7%	7,3	17,8	145,2%	22,4	25,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	6,4%	8,6%		7,6%	9,0%		8,0%	8,8%		9,0%	
Marża EBITDA	4,8%	4,9%		4,6%	5,8%		5,0%	5,3%		5,4%	
Marża EBIT	2,0%	3,2%		1,8%	3,9%		2,6%	3,6%		3,9%	
Marża zysku netto	2,2%	1,9%		1,5%	2,2%		1,3%	2,2%		2,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

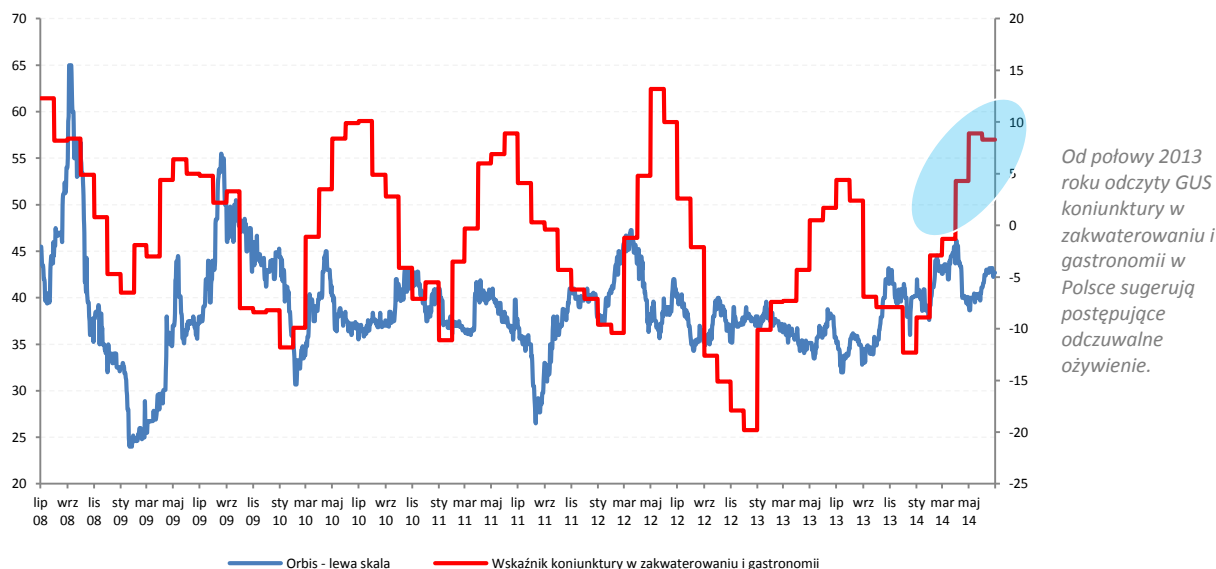
ORBIS

			2013	2014P	2015P	2016P	
Kurs [PLN]	41.9	P/E	29.7	23.3	20.1	18.2	Analitik: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	1 931	EV/EBITDA	8.9	8.0	7.2	6.7	
		P/BV	1.00	0.99	0.98	0.96	

Spoglądając na utrzymujące się dobre tendencje na rynku hotelowym liczymy, że wyniki za 2014 rok pomimo braku istotnych wydarzeń jednorazowych będą odbierane pozytywnie przez inwestorów. Zakładamy, że kolejne kwartały wykażą utrzymanie obecnej poprawy sytuacji w hotelarstwie. Tym samym spółka powinna utrzymać dobre obłożenie pokoi. Dodatkowo spodziewamy się także większej swobody w powolnym podnoszeniu średniej ceny za pokój.

Zatem liczymy, że frekwencja w skali całego 2014 roku w hotelach Orbisu wyniesie ok. 58.8% (+0.3 pkt % r/r). Bardziej sprzyjająca sytuacja w branży powinna dodatkowo pozwolić na efektywny wyższy poziom średniej ceny za pokój. Spodziewamy się, że średnioroczny ARR w 2014 roku wzrośnie do ok. 216 PLN (+2.8% r/r). Tym samym oczekujemy, że w 2014 roku przychody spółki przekroczą 710 mln PLN. Na poziomie kosztów operacyjnych nie oczekujemy istotnych zmian względem 2013 roku dla obecnej struktury bazy hoteli. Dlatego prognozujemy, że wynik EBITDA za 2014 rok powinien osiągnąć poziom ok. 211.7 mln PLN.

Zmiana r/r wskaźnika koniunktury w zakwaterowaniu i gastronomii w Polsce na tle kursu Orbisu



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

W końcówce 2016 roku zakładamy uruchomienie nowego hotelu własnego w Krakowie (ok. 200 pokoi). Nie uwzględniamy dokonania akwizycji, które są coraz bardziej prawdopodobne. Działania Accor zachęcają Orbis do odważniejszych decyzji w tym zakresie i inwestorzy nie powinni być zaskoczeni przyszłymi komunikatami o zakupie nowych hoteli. Będzie to bezpośrednim impulsem do przyszłego wzrostu poziomu EBITDA. Liczymy, że w zakresie kosztów akwizycji nowe obiekty będą wpływały korzystnie na wartość dodaną dla akcjonariuszy spółki (niemniej z obecnej perspektywy nie należy lekceważyć ryzyka, że poziomy wycen przejmowanych obiektów będą negatywnie ocenione przez rynek).

Zwracamy też uwagę, że w kolejnych kwartałach ma nastąpić dalszy wzrost bazy hotelowej w oparciu o umowy franczyzy i zarządzania. Wyniki tych obiektów nie są ujmowane po stronie Orbisu. Spółka wykazuje jedynie wpływy związane z opłatami za franczyzę czy umowę o zarządzanie. Udział tych przychodów w całości wpływów jest znikomy, niemniej cechuje je inny (wyższy) poziom rentowności. Docelowo w modelu tak jak wspominaliśmy udział pokoi w systemie franczyzy wynosi ok. 30% całej bazy Orbisu (celem spółki jest aby ten wskaźnik był wyższy).

Szczegółowe założenia do modelu

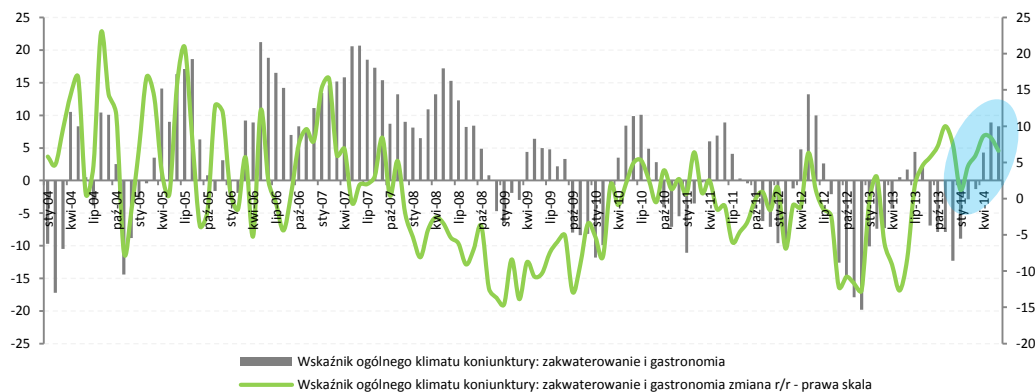
	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14P	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	156.7	124.8	192.1	196.6	169.2	128.5	200.7	210.8	170.2	709.2	682.6	710.1	741.6	772.7
Koszty operacyjne	149.5	139.8	153.4	155.9	151.8	141.3	153.8	158.7	153.1	617.5	600.9	606.9	624.7	645.49
Amortyzacja	25.5	28.1	28.5	29.3	28.5	28.0	28.1	28.1	28.2	112.3	114.3	112.4	113.6	114.8
Zużycie mat i energii	28.6	25.2	30.0	30.5	25.1	24.1	28.4	30.2	25.4	114.6	110.8	108.1	110.2	113.6
Usługi obce	34.6	28.5	33.7	35.0	39.0	29.8	35.0	37.1	39.2	138.4	136.2	141.0	147.3	154.2
Koszty zatrudnienia	49.2	46.9	47.4	46.9	46.3	47.0	48.0	48.1	47.3	198.4	187.4	190.4	196.1	203.0
Inne	11.6	11.1	13.9	14.3	12.9	12.5	14.4	15.3	12.9	53.8	52.1	55.0	57.5	59.9
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	-3.1	8.1	-4.2	-1.8	-1.9	0.1	-1.0	-1.5	-1.5	-6.2	0.2	-3.9	-4.1	-4.3
EBIT	4.0	-6.9	34.5	38.9	15.5	-12.7	45.8	50.6	15.6	83.2	81.9	99.3	112.8	123.0
EBITDA	29.5	21.2	62.9	68.1	44.0	15.3	73.9	78.7	43.8	195.5	196.2	211.7	226.5	237.7
Wynik netto	8.1	-5.4	27.4	32.1	12.2	-10.0	37.9	41.7	13.3	112.9	66.2	83.0	96.0	105.9
Liczba hoteli	57	60	61	62	63	64	66	69	70	57	63	70	80	89
własne i leasingowe	52	52	53	53	53	53	53	53	53	52	53	53	53	54
w zarządzaniu	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	5	5
franczyzowe	2	5	5	6	7	8	10	13	14	2	7	14	22	30
Liczba pokoi eop	10 778	10 999	11 161	11 327	11 373	11 457	11 647	11 943	11 999	10 778	11 373	11 999	12 959	13 879
własne i leasingowe	9 741	9 743	9 904	9 904	9 904	9 904	9 904	9 904	9 904	9 741	9 904	9 904	9 904	10 104
w zarządzaniu	663	663	663	663	663	663	663	663	663	663	663	663	863	863
franczyzowe	374	593	594	760	806	890	1 080	1 376	1 432	374	806	1 432	2 192	2 912
Frekwencja	52.4%	45.3%	65.8%	68.0%	54.2%	45.6%	66.5%	69.5%	53.2%	54.8%	58.4%	58.8%	59.2%	59.2%
zmiana r/r [pkt %]	4.0	3.6	6.2	3.0	1.8	0.3	0.7	1.5	-1.0	3.0	3.6	0.3	0.4	0.0
Sprzedane pokojonoc [tys.]	478	397	588	619	494	406	599	633	485	1 994	2 099	2 124	2 138	2 154
zmiana r/r	7.5%	5.7%	9.3%	2.9%	3.2%	2.3%	1.9%	2.2%	-1.8%	1.4%	5.3%	1.2%	0.7%	0.7%
ARR [PLN]	204.0	190.6	214.1	211.4	219.0	196.7	221.0	218.8	222.3	232.8	210.0	216.0	223.7	231.1
zmiana r/r	-12.2%	-14.6%	-25.5%	-0.7%	7.4%	3.2%	3.2%	3.5%	1.5%	3.7%	-9.8%	2.8%	3.6%	3.3%
RevPAR [PLN]	106.9	86.4	140.9	143.7	118.7	89.7	146.9	152.1	118.3	127.5	122.7	126.9	132.3	136.7
zmiana r/r	-4.9%	-7.1%	-17.7%	3.8%	11.0%	3.8%	4.3%	5.8%	-0.4%	9.7%	-3.8%	3.4%	4.3%	3.3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

KONIUNKTURA W BRANŻY ZAKWATEROWANIA W POLSCE

Z danych GUS wynika, że w 2Q'14 sytuacja w branży zakwaterowania i gastronomii ulegała poprawie. Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w branży w ujęciu r/r wykazywał dodatnią dynamikę. Optymistycznie wyglądają zwłaszcza ostatnie odczyty miesięczne. W kwietniu zmiana r/r wspomnianego wskaźnika wynosiła +8.6 pkt, w maju było to +8.4 pkt, z kolei w czerwcu +6.6 pkt.

