PROGNOZY WYNIKÓW
3Q 2014

Analitycy:
Maciek Bobrowski
Krzysztof Pado
Krystian Brymora
Adrian Górniak

20 PAŹDZIERNIK 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

Opracowanie jest wyłącznie materiałem informacyjnym i reklamowym o jakim mowa w §9.1 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków postępowanie firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Rozporządzenie w sprawie trybu i warunków postępowania). Zwracamy uwagę odbiorcy raportu, że w żadnym przypadku nie może zajść sytuacja aby traktować ten materiał jako sugestii do podjęcia jakiekolwiek konkretnej decyzji na rynku kapitałowym.
Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE ... 3
AGORA ... 8
ARCTIC PAPER ... 9
ATM GRUPA ... 10
BUDIMEX ... 13
CERAMIKA NOWA GALA ... 15
CIECH ... 16
COGNOR ... 17
CYFROWY POLSAT ... 19
DOM DEVELOPMENT ... 20
ELEKTROBUDOWA ... 21
ERBUD ... 22
FERRO ... 23
FERRUM ... 24
FORTE ... 27
GPW ... 28
GRAJEWO ... 29
GRUPA AZOTY ... 30
INSTAL KRAKÓW ... 31
INTROL ... 32
IZOSTAL ... 33
KĘTY ... 34
LIBET ... 35
LOTOS ... 36
MARVIPOL ... 37
MOSTOSTAL ZABRZE ... 39
ORBIS ... 40
PA NOVA ... 42
PCC ROKITA ... 43
PHN ... 44
PKN ORLEN ... 45
POLICE ... 47
PRAGMA FAKTORING ... 48
PRAGMA INKASO ... 49
PUŁAWY ... 50
RAWLPLUG ... 51
ROBYG ... 52
RONSON ... 53
ROVESE ... 54
SELENA FM ... 55
SONEL ... 56
STALPROFIL ... 57
STALPRODUKT ... 59
SYNTHOS ... 66
ŚNIEŻKA ... 67
TESGAS ... 68
TRAKCJA ... 69
TVN ... 70
VOXEL ... 71

PODSUMOWANIE

Budownictwo

Po mocnym okresie 1H'14 dynamika branży wyraźnie wyhamowała w okresie wakacyjnym. Zakładamy jednak, że obecny rok jest okresem przejściowym (dodatkowo zaburzonym przez brak zimy w 1Q'14) przed spodziewanym trwalszym przebudzeniem się branży w następnych latach, kiedy zaczną napływać nowe środki unijne: najpierw w kierunku budownictwa drogowego (kontrakty z nowej perspektywy są już podpisywane, prace wystartują w szerszym zakresie w 2015 roku), później także kolejowego (tu zakładamy jednak, ze nie wcześniej niż w 2H'16 zaczną się fizyczne prace na nowych kontraktach; obecnie branża „walczy" z dokończeniem kontraktów rozdawanych jeszcze w latach 2010-11). W tle uważamy, ze dobrze powinny radzić sobie spółki z ekspozycją na energetykę. Z jednej strony generalni wykonawcy mają przed sobą długie lata na rozpoznawanie przychodów a realny poziom marż zacznie „wychodzić" dopiero pod koniec prac. Z drugiej strony dużych kontraktów jest na tyle sporo (Kozienice, Opole, Jaworzno, Turów), że dobre portfele mogą zbudować podwykonawcy. W 3Q'14 poprawy wyników r/r oczekujemy po Mostostalu Zabrze, Trakcji i Elektrobudowie (spodziewamy się końca strat w segmencie przemysłu). W przypadku Budimexu, Erbudu i Instalu Kraków problemem do pokonania może być baza z zeszłego roku (w każdym z przypadków indywidualny powód jest różnej natury – szerzej piszemy o tym w opisach do spółek).

Materiały budowlane

Branża pozostaję w dużej mierze pod presją słabej sytuacji na wschodzie. Z jednej strony cześć spółek posiada bezpośrednio sporą ekspozycję na rynki Ukrainy/Rosji, z drugiej ograniczone możliwości lokowania tam sprzedaży wywierają presję na marże w Polsce (większość spółek narzeka na słaby kwartał na rynku krajowym) lub konieczność poszukiwania nowych rynków zagranicznych (barierę często stanowią koszty logistyczne i konieczność przebicia się do lokalnych dystrybutorów). Zwracamy uwagę na ciekawe transakcję wśród globalnych graczy w ostatnich kwartałach (obecnie Geberit-Sanitec a wcześniej PPG-Comex czy Mohawk-Marazzi) – przejmowane spółki są wyceniane na potrzeby transakcji z dużymi premiami w stosunku do wskaźników z jakimi handlowane są obecnie polskie podmioty.

Paliwa

Spodziewamy się lepszych r/r oczyszczonych wyników PKN i Lotosu. Korzystnie dla spółek wyglądały zarówno marże rafineryjne jak i dyferencjał Ural-Brent. Jak na razie początek 4Q'14 stoi pod znakiem mocnego spadku cen ropy (prawdopodobne duże przeszacowania zapasów w 4Q'14), marże trzymają się na relatywnie dobrych poziomach. W samym 3Q'14 wyniki raportowane będą negatywnie obciążone przez wycenę zapasów (spadek cen ropy) oraz kredytów (wzrost kursu USD/PLN). Zakładamy jednak, że rynek średnioterminowo głównie zwraca uwagę na wynik EBITDA LIFO. W przypadku PKN, oprócz lepszego zachowania rafinerii, oczekujemy także poprawy wyników w petrochemii (bardzo dobre marże w lipcu i sierpniu). Swoje dorzucić powinny także wydobywcze aktywa kanadyjskie. W przypadku detalu zwracamy uwagę na wysoką bazę z 2H'13 oraz pojawienie się pewnej presji na marże w ostatnim czasie. W Lotosie poza dobrą marża rafineryjną (7,0 USD/bbl vs 4,3 USD/bbl) dochodzi konsolidacja aktywów norweskich w upstream'ie. Motywem przewodnim w przypadku Lotosu pozostaje planowana emisja akcji. Czekamy na publikację prospektu emisyjnego (dotychczas spółka przedstawiła dość ograniczone informacje na temat założeń do planowanych inwestycji, szczególnie w zakresie segmentu wydobywczego).

Chemia

Okres 3Q jest sezonowo najsłabszym w biznesie nawozowym dlatego wyniki spółek będą zauważalnie słabsze q/q. W relacji do 3Q'13 oczekujemy już poprawy głównie dzięki niższym kosztom surowcowym, wpływającym na wzrost jednostkowych marż (szczególnie w obszarze nawozów wieloskładnikowych). Rozczarowaniem mogą być wyniki samego Tarnowa, gdzie EBITDA powinna niewiele odbiegać od „break even" przez utrzymujące się słabe otoczenie w segmencie tworzywowym. Mocny spadek wyników r/r zaprezentuje ZAK, gdzie w sierpniu miał miejsce wybuch wodoru na instalacji amoniaku skutkujący utratą produkcji w szczególności w OXO. Z kolei poprawy spodziewamy się w Puławach (wzrost marż na moczniku, oszczędności na zakupie gazu spoza PGNiG) i w Policach, gdzie otoczenie biznesowe już drugi kwartał z rzędu było relatywnie lepsze niż w innych segmentach produkcyjnych Grupy Azoty.

Pewnym rozczarowaniem może być raport Ciechu. Mimo wysokich jednostkowych marż na sodzie potencjał wzrostu wyników zostanie ograniczony przez słabszy wolumen sprzedaży. Spółka w 2Q'14 nie miała planowanego postoju remontowego i przesunął się on na 3Q'14. Dodatkowo brakło zapasów, aby pokryć „dziurę produkcyjną" (dane GUS wskazują na spadek produkcji o 5% r/r).
Stabilnych wyników q/q i znacznie lepszych r/r spodziewamy się w Synthosie oraz w PCC Rokita. Producent kauczuków dalej boryka się ze słabą koniunkturą w podstawowym biznesie, ale sytuacja jest lepsza niż rok temu, a wyniki po części rekompensuje segment styrenopochodnych.

Rokicie nie będzie już przeszkadzać wysoka baza z 1H'13 i poprawa wyników w relacji r/r będzie znacząca (ponad 20% wzrostu EBITDA). Marża przestała już „uciekać" w segmencie alkaliów, a wyraźna poprawa widoczna jest w poliolach (podwyżki cen przez głównych producentów).

Branża przetwórców drewna

Okres 3Q'14 był kolejnym udanym kwartałem dla branży meblarskiej. Mimo wysokiej bazy z 2H'13 produkcja sprzedana mebli w 3Q'14 wzrosła aż o 14,4% r/r (12,8% r/r w 2Q'14, 17,2% w 1Q'14). We wrześniu (+20,1%) miesięczna wartość produkcji po raz pierwszy w historii przekroczyła 3 mld PLN. Rozczarowaniem mogą być dane GUS o produkcji płyt wiórowych (lipiec-sierpień'14 -9,5% r/r) świadczące prawdopodobnie o przesuniętym postoju remontowym w Grajewie, którego nie było w 2Q'14. W rezultacie mimo wysokiej jednostkowej marży spółka nie wykorzystała w pełni potencjału sprzedażowego, co może być pewnym rozczarowaniem. Z kolei Forte

powinno pozytywnie zaskoczyć poziomem sprzedaży (+23% r/r), ale bez widocznej poprawy marży (wyższe koszty płyt, presja na wzrost płac).
Kolejnego, bardzo dobrego kwartału oczekujemy po Arctic Paper. Otoczenie surowcowe jak i walutowe wciąż sprzyjało. Spadały ceny kluczowej celulozy liściastej i rosły iglastej (Rottneros), a utrzymująca się słabość korony szwedzkiej powinna pozytywnie wpłynąć na wyniki tamtejszych papierni. W skali grupy oczekujemy podwojenia EBITDA r/r i nieco lepszego wyniku q/q.

Przemysł (produkcja wyrobów stalowych, handel stalą)

W obszarze przemysłu wyróżniamy in plus (podobnie jak w poprzednim kwartale) Stalprodukt. Okres 2Q'14 był symbolicznym kwartałem zakończenia procesu erozji wyników spółki. Spodziewamy się, że Stalprodukt na poziomie skonsolidowanym w 3Q'14 i 4Q'14 wykaże dalszą poprawę wyników. Wpływ na to powinna mieć coraz lepsza sytuacja w segmencie blach (pierwsze podwyżki cennikowe oraz wysoki wolumen po uruchomieniu modernizowanej wcześniej linii produkcyjnej) i segmencie cynku (w części górniczej będą sprzyjały wyższe ceny cynku – silne wzrosty w 3Q'14 vs 2Q'14). Na 2H'14 przyjęliśmy ostrożniejsze założenia dla obszaru profili. Obawiamy się, że ten segment może odczuwać słabszą sprzedaż barier oraz pogorszenie relacji cenowych wsad/produkt finalny.

W przypadku Cognoru spodziewamy się słabszych wyników w relacji q/q z uwagi na przestoje oraz relacje cenowe złom/wyroby finalne. Biorąc pod uwagę ostatnie spadki cen złomu, dokonane modernizacje w HSJ , oraz wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych liczymy na mocny akcent wynikowy jednak w 4Q'14. Zatem w skali całego 2014 roku oczekujemy, że spółka poprawi wynik EBITDA do przynajmniej 110 mln PLN.

Umiarkowanie negatywnych danych spodziewamy się z kolei po Stalprofilu oraz Izostalu. Spółki dystrybuujące stal w 1H'14 zmagały 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 zniżkujące ceny podstawowego asortymentu wyrobów stalowych. Z danych PUDS wynika, jednak że okres 3Q'14 przyniósł niewielkie wzrosty cen, zwłaszcza na blachach oraz profilach. Tym samym skala spadków wyrobów stalowych, licząc od stycznia 2014 uległa ograniczeniu. Zauważamy, że próba wprowadzenia podwyżek wyrobów stalowych dokonana we wrześniu została przyjęta przez rynek, niemniej w średnim terminie ryzykiem dla trwałości tych podwyżek są ceny na rynkach światowych (m.in. spadające ceny rudy). Ryzykiem dla wyników Stalprofilu w perspektywie końcówki 2014 roku może być rozliczenie projektu budowy gazociągu na Pomorzu (ZRUG Zabrze). Z kolei 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.

Spodziewamy się, że 3Q'14 był też trudny dla Ferrum. W 2014 roku pozytywnym zaskoczeniem jest jednak segment konstrukcji spawanych. ZKS za 1H'14 pokazał bardzo dobre rezultaty (jak na historyczne odczyty) i tłumaczymy to podjętymi wcześniej działaniami restrukturyzacyjnymi portfel zleceń oraz oddaniem do użytkowania pieca (ograniczenie kosztów). Liczymy, że spółka ma dobrze zbudowany portfela zleceń (m.in. Alstom) i zarówno 3Q'14 jak i 4Q'14 powinny być udane. W perspektywie kolejnych dwóch lat kluczowe znaczenie dla ZKS będą miały kontrakty pod projekty energetyczne (głównie Opole) i współpraca z Alstom. W obszarze profili i rur (podobnie jak w Izostalu) kluczowe znaczenie będą miały przetargi na dostawę rur stalowych izolowanych na potrzeby Gaz Systemu.

Media/Rozrywka

Sytuacja na rynku reklamy w 3Q'14 była dość dobra i dla niektórych segmentów może być momentem kiedy w kolejnych kwartałach dynamika poprawy w relacji r/r będzie już słabsza. Mamy jednak nadzieję, że kolejne kwartały przyniosą utrwalenie pozytywnych tendencji, choć jak już wskazaliśmy z mniejszą dynamiką poprawy r/r.

Sezonowo 3Q'14 jest słaby dla Agory. Liczymy jednak, że odbiór wyników będzie co najmniej neutralny zważywszy na wyjątkowo pesymistyczne nastawienie do spółki w związku z wcześniejszymi rezultatami. Jest to podmiot, który wyróżniamy in plus z uwzględnieniem przyszłej ścieżki wynikowej. Okres 4Q'14 z racji sezonowości przychodów reklamowych powinien być znacznie lepszy q/q, dodatkowo pozytywny wpływ na wyniki powinien mieć segment kinowy (wyższa frekwencja ora koprodukcja filmu Bogowie). Dlatego w skali 2014 roku zdecydowaliśmy się na podniesienie całorocznego wyniku EBITDA do 83 mln PLN. Podtrzymujemy nasze nastawienie co do dalszych perspektyw dla Agory i doceniamy obserwowane zmiany jakościowe w grupie.
W przypadku TVN czy CPS oczekujemy poprawy wyników EBITDA r/r (w przypadku CPS także na porównywalnej bazie). Naturalnym beneficjentem ożywienia na rynku reklamy tv jest również ATM Grupa. Spodziewamy się dobrych rezultatów zarówno w obszarze produkcji jak i nadawania. Dodatkowo pozytywnie na wynik netto powinien przełożyć się rezultat AidemMedia

Deweloperzy

Sytuacja na rynku mieszkaniowym jest dobra. Deweloperów wspierają niskie stopy procentowe, co z jednej strony wpływa na popyt na kredyty, a drugiej zachęca klientów do traktowania zakupu mieszkania jako dobrej formy inwestycji. Część deweloperów jest również wspierana programem Mieszkanie dla Młodych, który poprawia wyniki sprzedażowe m. in. Ronsona czy Marvipolu (tak jak to miało miejsce w przypadku etapu 1a dla inwestycji Kłobucka). Dobra koniunktura przełoży się na lepszw wyniki w przypadku Dom Development czy Marvipolu. Robyg i Ronson wykażą znaczny progres w wynikach w roku 2015, o czym świadczy dodatnia dynamika wolumenu sprzedaży, odnotowana przez większość spółek z branży. Naszymi faworytami do poprawy wyników w 3Q'14 jest przede wszystkim Marvipol, który mógł przekazać ponad 400 mieszkań, generując przy tym ponad 180 mln PLN przychodów (rentowność EBIT ok. 13%). Słabych wyników można się spodziewać po Robygu (zarząd informował o tym od początku roku; znaczna poprawa w 4Q'14) oraz Ronsonie (przekazania z projektu Młody Grunwald).

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			
		3Q'13	3Q'14P		3Q'13	3Q'14P		3Q'13	3Q'14P		1 mc	3mc	6mc	YTD
AGORA	7 lis 14	11,4	7,1	-37%	-11,9	-16,0	-	-11,8	13,8	-	-4,6%	-4,8%	-26,9%	-21,2%
ARCTIC PAPER	14 lis 14	23,5	54,4	131%	-7,0	25,1	-	-12,3	14,3	-	7,3%	40,4%	42,8%	21,7%
ATM GRUPA	14 lis 14	12,9	8,0	-38%	8,1	3,1	-62%	6,8	-0,8	-	-3,4%	14,4%	20,0%	22,0%
BUDIMEX	29 paź 14	62,3	56,9	-9%	55,1	51,3	-7%	43,2	40,0	-7%	1,0%	16,7%	-2,1%	3,8%
CERAMIKA NOWA GALA	14 lis 14	8,7	7,8	-10%	5,2	4,3	-17%	4,0	3,3	-18%	-6,6%	-5,8%	-19,1%	-27,8%
CIECH	14 lis 14	108,7	116,0	7%	55,1	65,1	18%	6,3	27,1	330%	6,4%	17,1%	26,2%	32,0%
COGNOR	14 lis 14	15,0	23,0	53%	6,2	14,5	137%	1,1	-8,8	-	-1,7%	4,1%	5,3%	45,9%
CYFROWY POLSAT	13 lis 14	268,3	894,9	234%	203,4	474,9	133%	176,5	173,1	-2%	-4,8%	15,7%	30,9%	33,3%
DOM DEVELOPMENT	24 paź 14	3,6	12,1	236%	2,8	11,3	304%	1,1	8,9	709%	-1,0%	-1,9%	-9,5%	-14,6%
ELBUDOWA	14 lis 14	10,5	14,9	42%	6,5	11,2	72%	4,6	8,0	74%	5,3%	6,1%	-11,6%	-27,3%
ERBUD	6 lis 14	14,2	11,7	-18%	12,5	10,0	-20%	7,7	6,3	-18%	-8,5%	8,2%	-6,4%	-21,5%
FERRO	12 lis 14	10,9	11,5	6%	10,4	11,0	6%	7,1	7,7	8%	-8,5%	-2,3%	-19,4%	-9,3%
FERRUM	14 lis 14	8,6	4,1	-53%	5,6	1,3	-78%	1,5	-8,5	-	-6,0%	-0,4%	-25,5%	-33,6%
FORTE	14 lis 14	22,0	30,7	40%	17,8	26,5	49%	14,9	22,0	48%	-5,0%	29,7%	32,2%	46,6%
GPW	30 paź 14	35,4	35,4	0%	28,5	28,3	-1%	26,0	28,5	10%	-4,3%	1,6%	-1,8%	-9,6%
GRAJEWO	13 lis 14	42,8	50,1	17%	32,4	38,1	18%	17,5	28,1	61%	-9,5%	26,0%	7,4%	1,8%
GRUPA AZOTY	13 lis 14	111,3	146,0	31%	-8,5	8,8	-204%	-3,7	-7,8	111%	-16,7%	-25,3%	2,7%	-8,0%
INSTAL KRAKÓW	14 lis 14	7,2	6,4	-11%	6,6	5,7	-14%	4,7	4,6	-2%	-5,6%	-6,5%	-22,8%	-20,2%
INTROL	12 lis 14	7,4	8,0	8%	5,8	6,4	10%	3,7	4,4	19%	1,7%	18,1%	9,4%	8,6%
IZOSTAL	12 lis 14	3,0	2,5	-17%	1,8	1,3	-29%	2,2	2,0	-10%	-3,9%	-14,4%	-20,0%	-13,6%
KĘTY	23 paź 14	77,5	103,1	33%	57,0	82,6	45%	44,0	64,9	48%	-4,4%	17,4%	24,4%	18,7%
LIBET	13 lis 14	15,6	15,3	-2%	9,3	8,9	-4%	6,4	5,8	-9%	-6,8%	-0,7%	-9,1%	-4,0%
LOTOS	30 paź 14	497,4	415,0	-17%	340,8	213,7	-37%	337,2	8,4	-98%	-6,8%	-27,9%	-29,2%	-22,7%
MARVIPOL	14 lis 14	5,4	30,2	459%	4,5	29,2	549%	0,0	18,0	-	-5,9%	15,5%	15,5%	44,9%
MS ZABRZE	13 lis 14	9,6	11,5	20%	6,3	8,0	27%	1,3	5,3	308%	1,3%	25,4%	19,5%	15,8%
ORBIS	14 lis 14	68,1	75,2	10%	38,9	47,5	22%	32,1	12,1	-62%	-1,0%	-2,1%	2,9%	3,0%
PA NOVA	6 lis 14	4,4	7,7	75%	3,7	7,1	92%	1,0	3,7	270%	-2,6%	-10,6%	-7,8%	-18,0%
PCC ROKITA	12 lis 14	23,2	28,3	22%	10,3	17,4	69%	6,9	12,5	81%	4,8%	1,9%	-	-
PHN	12 lis 14	9,1	8,3	-9%	8,6	7,8	-9%	78,8	6,6	-92%	4,1%	9,5%	-16,3%	-5,9%
PKN ORLEN	22 paź 14	1 158,0	1 172,0	1%	617,0	717,0	16%	655,0	229,0	-65%	-5,7%	-3,7%	-5,6%	0,2%
POLICE	13 lis 14	24,2	48,0	98%	5,5	26,0	373%	6,8	19,7	190%	-6,3%	-5,0%	6,7%	-10,5%
PRAGMA FAKTORING	13 lis 14	2,0	2,7	35%	2,0	2,6	30%	0,8	1,2	50%	0,9%	-9,9%	-18,9%	-22,8%
PRAGMA INKASO	13 lis 14	4,7	4,9	4%	4,4	4,6	5%	1,7	1,7	0%	-7,0%	-9,5%	3,8%	-18,4%
RAWLPLUG (KOELNER)	14 lis 14	20,4	19,5	-5%	14,0	13,3	-4%	8,2	5,7	-31%	-3,9%	-16,7%	-34,3%	-30,7%
ROBYG	13 lis 14	9,8	-1,0	-110%	9,6	-1,3	-	5,0	-1,3	-	-4,3%	1,8%	-14,7%	0,5%
RONSON	6 lis 14	4,2	-2,2	-	4,1	-2,4	-	4,5	-2,7	-	9,4%	16,0%	1,2%	-7,0%
ROVESE	14 lis 14	81,0	83,6	3%	41,3	38,6	-7%	-11,7	13,9	-	-0,7%	8,5%	0,0%	-32,7%
SELENA FM	14 lis 14	42,3	41,1	-3%	35,4	34,7	-2%	22,0	29,1	32%	-6,6%	-25,9%	-23,9%	-32,8%
SONEL	14 lis 14	3,2	3,3	1%	1,5	1,5	-2%	1,4	1,4	2%	0,2%	19,1%	-6,9%	2,8%
STALPROFIL	14 lis 14	8,9	6,7	-24%	6,3	4,0	-35%	4,4	3,1	-29%	-6,3%	-15,3%	-32,6%	-41,3%
STALPRODUKT	14 lis 14	41,1	89,2	117%	6,7	54,9	719%	10,7	27,1	154%	-11,4%	20,0%	6,7%	31,7%
SYNTHOS	14 lis 14	120,8	166,2	38%	82,1	126,8	54%	82,3	76,9	-7%	-14,2%	-7,5%	-21,5%	-25,8%
ŚNIEŻKA	6 lis 14	28,4	28,6	1%	23,6	23,9	1%	19,1	16,9	-12%	7,7%	6,6%	4,9%	-13,8%
TESGAS	14 lis 14	1,2	0,8	-33%	0,4	0,1	-75%	0,2	0,1	-50%	-3,8%	-8,2%	-20,9%	17,4%
TRAKCJA	14 lis 14	33,1	36,4	10%	27,5	30,6	11%	21,3	22,4	5%	-10,9%	1,0%	-19,7%	-17,8%
TVN	6 lis 14	83,8	88,7	6%	66,1	73,2	11%	-169,8	45,8	-	-6,6%	1,6%	-8,8%	1,7%
VOXEL	14 lis 14	3,6	4,2	17%	1,0	1,3	30%	0,4	0,3	-25%	0,9%	-15,2%	-11,5%	-36,9%
ZAP (Puławy)	13 lis 14	54,8	71,1	30%	18,6	33,4	80%	17,6	30,4	73%	-2,2%	-3,4%	-1,4%	-20,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Realizacja założeń rocznych po 3Q'14

	Przychody			realizacja roczna		EBITDA			realizacja roczna		zysk netto			realizacja roczna	
	2014P	3Q'14P	1-3Q'14P	3Q'14P	1-3Q'14P	2014P	3Q'14P	1-3Q'14P	3Q'14P	1-3Q'14P	2014P	3Q'14P	1-3Q'14P	3Q'14P	1-3Q'14P
AGORA	1 070,4	245,0	769,8	22,9%	71,9%	83,0	7,1	45,5	8,6%	54,8%	-14,0	-16,7	-27,1	118,6%	193,1%
ARCTIC PAPER	3 073,6	766,0	2 324,4	24,9%	75,6%	180,1	53,4	154,6	29,7%	85,8%	17,6	14,3	28,4	81,3%	161,4%
ATM GRUPA	149,4	44,1	106,8	29,5%	71,5%	32,2	8,0	22,9	24,8%	71,3%	13,2	2,8	9,1	21,5%	68,8%
BUDIMEX	4 732,7	1 374,9	3 528,0	29,1%	74,5%	231,5	56,9	178,6	24,6%	77,1%	164,2	40,0	127,0	24,4%	77,3%
CERAMIKA N. GALA	186,4	54,6	146,5	29,3%	78,6%	18,8	7,8	16,5	41,5%	87,8%	2,9	3,3	5,0	113,8%	172,4%
CIECH	3 191,0	773,9	2 432,9	24,3%	76,2%	471,4	116,0	367,3	24,6%	77,9%	74,4	27,1	54,1	36,4%	72,7%
COGNOR	1 427,9	343,1	1 062,4	24,0%	74,4%	110,8	23,0	80,8	20,7%	72,9%	16,3	0,0	10,9	0,3%	66,6%
CYFROWY POLSAT	7 362,2	2 385,8	4 855,0	32,4%	65,9%	2 863,2	894,9	1 885,8	31,3%	65,9%	467,9	36,8	267,1	7,9%	57,1%
DOM DEVELOPMENT	780,6	156,0	517,6	20,0%	66,3%	65,3	12,1	25,3	18,5%	38,7%	50,8	8,9	19,8	17,5%	39,0%
ELBUDOWA	1 087,8	310,8	753,1	28,6%	69,2%	44,5	14,9	26,8	33,5%	60,3%	20,9	8,0	10,1	38,3%	48,3%
ERBUD	1 424,5	317,4	1 026,5	22,3%	72,1%	45,7	11,7	32,4	25,6%	70,9%	22,0	6,3	14,4	28,6%	65,5%
FERRO	273,6	79,6	210,0	29,1%	76,8%	37,4	11,5	31,2	30,7%	83,4%	25,0	7,7	21,7	30,8%	86,8%
FERRUM	354,9	75,2	272,0	21,2%	76,6%	16,3	4,1	12,4	25,1%	76,4%	-1,3	-0,4	-0,8	27,1%	60,9%
FORTE	842,4	204,9	607,7	24,3%	72,1%	127,3	30,7	88,3	24,1%	69,4%	91,1	22,0	62,4	24,1%	68,5%
GPW	308,8	74,1	229,9	24,0%	74,4%	156,0	35,4	115,9	22,7%	74,3%	106,5	22,3	80,3	21,0%	75,5%
GRAJEWO	1 543,2	373,2	1 150,9	24,2%	74,6%	199,9	50,1	145,0	25,1%	72,5%	109,9	28,1	78,0	25,6%	71,0%
GRUPA AZOTY	9 329,3	1 984,6	7 057,7	21,3%	75,7%	941,0	146,0	710,3	15,5%	75,5%	257,8	-7,8	201,1	-3,0%	78,0%
INSTAL	499,2	135,2	354,5	27,1%	71,0%	22,8	6,4	15,6	28,1%	68,4%	16,1	4,6	11,1	28,6%	68,9%
INTROL	451,5	98,0	329,9	21,7%	73,1%	33,6	8,0	25,6	23,8%	76,2%	20,2	4,4	15,0	21,8%	74,3%
IZOSTAL	172,0	39,7	127,1	23,1%	73,9%	10,3	2,5	7,0	24,3%	68,3%	4,9	0,9	3,3	17,7%	68,1%
KĘTY	1 798,3	493,3	1 344,9	27,4%	74,8%	314,0	103,1	252,2	32,8%	80,3%	179,2	64,9	148,3	36,2%	82,8%
LIBET	267,7	87,2	205,0	32,6%	76,6%	41,8	15,3	34,5	36,6%	82,5%	9,0	5,8	8,3	64,4%	92,2%
LOTOS	29 397,1	7 848,0	22 224,2	26,7%	75,6%	603,9	415,0	404,3	68,7%	66,9%	-383,7	8,4	-146,5	-2,2%	38,2%
MARVIPOL	738,0	258,2	585,2	35,0%	79,3%	88,1	30,2	75,9	34,3%	86,1%	52,9	18,0	47,1	34,0%	89,0%
MS ZABRZE	820,5	223,1	596,4	27,2%	72,7%	46,4	11,5	35,3	24,8%	76,1%	20,0	5,3	14,9	26,5%	74,5%
ORBIS	701,1	204,2	531,0	29,1%	75,7%	205,2	75,2	161,4	36,7%	78,7%	79,2	39,2	65,5	49,5%	82,6%
PA NOVA	163,4	39,0	118,0	23,9%	72,2%	37,0	7,7	27,2	20,8%	73,5%	20,2	3,7	14,8	18,3%	73,1%
PCC ROKITA	1 021,4	248,5	641,7	24,3%	62,8%	119,9	28,3	84,6	23,6%	70,6%	58,7	12,5	40,5	21,3%	69,0%
PHN	153,3	37,4	115,9	24,4%	75,6%	18,0	8,3	12,4	46,0%	68,8%	24,3	6,6	20,0	27,0%	82,1%
PKN ORLEN	106 824,0	28 956,0	81 726,0	27,1%	76,5%	-1 926,0	1 172,0	-2 345,0	-60,9%	121,8%	-5 391,0	229,0	-4 904,0	-4,2%	91,0%
POLICE	2 481,1	497,2	1 745,9	20,0%	70,4%	201,8	48,0	150,4	23,8%	74,5%	83,9	19,7	62,2	23,5%	74,1%
PRAGMA FAKTORING	20,7	5,2	15,0	25,3%	72,6%	10,4	2,7	7,6	26,2%	73,1%	4,4	1,2	3,2	26,8%	72,2%
PRAGMA INKASO	39,2	9,5	29,2	24,3%	74,4%	17,8	4,9	12,8	27,5%	71,9%	5,3	1,7	3,6	31,3%	67,5%
RAWLPLUG (KOELNER)	660,8	176,0	506,7	26,6%	76,7%	55,5	19,5	44,4	35,1%	80,0%	5,9	5,7	6,2	96,6%	105,1%
ROBYG	419,1	32,9	273,6	7,9%	65,3%	56,4	-1,0	35,5	-1,8%	62,9%	34,0	-1,3	20,3	-3,8%	59,7%
RONSON	175,0	36,0	149,0	20,6%	85,1%	3,3	-2,2	5,0	-66,7%	151,5%	-0,3	-2,7	1,5	900,0%	-500,0%
ROVESE	1 690,7	497,4	1 336,9	29,4%	79,1%	249,2	83,6	185,0	33,5%	74,2%	-196,8	13,9	-192,0	-7,1%	97,6%
SELENA FM	1 120,0	346,5	849,3	30,9%	75,8%	85,3	41,1	68,2	48,2%	80,0%	35,0	29,1	29,8	83,1%	85,1%
SONEL	55,2	13,1	36,5	23,7%	66,1%	15,1	3,3	10,0	21,9%	66,4%	7,5	1,4	4,5	18,6%	59,8%
STALPROFIL	698,3	176,0	527,1	25,2%	75,5%	21,4	6,7	18,8	31,5%	87,8%	6,2	2,6	6,9	41,6%	111,3%
STALPRODUKT	2 799,7	702,5	2 068,4	25,1%	73,9%	308,2	89,2	214,5	29,0%	69,6%	122,4	40,6	79,3	33,1%	64,8%
SYNTHOS	5 011,5	1 360,7	3 710,6	27,2%	74,0%	689,5	166,2	496,2	24,1%	72,0%	386,0	76,9	245,7	19,9%	63,7%
ŚNIEŻKA	540,5	171,3	454,7	31,7%	84,1%	67,7	28,6	62,8	42,2%	92,8%	35,6	16,9	36,0	47,5%	101,1%
TESGAS	81,5	21,1	56,4	25,9%	69,2%	2,4	0,8	0,8	33,3%	33,3%	-0,1	0,1	-0,7	-100,0%	700,0%
TRAKCJA	1 674,1	520,0	1 099,1	31,1%	65,7%	89,1	36,4	68,5	40,9%	76,9%	41,8	22,4	31,5	53,6%	75,4%
TVN	1 582,3	322,9	1 107,2	20,4%	70,0%	505,8	88,7	343,0	17,5%	67,8%	248,6	27,4	153,6	11,0%	61,8%
VOXEL	102,8	27,1	71,2	26,4%	69,3%	18,6	4,2	12,1	22,6%	65,1%	2,2	0,3	0,7	13,6%	31,8%
ZAP (Puławy)	3 411,2	748,6	2 579,5	21,9%	75,6%	441,7	71,1	338,2	16,1%	76,6%	258,1	30,4	201,3	11,8%	78,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zestawienie podsumowujące