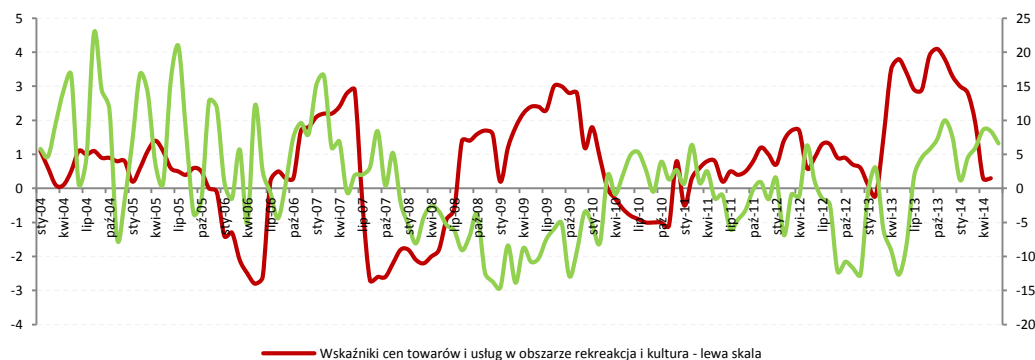
Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w branży zakwaterowania i gastronomii (ujęcie miesięczne)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

W 2013 roku wraz z poprawą odczytów o poziomie koniunktury w branży zakwaterowania i gastronomii można było dostrzec wzrost poziomu cen w obszarze rekreacja i kultura (m.in. efekt niskiej bazy z wcześniejszych okresów i wyraźnej poprawy koniunktury). Z odczytów GUS 2014 roku wynika, że dynamika cen w ujęciu r/r w tej kategorii jest ograniczona i nadal presja cenowa na oferowane usługi jest odczuwalna. W okresie kwiecień-maj'14 średni poziom cen omawianej kategorii wzrósł zaledwie o ok. 0.3% (w 1Q'14 było to średnio +2.6%)

Wskaźniki cen w obszarze rekreacja i kultura na tle zmiany klimatu koniunktury w branży zakwaterowania i gastronomii



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

PA NOVA

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	15,41	P/E	9,9	7,9	6,8
MC [mln PLN]	154,1	EV/EBITDA	11,9	10,9	13,1
		EV/EBIT	13,0	11,6	13,6
		P/BV	0,5	0,5	0,5

Gliwicki deweloper wkracza na ścieżkę odbudowy wyników. Było to już widoczne w 1Q'14, kiedy spółka zwiększyła poziom przychodów o 16% r/r do 37,5 mln PLN oraz wynik netto, który wzrósł do 6,8 mln PLN (+67% r/r). Prowzrostowej tendencji oczekujemy również w 2Q'14. Przychody spółki powinny wzrosnąć do 55,4 mln PLN, co oznacza poprawę o niemal 60% r/r. Zwiększeniu powinien również ulec wynik brutto ze sprzedaży, który naszym zdaniem wyniesie 10,9 mln PLN oraz zysk operacyjny, który zwiększy się do 8,3 mln PLN (+10,8% r/r). Dodatnia dynamika powinna być również zauważalna na poziomie netto, a wypracowany zysk będzie bliski 5 mln PLN.

Na poprawę rezultatów wpłynie w znacznej mierze rozliczenie 3 kontraktów budowlanych, w których PA Nova jest generalnym wykonawcą. Marża segmentu budowlanego w 2Q'14 powinna być bliska 8%. Poprawy oczekujemy także w segmencie wynajmu. Przychody ze sprzedaży wzrosną do 10,9 mln PLN (+1,1 mln PLN r/r), przy jednoczesnym utrzymaniu marży NOI na poziomie 60% i wzroście marży po uwzględnieniu kosztów finansowych do 46% (+4 p.p. r/r).

W ujęciu całorocznym należy oczekiwać utrzymania poziom przychodów oraz wzrostu wyniku brutto ze sprzedaży. Spodziewamy się, że w '14 marża brutto wzrośnie do 24,1% (+3,4 p.p.), co przede wszystkim będzie wynikało z poprawy marży w działalności budowlanej do 10%. Wynik operacyjny dewelopera zwiększy się do ponad 33 mln PLN (+14,8% r/r), a osiągnięty zysk netto powinien być bliski 19,6 mln PLN. Skokowego wzrostu należy się spodziewać w roku 2016, kiedy to do użytku zostanie oddana galeria Galena w Jaworznie. Największy projekt komercyjny spółki ma generować ok. 22,5 mln PLN przychodów, co powinno pozwolić na przekroczenie bariery 25 mln PLN zysku netto.

Pozytywnie zapatrujemy się również na zapowiedzi wejścia w segment budownictwa magazynów o małym i średnim formacie wielkości. Naszym zdaniem jest to atrakcyjna nisza, która powinna pozwolić spółce na zwiększenie backlogu w kolejnych okresach. In plus zapatrujemy się także na zapowiadaną transakcję sprzedaży 3-4 parków handlowych, co powinno „zluzować” bilans PA Nova i wygenerować ok. 25 mln PLN środków, które w dalszej kolejności będą przeznaczone na sfinansowanie realizacji Galeny. Władze spółki wprowadziły również politykę dywidendy, która ma zostać zmodyfikowana po oddaniu jaworzniańskiej galerii.

Prognozy wyników na 2Q'14

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	34,8	55,4	59,4%	67,0	92,9	38,6%	167,7	167,5	-0,2%	166,4	-0,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	9,1	10,9	19,9%	16,9	22,3	32,4%	34,7	40,4	16,5%	41,6	2,8%
EBITDA	8,2	8,9	8,0%	15,9	20,1	26,1%	31,7	35,2	11,3%	37,3	5,9%
EBIT	7,5	8,3	10,8%	14,5	18,9	31,0%	28,9	33,2	14,8%	35,9	7,9%
Zysk brutto	5,3	6,2	17,2%	10,3	14,6	41,7%	19,5	24,3	24,6%	28,0	15,0%
Zysk netto	4,2	5,0	18,4%	8,3	11,8	42,2%	15,5	19,6	26,6%	22,6	15,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	26,1%	19,6%		25,2%	24,0%		20,7%	24,1%		25,0%	
Marża EBITDA	23,6%	16,0%		23,7%	21,6%		18,9%	21,0%		22,4%	
Marża EBIT	21,6%	15,0%		21,6%	20,4%		17,3%	19,8%		21,6%	
Marża zysku netto	12,1%	9,0%		12,3%	12,7%		9,2%	11,7%		13,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Adrian Górniak
gorniak@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

PCC ROKITA

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	34,0	P/E	11,6	10,6	8,7
MC [mln PLN]	675,0	EV/EBITDA	7,4	7,7	6,7
		EV/EBIT	10,2	10,3	8,7
		P/BV	1,3	1,2	1,1

W 2Q'14 otoczenie biznesowe w alkaliach (ług sodowy/soda kaustyczna) stabilizowało się na niskich poziomach. Z drugiej strony wyraźnie poprawia się marżowość segmentu polioli, przez co wyniki spółki powinny być porównywalne r/r i q/q. Ceny ługu sodowego wzrosły o 0,4% q/q (-25% r/r), a sody kaustycznej obniżyły się o 5,8% q/q (-15,8% r/r). Wolumenowo zakładamy nieznacznie niższą sprzedaż r/r w związku z trwającą inwestycją konwersji elektrolizy z technologii rtęciowej na membranową. Lepszy powinien być mix: więcej sody kaustycznej o obecnie wyższej marży kosztem ługu sodowego, co znajduje potwierdzenie w danych GUS o produkcji (kwiecień-maj'14 soda +11,5% r/r, ług -17% r/r). Liczymy też na wzrost produkcji/sprzedaży kwasu solnego (lepsze zagospodarowanie chloru). Reasumując w segmencie alkaliów spodziewamy się ok. 10,9 mln PLN EBITDA wobec 9,6 mln PLN w 1Q'14 i 20,9 mln PLN rok temu. Utrata marży powinna zostać zrekompensowana na pozostałych segmentach, szczególnie w polioliach, gdzie ceny były stabilne (-0,2% q/q, +0,9% r/r) przy znaczącym spadku kosztów podstawowego surowca (tlenek propylenu -8,8% q/q, +1,6% r/r) i lepszym kursie EUR/USD (+0,2% q/q, +5% r/r). W rezultacie teoretyczna marża wzrosła o 36% q/q i blisko 20% r/r. Liczymy również na lepszy mix produktowy tzn. więcej produktów VISCO/HR kosztem standardowego poliola. Jego udział w sprzedaży powinien spaść z ok. 30% do 27%. W rezultacie EBITDA segmentu powinna sięgnąć blisko 10 mln PLN (łącznie z PRODEX) wobec 7,3 mln PLN w 1Q'14 i 5,3 mln PLN w 1Q'14. Lepszych wyników oczekujemy również po segmencie fosforowym (nowa inwestycja PCL3), choć nie pozwoli to na razie osiągnąć dodatniego EBIT. W rezultacie w skali grupy spodziewamy się 30,9 mln PLN EBITDA i 14,7 mln PLN zysku netto przy 259,6 mln PLN przychodów ze sprzedaży. Zdecydowanie lepsze r/r powinno być 2H'14, bowiem otoczenie w alkaliach się stabilizuje (było już słabe w 3Q'13), a w polioliach obserwujemy dalszą poprawę marż. Poza tym w minionym roku spółka miała długi postój remontowy i doświadczyła wielu zdarzeń jednorazowych.

Prognozy wyników na 2Q'2014 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	302,5	259,6	-14,2%	591,5	523,1	-11,6%	1 101,2	1 016,7	-7,7%	1 073,9	5,6%
Wynik brutto na sprzedaży	51,2	50,7	-0,9%	106,5	95,7	-10,2%	198,4	199,0	0,3%	235,0	18,1%
EBITDA	32,1	30,9	-3,7%	71,9	59,0	-17,9%	119,8	126,5	5,6%	152,3	20,4%
EBIT	19,6	20,0	2,2%	46,3	37,5	-19,0%	77,2	83,2	7,8%	103,5	24,4%
Zysk brutto	17,9	16,6	-7,3%	42,6	32,5	-23,8%	65,8	71,0	7,8%	86,6	22,0%
Zysk netto	16,0	14,7	-8,1%	38,3	29,1	-24,0%	58,3	63,2	8,4%	77,0	22,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,9%	19,5%		18,0%	18,3%		18,0%	19,6%		21,9%	
Marża EBITDA	10,6%	11,9%		12,2%	11,3%		10,9%	12,4%		14,2%	
Marża EBIT	6,5%	7,7%		7,8%	7,2%		7,0%	8,2%		9,6%	
Marża zysku netto	5,3%	5,7%		6,5%	5,6%		5,3%	6,2%		7,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
tel.: 032 208 14 35

PHN

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	24,02	P/E	10,3	36,3	37,5
MC [mln PLN]	1 100,4	EV/EBITDA	-	26,2	22,7
		EV/EBIT	-	27,7	23,6
		P/BV	0,55	0,57	0,57

Oczekujemy, że jeden z największych deweloperów komercyjnych nieznacznie obniży poziom przychodów do 39,4 mln PLN w 2Q'14 (spadek o ok. 5%). Przede wszystkim będzie to wpływ presji na stawki czynszu na warszawskim rynku nieruchomości. Stabiej powinien także wypaść wynik brutto ze sprzedaży, który obniży się do 17,5 mln PLN, czyli aż o 15,7%. Tym samym marża brutto spadnie do 44,5% w 2Q'14 (-5,6 p.p. r/r). Lepiej powinny się zaprezentować kolejne poziomy rachunku wyników. Prognozujemy, że zysk operacyjny wyniesie 8,4 mln PLN, a wypracowany zysk netto wzrośnie do 7,9 mln PLN, co oznacza marżę netto na poziomie 20%. Wskazujemy również, że spółka dalej nieznacznie obniża koszty zarządu, co wynika z restrukturyzacji zatrudnienia w PHN. W 2Q'14 deweloper podpisał list intencyjny o współpracy w Lewandowie (projekt magazynowy), o powierzchni użytkowej ok. 40 tys. m².

W ujęciu całorocznym należy oczekiwać nieznacznego spadku przychodów ze sprzedaży do 170 mln PLN (-0,7% r/r). Nieco niższy niż w roku 2013 powinien okazać się także wynik brutto ze sprzedaży, który wyniesie 76,7 mln PLN, przy jednoczesnym obniżeniu marży brutto do 45,1% (-2,6 p.p. r/r). PHN powinien wypracować również 34,3 mln PLN EBIT oraz ok. 30 mln PLN zysku netto.

Spółka przechodzi obecnie proces restrukturyzacji. Dotyczy to nie tylko zatrudnienia, ale również struktury całej grupy. Docelowo holding chce przeprowadzić dezinwestycje o wartości ok. 740 mln PLN (sprzedaż ponad 100 nieruchomości) w ciągu 5-6 lat. Już w 1Q'14 PHN znalazł nabywcę na nieruchomości w Zakopanem i Łagowie. Pozyskane w ten sposób środki mają być przeznaczone na akwizycję nieruchomości inwestycyjnych.

Ciągle nierozwiązana pozostaje sprawa sprzedaży holdingu przez Ministerstwo Skarbu Państwa. Proces due diligence, który trwał od marca zakończył się niepowodzeniem. Naszym zdaniem wynika to z dwóch przesłanek. Po pierwsze, cena jaką oczekiwało MSP mogła być zbyt wysoka. Po drugie, z wypowiedzi padających ze strony MSP wynikało, iż jest ono zainteresowane sprzedażą pakietu większościowego (być może nawet 73%) do konkretnego inwestora, a to z kolei mogło spotkać się z niechęcią ze strony rynku.

Prognozy wyników na 2Q'14

	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	41,5	39,4	-5,1%	92,2	79,2	-14,1%	171,3	170,1	-0,7%	171,8	1,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	20,8	17,5	-15,7%	41,9	34,9	-16,6%	81,7	76,7	-6,2%	77,1	0,6%
EBITDA	-32,3	8,9	-	-21,9	12,0	-	-5,0	36,3	-	41,9	15,2%
EBIT	-32,8	8,4	-	-22,9	11,0	-	-7,0	34,3	-	40,4	17,6%
Wynik brutto	-31,8	9,7	-	-20,3	12,8	-	-0,8	37,5	-	36,2	-3,5%
Wynik netto	-23,1	7,9	-	-16,3	10,3	-	107,0	30,3	-71,7%	29,4	-3,1%
Marża brutto ze sprzedaży	50,1%	44,5%		45,4%	44,1%		47,7%	45,1%		44,9%	
Marża EBITDA	-	22,5%		-	15,1%		-	21,4%		24,4%	
Marża EBIT	-	21,3%		-	13,9%		-	20,2%		23,5%	
Marża zysku netto	-	20,0%		-	13,0%		62,5%	17,8%		17,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Adrian Górniak
gorniak@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

PKN ORLEN

			2013	2014P
Kurs [PLN]	41,9	P/E	101,8	10,2
MC [mln PLN]	17 921,0	EV/EBITDA	9,0	4,5
		EV/EBIT	67,7	8,4
		P/BV	0,7	0,7

2Q'14 przyniósł kolejne miesiące słabych marż rafineryjnych, szczególnie słabo zachowywał się olej napędowy (wzrost presji ze strony nowych mocy przerobowych poza Europą Zachodnią). Sytuację ratował pozytywny dla rafinerii przerabiających rosyjską ropę dyferencjał Brent – Ural (+2,2 USD/bbl vs 0,7 USD/bbl w 2Q'13). Nieco lepiej wyglądała sytuacja w segmencie petrochemicznym (marża modelowa +12 EUR/t r/r), aczkolwiek pod presją znajdowały się nadal ceny PX/PTA (marża modelowa spółki uwzględnia jedynie łańcuch poliolefin). Spadły nieco marże na stacjach benzynowych.

Per saldo w 2Q'14 spodziewamy się nieco lepszego r/r wyniku EBITDA LIFO: nieco lepszy wynik w rafinerii ale słabszy w petrochemii i detalu plus konsolidacja zagranicznych aktywów wydobywczych. Spodziewamy się pozytywnego wpływu wyceny zapasów na poziomie ok 100 mln PLN. Tym samym szacujemy, że EBITDA raportowana wyraźnie wzrośnie (w 2Q'13 na wynikach mocno zaciężała wycena zapasów). Na poziomie netto oczekujemy nieco ponad 0,3 mld PLN zysku. Spodziewamy się, że dobrze może wypaść cash flow (sprzedaż zapasów ropy).

Na 2H'14 spółka zapowiedziała aktualizację strategii. Spodziewamy się, że przy okazji wyjaśni się sytuacja rafinerii w Możejkach.

Prognozy wyników na 2Q'14

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	28 333	29 341	3,6%	55 783	53 460	-4,2%	113 853	116 225	2,1%
EBITDA	430	1 034	140,7%	1 277	1 810	41,8%	2 503	4 806	92,0%
EBITDA LIFO	869	939	8,1%	1 769	1 892	7,0%	3 171	4 508	42,2%
EBITDA LIFO skoryg*	837	939	12,2%	1 732	1 691	-2,3%	3 311	4 307	30,1%
EBIT	-120	478	-	204	732	258,9%	333	2 606	682,5%
EBIT LIFO	309	382	23,7%	696	813	16,9%	1 001	2 308	130,6%
EBIT LIFO skoryg*	277	382	38,2%	659	612	-7,0%	1 141	2 107	84,7%
Zysk (strata) brutto	-261	406	-	-148	560	-	178	2 241	1158,9%
Zysk (strata) netto	-207	314	-	-58	378	-	176	1 755	897,1%
Marża EBITDA	1,5%	3,5%		2,3%	3,4%		2,2%	4,1%	
Marża EBITDA LIFO	3,1%	3,2%		3,2%	3,5%		2,8%	3,9%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	3,0%	3,2%		3,1%	3,2%		2,9%	3,7%	
Marża EBIT	-0,4%	1,6%		0,4%	1,4%		0,3%	2,2%	
Marża zysku netto	-0,7%	1,1%		-0,1%	0,7%		0,2%	1,5%	

Źródło: BDM S.A., *wynik oczyszczony o saldo PPO/PKO

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

POLICE

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	23,4	P/E	34,1	46,8	22,0
MC [mln PLN]	1 755,0	EV/EBITDA	13,6	11,3	7,9
		EV/EBIT	34,3	38,8	16,7
		P/BV	1,8	1,8	1,7

W 2Q'14 relatywnie lepsze otoczenie panowało w nawozach wieloskładnikowych niż azotowych. Notowania NPK wzrosły o 3,1% q/q (-14,5% r/r), a DAP spadły o 4,9% q/q (-7,7% r/r). Dzięki wyższej dynamice spadku podstawowych surowców (sól potasowa, fosfority) teoretyczne marże na NPK wzrosły o 5,6% r/r (-13,9% r/r), a na DAP spadły o 11% q/q (+0,3% r/r). Najgorzej sytuacja prezentowała się na moczniku, gdzie ceny spadły o 10,8% q/q obniżając marże o grubo ponad 30% q/q (-50% r/r). W porównaniu z kwartałem wcześniej wyraźnie poprawiły się marże na amoniaku. Wolumenowo zakładamy ok. 20% r/r wzrost sprzedaży DAP (46k) i 5% spadek NPK (193k), o czym świadczą dane o produkcji GUS (kwiecień-maj'14). Nieznacznie lepszego wolumenu oczekujemy w przypadku mocznika i amoniaku. Dostawy fosforytów z Senegalu szacujemy na ok. 85k, co da oszczędności na zakupie surowca rzędu 8,2 mln PLN. W rezultacie segment nawozowy powinien wypracować ok. 42 mln PLN EBITDA wobec 38 mln PLN przed rokiem i 40 mln PLN w 1Q'14. Poprawy wyników spodziewamy się także w segmencie bieli tytanowej. Otoczenie biznesowe w 2Q'14 było stabilne. W relacji r/r teoretyczne marże były wyższe o 27%. Reasumując w skali spółki oczekujemy porównywalnej EBITDA r/r mimo słabszej sprzedaży. Przez wyższą amortyzację wynikającą z przejęcia majątku AIG wyniki na poziomie EBIT i netto będą niższe o ponad 20% r/r.

Prognozy wyników na 2Q'2014 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	728,4	603,0	-17,2%	1 453,8	1 234,5	-15,1%	2 464,4	2 461,4	-0,1%	2 901,4	17,9%
Wynik brutto na sprzedaży	81,1	77,1	-4,9%	171,2	151,7	-11,4%	238,6	293,9	23,2%	391,4	33,2%
EBITDA	52,8	53,8	1,9%	114,1	104,5	-8,4%	142,0	175,8	23,8%	264,8	50,6%
EBIT	31,9	22,5	-29,5%	71,5	42,6	-40,4%	56,3	51,2	-9,0%	125,1	144,3%
Zysk brutto	30,2	23,0	-23,7%	71,5	42,7	-40,3%	59,4	51,0	-14,1%	115,1	125,8%
Zysk netto	23,4	17,3	-26,0%	55,6	33,7	-39,4%	51,5	37,5	-27,1%	79,8	112,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,1%	12,8%		11,8%	12,3%		9,7%	11,9%		13,5%	
Marża EBITDA	7,2%	8,9%		7,8%	8,5%		5,8%	7,1%		9,1%	
Marża EBIT	4,4%	3,7%		4,9%	3,4%		2,3%	2,1%		4,3%	
Marża zysku netto	3,2%	2,9%		3,8%	2,7%		2,1%	1,5%		2,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Brymora
brymora@bdm.pl
tel.: 032 208 14 35

PRAGMA FAKTORING

			2012	2013	2014P	2015P	
Kurs [PLN]	14.80	P/E	7.0x	11.0x	8.2x	6.7x	Analityk: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	38.03	P/BV	1.0x	1.0x	1.0x	0.9x	
		ROE	14.6%	9.2%	11.8%	13.3%	
		ROA	6.1%	3.5%	4.2%	4.7%	

Pragma Faktoring w 2013 roku zmagala się z konsekwencjami błędnego wejścia w minionych okresach w finansowanie zagrożonych płynnością podmiotów/projektów. Końcówka 2013 roku była już kulminacyjnym okresem słabości raportowanych danych i zgodnie z oczekiwaniami początek 2014 roku przyniósł stopniową odbudowę wyników. Liczymy zatem, że 2Q'14 przyniósł utrzymanie pozytywnych tendencji z 1Q'14. Zakładamy zatem, że spółka wykaże przychody na poziomie ok 5 mln PLN. Przy dobrej rotacji kapitału pracującego oraz dyscyplinie kosztowej spodziewamy się, że wynik EBIT wzrośnie do ponad 2.4 mln PLN (+31% r/r). Na poziomie netto oczekujemy zysku w kwocie ok. 1.1 mln PLN (+52% r/r).

Założenia dla Pragma Faktoring na lata 2014-2015 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody netto	4.38	5.02	14.8%	8.37	9.64	15.1%	16.98	20.73	22.1%	24.16	16.5%
Koszty z dział operacyjnej	2.34	2.35	0.4%	4.75	4.69	-1.3%	9.53	9.51	-0.3%	10.55	11.0%
Wynik na sprzedaży	2.03	2.67	31.4%	3.62	4.95	36.7%	7.44	11.23	50.9%	13.61	21.3%
PPO	0.03	0.08	181.1%	0.08	0.13	77.0%	0.48	0.28	-41.0%	0.34	20.0%
PKO	0.21	0.31	52.6%	0.26	0.36	39.9%	1.57	1.25	-20.5%	1.73	38.0%
EBITDA	1.91	2.50	30.5%	3.56	4.86	36.4%	6.59	10.54	59.8%	12.51	18.7%
EBIT	1.85	2.43	31.2%	3.44	4.72	37.3%	6.35	10.26	61.6%	12.23	19.2%
Wynik brutto	0.95	1.34	40.1%	1.53	2.58	68.5%	2.51	5.73	128.0%	7.03	22.7%
Wynik netto	0.71	1.08	51.7%	2.58	2.09	-19.3%	3.45	4.64	34.4%	5.70	22.7%
Akcjonariuszy jednostki dominującej	0.71	1.08	51.8%	2.58	2.08	-19.3%	3.45	4.64	34.5%	5.70	22.7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PRAGMA INKASO

			2012	2013	2014P	2015P	
Kurs [PLN]	16.5	P/E	6.6	15.2	10.5	7.7	Analityk: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	55.2	P/BV	1.09	1.01	0.95	0.89	
		ROE	16.4%	6.7%	9.1%	11.6%	

Pragma Inkaso wciąż znajduje się w procesie porządkowania grupy. Główną kontrybucję do wyników skonsolidowanych zapewnia Pragma Faktoring (opis w osobnym rozdziale). Pozostałe obszary biznesowe wciąż borykają się z kłopotami i zapewnieniem powtarzalnej rentowności na odpowiednim poziomie (zapewniającym zwrot kapitału ponad koszt zaciągniętego długu i zadowalającym akcjonariuszy Pragmy Inkaso). Liczymy jednak, że porządkowanie grupy dobiega końca i okres 2Q'14 będzie już momentem przełomowym.

Uwzględniając trudną sytuację poszczególnych spółek w grupie nie oczekujemy pozytywnych zaskoczeń za 2Q'14. Spodziewamy się zatem, że w 2Q'14 spółka wykaże przychody na poziomie 9.1 mln PLN (+6% r/r). Przy lepszej dyscyplinie kosztowej mamy nadzieję na korzystny efekt wzrostu wyniku na sprzedaży do poziomu 4.65 mln PLN (+18% r/r). Na niższych pozycjach ostrożnie uwzględniamy dodatkowe obciążenia związane z porządkowaniem aktywów grupy i dlatego zakładamy spadek wyniku netto w 2Q'14 do niespełna 1 mln PLN.