Spółka	Analityk	Ocena	Komentarz
ARCTIC PAPER	Brymora	pozytywna	sprzyjające otoczenie surowcowe (niższe ceny BHKP, wysokie NBSK) i walutowe, w szczególności osłabienie korony szwedzkiej
MARVIPOL	Górniak	pozytywna	bardzo mocny segment deweloperski (realizacja celu przekazań już po 3Q'14); nieco słabszy automotive wynikający z one-off'u
PA NOVA	Górniak	pozytywna	od początku roku spółka odbudowuje wyniki, transakcja sprzedaży parków zapewni finansowanie na Galenę
PCC ROKITA	Brymora	pozytywna	przełamanie tendencji spadku wyników r/r, wyraźna poprawa w poliolach
PKN ORLEN	Pado	pozytywna	pozytywny wpływ korzystnego otoczenia makro (zarówno rafineria jak i petrochemia), negatywny wpływ wyceny zapasów i FX
STALPRODUKT	Bobrowski	pozytywna	dobre wyniki segmentu cynku oraz dalsza poprawa w obszarze blach; ścieżka rezultatów na kolejne kwartały jest wzrostowa
AGORA	Bobrowski	neutralnie pozytywna	jak na słaby sezonowo okres wyniki mogą umiarkowanie zaskoczyć in plus
CYFROWY POLSAT	Bobrowski	neutralnie pozytywna	dobre wyniki operacyjne z efektem konsolidacji
DOM DEVELOPMENT	Górniak	neutralnie pozytywna	dobry 3Q'14 w porównaniu Q/Q; poprawa wyników sprzedażowych
ELBUDOWA	Pado	neutralnie pozytywna	zakładamy wygaśnięcie presji na wyniki ze strony segmentu przemysłu
FORTE	Brymora	neutralnie pozytywna	utrzymująca się wysoka dynamika wzrostu sprzedaży, ale zdyskontowana już przez rynek
KĘTY	Pado	neutralnie pozytywna	bardzo dobre wyniki (szansa na przebicie podwyższonej prognozy zarządu), wysoka baza na 2015 rok
LOTOS	Pado	neutralnie pozytywna	spółka powinna skorzystać na dobrych marżach rafineryjnych, wyniki obciążone przez wycenę zapasów i FX
MS ZABRZE	Pado	neutralnie pozytywna	niska baza wyników umożliwia podtrzymywanie dobrej dynamiki
POLICE	Brymora	neutralnie pozytywna	relatywnie dobre otoczenie w nawozach wieloskładnikowych
ROVESE	Pado	neutralnie pozytywna	operacyjnie spółka dość dobrze radziła sobie w 1H'14 - zakładamy utrzymanie podobnych tendencji
SONEL	Brymora	neutralnie pozytywna	spółka odrobiła spadek sprzedaży w Rosji
SYNTHOS	Brymora	neutralnie pozytywna	porównywalny kwartał q/q, zdecydowanie lepszy r/r, ale brak wyraźniejszej poprawy w biznesie kauczukowym
TRAKCJA	Pado	neutralnie pozytywna	wysoki przerób, sezonowy wzrost marży vs 1H'14
ATM GRUPA	Bobrowski	neutralna	porównanie r/r będzie wskazywać spadki co będzie efektem wyoskiej bazy (zdarzenie jednorazowe z 3Q'13)
COGNOR	Bobrowski	neutralna	okres 3Q'13 może być słabszy wolumenowo q/q z uwagi na przestoje; liczymy na impuls wzrostowy dla wyników na 4Q'14
ERBUD	Pado	neutralna	wysoka baz wyników przez następne kilka Q
FERRO	Pado	neutralna	płaska sprzedaż (słabszy od oczekiwań rynek polski, słaby kurs CZK/PLN)
INSTAL KRAKÓW	Pado	neutralna	dobra sprzedaż w segmencie budowlanym, słabsza r/r deweloperka, zarząd zapowiada lepszy okres wynikowy dla spółki
INTROL	Pado	neutralna	operacyjnie dobre wyniki, konieczność zastąpienie EC Rzeszów przez inne kontrakty w kolejnych okresach
LIBET	Pado	neutralna	dobra sprzedaż , przy słabszych oczekiwań marżach (mix produktowy)
ORBIS	Bobrowski	neutralna	spółka podała już wyniki przychodowe (wysoka frekwencja przy presji na cenniki o czym była mowa już podczas konferencji wynikowej za 2Q'14)
PHN	Górniak	neutralna	spółka w trakcie restrukturyzacji; niedawno została ogłoszona nowa strategia rozwoju (rozbudowa portfolio); MSP podtrzymuje zapowiedź wyjścia z akcjonariatu
PRAGMA FAKTORING	Bobrowski	neutralna	spółka działa w środowisku niskich stóp procentowych co nie sprzyja podstawowej działalności.
PRAGMA INKASO	Bobrowski	neutralna	spółka korzysta z lepszych r/r rezultatów Pragma Faktoring.
SELENA FM	Pado	neutralna	poprawa na poziomie netto, perspektywa trudniejszego przychodowo 4Q'14
ŚNIEŻKA	Pado	neutralna	sprzedaż pod presją rynku ukraińskiego, co spółka nadrabia cięciem kosztów; niekorzystny wpływ kursu USD na wycenę kredytu
TESGAS	Pado	neutralna	poprawa na poziomie przychodów przy niskiej rentowności kontraktów
TVN	Bobrowski	neutralna	nie oczekujemy istotnych zaskoczeń za 3Q'14
VOXEL	Pado	neutralna	dobre wyniki jednostkowe, słaby Alteris; perspektywa kontraktów dla 2 placówek PET
ZAP (Puławy)	Brymora	neutralna	utrzymujące się słabsze otoczenie w naozach azotowych, ale duże oszczędności kosztowe
BUDIMEX	Pado	neutralnie negatywna	znikomy wynik deweloperki, wpływ nowych kontraktów na marżę brutto, słabszy r/r cash flow
CERAMIKA N. GALA	Pado	neutralnie negatywna	problemy na rynkach wschodnich przekładają się na rentowność w Polsce
FERRUM	Bobrowski	neutralnie negatywna	słaba kontraktacja w segmencie rur; pozytywne odczyty z konstrukcji stalowych
GPW	Bobrowski	neutralnie negatywna	słabsze niż wcześniej oczekiwaliśmy dane, obniżana ścieżka wynikowa
GRAJEWO	Brymora	neutralnie negatywna	ograniczony potencjał sprzedaży przez przedłużający się postój remontowy
IZOSTAL	Bobrowski	neutralnie negatywna	spółka dopiero na przełomie 1/2H'15 może wejść w okres odbudowy wyników za sprawą kontraktów z Gaz Systemem
ROBYG	Górniak	neutralnie negatywna	najsłabszy kwartał w '14, o czym spółka komunikowała już wcześniej; mimo wysokiej bazy deweloper poprawił poziom kontraktacji r/r
RONSON	Górniak	neutralnie negatywna	deweloper przekazuje mieszkania z niskomarżowego projektu w Poznaniu, który bardzo mocno obciąża wyniki finansowe; poprawa sprzedaży lokali r/r
STALPROFIL	Bobrowski	neutralnie negatywna	kolejny słaby kwartał dla grupy kapitalowej; umiarkowana poprawa w obszarze handlu za sprawą lepszych cen (efekt krótkoterminowy)
CIECH	Brymora	negatywna	utzrymujace się wysokie marże jednostkowe na sodzie, ale rozczarowujący wolumen sprzedaży
GRUPA AZOTY	Brymora	negatywna	utrzymujące się słąbe otoczenie w segmencie tworzywowym i nawozach azotowych, poważna awaria w ZAK
RAWLPLUG (KOELNER)	Brymora	negatywna	słabsze otoczenie w budownictwie i przemyśle wpłynie na niewykorzystanie potencjału sezonowo najlepszego kwartału w spółce

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	8.00	P/E	---	---	---.9x	34.1x
MC [mln PLN]	407.5	EV/EBITDA	3.9x	5.1x	4.2x	3.6x
		EV/EBIT	---	---	---	35.5x
		P/BV	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x

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

Okres 3Q'14 może być najsłabszym momentem wynikowym w 2014 roku. Wpływ na to ma sezonowość wpływów z rynku reklamy oraz ponoszone wyższe koszty związane z realizacją nowej strategii. Liczymy jednak, że odbiór wyników będzie co najmniej neutralny zważywszy na pesymistyczne nastawienie do spółki w związku z wcześniejszymi rezultatami.

Okres 4Q'14 z racji sezonowości przychodów reklamowych powinien być znacznie lepszy q/q, dodatkowo pozytywny wpływ na wyniki powinien mieć segment kinowy (wyższa frekwencja ora koprodukcja filmu Bogowie). Dlatego w skali 2014 roku zdecydowaliśmy się na podniesienie całorocznego wyniku EBITDA do 83 mln PLN. Podtrzymujemy nasze nastawienie co do dalszych perspektyw dla spółki i uważamy, że obserwowane zmiany jakościowe w grupie powinny pozytywnie przełożyć się istotnie na budowę wartości dla akcjonariuszy.

Prognoza wyników Agory [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody	240.0	245.0	2%	773.6	769.8	-1%	1070.4	0%	1085.6	1%	72%
EBITDA	**11.4**	**7.1**	**-37%**	**60.0**	**45.5**	**-24%**	**83.0**	**-20%**	**97.3**	**17%**	**55%**
EBIT	-11.9	-16.0	---	-7.9	-25.6	---	-11.8	---	0.9	---	217%
Saldo finansowe	0.5	-0.2	---	-2.4	-0.3	---	-0.6	---	-1.2	---	58%
Udział w zyskach jedn. stow.	0.0	-0.4	---	-0.3	-1.4	---	-1.2	---	0.3	---	118%
Wynik netto	-11.8	-16.7	---	-12.6	-27.1	---	-14.0	---	0.1	---	193%
Marża EBITDA	4.7%	2.9%		7.8%	5.9%		7.8%		9.0%	4.7%	
Marża EBIT	-5.0%	-6.5%		-1.0%	-3.3%		-1.1%		0.1%	-5.0%	
Marża zysku netto	-4.9%	-6.8%		-1.6%	-3.5%		-1.3%		0.0%	-4.9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Okres 3Q'14 pod względem frekwencji kinowej w Polsce był bez zaskoczeń. Szacujemy, że w skali całego kwartału rynek kinowy był płaski z lekkim plusem (słabszy lipiec w ujęciu r/r; wzrostowy sierpień oraz wrzesień), w przypadku sieci Helios liczymy jednak na niewielkie wzrosty w relacji r/r z uwagi na bazę ekranów. Spoglądając na box office za 4Q'14 oceniamy, że jest szansa na dobre wyniki wejść. Tłumaczymy to polskimi tytułami, które już na początku października notują dobre dane, a w końcowej części roku impulsem powinny być również tytuły zagraniczne.

Zestawienie najpopularniejszych tytułów w Polsce w 3Q'14 w okresie weekendowym

Lp.	Tytuł	3Q'13	Lp.	Tytuł	3Q'14
1	Smerfy 2	411	1	Miasto '44	385
2	Samoloty 3D	**305**	2	Lucy	287
3	Blue Jasmine	201	3	Wakacje Mikołajka	276
4	Uniwersytet Potworny 3D	**153**	4	Dzwoneczek i tajemnica piratów	256
5	Iluzja	149	5	Strażnicy galaktyki	177
6	Elizjum	146	6	Samoloty 2	167
7	World War Z 3D	**146**	7	Jak wytresować smoka 2	157
8	Minionki rozrabiają	136	8	Transformers: wiek zagłady	131
9	Obecność	118	9	Sekstaśma	130
10	Riddick	107	10	Dawca pamięci	91
11	W imię...	80	11	Herkules	82
12	Sierpniowe niebo. 63 dni chwały	56	12	Wojownicze żółwie ninja	51
	Frekwencja na top 12 [tys.]	**2 009**		**Frekwencja na top 12 [tys.]**	**2 191**
	Udział top 12 we frekwencji za 3Q'13	**60%**		**Udział top 12 we frekwencji za 3Q'14**	**64%**

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

ARCTIC PAPER

			2013*	2014P	2015P
Kurs [PLN]	3,15	P/E	-	12,4	15,6
MC [mln PLN]	218,3	EV/EBITDA	8,1	3,0	3,1
		EV/EBIT	-	8,2	9,7
		P/BV	0,4	0,4	0,4

**- do wyników oczyszczonych*

W 3Q'14 spółce dalej 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 729 USD/t (-7,9% 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 8,5% r/r (929 USD/t). Dodatkowo spółce pomagały waluty, w szczególności osłabiająca się korona szwedzka do euro (EUR/SEK +6,1% r/r), co dobrze wróży wynikom szwedzkich papierni. Wolumenowo zakładamy ok. 190k ton sprzedaży papieru (+1% r/r) i 85k celulozy w Rottnerosie (+3% r/r). Reasumując, w samym Arctic Paper oczekujemy ok. 37,5 mln PLN EBITDA wobec 18,2 mln PLN przed rokiem przy przychodach rzędu 605,9 mln PLN (-1,2% r/r). Resztę powinien dołożyć Rottneros (wyniki 24 października), gdzie spodziewamy się ok. 15,9 mln PLN EBITDA (35,1 mln SEK vs 7 mln SEK adj. rok temu). Niemniej szwedzka celulozownia już dwa kwartały z rzędu zaskakiwała nas pozytywnie. Jak na razie warunki sprzyjają producentom celulozy iglastej z uwagi na napięty bilans rynku. Ceny celulozy liściastej (BHKP), dominującej w strukturze zakupowej Arctic Paper, spadają wskutek otwarcia nowych mocy produkcyjnych w Ameryce Południowej. Korzystne relacje (dyferencjał NBSK-BHKP ok. 200 USD/t przy historycznej medianie 100 USD/t) są nie do utrzymania w dłuższym terminie. Kluczowa będzie dalsza poprawa efektywności produkcji.

Prognozy wyników na 3Q'2014 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13*	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013*	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	784,0	766,0	-2,3%	2 362,1	2 324,4	-1,6%	3 097,0	3 073,6	-0,8%	3 007,0	-2,2%
Wynik brutto na sprzedaży	79,9	113,3	41,8%	228,2	317,8	39,3%	293,9	405,8	38,1%	405,6	-0,1%
EBITDA	23,5	53,4	126,9%	59,3	154,6	160,9%	72,9	180,1	147,2%	156,8	-12,9%
EBIT	-7,0	25,1		-35,2	68,6		-48,7	66,7		50,6	-24,1%
Zysk brutto	-16,1	17,3		-58,4	45,3		-79,7	35,6		23,7	-33,4%
Zysk netto	-12,2	14,3		-36,0	28,4		-29,3	17,6		14,0	-20,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	10,2%	14,8%		9,7%	13,7%		9,5%	13,2%		13,5%	
Marża EBITDA	3,0%	7,0%		2,5%	6,7%		2,4%	5,9%		5,2%	
Marża EBIT	-0,9%	3,3%		-1,5%	3,0%		-1,6%	2,2%		1,7%	
Marża zysku netto	-1,6%	1,9%		-1,5%	1,2%		-0,9%	0,6%		0,5%	

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

Analityk:
Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
(0-32) 208 14 35

ATM GRUPA

			2012	2013	2014P	2015P	
Kurs [PLN]	3.65	P/E	---	50.6x	23.3x	22.7x	Analityk: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	307.7	EV/EBITDA	33.0x	11.0x	9.5x	9.2x	
		EV/EBIT	---	42.2x	24.5x	24.8x	

Obecnie silnym czynnikiem wzrostowym budującym wartość ATM Grupa jest posiadany pakiet 50% udziałów w AidemMedia. Zwracamy uwagę, że podmiot ten działa w bardzo perspektywicznym i rosnącym obszarze gier na smartfony (zdecydowana większość użytkowników gier to klienci zagraniczni) i jest na ścieżce dynamicznego rozwoju. Dla obszaru produkcji i wynajmu nasze projekcje oceniamy jako optymalnie wysokie. W segmencie nadawania spółka raportuje ponownie lepsze dane o oglądalności, co powinno mieć pozytywny wpływ na poziom przychodów. Niemniej zwracamy uwagę, że jednocześnie spółka będzie musiała uwzględniać w kosztach wyższe obciążenia na rzecz podmiotów administracyjnych (KRRIT, UKE).

Prognoza wyników [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody	38.9	44.1	13.3%	89.8	106.8	19%	149.4	23.3%	170.1	14%	72%
EBITDA	12.9	8.0	-38.3%	22.5	22.6	0%	32.2	21.2%	32.8	2%	70%
EBIT	8.1	3.1	-61.8%	8.0	8.1	2%	12.5	82.9%	12.2	-3%	65%
Saldo finansowe	-0.1	-0.6	---	-0.1	-0.9	---	-1.5	---	-0.9	-43%	61%
Wynik w jedn. stow.	0.4	1.0	145.7%	0.8	3.3	338%	4.6	195.6%	5.1	10%	72%
Wynik netto	6.8	2.8	-58.5%	6.9	9.1	32%	13.2	118.9%	13.5	3%	69%
marża EBITDA	33%	18%		25%	21%		22%		19%		
marża EBIT	21%	7%		9%	8%		8%		7%		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia dla segmentu produkcji i zarządzania aktywami trwałymi

Spółka stanowi dobrą ekspozycję na zwiększenie budżetów produkcyjnych przez poszczególne anteny telewizyjne (szczególnie przez grupę Polsatu i docelowo przez TVP). Zwracamy uwagę, że ATM Grupa w obszarze produkcji tv w minionych latach realizowała duże inwestycje i posiada nowoczesną infrastrukturę.

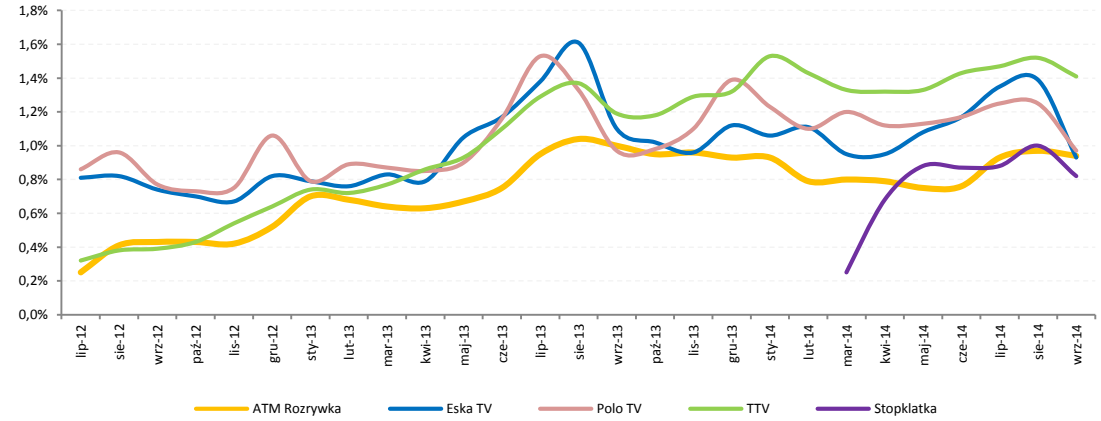
Rok 2014 jest wg nas dobrze zakontraktowany w zakresie produkcji tv dla Polsatu i TVP. Będzie widać zatem dodatnią dynamikę r/r (szczytu produkcji w 2014 roku spodziewamy się w 3Q). Liczymy też na poprawę rezultatów z wynajmu na co złoży się wykorzystanie wozów transmisyjnych oraz wzrost wynajmu powierzchni studyjnej w centrum produkcyjnym w Warszawie. Dlatego w 2014 roku zakładamy wzrost przychodów z produkcji i wynajmu do prawie 122 mln PLN. W wynikach za 4Q'14 ujmujemy pozytywny wpływy z tantiem (w 2013 roku pozytywny efekt tantiem był widoczny z 3Q'13), a w 2015 roku rozpoznanie straty na animacji Złote Krople (premiera kinowa może być przesunięta na 1/2Q'15). Tym samym w 2014 roku oczekujemy poprawy wyniku EBITDA do prawie 27.5 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 na przełomie 2013/2014. Od kilku odczytów średnie miesięczne znowu pozytywnie zaskakują i udziały ATM TV w rynku wynoszą ponad 0.9% (nawet we wrześniu kiedy wystartowały nowe ramówki konkurencji).

Dotychczas spółka nie zdecydowała się na odważniejsze ruchy w sferze programmingu i nie oczekujemy w tym zakresie istotnych zmian w 2014/15 roku. W kolejnych latach wciąż utrzymujemy założenie niskokosztowego profilu biznesowego. W modelu przyjmujemy, że wpływy reklamowe w 2014 roku wzrosną z poziomu 17.8 mln PLN do 22.2 mln PLN, z kolei wynik EBITDA segmentu nadawanie wg naszych szacunków może nieznacznie spaść r/r z uwagi na wyższe koszty związane z płatnościami na rzecz podmiotów administracyjnych (KRRIT, UKE).

Porównanie oglądalności 4 anten dostępnych na MUX1



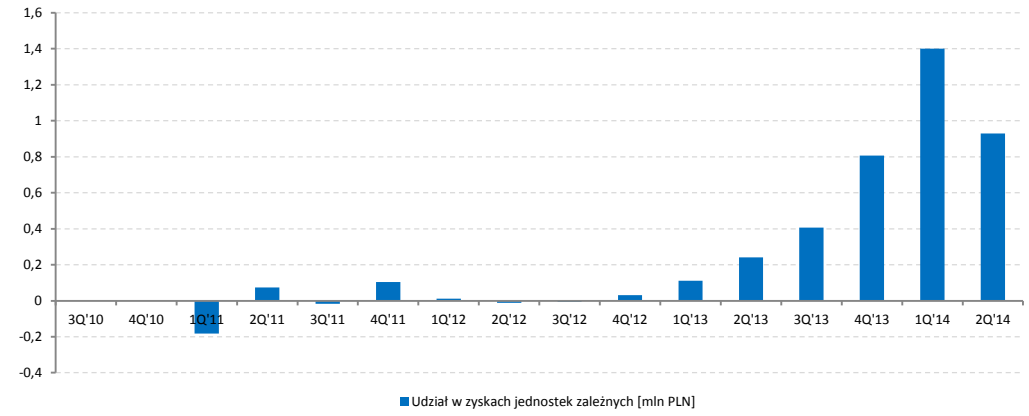
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Nielsen Audience Measurement, spółka

Założenia dla wyniku na poziomie jednostek stowarzyszonych (Aidem Media)

W momencie wejścia na kapitał AidemMedia przez ATM Grupa, sytuacja tego podmiotu była dość mglista. AidemMedia było bowiem znane przede wszystkim z produkcji/sprzedaży gier edukacyjnych dla dzieci i przez kilka kwartałów po wejściu ATM Grupa w samych wynikach nie było widać pozytywnych zmian. W portfolio AidemMedia były bowiem głównie takie tytułu jak Bolek i Lolek, Reksio, Król Maciuś Pierwszy czy Domisie.

Przełom 2012/2013 roku przyniósł jednak 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. 9.3 mln PLN zysku netto (liczymy, że będziemy mogli podnieść założenia na 4Q'14). 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 korekty in plus.

Raportowany przez ATM Grupa udział w zyskach jednostek zależnych [mln PLN]



Główny wpływ na poziom zysków jednostek zależnych ma AidemMedia (spółka posiada 50% kapitału). Ostatnie kwartały przyniosły wyraźny wzrost rezultatów tego podmiotu. Jest to dla nas obecnie jeden z głównych czynników wzrostowych dla ATM Grupa.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Założenia dla pozostałych aktywów spółki

Istotnym obszarem decydującym o wartości spółki są też nieruchomości nieoperacyjne dla segmentu produkcji tv i zarządzania. Podmiotem odpowiedzialnym za działalność deweloperską jest ATM Inwestycje. Na koniec 2Q'14 spółka wykazywała na bilansie bank ziemi warty ok. 47.3 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 Bielanach Wrocławskich (48 domów i lokali w zabudowie szeregowej) oraz kompleks 14 domów w zabudowie szeregowej przy ul. Dwa Światy w Bielanach 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	33.33	44.06	42.53	115.34	109.92	121.10	149.37	170.05	177.74
EBITDA	4.36	5.19	12.91	4.08	8.11	6.48	7.96	9.22	20.85	8.53	26.53	32.16	32.75	32.98
EBIT	-0.49	0.39	8.07	-1.12	3.34	1.71	3.08	4.39	1.99	-9.92	6.85	12.52	12.20	14.32
Saldo finansowe	0.02	0.00	-0.10	-0.20	-0.23	-0.12	-0.58	-0.60	0.67	-0.93	-0.29	-1.53	-0.88	-0.74
Wynik w jedn. stowarzyszonych	0.11	0.24	0.41	0.81	1.40	0.93	1.00	1.30	-0.02	0.03	1.57	4.63	5.09	5.35
Wynik netto	-0.39	0.46	6.83	-0.87	4.01	2.22	2.84	4.12	2.10	-8.75	6.03	13.19	13.54	15.33
marża EBITDA	17.5%	20.0%	33.2%	13.1%	27.5%	19.5%	18.1%	21.7%	18.1%	7.8%	21.9%	21.5%	19.3%	18.6%
marża EBIT	-2.0%	1.5%	20.7%	-3.6%	11.4%	5.1%	7.0%	10.3%	1.7%	-9.0%	5.7%	8.4%	7.2%	8.1%
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	27.73	35.49	34.26	115.34	103.77	103.31	121.79	130.48	135.99
EBITDA	3.81	5.03	11.14	2.36	7.04	6.08	6.67	7.64	21.10	9.33	22.61	27.43	26.62	26.73
EBIT	-0.63	0.95	6.73	-2.48	2.63	1.67	2.14	3.16	2.24	-8.52	4.80	9.61	7.46	9.47
marża EBITDA	19.3%	21.3%	34.4%	7.4%	28.9%	21.9%	18.8%	22.3%	18.3%	9.0%	21.9%	22.5%	20.4%	19.7%
marża EBIT	-1.5%	2.6%	21.7%	-11.8%	10.8%	6.0%	6.0%	9.2%	1.9%	-8.2%	4.6%	7.9%	5.7%	7.0%
Istotne zdarzenia jednorazowe	0.00	0.00	0.00	-3.46	0.00	0.00	0.00	0.00	-3.00	-3.95	-3.46	0.00	-2.25	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	5.20	5.51	6.54	0.00	6.14	17.79	22.17	24.58	26.76
EBITDA	0.22	0.51	0.98	2.21	0.97	0.35	0.83	1.31	-0.25	-0.80	3.92	3.86	3.89	4.00
EBIT	-0.18	-0.18	0.54	1.86	0.62	0.00	0.48	0.96	-0.25	-1.40	2.04	2.06	2.49	2.60
marża EBITDA	6.4%	12.8%	22.9%	36.8%	19.6%	6.8%	15.1%	20.1%	---	-13.0%	22.0%	17.4%	15.8%	14.9%
marża EBIT	-5.1%	-4.5%	12.7%	31.0%	12.5%	0.1%	8.7%	14.7%	---	-22.7%	11.5%	9.3%	10.1%	9.7%
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	0.41	3.07	1.73	---	1.25	1.01	5.41	15.00	15.00
EBITDA	0.33	-0.36	0.79	-0.49	0.11	0.05	0.46	0.26	---	-3.76	0.27	0.88	2.25	2.25
EBIT	0.32	-0.38	0.79	-0.50	0.10	0.04	0.46	0.26	---	-3.81	0.23	0.85	2.25	2.25
marża EBITDA	303.7%	-95.5%	297.4%	-186.3%	53.0%	12.0%	15.0%	15.0%	---	-301.4%	26.6%	16.2%	15.0%	15.0%
marża EBIT	300.0%	-101.1%	296.2%	-190.5%	47.5%	8.8%	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]	137,5	P/E	11,7	21,4	19,9
MC [mln PLN]	3 510,4	EV/EBITDA	5,3	9,6	6,7
		EV/EBIT	5,7	10,7	7,4
		P/BV	5,4	6,9	6,7

W 3Q'14 w segmencie budowlanym spodziewamy się utrzymania dobrej dynamiki przychodów (jednak na poziomie niższym niż w 2Q'14). Spółka była dość aktywna po stronie podpisywanych umów (m.in. dokończenie A1 i A4, Turów), co naszym zdaniem może zaowocować pewną presją na marże – Budimex zwykle dość konserwatywnie podchodzi do rezerw na duże kontrakty. Spodziewamy się rentowności brutto ze sprzedaży w segmencie zbliżonej do 2Q'14 (ok. 7%). Słabo do wyników będzie kontrybuować segment deweloperski. W 3Q'14 przekazano jedynie 25 mieszkań (vs 173 w 2Q'14 i 45 w 3Q'13). Zakładamy wynik EBIT w okolicach/poniżej zera (4Q'14 powinien być nieco lepszy – na przełomie 3/4Q'14 ukończony został projekt w Warszawie na 99 mieszkań). Natomiast przedsprzedaż wyniosła rekordowe 478 lokali (efekt nowej, taniej oferty w Krakowie). Na poziomie skonsolidowanym zwracamy uwagę, że z początkiem roku wypadł Danwood. W 2Q'14 spodziewamy się blisko 1,4 mld PLN sprzedaży, 51,3 mln PLN EBIT i 40,0 mln PLN zysku netto. Zakładamy lekko dodatni cash flow operacyjny, jednak na poziomie słabszym r/r.

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	1 367,6	1 374,9	0,5%	3 455,2	3 528,0	2,1%	4 749,5	4 732,7	-0,4%	4 949,1	4,6%
Wynik brutto na sprzedaży	103,5	97,7	-5,6%	285,0	307,0	7,7%	395,4	405,5	2,6%	424,2	4,6%
Zysk na sprzedaży	55,7	51,3	-7,9%	147,2	162,2	10,2%	204,1	209,0	2,4%	222,5	6,5%
EBITDA	62,3	56,9	-8,6%	165,8	178,6	7,7%	362,2	231,5	-36,1%	240,0	3,7%
EBIT	55,1	51,3	-6,9%	143,7	161,3	12,2%	333,3	207,9	-37,6%	217,9	4,8%
Zysk brutto	54,7	49,7	-9,1%	141,9	159,9	12,7%	331,3	203,9	-38,5%	218,9	7,4%
Zysk netto	43,2	40,0	-7,3%	111,0	127,0	14,4%	300,5	164,2	-45,3%	176,4	7,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	7,6%	7,1%		8,2%	8,7%		8,3%	8,6%		8,6%	
Marża EBITDA	4,6%	4,1%		4,8%	5,1%		7,6%	4,9%		4,9%	
Marża EBIT	4,0%	3,7%		4,2%	4,6%		7,0%	4,4%		4,4%	
Marża zysku netto	3,2%	2,9%		3,2%	3,6%		6,3%	3,5%		3,6%	

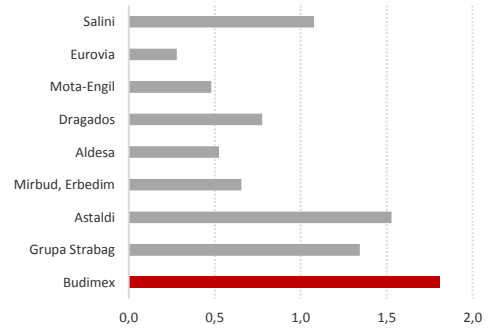
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Złożone oferty na przetargach drogowych w 2014 roku z nowego budżetu UE [mln PLN, netto]