Prognoza skonsolidowanych wyników Pragma Inkaso [tys. PLN]

	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody netto	8.61	9.14	6.1%	15.50	18.00	16.1%	37.73	109.6%	42.01	11.3%
Koszty działalności operacyjnej	4.71	4.54	-3.6%	9.45	9.14	-3.4%	18.40	101.4%	19.52	6.1%
Wynik na sprzedaży	3.90	4.60	17.8%	6.05	8.86	46.6%	19.33	118.1%	22.49	16.3%
Saldo poz. dz. operacyjnej	-0.29	-0.81	---	-0.26	-1.11	---	-2.00	---	-1.71	-14.6%
EBITDA	3.87	4.04	4.5%	6.28	8.24	31.1%	18.32	122.3%	21.81	19.1%
EBIT	3.61	3.78	4.6%	5.79	7.76	34.1%	17.33	123.4%	20.78	19.9%
Saldo finansowe	-1.72	-2.20	---	-3.61	-4.36	---	-8.97	---	-9.59	6.9%
Wynik brutto	1.89	1.58	-16.5%	2.17	3.40	56.5%	8.36	146.1%	11.19	33.8%
Wynik netto (po wyłączeniach)	1.39	0.96	-30.8%	2.44	2.31	-5.5%	5.80	151.6%	7.90	36.0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PUŁAWY

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	147,0	P/E	9,2	10,4	8,6
MC [mln PLN]	2 810	EV/EBITDA	5,1	5,3	4,3
		EV/EBIT	7,1	7,8	6,1
		P/BV	1,1	1,1	1,0

W minionym kwartale wyniki spółki ucierpiały głównie wskutek ponownego spadku cen nawozów azotowych, w szczególności mocznika/RSM. Mocznik stanął o 10,8% q/q (-12,7% r/r), a RSM o 12,4% q/q (-15,6%). Teoretyczne marże spadły o ponad 30% q/q (-50% r/r mocznik, -34% r/r RSM). Wskutek nadpodaży znaczny spadek cen i marż dotknął siarczan amonu (-14% q/q, -19% r/r). Lepiej sytuacja wyglądała w przypadku saletry amonowej, gdzie ceny obniżyły się o 2% q/q (-3,4% r/r), a marże o 4% q/q (-6,5% r/r). Korzystniejszy mix produktowy powinien pomóc spółce odrobić część utraconej marży na moczniku/RSM. Podobnie jak w 1Q'14 liczymy na większy udział saletry amonowej kosztem RSM. Oczekujemy ponadto wzrostu wolumenu mocznika technicznego kosztem nawozowego oraz melaminy (dobra koniunktura w branży meblowej). Spółkę charakteryzuje dość spora elastyczność modelu produkcyjnego, przez co może alokować wolumeny tam, gdzie widzi lepsze marże. W przypadku kaprolaktamu otoczenie biznesowe było ciągle słabe i niewiele się poprawiło w relacji do poprzedniego kwartału. Reasumując oczekujemy 92 mln PLN EBITDA (-38% r/r), 47 mln PLN zysku netto (-55% r/r) przy 813 mln PLN przychodów ze sprzedaży (-13% r/r). Kończący się rok obrotowy 2013/2014 spółka powinna zamknąć 352 mln PLN EBITDA (-36% r/r), 182 mln PLN zyskiem netto (-53% r/r) przy 3,6 mld PLN przychodów (-8% r/r). Będą to najłabsze wyniki od sezonu 2009/2010. Niemniej nie spodziewamy się ich dalszego pogorszenia.

Prognozy wyników na 2Q'2014-obrotowy 4Q'13/14 [mln PLN]

obrotowy	4Q'12/13	4Q'13/14P		2012/2013	2013/2014P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
kalendarzowy	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r								
Przychody	930,2	812,9	-12,6%	3 886,0	3 558,8	-8,4%	3 797,9	3 578,1	-5,8%	4 147,7	15,9%
Wynik brutto na sprzedaży	225,7	168,4	-25,4%	874,9	638,3	-27,0%	785,0	761,5	-3,0%	911,0	19,6%
EBITDA	147,7	91,5	-38,1%	554,2	352,4	-36,4%	478,3	462,5	-3,3%	559,5	21,0%
EBIT	110,5	53,9	-51,2%	429,1	204,3	-52,4%	340,0	312,1	-8,2%	400,7	28,4%
Zysk brutto	116,9	58,1	-50,3%	453,8	217,1	-52,2%	351,6	328,8	-6,5%	404,9	23,1%
Zysk netto	104,4	47,0	-55,0%	390,2	182,1	-53,3%	304,6	271,2	-11,0%	327,9	20,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	24,3%	20,7%		22,5%	17,9%		20,7%	21,3%		22,0%	
Marża EBITDA	15,9%	11,3%		14,3%	9,9%		12,6%	12,9%		13,5%	
Marża EBIT	11,9%	6,6%		11,0%	5,7%		9,0%	8,7%		9,7%	
Marża zysku netto	11,2%	5,8%		10,0%	5,1%		8,0%	7,6%		7,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
tel.: 032 208 14 35

RAWLPLUG (KOELNER)

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	9,3	P/E	32,2	15,0	8,6
MC [mln PLN]	302,5	EV/EBITDA	9,2	7,1	5,4
		EV/EBIT	7,0	4,4	2,7
		P/BV	0,9	0,8	0,8

W okresie kwiecień-maj krajowa produkcja budowlana wzrosła o 9% r/r, a przemysłowa o 4% r/r. Liczymy więc na ok. 7% wzrost sprzedaży. W 1Q'14 dynamika wzrostu przychodów kształtowała się na poziomie 15% r/r, ale dzięki ciepłej zimie zauważalny był efekt przesunięcia części popytu z 2Q właśnie na 1Q. Na marży najbardziej dotkliwy może być wzrost cen stali o ok. 6% r/r (w PLN). Ceny ropy naftowej/tworzyw były relatywnie stabilne. Z drugiej strony spółce sprzyjało otoczenie walutowe. Euro zyskało do dolara ok. 5%. Liczymy także na poprawę mixu produktowego, o czym spółka wielokrotnie informowała. Reasumując, spodziewamy się marży brutto w okolicach 31% czyli nieznacznie lepiej r/r. Powinno to dać ok. 18,2 mln PLN EBITDA i 5,6 mln PLN zysku netto. Kluczowy dla wyników całego roku jest 3Q'14.

Prognozy wyników na 2Q'2014 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	168,8	180,7	7,0%	304,5	337,2	10,8%	619,7	692,8	11,8%	762,1	10,0%
Wynik brutto na sprzedaży	51,9	56,0	8,0%	92,3	102,5	11,1%	192,1	218,3	13,6%	251,5	15,2%
EBITDA	17,8	18,2	2,3%	27,5	31,3	13,8%	55,6	69,4	24,8%	88,4	27,4%
EBIT	11,5	11,8	2,6%	14,9	18,5	24,6%	30,0	43,7	45,6%	62,7	43,5%
Zysk brutto	6,7	8,3	22,6%	7,1	12,4	75,4%	15,9	30,5	91,8%	47,5	55,7%
Zysk netto	4,6	5,6	21,8%	4,0	7,2	79,9%	9,4	20,2	115,3%	35,1	73,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,7%	31,0%		30,3%	30,4%		31,0%	31,5%		33,0%	
Marża EBITDA	10,6%	10,1%		9,0%	9,3%		9,0%	10,0%		11,6%	
Marża EBIT	6,8%	6,5%		4,9%	5,5%		4,8%	6,3%		8,2%	
Marża zysku netto	2,7%	3,1%		1,3%	2,1%		1,5%	2,9%		4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krystian Brymora
brymora@bdom.pl
tel.: 032 208 14 35

ROBYG

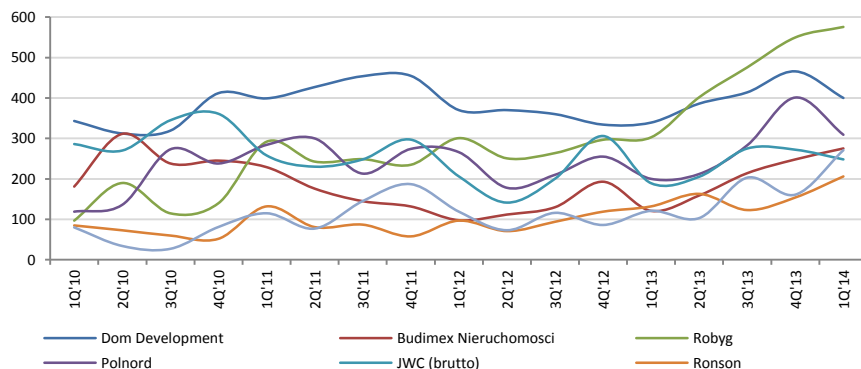
			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	2,21	P/E	20,2	18,5	14,8
MC [mln PLN]	579,2	EV/EBITDA	13,5	10,9	11,9
		EV/EBIT	13,8	11,2	12,2
		P/BV	1,3	1,2	1,2

Robyg po raz kolejny udowodnił, że jest giełdowym liderem branży deweloperów mieszkaniowych. W 2Q'14 spółka zakontraktowała 480 mieszkań, co oznacza wzrost o niemal 20% r/r. W okresie 1H'14 deweloperowi udało się znaleźć nabywców na 1056 lokali, co jest najlepszym wynikiem wśród największych podmiotów notowanych na warszawskim parkiecie (drugi w kolejności jest Dom Development z 863 mieszkaniami). Poprawy wyników operacyjnych spodziewamy się również pod względem przekazania i liczymy, że deweloper sprzedał notarialnie ok. 420-430 mieszkań.

Robyg powinien zwiększyć przychody w 2Q'14 do 163,7 mln PLN (+37,3% r/r), przy jednoczesnym wzroście marży brutto ze sprzedaży do 19,5% (+2,4 p.p. r/r). Wynik operacyjny wzrósł w okresie do 18,1 mln PLN (+54,6%), zwiększając jednocześnie osiągniętą marżę operacyjną do 11%. Dużo wyższy powinien być także zysk netto, który naszym zdaniem wyniesie 11,9 mln PLN. Na tak dobre wyniki złożą się przekazania lokali w projektach NRKM, Young City i Lawendowe Wzgórze.

W ujęciu całorocznym liczymy na nieznaczny wzrost przychodów ze sprzedaży do 489,8 mln PLN (+0,8%), przy wzroście marży brutto do 19,6%. Nieco niższy może być natomiast EBIT, który spadnie do 54,6 mln PLN (-3,8% r/r). Pomimo tego liczymy na minimalną poprawę wyniku netto, który może przekroczyć 31 mln PLN (+9,3% r/r). Oczekujemy, że Robygowi uda się zrealizować zapowiedzi dotyczące wyników sprzedaży. Nawet w przypadku zerowej dynamiki w kolejnych kwartałach, poziom kontraktacji przekroczy zapowiadane 2 tys. lokali, co pozwoli utrzymać prymat na krajowym rynku mieszkaniowym. W ujęciu notarialnym spółka powinna sprzedać 1500-1600 lokali (luka w gotowych projektach w 3Q'14).

Kontraktacja mieszkań wybranych deweloperów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Prognozy wyników na 2Q'14

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	119,2	163,7	37,3%	278,3	321,9	15,6%	485,9	489,8	0,8%	588,2	20,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	20,4	31,9	56,7%	47,7	61,9	29,8%	90,5	96,0	6,1%	117,8	22,7%
EBITDA	11,9	18,4	53,8%	35,7	38,7	8,3%	57,9	55,7	-3,7%	64,9	16,5%
EBIT	11,7	18,1	54,6%	35,1	38,1	8,5%	56,7	54,6	-3,8%	63,6	16,6%
Zysk brutto	9,0	14,7	63,5%	28,4	31,6	11,5%	44,1	43,8	-0,7%	55,9	27,7%
Zysk netto	3,9	11,9	206,1%	15,2	21,7	42,4%	28,7	31,4	9,3%	45,3	44,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,1%	19,5%		17,1%	19,2%		18,6%	19,6%		20,0%	
Marża EBITDA	10,0%	11,2%		12,8%	12,0%		11,9%	11,4%		11,0%	
Marża EBIT	9,8%	11,0%		12,6%	11,8%		11,7%	11,1%		10,8%	
Marża zysku netto	3,3%	7,3%		5,5%	6,7%		5,9%	6,4%		7,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitk:

Adrian Górniak

gorniak@bdm.pl

tel.: 032 208 14 38

RONSON

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	1,48	P/E	21,9	266,7	12,9
MC [mln PLN]	403,1	EV/EBITDA	27,0	111,7	8,4
		EV/EBIT	27,9	129,0	8,5
		P/BV	0,9	0,9	0,8

Warszawski deweloper zaprezentuje słabe wyniki w 2Q'14. Spodziewamy się, że pomimo nieznacznego wzrostu liczby przekazanych mieszkań, przychody spółki spadną o 15% do nieco ponad 48 mln PLN. Dużo niższy będzie także zysk operacyjny, który spadnie do 3,6 mln PLN (-28% r/r). Przełoży się to również na osiągnięty wynik netto, który powinien wynieść niecałe 2 mln PLN, co oznacza spadek o 51%. Także w ujęciu półrocznym wyniki Ronsona prezentują się przeciętnie. Deweloper obniży marżę brutto ze sprzedaży do 20,1% w 1H'14 (-3,5 p.p. r/r), co odbije się również na spadku marży operacyjnej do 8,1% i EBIT, który będzie bliski 9,2 mln PLN. Zysk netto w 1H'14 wyniesie 6,7 mln PLN, przy jednoczesnym obniżeniu marży netto do 5,9% (-5,8 p.p. r/r).