Data*	odcinek	budżet		1 oferta	1/budżet	1/2	1/3	Budimex	Budimex/1	oferty	BDX - miejsce
2014-02-06	DK 41,46	347,1	250,0	Mota-Engil, Himmel i Papesch	72,0%	94,4%	90,9%	275,1	110,1%	8	3
2014-02-18	S19	373,0	278,5	Eurovia, Warbud	74,7%	98,3%	90,2%	283,3	101,7%	8	2
2014-02-25	S19	312,3	235,7	Aldesa	75,5%	96,2%	92,8%	263,4	111,7%	10	6
2014-04-09	S5	694,4	468,5	Budimex, Heilit+Woerner	67,5%	99,5%	97,3%	468,5	100,0%	4	1
2014-04-10	S3	406,4	235,0	Dragados	57,8%	98,1%	97,5%	241,2	102,6%	9	3
2014-04-10	S3	181,8	83,6	Budimex	46,0%	94,5%	-	83,6	100,0%	11	1
2014-04-15	S7	475,3	283,4	Budimex	59,6%	94,8%	93,5%	283,4	100,0%	8	1
2014-05-06	S5	430,2	252,4	Dragados	58,7%	95,6%	88,8%	264,1	104,6%	5	2
2014-05-01	S5	456,6	387,3	Budimex	84,8%	85,4%	84,6%	387,3	100,0%	7	1
2014-05-06	S8	485,8	353,5	Astaldi	72,8%	91,9%	89,2%	384,8	108,9%	10	2
2014-05-06	S5	769,2	485,9	Astaldi	63,2%	98,4%	98,2%	493,9	101,6%	6	2
2014-05-27	S7	496,2	430,0	Strabag	86,7%	94,7%	91,9%	468,0	108,8%	9	3
2014-06-04	S8	384,3	269,6	Salini, Todini, Export-Pribex	70,2%	83,2%	62,7%	448,4	166,3%	6	5
2014-06-04	S8	363,6	330,0	Astaldi, PBDiM Mińsk Maz.	90,8%	99,7%	82,7%	399,0	120,9%	5	3
2014-06-17	DK 8	261,7	144,6	Strabag	55,3%	97,1%	93,7%	181,3	125,4%	11	9
2014-06-08	DK20	182,8	133,9	Strabag	73,2%	98,3%	92,7%	146,6	109,5%	9	5
2014-06-08	S19	340,1	344,6	Budimex	101,3%	97,8%	95,4%	344,6	100,0%	6	1
2014-07-17	S7	1 180,5	808,9	Salini, Impregilo, Todini	68,5%	75,5%	61,8%	1 071,5	132,5%	7	2
2014-07-20	S7	294,8	237,6	Budimex	80,6%	97,2%	96,4%	237,6	100,0%	10	1
2014-08-19	S11	271,7	231,1	Mota-Engil	85,1%	97,0%	94,8%	249,0	107,8%	4	4
2014-08-19	S11	248,8	238,5	Budimex	95,9%	95,6%	77,6%	238,5	100,0%	3	1
2014-08-20	S3	391,4	288,7	Dragados	73,8%	87,2%	83,1%	362,7	125,6%	5	5
2014-08-21	S7	218,7	186,5	Strabag	85,3%	97,5%	95,7%	191,3	102,6%	5	2
2014-08-21	S7	252,3	213,9	Strabag	84,8%	95,5%	91,7%	233,2	109,0%	4	3
2014-08-26	DK 15/25	317,8	291,9	Mirbud, Erbedim	91,8%	98,2%	94,3%	312,5	107,1%	7	4
2014-08-28	S3	413,1	364,2	Mirbud, Erbedim	88,2%	91,6%	89,1%	410,6	112,7%	6	4
2014-09-05	S51	369,4	289,3	Aldesa	78,3%	90,1%	87,8%	329,5	113,9%	7	3
2014-09-12	S8	418,9	358,3	Astaldi	85,5%	96,1%	92,9%	388,3	108,4%	8	4

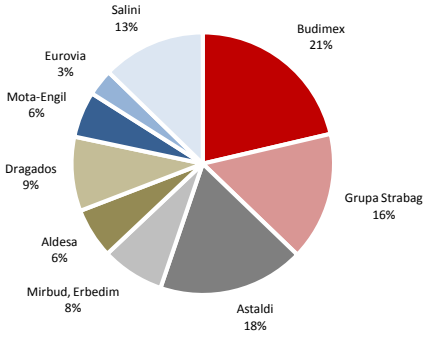
*Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, wnp.pl, wartości netto, *data złożenia ofert*

Wartości najniższych ofert w nowych przetargach drogowych wg spółek [mld PLN]*



*Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, wnp.pl, *nie dotyczy umów na dokończenie prac*

Udział w rynku wg wartości najniższych ofert w nowych przetargach drogowych*



*Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, wnp.pl, *nie dotyczy umów na dokończenie prac*

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

CERAMIKA NOWA GALA

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	1,13	P/E	-	18,5	13,3
MC [mln PLN]	53,0	EV/EBITDA	6,7	4,8	4,3
		EV/EBIT	87,2	18,3	11,9
		P/BV	0,3	0,3	0,3

Bieżący rok jest kolejnym trudnym okresem dla spółki. Kryzys na rynkach wschodnich (Ukraina/Rosja) odbija się na polskich producentach płytek, dla których to główny kierunek eksportowy. Trudności z uplasowaniem dotychczasowych wolumenów odbijają się w postaci presji cenowej w Polsce.

W 1H'14 Nowa Gala odnotowała 7% spadek sprzedaży ogółem (4% w Polsce i 19% w eksporcie). Spodziewamy się, że w 2H'14 trudno będzie o wyraźne odwrócenie tej tendencji, chociaż należy pamiętać o już stosunkowo niskiej bazie. Spółka stara się bronić cięciem kosztów, ale w takich warunkach ciężko o podnoszenie marż, które zapowiadano w niedawnej strategii (spółka celuje w 17% EBITDA w 2016 roku) – zwracamy jednocześnie uwagę, ze efekt oszczędności mógł być w ograniczonym zakresie widoczny w 2Q'14 z powodu niskiego wykorzystania mocy (przestój). Sezonowo okres 3Q jest najlepszy w roku. Spodziewamy się w 3Q'14 54,6 mln PLN sprzedaży, 7,5 mln PLN EBITDA i 3,0 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3-Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013*	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	58,7	54,6	-7,0%	157,7	146,5	-7,1%	198,5	186,4	-6,1%	192,0	3,0%
Wynik brutto na sprzedaży	15,6	14,5	-7,6%	36,7	37,3	1,6%	45,2	45,6	0,8%	47,8	4,7%
EBITDA	8,7	7,8	-10,7%	15,9	16,5	3,8%	15,0	18,8	25,4%	21,0	11,9%
EBIT	5,2	4,3	-17,7%	5,5	6,5	18,3%	1,1	5,0	334,1%	7,5	51,5%
Zysk brutto	3,9	3,6	-8,5%	1,4	4,3	210,5%	-4,0	2,2	-154,2%	4,9	127,7%
Zysk netto	4,0	3,3	-19,1%	2,1	5,0	137,6%	-1,6	2,9	-274,8%	4,0	39,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	26,7%	26,5%		23,3%	25,5%		22,8%	24,5%		24,9%	
Marża EBITDA	14,8%	14,2%		10,1%	11,3%		7,5%	10,1%		10,9%	
Marża EBIT	6,7%	6,6%		0,9%	2,9%		-2,0%	1,2%		2,6%	
Marża zysku netto	6,8%	6,0%		1,3%	3,4%		-0,8%	1,5%		2,1%	

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

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

CIECH

			2013*	2014P	2015P
Kurs [PLN]	41,0	P/E	25,6	27,9	16,8
MC [mln PLN]	2 160,7	EV/EBITDA	7,7	7,1	6,9
		EV/EBIT	15,3	12,5	12,5
		P/BV	2,4	2,4	2,1

**- do wyników oczyszczonych*

W 3Q'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. Z drugiej strony oczekujemy spadku wolumenu sprzedaży. Spółka w 2Q'14 pokazała duży wzrost wolumenów sody (ponad 8% r/r), co w głównej mierze wynikało z braku corocznego postoju remontowego (komentarz zarządu na konferencji). Postój mógł przesunąć się tym samym na 3Q'14, o czym świadczą dane GUS o produkcji (lipiec-sierpień -5% r/r). W rezultacie oczekujemy ok. 5% mniejszego wolumenu (465k ton) i wyniku segmentu w okolicach ubiegłorocznego (EBITDA 103,5 mln PLN). Nieznacznej poprawy oczekujemy w Organice. 2H'14 jest okresem poza sezonem w ŚOR, ale poprawie uległy notowania żywic. Z drugiej strony wciąż utrzymuje się mniejszy popyt w związku z sytuacją na wschodzie Europy czy wysokie ceny podstawowych surowców jak EPI styren czy fenol. W rezultacie spodziewamy się ok. 13,6 mln PLN EBITDA wobec 7,6 mln PLN przed rokiem. Podobnych wyników r/r oczekujemy w Vitrosilicon (9,3 mln PLN EBITDA). W rezultacie po korektach i włączeniach oczekujemy ok. 116 mln PLN EBITDA (+6,7% r/r) przy 774 mln PLN przychodów (-6% r/r, brak Alwerni). Koszty obsługi zadłużenia to ok. 30 mln PLN, a ujemne różnice kursowe ok. 3,6 mln PLN, co po podatku daje 27,1 mln PLN zysku netto.

Niższe wolumeny sprzedaży sody na 3Q'14 i ogólnie 2H'14 a także wyższe ceny surowców (EPI, styren, fenol, MCAA) i słabsze otoczenie walutowe (spadek EUR/USD) to główne przyczyny obniżenia naszych całorocznych założeń wynikowych dla spółki. Ryzykiem dla cenników sody wciąż pozostają niskie ceny gazu w Europie Zachodniej (-30% r/r w 3Q'14), co już wpływa na ceny spotowe produktu i może mieć wpływ na kontrakty na 2015 rok.

Prognozy wyników na 3Q'2014 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	823,4	773,9	-6,0%	2 705,9	2 432,9	-10,1%	3 501,0	3 191,0	-8,9%	3 393,0	6,3%
Wynik brutto na sprzedaży	150,2	153,2	2,0%	474,1	510,0	7,6%	607,3	666,4	9,7%	667,5	0,2%
EBITDA	108,7	116,0	6,7%	334,3	367,3	9,9%	356,3	471,4	32,3%	487,3	3,4%
EBITDA Adj.	*111,6*	*119,6*	7,2%	*340,0*	*396,6*	16,6%	437,0	471,4	7,9%	487,3	3,4%
EBIT	55,1	65,1	18,1%	175,8	215,6	22,7%	139,7	268,8	92,4%	270,1	0,5%
Zysk brutto	7,9	33,4	322,7%	60,3	83,1	37,8%	-6,2	108,3	-	158,6	46,5%
Zysk netto	6,3	27,1	330,7%	68,2	54,1	-20,6%	49,4	74,4	50,6%	128,5	72,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	18,2%	19,8%		17,5%	21,0%		17,3%	20,9%		19,7%	
Marża EBITDA Adj.	13,5%	15,5%		12,6%	16,3%		12,5%	14,8%		14,4%	
Marża EBIT	6,7%	8,4%		6,5%	8,9%		4,0%	8,4%		8,0%	
Marża zysku netto	0,8%	3,5%		2,5%	2,2%		1,4%	2,3%		3,8%	

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

Analityk:
Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
(0-32) 208 14 35

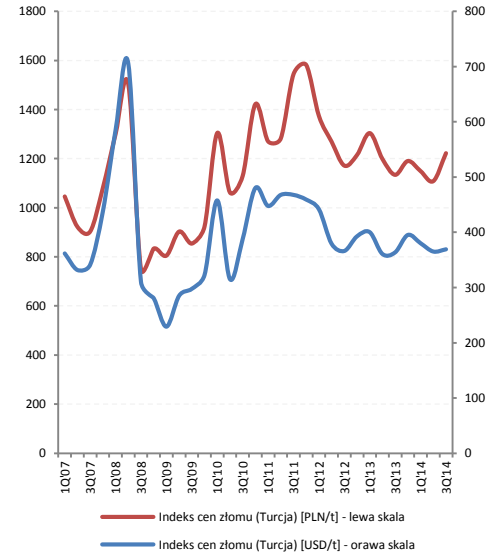
COGNOR

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	1.78	P/E	---	13.9	8.4	7.9
MC [mln PLN]	235.75	EV/EBITDA	12.2	6.3	5.3	5.0
		EV/EBIT	28.3	9.1	7.3	6.8
		P/BV	1.8	1.0	0.9	0.8

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

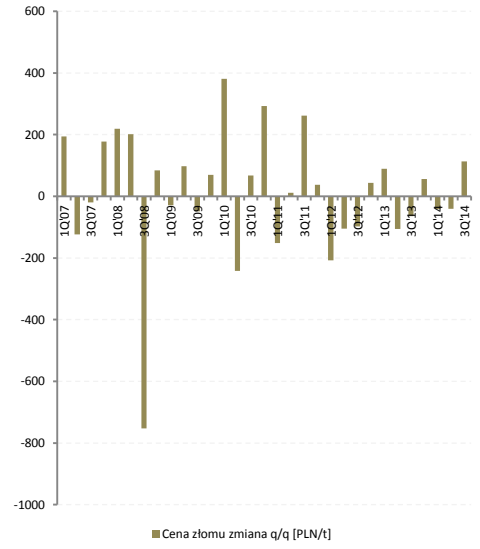
Szacujemy, że średnia cena złomu wg indeksu tureckiego w 3Q'14 nieznacznie wzrosła w ujęciu USA w porównaniu q/q. Zakładamy zatem, że średnia bazowa cena załomu w Polsce wzrosła o ponad 110 PLN/t (liczymy się jednak ze spadkiem cen złomu w październiku).

Indeks cenowy złomu (Turcja)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

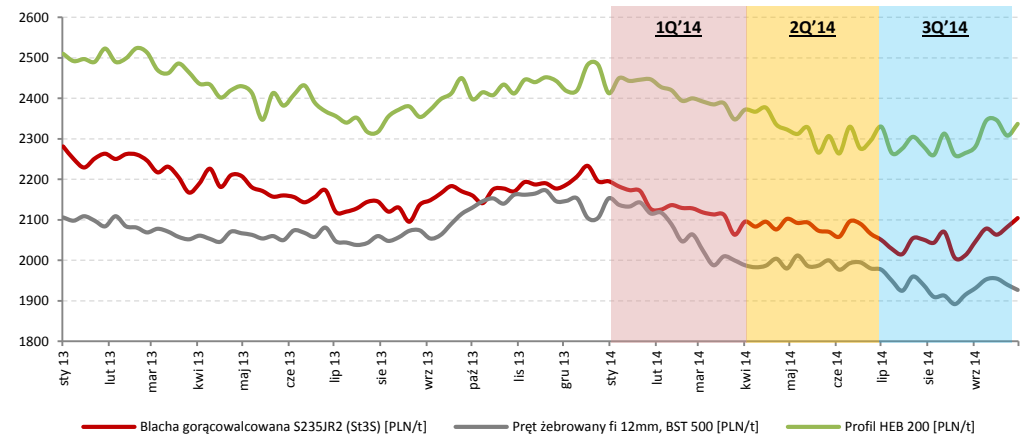
Zmiana cen złomu q/q w oparciu o indeks turecki)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Z danych PUDS wynika, że okres 3Q'14 przyniósł niewielkie wzrosty cen, zwłaszcza na blachach oraz profilach. Tym samym skala sp[Adków wyrobów stalowych, licząc od stycznia 2014 uległa ograniczeniu. Zauważamy, że próba wprowadzenia podwyżek wyrobów stalowych dokonana we wrześniu została przyjęta przez rynek, niemniej w średnim terminie ryzykiem dla trwałości tych podwyżek są ceny na rynkach światowych (m.in. spadające ceny rudy).

Indeksy cenowe wyrobów stalowych w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PUDS

Oceniamy, że uwarunkowania cenowe (złom/wyroby finalne) nie sprzyjały poprawie marż Cognoru. Wpływ na wyniki za 3Q'14 mogą mieć też postoje remontowe i modernizacja linii produkcyjnej w HSJ. Tym samym liczymy się z tym, że raportowana EBITDA za 3Q'14 będzie niższa w ujęciu q/q, niemniej nadal będzie wykazywała wysoką dynamikę wzrostu w porównaniu r/r. Biorąc pod uwagę założenie o spadku cen złomu, dokonane modernizacje w HSJ , oraz wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych liczymy na mocny akcent wynikowy w 4Q'14. Zatem w skali całego 2014 roku oczekujemy, że spółka poprawi wynik EBITDA do przynajmniej 110 mln PLN. Obserwowane mocne wolumeny powinny być utrzymywane i przekonuje nas do tego wykazany od 1Q'14 lepszy mix sprzedażowy (przerób kęsów przez ZW Profil).

Założenia wyników Cognoru na 3Q'14 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody	343.0	343.1	0%	965.1	1062.4	10%	1427.9	10%	1485.1	4%	74%
EBITDA	**15.0**	**23.0**	**53%**	**48.7**	**80.8**	**66%**	**110.8**	**70%**	**125.0**	**13%**	**73%**
EBIT	6.2	14.5	137%	20.3	55.3	173%	76.9	174%	91.6	19%	72%
Saldo finansowe	-0.8	-14.5	---	-60.0	-46.7	---	-61.7	---	-57.0	---	76%
Wynik netto przypisany jedn. dom.	1.1	0.0	---	-39.8	10.9	---	16.3	---	26.9	65%	67%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

CYFROWY POLSAT

			2013	2014P	2015P	2016P	
Kurs [PLN]	27.0	P/E	17.9x	36.9x	21.4x	9.3x	Analityk:
MC [mln PLN]	17 268	EV/EBITDA	10.5x	10.3x	7.5x	7.0x	Maciek Bobrowski
		EV/EBIT	13.9x	17.8x	13.5x	12.5x	bobrowski@bdm.pl
		P/BV	3.1x	1.9x	1.7x	1.4x	tel.: 032 208 14 12

Okres 3Q'14 będzie kwartałem konsolidacji z Polkomtelem, zatem wyniki w ujęciu r/r będą nieporównywalne. Liczymy, że spółka powinna pokazać dobre rezultaty. W usługach kontraktowych zakładamy, że w 3Q'14 ARPU wyniesie ok. 84.9 PLN. Łączna liczba RGU powinna być wg nas nieznacznie wyższa q/q (spadek na telewizji oraz usługach komórkowych; wzrost internetu). Szacowany poziom RGU/liczba klientów powinien wynieść 1.93x. W usługach przedpłacowych spodziewamy się, że ARPU wyniesie ok. 17.5 PLN, przy spadku RGU o ponad 60 tys. q/q. W obszarze telewizji staramy się uwzględnić dobre wyniki oglądalności. Jednocześnie jednak spółka powinna rozpoznać wyższe koszty związane z mistrzostwami w siatkówce.

Zakładamy, że w 3Q'14 spółka wykaże przychody na poziomie ok. 2.28 mld PLN. Wynik EBITDA wg naszych założeń powinien być w okolicy 895 mln PLN. Na poziomie netto staramy się uwzględnić negatywne różnice kursowe, tym samym zysk netto szacujemy na niespełna 40 mln PLN.

Założenia wyników CPS na 3Q'14 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody	677.3	2385.8	252%	2110.3	4855.0	130%	7362.2	153%	9861.2	34%	66%
Koszty	510.7	1910.9	274%	1566.0	3770.1	141%	5720.8	165%	7748.3	35%	66%
EBITDA	268.3	894.9	234%	770.9	1885.8	145%	2863.2	174%	3806.8	33%	66%
EBIT	203.4	474.9	133%	583.0	1092.0	87%	1648.4	109%	2112.8	28%	66%
Wynik brutto	200.8	42.3	-79%	404.1	303.7	-25%	534.5	-10%	928.5	74%	57%
Wynik netto dla akcjonariuszy	176.5	36.8	-79%	352.3	267.1	-24%	467.9	-11%	807.8	73%	57%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DOM DEVELOPMENT

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	46,0	P/E	20,9	22,4	16,4
MC [mln PLN]	1139,4	EV/EBITDA	16,5	19,3	15,1
		EV/EBIT	17,2	20,3	15,7
		P/BV	1,33	1,34	1,31

Spółka opublikowała dane dotyczące wolumenu sprzedaży i przekazań mieszkań w 3Q'14. Według raportu wynika, że Dom Development znalazł nabywców na 495 lokali (+19,6% r/r) oraz przekazał 375 mieszkań, co oznaczą niemal 49% poprawę r/r. W strukturze sprzedaży notarialnej największy udział miała inwestycja Saska 3/4 i 4/4, z której oddanych zostało 179 mieszkań (szacowana przez nas marża projektu wynosi ponad 25%). W wynikach 3Q'14 duży wpływ miały również projekty Adria, Derby i Młyny Królewskie. Spodziewamy się zatem, że deweloper wypracował 156,0 mln PLN przychodów, przy jednoczesnym wzroście rentowności brutto ze sprzedaży do 21,9% (+2,5 p.p. r/r). Oczekujemy, że EBIT wzrósł w 3Q'14 do 11,3 mln PLN, a wynik netto był bliski 8,9 mln PLN (+7,8 mln PLN r/r).

Słabiej prezentują się wyniki w okresie 1-3Q'14. Co prawda przychody ze sprzedaży podniosły się o 11,6% r/r do 517,6 mln PLN, jednak rentowność brutto przekazywanych lokali w tym okresie była zdecydowanie niższa niż miało to miejsce rok wcześniej (wyniosła 17,0% w 1-3Q'14). W dużej mierze był to wpływ upadku generalnego wykonawcy, który był odpowiedzialny za realizację projektów Młyny Królewskie i Klasyków (marża brutto blisko 10%). Szacujemy, że wynik operacyjny Dom Development od początku '14 wynosi 25,3 mln PLN (-36,9% r/r), a zysk netto spadł o 30,6% r/r do 19,8 mln PLN. Od początku roku spółce udało się zakontraktować 1358 lokali (+19,2% r/r) oraz przekazać 1341 mieszkania (+25,8% r/r).

W ujęciu całorocznym należy się liczyć z pogorszeniem wyników dwelopera, jednak należy podkreślić, że wyniki finansowe w 2H'14 będą dużo lepsze niż w 1H'14. Według naszych założeń Dom Development osiągnie 780,6 mln PLN przychodów w '14 (+15,4% r/r), jednak już na poziomie brutto będzie widoczne pogorszenie rezultatów. Oczekiwana przez nas marża brutto spadnie do 19,4% (pomimo poprawy w 2H'14). Prognozowana przez nas EBITDA obniży się do 65,3 mln PLN (-14,6% r/r), a zysk netto spadnie do 50,8 mln PLN. Dużo pozytywniej zapatrujemy się na rok '15. Kontraktacja powinna przekroczyć 2,0 tys. mieszkań, a dzięki lepszemu miksowi przekazywanych lokali można liczyć na wzrost marży (do 21,0%) oraz wypracowanie ok. 69,5 mln PLN zysku netto. Oczekujemy również, że spółka podtrzyma dotychczasową politykę dywidendową (wypłata 100% wyniku netto).

Prognoza wyników za 3Q'14

	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	123,6	156,0	26,2%	463,8	517,6	11,6%	676,4	780,6	15,4%	864,0	10,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	23,9	34,2	43,0%	102,6	87,9	-14,4%	157,1	151,6	-3,5%	181,6	19,8%
EBITDA	3,6	12,1	233,7%	40,1	25,3	-36,9%	76,5	65,3	-14,6%	91,7	40,4%
EBIT	2,8	11,3	299,9%	37,7	23,0	-39,0%	73,3	62,1	-15,3%	88,1	41,7%
Wynik netto	1,1	8,9	702,9%	28,5	19,8	-30,6%	54,5	50,8	-6,8%	69,5	36,8%
marża brutto ze sprzedaży	19,4%	21,9%		22,1%	17,0%		23,2%	19,4%		21,0%	
marża EBITDA	2,9%	7,8%		8,6%	4,9%		11,3%	8,4%		10,6%	
marża EBIT	2,3%	7,2%		8,1%	4,4%		10,8%	8,0%		10,2%	
marża netto	0,9%	5,7%		6,1%	3,8%		8,1%	6,5%		8,0%	
Przekazania	252	375	48,8%	1066	1341	25,8%	1562	1880	20,4%	1704	-9,4%
Sprzedaż	414	495	19,6%	1139	1358	19,2%	1605	1853	15,5%	2096	13,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

ELEKTROBUDOWA

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

Okres 1H'14 był słaby dla spółki (dalsze straty segmentu przemysłu - w sumie -15,3 mln PLN na poziomie EBITDA, straty na rynkach wschodnich). Oczekujemy, że 3Q'14 nadal będzie pod negatywnym wpływem czynnika wschodniego, jednak zakładamy, że obciążać wyniki spółki przestanie już segment przemysłu (w 3Q'13 miał on -9,0 mln PLN straty EBITDA). W efekcie spodziewamy się, że spółka wykaże wzrost wyniku EBITDA. Spodziewamy się 311 mln PLN przychodów oraz 8,0 mln PLN zysku netto. Oczekujemy, że po mocnym wzroście zaangażowanie w kapitał obrotowy w 2Q'14 (głównie kontrakty dla PSE + EC Tychy), obecnie sytuacja ulegnie ustabilizowaniu. Wykonanie prognozy rocznej (23,0 mln PLN zysku netto) w dużej zależy obecnie od rynku rosyjskiego – do zakładanych przez zarząd poziomów podchodzimy ostrożnie. Zarząd z większym optymizmem niż do bieżącego roku pochodzi do 2015 i 2016 roku (m.in. większa kontrybucja Tychów i kontraktów dla PSE, lepszy wynik w przemyśle).

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	251,8	310,8	23,4%	634,6	753,1	18,7%	905,6	1 087,8	20,1%	1 161,5	6,8%
Wynik brutto na sprzedaży	13,7	16,5	20,6%	29,9	37,3	24,9%	63,1	57,5	-8,9%	69,1	20,2%
EBITDA	10,5	14,9	41,3%	19,6	26,8	37,1%	38,7	44,5	14,9%	57,9	30,1%
EBIT	6,5	11,2	72,0%	8,4	15,7	86,5%	24,6	29,7	20,7%	42,6	43,4%
Zysk brutto	7,1	9,9	41,0%	8,7	13,3	53,4%	25,9	25,8	-0,4%	39,1	51,5%
Zysk netto	4,6	8,0	72,1%	5,5	10,1	84,8%	17,2	20,9	21,4%	31,6	51,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5,4%	5,3%		4,7%	5,0%		7,0%	5,3%		6,0%	
Marża EBITDA	4,2%	4,8%		3,1%	3,6%		4,3%	4,1%		5,0%	
Marża EBIT	2,6%	3,6%		1,3%	2,1%		2,7%	2,7%		3,7%	
Marża zysku netto	1,8%	2,6%		0,9%	1,3%		1,9%	1,9%		2,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

ERBUD

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	26,4	P/E	19,5	15,3	12,7
MC [mln PLN]	333,2	EV/EBITDA	7,6	7,0	6,1
		EV/EBIT	9,4	8,5	7,3
		P/BV	1,3	1,2	1,1

Po 1H'14 dynamika wyników na poziomie przychodów i netto była bardzo duża. Zwracamy jednak uwagę, że spółce trudno będzie zachować podobną ścieżkę w kolejnych kwartałach: okres 1H'13 był słaby z powodu przedłużonej zimy -> w 2H'13 przyspieszono realizację prac i wypracowano większość wyniku za 2013 - > w 1H'14 zima była łagodna. Pochodną tego jest naszym zdaniem dość wymagająca baza wynikowa na najbliższe 3-4Q. Spodziewamy się, ze o ile powinno udać się utrzymać dodatnią dynamikę przychodów w 3Q'14, to już na poziomie marż będzie słabiej r/r (zwracamy uwagę, że w 3Q'13 spółka miała np. aż 4,1 mln PLN EBIT w segmencie inżynieryjno-drogowym, co oznaczało 18% marży). Spodziewamy się 317,4 mln PLN sprzedaży oraz 6,3 mln PLN zysku netto.

W całym roku 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 37-38 mln PLN EBIT i 21-22 mln PLN zysku netto. Z czynników ryzyka zwracamy uwagę na przeciągające się prace przy Urzędzie Marszałkowskim w Poznaniu (kontrakt z 08'2011 roku, na którego wybudowanie spółka miała pierwotnie 30 miesięcy). 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 (znaczne wzmocnienie kadry pracowniczej w tym zakresie).

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	298,7	317,4	6,3%	824,6	1 026,5	24,5%	1 223,6	1 424,5	16,4%	1 515,4	6,4%
Wynik brutto na sprzedaży	25,4	23,5	-7,8%	62,0	69,9	12,8%	90,9	96,3	5,9%	104,9	8,9%
EBITDA	14,2	11,7	-17,9%	26,0	32,4	24,2%	40,5	45,7	12,7%	51,4	12,5%
EBIT	12,5	10,0	-20,4%	20,7	26,6	28,5%	32,8	37,6	14,6%	43,0	14,4%
Zysk brutto	10,1	8,0	-20,9%	15,2	21,2	39,1%	25,1	29,8	18,9%	35,6	19,2%
Zysk netto	7,7	6,3	-17,3%	10,0	14,4	43,5%	17,2	22,0	27,6%	26,5	20,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,5%	7,4%		7,5%	6,8%		7,4%	6,8%		6,9%	
Marża EBITDA	4,8%	3,7%		3,2%	3,2%		3,3%	3,2%		3,4%	
Marża EBIT	4,2%	3,1%		2,5%	2,6%		2,7%	2,6%		2,8%	
Marża zysku netto	2,6%	2,0%		1,2%	1,4%		1,4%	1,5%		1,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

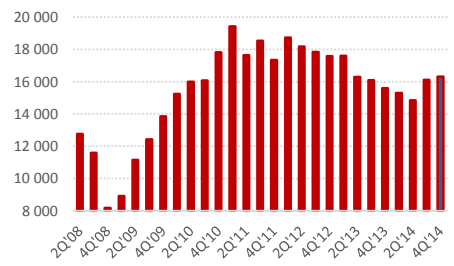
Analityk:
Krzysztof Pado
pado@bdm.pl
tel.: 032 208 14 32

FERRO

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	9,5	P/E	9,2	8,1	8,1
MC [mln PLN]	201,5	EV/EBITDA	7,4	7,2	6,9
		EV/EBIT	7,9	7,7	7,3
		P/BV	1,1	1,1	1,0

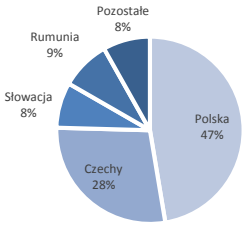
Ferro posiada ekspozycję głównie na region CEE (Polska+Czechy+Słowacja+Rumunia>90% przychodów). Niekorzystnie na konsolidację czeskiej spółki zależnej nadal wpływa kurs CZK/PLN (-8% r/r w 3Q'14), jednak sam tamtejszy rynek zachowuje się lepiej niż Polska. Spółce do 2Q'14 sprzyjał spadek kosztów surowcowych – głównie jest to mosiądz, czyli stop miedzi i cynku w proporcjach około 60/40 (ze względu na jednostkową cenę kluczowa jest miedź). 3Q'14 był już pod tym względem mniej korzystny. W 4Q'14 ceny miedzi zeszły na nowe dołki, jednak wzrósł kurs USD/PLN oraz wyższe niż na początku roku są ceny cynku (obecnie ok. 2,2-2,3 tys USD/t). Po wynikach 2Q'14 zarząd spółki zapowiadał utrzymanie dotychczasowych tendencji na przychodach (niewielka dynamika r/r) i marżach (w 1H'14 marża EBITDA była o 1 pp wyższa r/r). Zakładamy jednak, że słaby rynek polski i nadal niekorzystny r/r kurs CZK/PLN mogą odzwierciedlić się w braku dynamiki sprzedaży. Wzrost kursu USD/PLN przełoży się na marżę dopiero w kolejnych miesiącach (spółka miała wysokie stany zapasów po 2Q'14). Spodziewamy się w 3Q'14 79,6 mln PLN przychodów i 11,5 mln PLN EBITDA. Zakładamy poprawę cash flow w 2H'14. W 2015 spodziewamy się ożywienie po stronie przychodowej (brak negatywnego wpływu CZK/PLN, ożywienie w budownictwie w Polsce – zwracamy także uwagę, ze spółka lokuje się z ofertą pod koniec cyklu w deweloperce). Bardziej wymagająca może być natomiast strona kosztowa (kurs USD/PLN, konieczność zainwestowania w rynek w celu zwiększenia sprzedaży).

Indeks miedź/cynk 60/40 [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Struktura sprzedaży za 3Q'13-2Q'14



Źródło: BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	79,2	79,6	0,5%	208,2	210,0	0,9%	270,2	273,6	1,3%	285,7	4,4%
EBITDA	10,9	11,5	5,6%	28,9	31,2	7,8%	35,0	37,4	6,9%	37,9	1,4%
EBIT	10,4	11,0	5,6%	27,4	29,6	8,2%	32,9	35,3	7,3%	35,6	1,0%
Zysk brutto	8,8	9,8	12,1%	21,9	24,9	14,0%	27,2	29,4	8,2%	31,0	5,6%
Zysk netto	7,1	7,7	8,5%	17,4	21,7	24,3%	21,8	25,0	14,7%	25,1	0,5%
Marża EBITDA	13,8%	14,5%		13,9%	14,9%		12,9%	13,7%		13,3%	
Marża EBIT	13,1%	13,8%		13,2%	14,1%		12,2%	12,9%		12,5%	
Marża zysku netto	8,9%	9,6%		8,4%	10,3%		8,1%	9,1%		8,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

FERRUM

			2012	2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	5.0	P/E	42.2x	-2.3x	-91.1x	8.90x
MC [mln PLN]	122.7	EV/EBITDA	9.1x	-7.3x	11.0x	5.51x
		EV/EBIT	15.4x	-5.2x	35.5x	8.24x
		P/BV	0.79x	1.21x	1.23x	1.08x

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

Spółka działa w trudnym otoczeniu dla segmentu rur i profili. Tym samym wyniki segmentu rur będą pod wpływem słabej koniunktury w Polsce. Kluczowe znaczenie dla segmentu powinna mieć nowa perspektywa inwestycyjna Gaz Systemu na dostawę rur stalowych izolowanych. Zatem czekamy na końcówkę roku, kiedy to mogą pojawić się pierwsze informacje na temat konkurentów oraz ogłoszenie pierwszego przetargu. Oceniamy, że władze spółki dochowują wielu starań w celu wykorzystania nowego programu inwestycyjnego Gaz Systemu, w szczególności ważne mogą okazać się umowy na finansowanie kapitału obrotowego. Spodziewamy się, że odbudowa wyników segmentu rur powinna być widoczna na przełomie 1/2H'15.