Kolejne okresy dla spółki będą jeszcze gorsze. Liczymy się ze spadkiem przychodów w ujęciu całorocznym do 191,3 mln PLN przy zdecydowanym obniżeniu marży brutto do 15% (w '13 marża wyniosła 20,6%). W dużej mierze będzie to wynik przekazania lokali z poznańskich projektów Młody Grunwald oraz Chili III, których rentowność będzie bliska zeru. Przełoży się to na spadek EBITDA do 4,5 mln PLN w '14 (-14,9 mln PLN) oraz wypracowanie jedynie 1,5 mln PLN zysku netto, co jest wynikiem najgorszym od roku 2008. Wskazujemy jednocześnie na poprawę wyników operacyjnych w '14. Kontrakcja mieszkań powinna wzrosnąć do 764 lokali (+33% r/r), a sprzedaż notarialna do 569 mieszkań (+20% r/r).

Pozytywniej zapatrujemy się na rok 2015. Ronson powinien wtedy wypracować ok. 345 mln PLN przychodów (+81% r/r) przy jednoczesnym wzroście marży do niemal 23%. W dużej mierze będzie to zasługa przekazania z warszawskiej Tamki, której rentowność wynosi ok. 40%. Wynik EBIT może wzrosnąć do 47,1 mln PLN, a zysk netto do 31,3 mln PLN. Podkreślamy zarazem, że 1H'15 ciągle może być słabe, a poprawy oczekujemy w dopiero końcówce roku. Naszym zdaniem rok 2015 nie będzie tak dobry jak zapowiadał wcześniej zarząd Ronsona. Sprzedaż notarialna wysokomarżowych projektów (Skierniewicka, Jaśminowa) może ruszyć do w '16, a nie jak do tej pory deklarował deweloper jeszcze w 4Q'15.

Prognozy wyników na 2Q'14

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	56,5	48,2	-14,8%	110,7	114,1	3,1%	207,0	191,3	-7,6%	345,2	80,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	11,2	9,5	-14,5%	26,2	22,9	-12,4%	42,6	28,7	-32,5%	78,8	174,3%
EBITDA	5,2	3,7	-28,1%	14,2	9,5	-33,3%	19,4	4,5	-76,7%	47,7	957,1%
EBIT	5,0	3,6	-28,3%	13,9	9,2	-33,8%	18,7	3,9	-79,1%	47,1	1104,6%
Zysk brutto	3,9	2,4	-38,8%	12,7	7,5	-41,0%	17,2	1,0	-94,1%	38,7	3714,8%
Zysk netto	4,0	1,9	-51,0%	13,0	6,7	-48,1%	18,4	1,5	-91,8%	31,3	1972,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,7%	19,8%		23,6%	20,1%		20,6%	15,0%		22,8%	
Marża EBITDA	9,2%	0,9%		12,8%	8,3%		9,4%	2,4%		13,8%	
Marża EBIT	8,8%	7,4%		12,5%	8,1%		9,1%	2,0%		13,6%	
Marża zysku netto	7,0%	4,0%		11,7%	5,9%		8,9%	0,8%		9,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analizy:

Adrian Górniak
gorniak@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

ROVESE

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	1,28	P/E	-	-	26,6
MC [mln PLN]	1 038,6	EV/EBITDA	8,1	6,9	5,8
		EV/EBIT	46,3	23,8	14,5
		P/BV	0,6	0,6	0,6

Wyniki spółki za 2Q'14, podobnie jak 1Q'14, będą pod wpływem kryzysu na Ukrainie oraz trudniejszej sytuacji w gospodarce rosyjskiej. Rynki wschodnie (Rosja, Ukraina, Kazachstan, Mołdawia, Białoruś, Azerbejdżan) odpowiadają za około 45% sprzedaży grupy (potencjalnie nawet więcej, biorąc pod uwagę zakupione niedawno od głównego akcjonariusza zakłady w Rosji). Zakładamy, że na poziomie przychodów spółka odnotuje spadek sprzedaży w podobnej skali jak w 1Q'14, natomiast na poziomie netto spodziewamy się niewielkiej straty (sytuacja walutowa ustabilizowała się po fatalnym dla Rovese początku roku). Zwracamy uwagę, że część produkcji z ukraińskich fabryk trafia do Rosji. Spółka informowała, że rozważa rozpoczęcie eksportu do UE (dewaluacja UAH zwiększa atrakcyjność takiego ruchu, pytaniem jest gdzie ulokować produkty). Kryzys na wschodzie będzie miał przełożenie na rynek krajowy w postaci presji cenowej. Kierunek wschodni stanowi około połowy eksportu produkowanych w kraju płyt.

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	511,6	473,2	-7,5%	932,9	862,6	-7,5%	1 870,5	1 813,3	-3,1%	2 040,0	12,5%
Wynik brutto na sprzedaży	157,7	146,7	-7,0%	272,7	270,4	-0,8%	548,0	567,1	3,5%	657,4	15,9%
EBITDA	50,2	49,6	-1,2%	85,3	91,7	7,5%	213,9	254,5	19,0%	295,7	16,2%
EBIT	12,5	6,5	-48,4%	4,3	5,5	27,4%	37,4	73,9	97,7%	118,9	61,0%
Zysk brutto	-27,6	-10,9	-60,3%	-23,6	-231,4	881,1%	-66,2	-198,2	199,5%	48,1	-124,3%
Zysk netto	-29,5	-8,9	-69,9%	-22,4	-206,7	821,7%	-64,4	-160,5	149,3%	39,0	-124,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,8%	31,0%		29,2%	31,3%		29,3%	31,3%		32,2%	
Marża EBITDA	9,8%	10,5%		9,1%	10,6%		11,4%	14,0%		14,5%	
Marża EBIT	2,4%	1,4%		0,5%	0,6%		2,0%	4,1%		5,8%	
Marża zysku netto	-5,8%	-1,9%		-2,4%	-24,0%		-3,4%	-8,9%		1,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

SELENA FM

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	21,9	P/E	24,4	12,5	9,1
MC [mln PLN]	497,7	EV/EBITDA	7,9	6,6	5,7
		EV/EBIT	11,9	9,4	7,8
		P/BV	1,3	1,2	1,1

W 2Q'14 spółka odczuwała spadki sprzedaży na rynkach wschodnich (odpływ kapitału przekłada się bezpośrednio na rynek deweloperski). W sporej mierze udaje się to jednak równoważyć dobrze zachowującym się rynkiem polskim czy Europą Zachodnią i Centralną. Spodziewamy się jednak, że nie uda się utrzymać dobrej dynamiki sprzedaży z 1Q'14 (+8,6%). Stabilne pozostają ceny surowców, co pozostawia miejsce na trzymanie dobrej marży brutto ze sprzedaży. W 2Q'13 spółka miała sporo zdarzeń jednorazowych, spodziewamy się, że w 2Q'14 ich zakres będzie mniejszy, co powinno dać dobrą dynamikę r/r na poziomie EBITDA. Ustabilizowaniu uległy kursy walut (część ujemnych różnic kursowych z 1Q'14 powinno ulec redukcji), więc saldo finansowe zakładamy neutralne. Na poziomie netto spodziewamy się 19,0 mln PLN, wyniku sporo lepszego r/r (jednak zwracamy uwagę na negatywne one-offy'y z 2Q'13).

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	301,3	301,3	0,0%	485,5	501,4	3,3%	1 113,9	1 138,5	2,2%	1 172,7	3,0%
Wynik brutto na sprzedaży	88,9	88,9	0,0%	139,5	148,0	6,1%	325,7	332,6	2,1%	343,6	3,3%
EBITDA	23,0	28,2	22,6%	21,0	29,0	38,2%	75,9	86,8	14,3%	95,2	9,8%
EBIT	16,7	21,8	30,9%	8,5	16,4	93,2%	50,2	61,1	21,8%	69,8	14,2%
Zysk brutto	12,3	21,9	78,0%	4,6	4,0	-13,9%	25,4	46,0	81,2%	63,8	38,8%
Zysk netto	11,6	19,0	62,9%	3,4	2,2	-35,8%	20,5	40,0	94,8%	55,2	38,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,5%	29,5%		28,7%	29,5%		29,2%	29,2%		29,3%	
Marża EBITDA	7,6%	9,4%		4,3%	5,8%		6,8%	7,6%		8,1%	
Marża EBIT	5,5%	7,2%		1,7%	3,3%		4,5%	5,4%		6,0%	
Marża zysku netto	3,9%	6,3%		0,7%	0,4%		1,8%	3,5%		4,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado
pado@bdm.pl
tel.: 032 208 14 32

SONEL

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	6,8	P/E	12,6	14,0	11,3
MC [mln PLN]	95,2	EV/EBITDA	5,7	5,9	5,8
		EV/EBIT	10,4	11,3	9,5
		P/BV	1,5	1,3	1,2

Mimo dalszej słabości rynku rosyjskiego (tylko na skutek spadku wartości rubla spółka utraci 15% sprzedaży) liczymy, podobnie jak w 1Q'14, że spółce uda się odrobić sprzedaż na pozostałych rynkach. Oczekujemy wyższych przychodów z rynku krajowego (w okresie kwiecień-maj produkcja budowlana +9% r/r, a przemysłowa +4% r/r) oraz z eksportu, w szczególności do krajów azjatyckich. Już po 1Q'14 Sonel informował, że indyjska spółka osiągnęła break even. Niedawna zmiana rządu na bardziej prorynkowy powinna ułatwić prowadzenie tam biznesu. Na ten rok dla spółki głównym wyzwaniem jest osiągnięcie zdolności produkcyjnej przez Foxytech (inteligentne liczniki). Zakładamy, że pierwsze przychody z tego tytułu pojawią się w 2015 roku.

Prognozy wyników na 2Q'2014 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	10,9	10,9	0,0%	21,6	22,0	2,0%	53,2	53,8	1,2%	132,6	146,4%
Wynik brutto na sprzedaży	3,4	3,5	2,7%	6,8	7,4	8,8%	16,7	17,9	7,3%	22,2	23,9%
EBITDA	2,9	3,0	3,8%	6,0	6,0	0,4%	15,0	14,0	-6,4%	17,4	24,5%
EBIT	1,2	1,3	6,4%	2,7	2,7	-1,2%	8,3	7,2	-12,5%	10,7	47,3%
Zysk brutto	1,3	1,4	4,2%	2,8	2,8	-2,6%	8,4	7,5	-10,6%	10,0	33,5%
Zysk netto	1,2	1,2	1,0%	2,6	2,5	-1,7%	7,6	6,8	-10,0%	8,4	23,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	31,2%	32,0%		31,5%	33,7%		31,4%	33,3%		16,7%	
Marża EBITDA	26,5%	27,5%		27,9%	27,5%		28,1%	26,0%		13,2%	
Marża EBIT	11,2%	11,9%		12,5%	12,1%		15,6%	13,5%		8,0%	
Marża zysku netto	11,2%	11,4%		12,0%	11,5%		14,2%	12,6%		6,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krystian Brymora
brymora@bdom.pl
tel.: 032 208 14 35

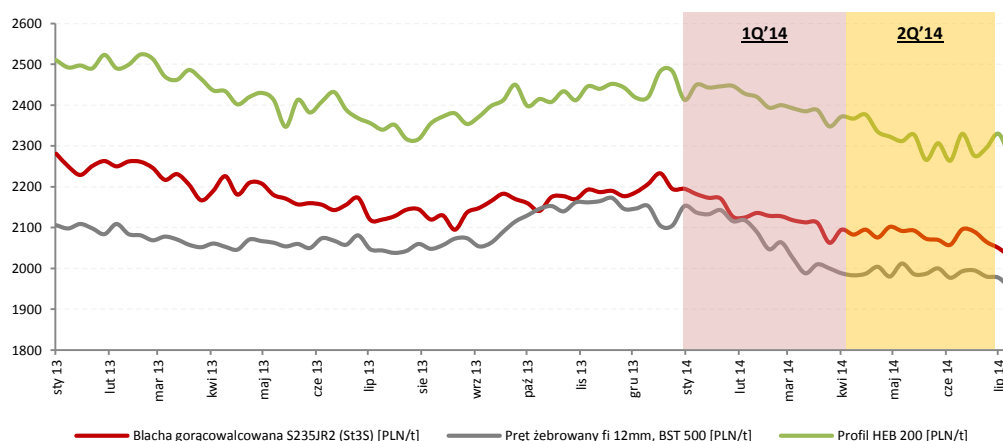
STALPROFIL

			2012	2013P	2014P	2015P	
Kurs [PLN]	16.5	P/E	17.9x	18.6x	29.0x	15.7x	Analitik: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	288.9	EV/EBITDA	7.9x	9.3x	12.3x	7.8x	
		EV/EBIT	10.0x	13.0x	20.6x	10.4x	
		P/BV	0.88x	0.84x	0.82x	0.77x	

Spółka w 1H'14 zmagająca się z dość trudnym otoczeniem. Optymistyczne dane sprzedażowe i poprawa marż dla dystrybutorów stali na przełomie 2013/2014 były jedynie krótkotrwałą sytuacją i kolejne miesiące 2014 roku przynoszą słabe wolumeny oraz zniżające ceny podstawowego asortymentu wyrobów stalowych. Z danych PUDS wynika, że większość głównych asortymentów zanotowała spadki cen w ujęciu q/q o większej skali niż to było w 1Q'14. Szacujemy, że średnia cena blachy gorącowalcowanej w 2Q'14 spadła q/q o ok. 52 PLN/t, średnia cena prętów spadła q/q o ok. 89 PLN/t, z kolei profile HEB potaniały średnio o ponad 90 PLN/t.