W 2014 roku pozytywnym zaskoczeniem jest segment konstrukcji spawanych. ZKS za 1H'14 pokazał bardzo dobre rezultaty (jak na historyczne odczyty) i tłumaczymy to podjętymi wcześniej działaniami restrukturyzacyjnymi portfel zleceń oraz oddaniem do użytkowania pieca (ograniczenie kosztów). Liczymy, że spółka ma dobrze zbudowany portfela zleceń (m.in. Alstom) i zarówno 3Q'14 jak i 4Q'14 powinny być udane. W perspektywie kolejnych dwóch lat kluczowe znaczenie dla ZKS będą miały kontrakty pod projekty energetyczne (głównie Opole) i współpraca z Alstom.

Ogółem zakładamy, że w 2014 roku spółka wypracuje zysk EBITDA na poziomie ok. 16.3 mln PLN. Za obniżenie wcześniejszych projekcji odpowiada segment rur (brak popytu). W 2015 roku za spodziewany wzrost wyników (EBITDA ponad 34 mln PLN) uwzględnia uruchomienie przetargów przez Gaz System na dostawę rur stalowych izolowanych.

Założenia na 3Q'14 i okres 2014-2015 dla Ferrum

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody	76.74	75.20	-2%	246.91	272.01	10%	354.9	5%	447.9	26%	77%
segment profili i rur	65.63	63.70	-3%	224.77	243.55	8%	315.0	5%	393.7	25%	77%
segment konstrukcji	12.70	13.00	2%	35.25	30.94	-12%	43.9	-13%	58.4	33%	70%
EBITDA	**8.61**	**4.09**	**-53%**	**-29.91**	**12.44**	**---**	**16.3**	**-155%**	**34.3**	**111%**	**76%**
segment profili i rur	9.21	1.63	-82%	-31.24	4.71	---	6.3	-120%	22.0	247%	74%
segment konstrukcji	-0.67	2.71	---	0.93	7.74	732%	10.2	499%	12.7	25%	76%
EBIT	5.59	1.25	-78%	-38.88	4.04	---	5.0	-112%	22.9	355%	80%
segment profili i rur	6.52	-0.75	-112%	-39.19	-2.41	---	-3.2	---	12.5	---	76%
segment konstrukcji	-1.08	2.25	---	-0.32	6.36	-2094%	8.4	20290%	10.9	30%	76%
Saldo finansowe	-2.07	-1.70	---	-6.12	-4.27	---	-5.9	---	-5.9	---	72%
Wynik brutto	3.52	-0.45	---	-45.00	-0.23	---	-0.9	---	17.0	---	26%
Wynik netto	1.52	-0.36	---	-45.38	-0.82	---	-1.3	---	13.8	---	61%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI FINANSOWE FERRUM ZA 2Q 2014

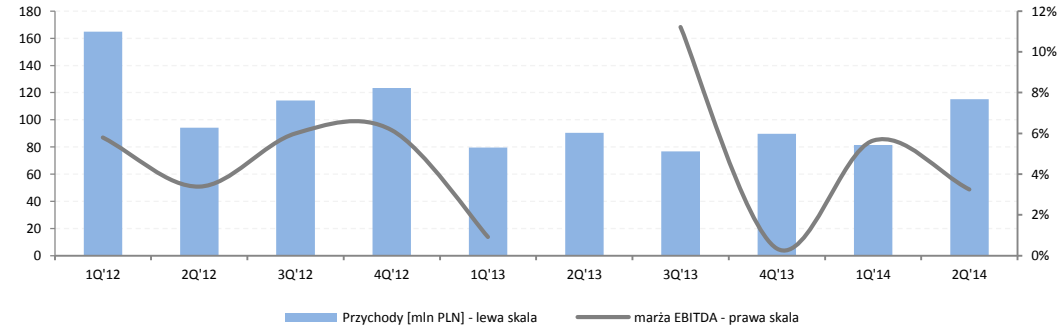
Wyniki za 2Q'14 były dla nas rozczarowanie, na co wpływ miał segment rur i profili. Jest to efekt słabego popytu na rury stalowe izolowane ze strony Gaz Systemu oraz braku dostaw rur na kontrakt litewski. Z drugiej strony dobre rezultaty wykazywał segment konstrukcji stalowych (głównym odbiorcą usług tego obszaru w 1H'14 był Alstom Power Systems).

Wyniki skonsolidowane za 2Q'14

	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	3Q'12-2Q'13	3Q'13-2Q'14	zmiana r/r
Przychody	90.49	115.26	**27%**	407.77	363.18	**-11%**
segment profili i rur	82.96	105.34	27%	390.40	320.66	-18%
segment konstrukcji	12.47	10.35	-17%	46.71	45.62	-2%
EBITDA	-39.25	3.74	---	-24.07	17.28	---
segment profili i rur	-40.98	0.66	---	-28.69	11.83	---
segment konstrukcji	1.55	2.91	87%	3.87	5.13	32%
EBIT	-42.22	0.92	---	-35.78	5.72	---
segment profili i rur	-43.61	-1.73	---	-38.99	1.76	---
segment konstrukcji	1.14	2.45	115%	2.15	3.39	57%
Saldo finansowe	-2.49	-1.47	---	-10.76	-6.59	---
Wynik brutto	-44.71	-0.55	---	-46.54	-0.87	---
Wynik netto	-42.62	-0.94	---	-46.04	-7.47	---
Segment rur i profili	**2Q'13**	**2Q'14**	**zmiana r/r**	**3Q'12-2Q'13**	**3Q'13-2Q'14**	**zmiana r/r**
Przychody	82.96	105.34	27%	390.40	320.66	-18%
Rury i profile	67.89	56.45	-17%	321.05	233.42	-27%
Inne	15.07	48.89	224%	69.34	87.24	26%
EBITDA	-40.98	0.66	---	-28.69	11.83	---
Wolumen [tys. t]	23.90	19.30	-19%	94.80	83.30	-12%
Średnia cena [PLN]	2 840	2 925	3%	3 387	2 802	-17%
Segment konstrukcji spawanych	**2Q'13**	**2Q'14**	**zmiana r/r**	**3Q'12-2Q'13**	**3Q'13-2Q'14**	**zmiana r/r**
Przychody	12.47	10.35	-17%	46.71	45.62	-2%
EBITDA	1.55	2.91	87%	3.87	5.13	32%

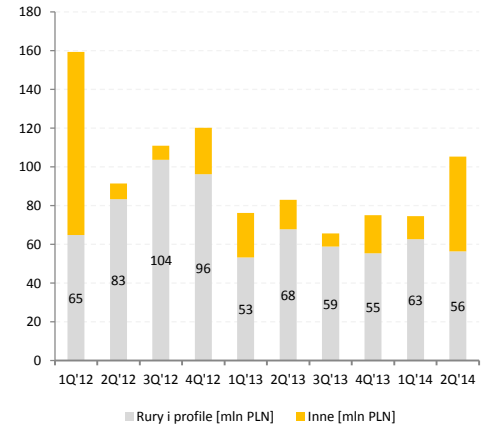
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

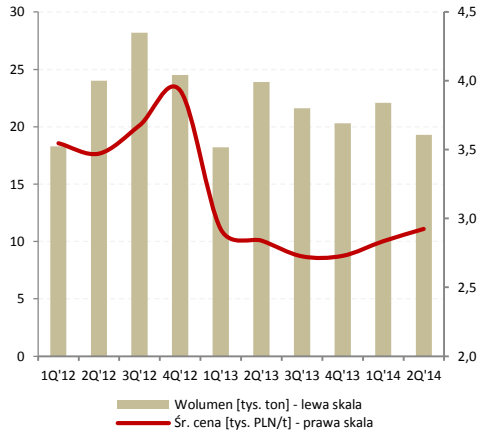
Wyniki skonsolidowane w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu rur i profili w ujęciu kwartalnym

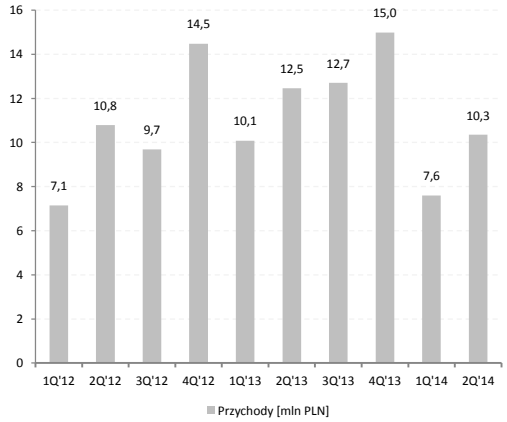


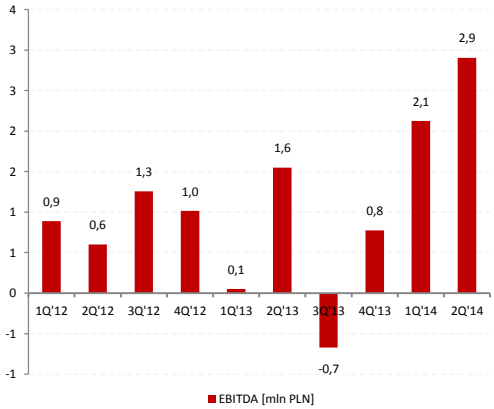


Segment rur i profili odczuwa obecnie słaby popyt ze strony Gaz Systemu. Wyraźnego ożywienia oczekujemy na przełomie 1/2H'15.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu konstrukcji stalowych





Obszar konstrukcji spawania wykazuje odczuwalną poprawę rentowności. Docelowo 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]	52,6	P/E	15,8	13,8	11,2
MC [mln PLN]	1 257,4	EV/EBITDA	10,2	9,8	8,0
		EV/EBIT	12,5	11,2	9,1
		P/BV	2,4	2,9	2,5

W 3Q'14 produkcja sprzedana mebli wzrosła o 14,4% r/r. Zaskakująco mocny był wrzesień, kiedy produkcja wzrosła aż o 20,1% r/r (spodziewaliśmy się ok. 10%), a jej miesięczna wartość po raz pierwszy przekroczyła 3 mld PLN. Spółka jednak 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 (sprzedaż w 2Q'14 wyniosła już 20 mln PLN wobec niecałych 4 mln PLN przed rokiem). W rezultacie oczekujemy ponad 20% r/r wzrostu sprzedaży, powyżej 200 mln PLN. Bez uwzględniania rynku francuskiego sprzedaż wzrośnie o ok. 11% r/r (180 mln PLN). Po stronie kosztów ceny płyty wiórowej na rynku niemieckim wzrosły o ok. 2% q/q (+5,8% r/r). Z drugiej strony spadły ceny okuć o ok. 2% r/r (niższe ceny tworzyw), klejów o ok. 5% r/r i kartonów o 1% r/r przez co spółka powinna utrzymać wysoką marże brutto ze sprzedaży na poziomie ok. 36%. W długim terminie tak wysoka marża jest raczej nie do utrzymania (cykl podwyżek płyt, presja na wzrost płac), co pokazują historyczne prawidłowości. Na poziomie EBITDA oczekujemy 30,7 mln PLN, a netto 22 mln PLN. Na cały rok podwyższyliśmy założenia do odpowiednio 127,3 mln PLN EBITDA i 91,1 mln PLN zysku netto (poprzednio 112 mln PLN i 78 mln PLN).

Prognozy wyników na 3Q'2014 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13*	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013*	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	166,5	204,9	23,0%	469,9	607,7	29,3%	666,4	842,4	26,4%	988,9	17,4%
Wynik brutto na sprzedaży	59,7	74,4	24,7%	166,0	223,2	34,4%	241,4	310,0	28,4%	363,9	17,4%
EBITDA	22,0	30,7	39,4%	61,5	88,3	43,5%	89,1	127,3	42,9%	154,9	21,7%
EBIT	17,8	26,5	49,1%	49,1	75,8	54,5%	72,4	110,7	52,8%	136,3	23,2%
Zysk brutto	18,8	27,1	44,0%	49,5	78,3	58,0%	73,1	113,7	55,4%	138,7	22,0%
Zysk netto	14,9	22,0	47,0%	39,1	62,4	59,5%	57,9	91,1	57,4%	112,3	23,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	35,8%	36,3%		35,3%	36,7%		36,2%	36,8%		36,8%	
Marża EBITDA	13,2%	15,0%		13,1%	14,5%		13,4%	15,1%		15,7%	
Marża EBIT	10,7%	12,9%		10,4%	12,5%		10,9%	13,1%		13,8%	
Marża zysku netto	9,0%	10,7%		8,3%	10,3%		8,7%	10,8%		11,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:
Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
(0-32) 208 14 35

GPW

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	37.2	P/E	13.8x	14.7x	13.8x	12.9x
MC [mln PLN]	1 561	EV/EBITDA	10.2x	8.9x	8.6	8.02
		EV/EBIT	12.4x	10.9x	10.5	9.81
		P/BV	2.4x	2.2x	2.1x	2.0x

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

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 obarczone dużym ryzykiem błędu.

Zakładamy, że w 3Q'14 spółka pokaże słabe dane przychodowe z rynku finansowego oraz dobre dane z rynku towarowego (m.in. wysoki wolumen handlu gazem). Na poziomie kosztów operacyjnych staramy się uwzględnić prowadzone działania rozwojowe oraz koszty zmiany zarządu. Dlatego na poziomie EBITDA oczekujemy zysku w kwocie ponad 35.4 mln PLN. EBIT wg naszych założeń powinien wynieść ok. 28.3 mln PLN. Efekt kontrybucji do wyniku jednostek stowarzyszonych będzie może być ujemny (KDPW odczuwa niższe wolumeny handlu na FW20, z kolei dla Aquis nie oczekujemy istotnych zmian q/q). Tym samym zakładamy, że zysk netto za 3Q'14 może wynieść ok. 22.2 mln PLN, co będzie oznaczało spadek o 14% r/r.

Prognozy wyników GPW [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody	69.0	74.1	7%	212.9	229.9	8%	308.8	9%	306.2	-1%	74%
Rynek finansowy	49.5	48.9	-1%	153.7	153.0	0%	200.5	-2%	188.2	-6%	76%
Rynek towarowy	18.7	24.7	32%	57.1	75.1	31%	105.9	39%	115.6	9%	71%
Koszty operacyjne	40.2	45.7	14%	121.1	134.1	11%	180.2	8%	177.9	-1%	74%
EBITDA	**35.4**	**35.4**	**0%**	**110.7**	**115.9**	**5%**	**156.0**	**8%**	**156.3**	**0%**	**74%**
EBIT	28.5	28.3	-1%	92.2	94.4	2%	127.3	7%	128.2	1%	74%
Udział w zyskach stowarzyszonych	3.4	-0.6	---	10.9	4.2	-61%	3.8	-69%	8.8	----	110%
Wynik netto akcjonariuszy jedn. dom.	25.9	22.2	-14%	84.8	80.1	-5%	106.1	-6%	113.0	6%	75%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

GRAJEWO

			2013*	2014P	2015P
Kurs [PLN]	29,6	P/E	25,8	13,4	11,7
MC [mln PLN]	1 468,4	EV/EBITDA	10,0	7,8	7,0
		EV/EBIT	14,3	10,3	9,2
		P/BV	1,2	1,1	1,0

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

W 3Q'14 produkcja sprzedana mebli wzrosła o 14,4% r/r (szczególnie mocny wrzesień +20,1% r/r), ale produkcja płyt drewnopochodnych… spadła o 9,5% r/r (w okresie lipiec-sierpień, GUS nie podał jeszcze szczegółowych danych za wrzesień). Spółka informowała, że przedłużył się postój remontowy, co miało istotny wpływ na produkcję. Dodatkowo w 1H'14 znacznie zredukowane zostały zapasy wyrobów gotowych, przez co nie udało się zapełnić „dziury". W rezultacie mimo wysokiego sezonu spółka nie wykorzystała pełnego potencjału. Szacujemy, że przychody były porównywalne r/r mimo wzrostu cen płyt wiórowych o ok. 5% r/r. Niemniej spodziewamy się zdecydowanie lepszej marży, głównie wskutek efektów realizowanego programu poprawy efektywności. W przypadku cen podstawowych surowców koszty drewna były wyższe o ok. 5% r/r i pozostawały praktycznie bez zmian q/q (średni wzrost cen drewna okrągłego ponad 15% r/r). Ceny klejów spadły o ok. 10% r/r (-8,4% q/q) wskutek spadku notowań metanolu i melaminy. Spółka korzystała również z niższych cen energii. Reasumując, oczekujemy ok. 20,9% marży brutto ze sprzedaży (porównywalnie z 2Q'14) co przełoży się na 78 mln PLN zysku brutto i ok. 50 mln PLN EBITDA. Na poziomie netto spodziewamy się 28,1 mln PLN zysku.