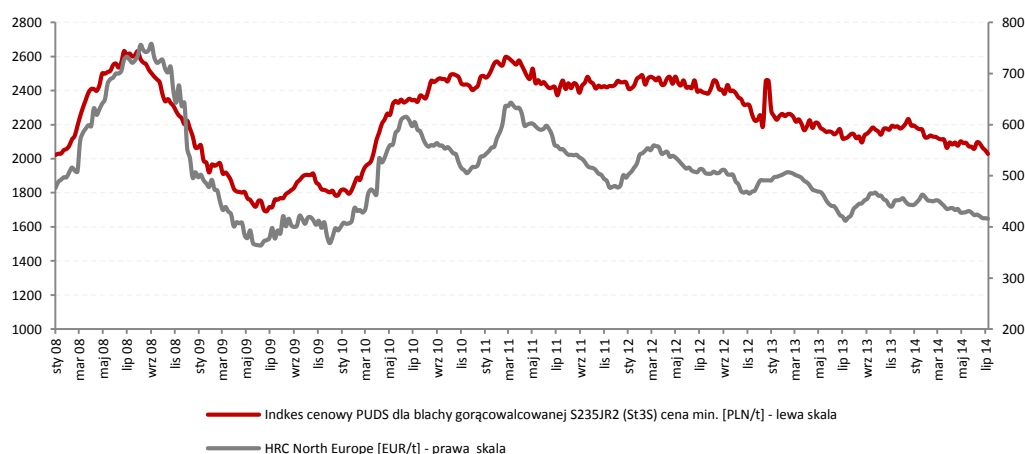
Zauważamy, że próba wprowadzenia podwyżek wyrobów stalowych dokonana w drugiej połowie 2Q'14 nie przyniosła trwałych rezultatów, gdyż wg odczytów PUDS przełom czerwca i lipca przyniósł kolejne spadki cen.

Indeksy cenowe wyrobów stalowych w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PUDS

Indeksy cenowe wyrobów stalowych w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PUDS

Dlatego spodziewamy się, że w obliczu trudnego otoczenia rynkowego, zarówno w segmencie dystrybucji stali jak i w dywizji infrastruktury, Stalprofil wykaże kolejny raz słabe dane. Na poziomie skonsolidowanym szacujemy wynik EBITDA za 2Q'14 na poziomie ok. 6.7 mln PLN, czyli o 24.5% mniej w ujęciu r/r. Na poziomie netto liczymy się ze spadkiem wyniku do ok. 2.5 mln PLN. W porównaniu z wcześniejszymi założeniami dokonaliśmy korekty in minus dla obszaru infrastruktury. Ogółem w skali całego 2014 roku liczymy, że spółka na poziomie skonsolidowanym wykaże zysk EBITDA na pułapie 26.6 mln PLN.

Lata 2015-2016 powinny przynieść odbudowę wyników grupy. Zarówno w obszarze handlu stałą jak i infrastruktury powinny być widoczne pozytywne tendencje rynkowe (lepszy popyt i poprawa cen). Dlatego biorąc pod uwagę, że grupa historycznie umiejętnie wykorzystywała szanse rynkowe inwestorzy powinni spodziewać się znacznie lepszych odczytów wyników niż w bieżącym 2014 roku.

Prognozy wyników Stalprofilu [mln PLN]

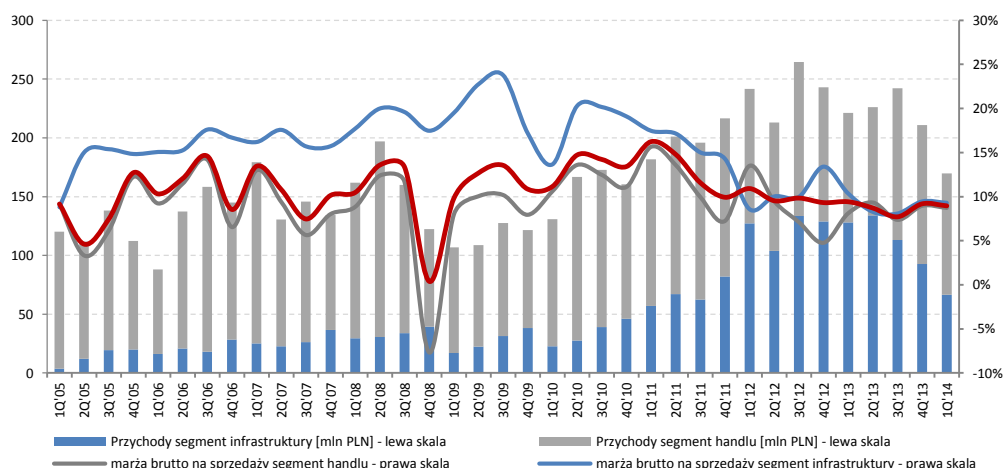
	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	226.2	173.5	-23.3%	447.5	343.3	-23.3%	900.7	690.5	-23.3%	743.4	7.7%
COGS	206.5	158.6	-23.2%	407.0	313.2	-23.0%	822.1	626.7	-23.8%	658.4	5.1%
Wynik na sprzedaży	19.7	14.9	-24.5%	40.5	30.0	-25.8%	78.5	63.9	-18.6%	85.0	33.0%
EBITDA	9.7	6.7	-31.4%	20.9	12.9	-38.5%	38.2	26.6	-30.3%	42.0	57.8%
EBIT	7.0	4.0	-42.8%	15.6	7.4	-52.4%	27.3	15.9	-41.8%	31.5	98.0%
Wynik netto	5.6	2.8	-49.7%	11.7	5.6	-52.5%	21.0	12.0	-42.5%	23.5	95.4%
dla akcjonariuszy dominującej	3.9	2.5	-37.6%	8.0	4.5	-43.9%	15.5	9.9	-35.8%	18.4	84.6%
marża brutto na sprzedaży	8.7%	8.6%		9.1%	8.8%		8.7%	9.3%		11.4%	
marża EBITDA	4.3%	3.8%		4.7%	3.8%		4.2%	3.9%		5.7%	
marża netto	2.5%	1.6%		2.6%	1.6%		2.3%	1.7%		3.2%	

Segment handlu	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	93.3	103.2	10.7%	185.3	205.4	10.8%	432.8	406.1	-6.2%	449.2	10.6%
Wynik brutto na sprzedaży	7.6	9.0	19.0%	16.2	18.5	14.4%	36.3	41.2	13.6%	44.1	7.0%
EBITDA	2.0	2.8	38.5%	2.9	6.0	111.0%	8.3	13.4	62.5%	17.7	31.7%

Segment infrastruktury	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	128.0	66.6	-48.0%	262.1	137.9	-47.4%	489.8	239.3	-51.1%	294.1	22.9%
Wynik brutto na sprzedaży	13.3	6.2	-53.3%	24.3	11.8	-51.5%	39.6	23.4	-40.9%	40.0	70.9%
EBITDA	9.3	3.5	-62.9%	17.2	7.1	-58.6%	29.1	13.9	-52.0%	23.4	68.0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki historyczne Stalprofilu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

STALPRODUKT

			2012	2013	2014P	2015P	
Kurs [PLN]	240.0	P/E	25.4	33.9	21.8	15.2	Analityk: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	1 614	EV/EBITDA	13.0	9.4	7.6	5.8	
		EV/EBIT	22.3	33.3	21.4	12.8	
		P/BV	1.0	0.9	0.9	0.8	

Liczymy, że okres 2Q'14 był symbolicznym kwartałem zakończenia procesu erozji wyników spółki. W porównaniu q/q spodziewamy się płaskich danych z lekkim akcentem poprawy, gdyż liczymy, że każdy z głównych segmentów w 2Q'14 symbolicznie poprawił rezultaty z 1Q'14. Zatem spodziewamy się, że na poziomie skonsolidowanym spółka zaraportuje EBITDA na pułapie niespełna 52.9mln PLN. Na poziomie netto oczekujemy zysku w wysokości ok. 15.3 mln PLN.

W skali całego 2014 roku spodziewamy się zysku EBITDA (be zdarzeń jednorazowych) w kwocie ok. 233 mln PLN. na poziomie netto (bez zdarzeń jednorazowych) zakładamy zysk na poziomie ok. 79.6 mln PLN. Zwracamy uwagę, że sfinalizowanie sprzedaży aktywów segmentu cynku na Bałkanach powinno mieć pozytywny wpływ na rezultaty.

Założenia na 2Q'14 i 2014/2015

	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	1H'13	1H'14	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	659.9	685.1	3.8%	1382.0	1357.7	-1.8%	2800.9	-0.2%	2925.5	4.4%
EBITDA	46.8	52.9	12.9%	104.6	105.0	0.4%	233.3	29.7%	264.6	13.4%
EBIT	15.8	19.4	22.7%	42.9	38.0	-11.3%	99.3	96.2%	130.6	31.5%
Wynik netto	15.1	15.3	1.0%	33.2	25.8	-22.4%	79.6	66.8%	116.7	46.6%
marża EBITDA	7.1%	7.7%		7.6%	7.7%		8.3%		9.0%	
marża EBIT	2.4%	2.8%		3.1%	2.8%		3.5%		4.5%	
marża netto	2.3%	2.2%		2.4%	1.9%		2.8%		4.0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oceniając dalsze perspektywy dla segmentu cynku podkreślamy, że jesteśmy zbudowani ostatnimi wzrostami cen surowca (na czym korzysta bezpośrednio ZHG). Tym samym liczymy na dobre wyniki tej dywizji w kolejnych kwartałach pozostawiając sobie otwartą opcję do rewizji założeń w górę.

W obszarze blach liczymy na powolną odbudowę wyników w 2H'14 (w porównaniu z 1H'14). Wpływ na to będzie miał lepszy mix produktowy (HiB) oraz lepsze ceny sprzedaży. Sytuacja na rynku blach jest jednak nadal skomplikowana i wysoka podaż na świecie wpływa na akceptowalne niskie ceny. Dodatkowo w poszczególnych obszarach gospodarczych następują próby wprowadzenia ograniczeń importowych, co okresowo destabilizuje sytuację uczestników rynku. Niemniej z dzisiejszej perspektywy oceniamy, że rok 2015 przyniesie umiarkowaną poprawę marż działalności.

Dla segmentu profili nie zakładamy istotnych zmian. Sytuacja w branży jest bardzo trudna i dodatkowo niekorzystnie na krajowych producentów wpływa konkurencja z Ukrainy i Rosji.

WYNIKI FINANSOWE STALPRODUKTU ZA 1Q 2014

Wyniki spółki za 1Q'14 były zbieżne z naszymi oczekiwaniami. Na poziomie skonsolidowanym przychody spadły o prawie 7% do 672.6 mln PLN. Erozja wyników r/r na głównych obszarach działalności (najbardziej odczuwalna w blachach) wpłynęła na spadek WBITDA o ok. 10% r/r do 52.2 mln PLN. Na poziomie netto (po wyłączeniach mniejszości) spółka zaraportowała zysk w kwocie 9.1 mln PLN.

W segmencie blach pomimo trudnej sytuacji cenowej udało się wypracować dodatni wynik i należy zauważyć, że spółce pomagały wysokie wolumeny (wzrost o 1.9% r/r). Ogółem przychody segmentu spadły o 11% r/r do niespełna 102 mln PLN, wynik segmentu spadł r/r z 11.5 do 5.5 mln PLN.

W segmencie profili rezultaty uległy erozji. Wpływ na to miała trudna sytuacja konkurencyjna oraz uwarunkowania popytowe. Pod względem ilościowym sprzedaż w 1Q'14 wzrosła o 1.4% r/r. Presja cenowa na wyroby końcowe wpłynęła jednak na spadek przychodów o 3.7% r/ do poziomu 192.2 mln PLN. Wynik segmentu spadł z 11.7 mln PLN do 10.1 mln PLN.

Segment cynku w 1Q'14 odczuwał słabe otoczenie cenowe dla cynku i ołowiu. Tym samym pomimo wzrostu wolumenów sprzedaży o 0.5% r/r przychody wartościowo spadły o prawie 10% r/r. Dzięki niższym kosztom operacyjnym segmentowi udało się jednak wykazać dobry wynik na poziomie 28 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane za 1Q'14

Dane skonsolidowane	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2Q'12-1Q'13	2Q'13-1Q'14	zmiana r/r
Przychody	722.1	672.6	-6.9%	2061.3	2756.6	33.7%
Wynik brutto na sprzedaży	72.6	65.1	-10.4%	213.9	229.8	7.5%
EBITDA	57.8	52.2	-9.8%	133.9	174.3	30.2%
EBIT	27.1	18.7	-31.1%	62.5	42.2	-32.5%
Saldo finansowe	-0.9	-1.3	40.8%	1.0	15.4	1499.2%
Wynik netto	18.1	10.5	-42.0%	46.3	40.1	-13.3%
Wynik netto przypisany jedn. dominującej	18.3	9.1	-50.5%	49.1	38.3	-21.9%
Marża EBITDA	8.0%	7.8%		6.5%	6.3%	
Marża EBIT	3.7%	2.8%		3.0%	1.5%	

Segment blach	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2Q'12-1Q'13	2Q'13-1Q'14	zmiana r/r
Przychody	114.5	101.9	-11.0%	513.3	374.0	-27.1%
Wynik segmentu	11.5	5.5	-51.8%	68.1	14.2	-79.1%
Marża segmentu	10.0%	5.4%		13.3%	3.8%	

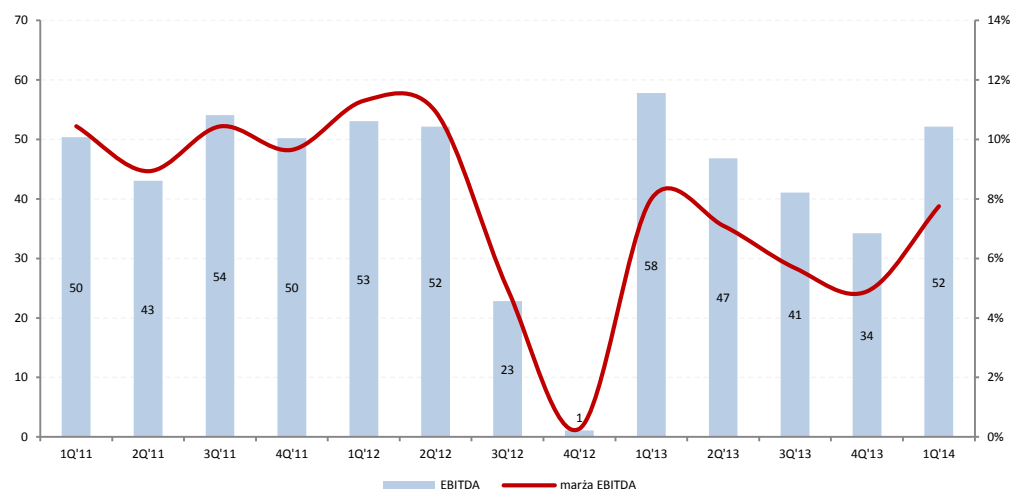
Segment profili	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2Q'12-1Q'13	2Q'13-1Q'14	zmiana r/r
Przychody	199.7	192.2	-3.7%	973.4	804.9	-17.3%
Wynik segmentu	11.7	10.1	-13.1%	30.3	36.4	20.0%
Marża segmentu	5.8%	5.3%		3.1%	4.5%	

Segment cynku	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2Q'12-1Q'13	2Q'13-1Q'14	zmiana r/r
Przychody	363.6	328.2	-9.7%		1347.3	---
Wynik segmentu	29.6	28.0	-5.4%		88.0	---
Marża segmentu	8.1%	8.5%			6.5%	

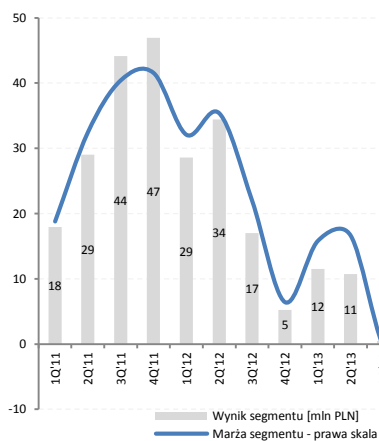
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu rur i profili w ujęciu kwartalnym

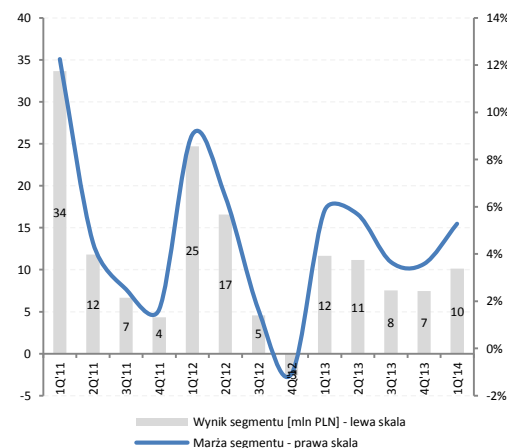
Skonsolidowany wynik EBITDA Stalproduktu w ujęciu kwartalnym



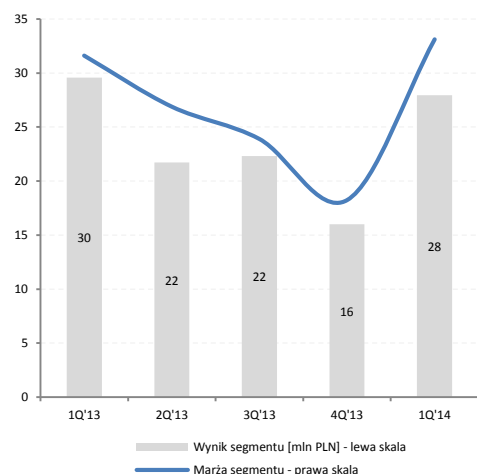
Segment blach



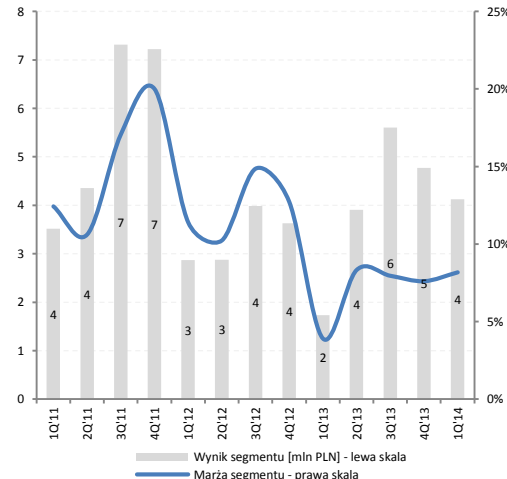
Segment profili



Segment cynku



Pozostała działalność



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SYNTHOS

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	4,48	P/E	14,2	13,1	12,4
MC [mln PLN]	5 928,2	EV/EBITDA	10,7	10,1	9,7
		EV/EBIT	14,3	13,1	12,9
		P/BV	2,6	2,5	2,4

Okres 2Q'14 był relatywnie stabilny na podstawowych produktach w relacji do poprzedniego kwartału. Utrzymywało się słabe otoczenie w biznesie kauczukowym i dobre w styrenopochodnych. Cena butadienu w Europie wzrosła o 7,6% q/q (-18,8% r/r), w Azji obniżyła się o 5,7% q/q (-4,2% r/r). Taka sytuacja obniża konkurencyjność europejskich producentów i może wpływać przede wszystkim na wolumeny. Oczekujemy, że spółce udało się je utrzymać r/r niemniej dane GUS o produkcji (kwiecień-maj) sugerują spadek nawet o... 18% r/r, co stwarza ryzyko dla naszej prognozy rzędu 12 mln PLN (obecne marże są bardzo niskie). Z drugiej strony część marży uda się odrobić na produkcji własnego butadienu. Różnica między butadienem, a naftą była ok 21% q/q wyższa (-49% r/r). Sprzyjały też waluty (EUR/USD +5% r/r). W rezultacie spodziewamy się ok. 68,4 mln PLN EBITDA segmentu kauczukowego wobec 90,2 mln PLN przed rokiem (-24,2% r/r) i 75,5 w 1Q'14 (-9,4% q/q). Zdecydowanej poprawy wyników oczekujemy po segmencie styrenowym. Sprzyjające otoczenie w tym biznesie trwa już od 3Q'13 (ponad 50 mln PLN EBITDA/kwartał) i pozwala po części neutralizować słabsze wyniki podstawowego segmentu. Sama marża na produkcji styrenu i polistyrenu była nieznacznie słabsza q/q, ale lepszy powinien być wolumen z uwagi na sezonowy wzrost popytu (branża budowlana). Liczymy na ok. 46 mln PLN EBITDA wobec 54 mln PLN w 1Q'14 i 13,6 mln PLN rok temu. Spodziewamy się także relatywnie dobrych wyników segmentu energetycznego (niższe ceny gazu) i dyspersji (wzrost wolumenów). Reasumując w skali grupy oczekujemy ok. 135 mln PLN EBITDA wobec 158 mln PLN w 1Q'14 i 132 mln PLN rok temu. Zysk netto powinien sięgnąć ok. 85 mln PLN przy przychodach 1,2 mld PLN (-15% r/r). W kolejnych kwartałach liczymy na powolną odbudowę segmentu kauczukowego i gorsze wyniki styrenowych. W całym 2014 roku wynik powinien być nieznacznie lepszy r/r. Znacznej poprawy spodziewamy się w 2015/2016.

Prognozy wyników na 2Q'2014 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	1 353,0	1 151,1	-14,9%	2 785,8	2 430,7	-12,7%	5 359,3	5 325,5	-0,6%	5 723,8	7,5%
Wynik brutto na sprzedaży	169,1	169,2	0,1%	399,2	364,7	-8,6%	739,7	815,6	10,3%	869,3	6,6%
EBITDA	132,1	134,7	2,0%	323,0	292,7	-9,4%	605,3	663,5	9,6%	735,7	10,9%
EBIT	93,6	97,4	4,1%	246,5	218,2	-11,5%	453,0	514,4	13,6%	554,0	7,7%
Zysk brutto	95,3	95,3	0,0%	251,7	216,6	-13,9%	467,1	508,7	8,9%	535,6	5,3%
Zysk netto	88,9	84,8	-4,5%	223,7	192,9	-13,8%	416,9	452,9	8,6%	476,7	5,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,5%	14,7%		14,3%	15,0%		13,8%	15,3%		15,2%	
Marża EBITDA	9,8%	11,7%		11,6%	12,0%		11,3%	12,5%		12,9%	
Marża EBIT	6,9%	8,5%		8,8%	9,0%		8,5%	9,7%		9,7%	
Marża zysku netto	6,6%	7,4%		8,0%	7,9%		7,8%	8,5%		8,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
tel.: 032 208 14 35

ŚNIEŻKA

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	35,8	P/E	10,0	13,7	11,8
MC [mln PLN]	485,1	EV/EBITDA	6,6	8,4	7,8
		EV/EBIT	8,8	12,2	10,9
		P/BV	2,1	2,1	2,0

Ze względu na mocną ekspozycję na rynek ukraiński (22% sprzedaży w 2013 roku) wyniki za 2Q'14 będą wyraźnie słabsze r/r. W przeciwieństwie do 1Q'14 trudno będzie też utrzymać na poziomie skonsolidowanym dodatnią dynamikę sprzedaży, ze względu na rynek polski (mocny wzrost w 1Q'14 był pochodną dobrej pogody). Z trudnymi warunkami na rynku ukraińskim spółka radzi sobie wprowadzając podwyżki cen, tnąc koszty marketingu i redukując zatrudnienie. Na poziomie skonsolidowanym w 2Q'14 spodziewamy się 177,1 mln PLN sprzedaży (-7,5% r/r), 13,9 mln PLN zysku EBIT (-26% r/r) i 11,2 mln PLN zysku netto (-22% r/r).

W całym 2014 zakładamy sprzedaż mniejszą o 4% r/r oraz spadek zysku netto do 32,9 mln PLN (-27% r/r). Zwracamy także uwagę, że rentowność biznesu ukraińskiego (przed kosztami nieprzypisanymi) była wyższa niż innych krajów, niższe obłożenie produkcji przełoży się na wyraźny spadek wyniku (częściowo rekompensowane będzie to przez ograniczenie kosztów sprzedaży, jak reklama czy redukcję kosztów stałych). W tym momencie trudno oszacować czy i w jakiej wysokości mogą się pojawić ewentualne odpisy na działalności ukraińskiej –spółka już od dawna przygotowywała się dewaluacji UAH, ograniczając kapitał obrotowy i ekspozycję na ryzykownych klientów. Zakład produkcyjny spółki zlokalizowany jest w pobliżu granicy z Polską, większość odbiorców pochodzi z zachodniej i centralnej Ukrainy.

Wg naszych założeń spółka handlowana jest na poziomie EV/EBITDA'14=8,4x i P/E'14=13,7x, przy konserwatywnych naszym zdaniem założeniach (zarząd spółki oczekuje, że spadek zysku netto nie będzie aż tak głęboki). Implikuje to dyskonto do europejskich (wskaźniki odpowiednio 9x i 17x) i amerykańskich (12x i 21x) producentów farb. Pod koniec czerwca PPG ogłosiło zamiar przejęcia meksykańskiego producenta farb Comex za 2,3x roczne przychody (EV/Sales'14 dla Śnieżki to 0,9x).

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	191,4	177,1	-7,5%	300,7	288,6	-4,0%	573,9	551,7	-3,9%	568,1	3,0%
Wynik brutto na sprzedaży	70,2	61,2	-12,8%	109,7	98,1	-10,6%	213,2	191,0	-10,4%	197,6	3,4%
EBITDA	23,7	18,5	-22,0%	38,7	31,1	-19,5%	78,0	61,9	-20,6%	66,7	7,7%
EBIT	18,8	13,9	-26,1%	29,1	22,0	-24,5%	58,8	42,8	-27,2%	47,3	10,5%
Zysk brutto	17,8	12,8	-28,1%	25,3	19,3	-23,6%	55,0	37,5	-31,7%	44,3	18,1%
Zysk netto	14,4	11,2	-22,2%	20,7	16,8	-18,9%	45,1	32,9	-27,0%	38,4	16,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,7%	34,6%		36,5%	34,0%		37,1%	34,6%		34,8%	
Marża EBITDA	12,4%	10,4%		12,9%	10,8%		13,6%	11,2%		11,7%	
Marża EBIT	9,8%	7,9%		9,7%	7,6%		10,3%	7,8%		8,3%	
Marża zysku netto	7,5%	6,3%		6,9%	5,8%		7,9%	6,0%		6,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

TESGAS

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	4,64	P/E	15,2	25,1	14,0
MC [mln PLN]	51,3	EV/EBITDA	7,3	7,2	5,1
		EV/EBIT	23,9	19,9	9,7
		P/BV	0,7	0,7	0,6

Sytuacja spółki jest sporo lepsza niż w analogicznym okresie ubiegłego roku pod kątem wartości portfela zleceń (76 mln PLN vs 44 mln PLN rok temu), aczkolwiek nie spodziewamy się możliwości uzyskania na nim ponad przeciętnych marż (2 duże kontrakty o raczej niższych marżach). Rynek budownictwa i serwisu infrastruktury gazowej, mimo koniecznej specjalizacji, także nie oparł się tendencjom widocznym w głównych obszarach budownictwa: mocna presja konkurencyjna i spadek liczby zleceń (większy nacisk na siły własne w PGNiG i Gaz Systemie). W 2Q'14 spodziewamy się wyraźnego wzrostu sprzedaży, jednak wynikowi nadal trudno będzie oderwać się wyraźniej od zera.

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	11,7	17,9	53,5%	23,3	34,8	49,6%	60,7	73,9	21,7%	81,8	10,6%
Wynik brutto na sprzedaży	2,7	2,6	-1,8%	4,9	4,4	-9,9%	10,6	10,9	2,0%	13,5	24,4%
EBITDA	0,3	0,9	185,4%	0,7	1,2	71,6%	4,2	3,9	-7,5%	6,3	61,7%
EBIT	-0,4	0,2	-	-0,7	-0,2	-	1,3	1,0	-23,0%	3,3	235,3%
Zysk brutto	-0,2	0,3	-	-0,2	0,2	-	2,9	1,4	-52,5%	3,7	167,8%
Zysk netto	-0,2	0,2	-	-0,3	0,1	-	3,5	1,4	-58,6%	3,8	161,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	23,1%	14,8%		20,9%	12,6%		17,5%	14,7%		16,5%	
Marża EBITDA	2,7%	5,0%		3,0%	3,4%		6,9%	5,3%		7,7%	
Marża EBIT	-3,4%	1,1%		-3,1%	-0,6%		2,1%	1,3%		4,0%	
Marża zysku netto	-1,7%	1,4%		-1,3%	0,4%		5,7%	1,9%		4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

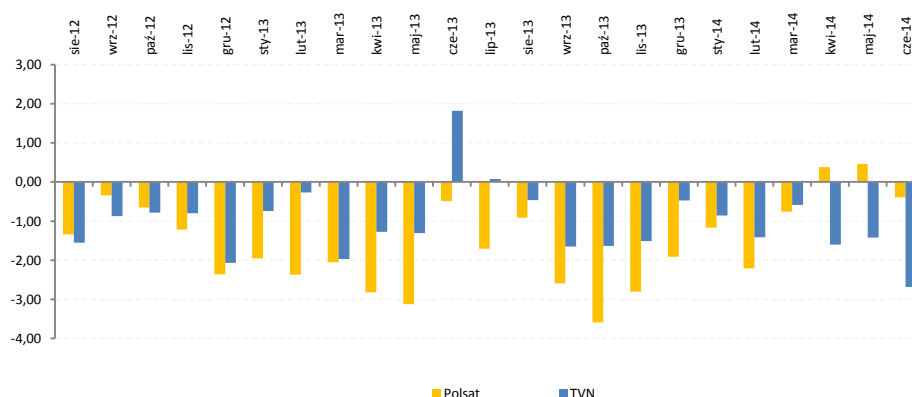
Krzysztof Pado
pado@bdm.pl
tel.: 032 208 14 32

TVN

			2012	2013P	2014P	2015P	
Kurs [PLN]	14.80	P/E	10.6x	---	18.8x	14.6x	Analitik: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	5 128	EV/EBITDAadj.	10.6x	11.1x	10.6x	9.9x	
		EV/EBITadj.	13.5x	13.1x	12.3x	11.3x	

Tak jak ostrzegaliśmy już w marcu'14 (Raport Analityczny z 21.03.2014) TVN ma kłopoty z utrzymaniem bardzo dobrej oglądalności z poprzednich okresów. Zakładaliśmy bowiem, że podjęte przez konkurencję działania w sferze programingu oraz postępująca fragmentyzacja odbiją się negatywnie na wynikach grupy TVN. Faktycznie kolejne miesiące w 2Q'14 wraz z pełną oceną nowej ramówki przyniosły pogłębienie erozji oglądalności głównej anteny TVN. Wg danych o oglądalności w okresie kwiecień-czerwiec główna antena TVN traciła widownię dużo bardziej niż główna antena Polsatu (która nawet w kwietniu i maju zanotowała niewielkie wzrosty). Tym samym inwestorzy powinni mieć świadomość, że w przypadku spółki nie będzie już takiego pozytywnego efektu porównania dobrej oglądalności jak to było w 2013 roku. Sprzyjać spółce powinna jednak wciąż odbudowa rynku reklamy tv w Polsce, z tym że przełożenie większych wpływów reklamowych na wzrost marż nie będzie bardzo silne z uwagi na wyższe koszty programingu (efekty oszczędności byłyby bardzo istotne dla rezultatów 2013 roku).

Porównanie erozji oglądalności głównego kanału Polsatu na tle głównego kanału TVN [zmiana r/r w pkt %]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Nielsen Audience Measurement, spółka

Zakładamy, że w 2Q'14 raportowana EBITDA będzie w wysokości ok. 173.6 mln PLN. Na poziomie netto dla akcjonariuszy jedn. dominującej liczymy na zysk w wysokości 93.5 mln PLN.

Prognoza wyników [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 1H'14
Przychody	440.5	437.9	-0.6%	783.6	789.7	0.8%	1588.5	2.2%	1638.2	3.1%	49.71%
EBITDA adj	171.0	168.6	-1.4%	256.1	255.6	-0.2%	521.1	4.6%	538.5	3.3%	49.05%
EBIT adj	150.9	152.5	1.1%	214.6	223.4	4.1%	450.0	6.4%	473.9	5.3%	49.64%
EBITDA	157.4	173.6	10.3%	255.4	269.4	5.5%	550.1	47.7%	593.5	7.9%	48.98%
EBIT	137.3	157.5	14.8%	213.9	236.2	10.4%	479.0	61.2%	528.9	10.4%	49.32%
Wynik brutto	-39.6	100.7	---	-105.7	103.0	---	280.3	---	378.2	34.9%	36.75%
Wynik netto po wyłączeniach	-29.9	93.5	---	-73.7	103.5	---	272.3	---	351.1	28.9%	38.03%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

VOXEL

			2013	2014P
Kurs [PLN]	12,20	P/E	42,5	31,6
MC [mln PLN]	128,1	EV/EBITDA	11,3	8,9
		EV/EBIT	30,0	20,3
		P/BV	1,2	1,1

Spodziewamy się, że EBITDA w 2Q'14 będzie zbliżona do osiągniętej na początku roku: 4,6 mln PLN vs 5,0 mln PLN w 1Q'14 (lekko słabszego niż na początku roku wyniku oczekujemy w CDO i Alterisie). Jednocześnie w rezultatach powinna być widoczna poprawa r/r i to pomimo obciążenia wyników przez nowe pracowanie PET bez kontraktów z NFZ oraz mniejszy kontrakt na PET w Łodzi.

Spółka liczy na zwiększenie sprzedaży komercyjnej FDG w kolejnych miesiącach. Wzrastać ma ilość badań diagnostycznych zlecanych przez firmy farmaceutyczne, które pozwalają generować wysoką rentowność. Wyniki zdecydowanie poprawiłoby też pozyskanie kontraktów na nowe pracownice PET (prawdopodobnie perspektywa 2015 roku). W naszych prognozach przyjmujemy, że skonsolidowane przychody spółki w 2014 wzrosną do 126,9 mln PLN. Przyrost wynika przede wszystkim ze zwiększonej sprzedaży Alterisa (sprzęt medyczny, roboty apteczne) jednak w roku 2014 prawdopodobnie ten kierunek będzie miał niewielkie przełożenie na EBITDA. Wzrost wyniku na poziomie EBITDA (do 20,6 mln PLN z 16,4 mln PLN - a po oczyszczeniu z salda pozostałej działalności operacyjnej do 20,9 mln PLN z 15,3 mln PLN) wynika głównie z podstawowej działalności (usługi TK i MR). Wartość dodaną generuje sprzedaż zewnętrzna FDG, jednak jest ona w dużej mierze konsumowana przez koszty nowych PET, które nie posiadają kontraktów z NFZ. Na poziomie netto spodziewamy się 4,1 mln PLN zysku netto. Na bazie wskaźnika EV/EBITDA spółka handlowana jest z wyraźnym dyskontem w stosunku do innych podmiotów z branży usług medycznych.

Prognozy wyników na 2Q'2014

	2Q'13	2Q'14P	zmiana r/r	1H'13	1H'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r
Przychody	25,3	25,7	1,6%	44,6	47,1	5,6%	103,2	126,9	22,9%
Wynik brutto na sprzedaży	6,4	7,1	10,7%	12,2	14,3	17,6%	26,3	31,9	21,4%
EBITDA	3,5	4,6	31,9%	8,5	9,6	12,9%	16,4	20,6	25,7%
EBIT	0,9	1,8	97,6%	3,4	4,1	20,6%	6,1	9,0	46,7%
Zysk brutto	0,2	0,9	300,4%	1,6	2,3	40,4%	2,6	5,0	92,4%
Zysk netto	0,5	0,7	37,9%	1,9	2,0	3,2%	3,0	4,1	34,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	25,2%	27,4%		27,2%	30,3%		25,4%	25,1%	
Marża EBITDA	13,6%	17,7%		19,0%	20,4%		15,9%	16,2%	
Marża EBIT	3,5%	6,8%		7,7%	8,8%		5,9%	7,1%	
Marża zysku netto	2,0%	2,7%		4,4%	4,3%		2,9%	3,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado
pado@bdm.pl
tel.: 032 208 14 32

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media/rozrywka,
spółki stalowe

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Klausele:

Raport nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. Opracowanie ma charakter czysto informacyjny, a akcje i inne instrumenty dobrane są do niego na podstawie wiedzy i poglądów autorów. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 18.07.2013 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 18.07.2013 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.