Prognozy wyników na 3Q'2014 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13*	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013*	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	380,1	373,2	-1,8%	1 075,8	1 150,9	7,0%	1 462,1	1 543,2	5,5%	1 620,9	5,0%
Wynik brutto na sprzedaży	69,5	78,0	12,3%	66,1	106,8	61,7%	262,1	315,3	20,3%	341,8	8,4%
EBITDA	42,8	50,1	17,0%	100,7	145,0	44,0%	155,6	199,9	28,4%	222,7	11,4%
EBIT	32,4	38,1	17,3%	69,3	108,3	56,4%	108,4	151,1	39,3%	169,5	12,2%
Zysk brutto	27,4	34,7	26,6%	48,5	97,2	100,4%	81,0	136,5	68,6%	155,4	13,8%
Zysk netto	17,5	28,1	60,5%	25,4	78,0	206,9%	54,8	109,9	100,4%	125,8	14,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	18,3%	20,9%		6,1%	9,3%		17,9%	20,4%		21,1%	
Marża EBITDA	11,3%	13,4%		9,4%	12,6%		10,6%	13,0%		13,7%	
Marża EBIT	8,5%	10,2%		6,4%	9,4%		7,4%	9,8%		10,5%	
Marża zysku netto	4,6%	7,5%		2,4%	6,8%		3,8%	7,1%		7,8%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *- oczyszczone o zysk netto na sprzedaży rosyjskich aktywów w kwocie 102,2 mln PLN w 1Q'13*

Analityk:
Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
(0-32) 208 14 35

GRUPA AZOTY

			2013*	2014P	2015P
Kurs [PLN]	59,2	P/E	35,8	22,8	22,5
MC [mln PLN]	5 872,4	EV/EBITDA	8,5	6,9	6,3
		EV/EBIT	8,5	6,9	6,3
		P/BV	1,1	1,0	1,0

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

Okres 3Q jest sezonowo najsłabszy w biznesie nawozowym w rezultacie wyniki spółki będą zdecydowanie słabsze niż kwartał temu. W relacji r/r oczekujemy poprawy głównie dzięki lepszemu otoczeniu w nawozach wieloskładnikowych (Police, Fosfory Gdańskie z GK Puławy) i moczniku (głównie Puławy). Spółki powinny także skorzystać na dywersyfikacji surowcowej. Od 2 kwartałów przynosi ona wymierne efekty. Jedynie słabszych wyników r/r oczekujemy w ZAK i samym Tarnowie. W Kędzierzynie w sierpniu przez 2 tygodnie stała instalacja amoniaku wskutek wybuchu wodoru, co uniemożliwiło produkcję w szczególności alkoholi OXO (do produkcji niezbędny jest wodór) i zaburzyło w nawozach (niezbędny amoniak trzeba było sprowadzać z Polic i Puław). W rezultacie oczekujemy tam jedynie 15 mln PLN EBITDA wobec 21 mln PLN przed rokiem i 54 mln PLN w 2Q'14. Wyników nie poprawi również sam zakład w Tarnowie, bowiem jest on najbardziej eksponowany na sytuację w segmencie tworzywowym, która jest dalej bardzo słaba (ok. 3 mln PLN EBITDA wobec 3 mln PLN przed rokiem i 8 mln PLN w 2Q'14). Reasumując, w skali grupy oczekujemy 146 mln PLN EBITDA wobec 111 mln PLN przed rokiem. Na poziomie netto możliwa jest strata.

Prognozy wyników na 3Q'2014 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	2 226,1	1 984,6	-10,8%	7 473,1	7 057,7	-5,6%	9 821,0	9 329,3	-5,0%	9 564,3	2,5%
Wynik brutto na sprzedaży	267,1	310,2	16,1%	1 142,5	1 218,3	6,6%	1 384,3	1 650,5	19,2%	1 801,4	9,1%
EBITDA	111,3	146,0	31,2%	1 196,1	710,3	-40,6%	1 252,8	941,0	-24,9%	1 044,6	11,0%
EBITDA Adj.	*111,3*	*146,0*	31,2%	*750,0*	*710,3*	-5,3%	768,4	941,0	22,5%	1 044,6	11,0%
EBIT	-8,5	8,8		779,6	294,2	-62,3%	702,6	387,7	-44,8%	450,5	16,2%
Zysk brutto	-12,0	3,3		817,6	287,5	-64,8%	732,5	375,3	-48,8%	388,6	3,5%
Zysk netto	-3,7	-7,8		724,2	201,1	-72,2%	679,6	257,8	-62,1%	260,9	1,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,0%	15,6%		15,3%	17,3%		14,1%	17,7%		18,8%	
Marża EBITDA Adj.	5,0%	7,4%		10,0%	10,1%		7,8%	10,1%		10,9%	
Marża EBIT	-0,4%	0,4%		10,4%	4,2%		7,2%	4,2%		4,7%	
Marża zysku netto	-0,2%	-0,4%		9,7%	2,8%		6,9%	2,8%		2,7%	

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

Analityk:
Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
(0-32) 208 14 35

INSTAL KRAKÓW

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	15,75	P/E	8,6	7,1	7,1
MC [mln PLN]	114,7	EV/EBITDA	2,4	3,9	3,5
		EV/EBIT	2,7	4,4	4,1
		P/BV	0,6	0,6	0,5

Po 1H'14 spółka wypracowała 219,3 mln PLN przychodów oraz 6,5 mln PLN zysku netto. Wynik 2Q'14 był nieco lepszy od naszych prognoz. Zwracamy uwagę na sezonowość wyników (okres 2H jest lepszy dla segmentu budowlanego niż 1H) oraz planowane przekazania mieszkań. Projekt Nowy Przewóz obejmuje blisko 300 mieszkań w dwóch budynkach – w prognozie ujmujemy poziom przekazań na poziomie 40% w 2014 i 60% w 2015 (proporcje te mogą ulec zmianie w zależności o tempa przekazań i sprzedaży w drugim budynku, który będzie ukończony pod koniec roku). Wynik 3Q'14 w dużej mierze będzie właśnie zależeć od deweloperki: w 3Q'13 spółka miała 14,1 mln PLN przychodów z tego tytułu, na 3Q'14 zakładamy 12,0 mln PLN. Wzrostu przychodów spodziewamy się z kolei w segmencie budowlanym. Zakładany spadek rentowności jest efektem mixu sprzedaży.

Komentarz zarządu z raportu za 2Q'14 dotyczący perspektywy na kolejne okresy: *„Rozpoczęte w 2Q'14 przenoszenie własności kolejnego budynku na osiedlu Nowy Przewóz wpłynie pozytywnie na wyniki segmentu deweloperskiego. 3Q jest tradycyjnie dobry jeżeli chodzi o osiągnięcie przychodów ze sprzedaży w działalności budowlano–montażowej. Zarząd przewiduje, że w najbliższym kwartale spółka zrealizuje wysokie przychody i dobry wynik w tym segmencie, co jest konsekwencją wypełnienia portfela zleceń dużymi kontraktami energetycznymi. Podpisane w ostatnim czasie nowe kontrakty w sektorze wodno–ściekowym oraz energetycznym pozwalają z optymizmem patrzeć na sprzedaż i zyski w przyszłych okresach."*

W październiku spółka podpisała umową z wykonawcą na realizację kolejnego projektu deweloperskiego w Krakowie (ul. Sołtysowska) o wartości 33 mln PLN netto (termin ukończenia: 1Q'16).

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013*	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	117,5	135,2	15,1%	286,9	354,5	23,6%	415,5	499,2	20,1%	498,8	-0,1%
Wynik brutto na sprzedaży	13,1	11,8	-10,3%	34,1	32,6	-4,3%	48,8	49,2	1,0%	49,6	0,7%
EBITDA	7,2	6,4	-10,9%	17,5	15,6	-10,8%	21,9	22,8	4,4%	23,9	4,6%
EBIT	6,6	5,7	-13,5%	15,7	13,6	-13,5%	19,3	20,0	3,8%	20,4	1,9%
Zysk brutto	6,7	5,8	-13,3%	16,7	14,3	-14,3%	19,4	20,6	5,8%	20,5	-0,2%
Zysk netto	4,7	4,6	-3,0%	12,4	11,1	-10,8%	13,4	16,1	19,6%	16,1	0,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,2%	8,7%		11,9%	9,2%		11,7%	9,9%		9,9%	
Marża EBITDA	6,1%	4,7%		6,1%	4,4%		5,3%	4,6%		4,8%	
Marża EBIT	5,6%	4,2%		5,5%	3,8%		4,6%	4,0%		4,1%	
Marża zysku netto	4,0%	3,4%		4,3%	3,1%		3,2%	3,2%		3,2%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wynik obciążony przez odpis w 4Q'13 na 5,4 mln PLN*

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

INTROL

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	9,00	P/E	14,5	11,9	11,6
MC [mln PLN]	239,7	EV/EBITDA	9,3	7,9	7,6
		EV/EBIT	12,0	9,8	9,5
		P/BV	2,0	1,8	1,7

Spodziewamy się kolejnego bardzo dobrego kwartału w wykonaniu Introlu. Zarówno do przychodów jak i marży w sporym zakresie kontrybuować powinien kontrakt na EC Rzeszów (kontrakt został aneksowany do połowy listopada). Szacujemy, że po 1-3Q'14 roczna prognoza spółki (przychody: 450 mln PLN, zysk netto: 20 mln PLN) powinna być wykonana w około 3/4. W całym roku sezonowość wyników będzie tym razem zdecydowanie bardziej wypłaszczona niż w poprzednich latach (zwykle 4Q był kumulacją wyników). Z pozaoperacyjnych czynników ryzyka zwracamy uwagę na spodziewane rozstrzygnięcie sporu z SEJ (Spółka Energetyczna Jastrzębie), co spółka sygnalizowała w raporcie za 2Q'14.

W perspektywie 2015 zwracamy uwagę, że w zakresie usług budowlanych spółka stoi przed koniecznością zastąpienia kończącego się obecnie kontraktu na EC Rzeszów (87,4 mln PLN). Z dużych kontraktów w portfelu znajdują się obecnie: 1) zakład unieszkodliwiania odpadów w Koninie (50,0 mln PLN, 4Q'12-4Q'15), 2) zakład unieszkodliwiania odpadów w Kielcach (26,0 mln PLN, 1Q'13-2Q'15), 3) ciepłownia w Legionowie (13,5 mln PLN, 3Q'14-3Q'15). Częściowo ubytek w przychodach związany z EC Rzeszów będzie zrekompensowany wzrostem organicznym w pozostałych obszarach, jednak szacujemy, że Introl powinien zdobyć jeszcze 2-3 kilkunastomilionowe zlecenia, by odnotować wzrost sprzedaży w 2015 roku.

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	85,1	98,0	15,2%	249,9	329,9	32,0%	367,0	451,5	23,0%	452,8	0,3%
Wynik brutto na sprzedaży	15,2	16,8	10,5%	39,7	52,4	31,8%	62,1	70,1	12,9%	72,3	3,1%
EBITDA	7,4	8,0	8,3%	15,3	25,6	67,9%	27,7	33,6	21,5%	35,3	5,1%
EBIT	5,8	6,4	9,1%	10,7	20,8	94,8%	21,5	27,1	26,1%	28,2	4,2%
Zysk brutto	5,2	6,0	14,9%	9,9	19,7	99,8%	20,5	25,7	25,4%	26,3	2,4%
Zysk netto	3,7	4,4	19,8%	7,6	15,0	99,2%	16,5	20,2	22,0%	20,7	2,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,9%	17,2%		15,9%	15,9%		16,9%	15,5%		16,0%	
Marża EBITDA	8,7%	8,2%		6,1%	7,8%		7,5%	7,4%		7,8%	
Marża EBIT	6,8%	6,5%		4,3%	6,3%		5,8%	6,0%		6,2%	
Marża zysku netto	4,3%	4,5%		3,0%	4,6%		4,5%	4,5%		4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

IZOSTAL

			2012	2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	5.7	P/E	9.2	14.1	38.2	14.5
MC [mln PLN]	186.64	EV/EBITDA	5.9	10.2	18.7	9.7
		EV/EBIT	6.8	13.3	36.1	12.4
		P/BV	1.2	1.1	1.2	1.1

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

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 3Q'14 nie spodziewamy się istotnie innych wyników niż raportowanych w poprzednim kwartale. 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 zakładamy, że EBITDA wyniesie ok. 10.3 mln PLN, wynik netto ok. 4.9 mln PLN.

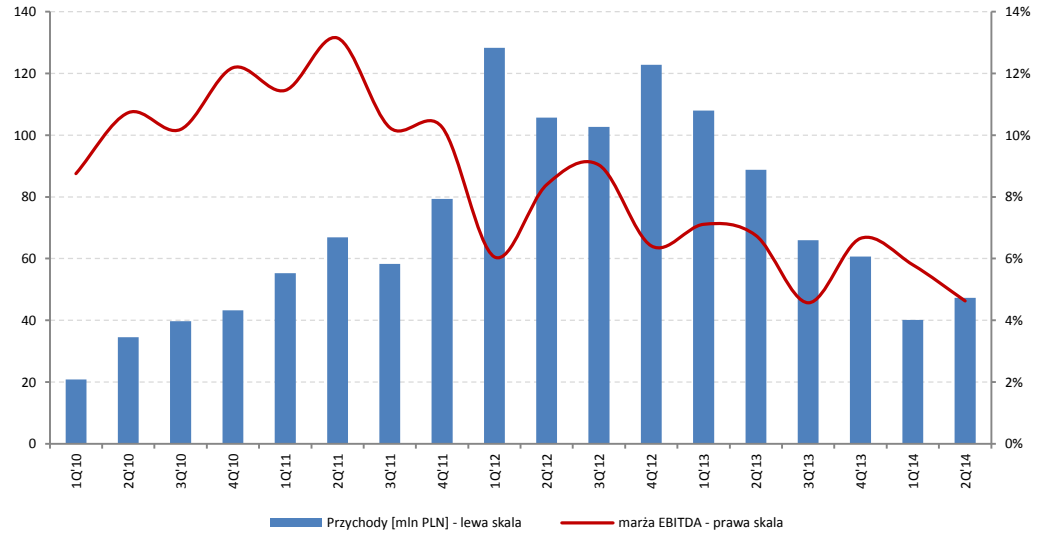
Kluczowe znaczenie dla wyników w perspektywie 2015-2018 będą miały przetargi Gaz Systemu na dostawę rur izolowanych na potrzeby budowy gazociągów. Liczymy, że pierwsze znaczące zamówienia z nowej rundy inwestycyjnej Gaz Systemu spółka będzie realizowała na przełomie 1/2Q'15.

Prognozy wyników Izostalu [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody	65.9	39.7	-40%	262.7	127.1	-52%	172.0	-47%	249.9	45%	74%
Koszty	60.7	35.7	-41%	237.5	116.6	-51%	156.7	-46%	215.9	38%	74%
Wynik brutto na sprzedaży	5.2	4.0	-24%	25.2	10.5	-58%	15.4	-53%	34.0	121%	68%
Koszty sprzedaży	0.9	0.4	-56%	4.3	1.3	-71%	1.7	-70%	4.4	152%	74%
Koszty zarządu	2.9	2.5	-16%	8.9	7.8	-12%	10.3	-15%	12.2	19%	76%
EBITDA	**3.0**	**2.5**	**-17%**	**16.7**	**7.0**	**-58%**	**10.3**	**-50%**	**21.7**	**112%**	**68%**
EBIT	1.8	1.3	-29%	13.1	3.3	-75%	5.3	-67%	17.0	220%	62%
Wynik netto	2.2	0.9	-61%	11.2	3.3	-70%	4.9	-63%	12.9	164%	68%
marża brutto na sprzedaży	8.0%	10.1%		9.6%	8.3%		8.9%		13.6%		
marża EBITDA	4.6%	6.3%		6.3%	5.5%		6.0%		8.7%		
marża EBIT	2.8%	3.2%		5.0%	2.6%		3.1%		6.8%		
marża netto	3.3%	2.2%		4.3%	2.6%		2.8%		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]	264,0	P/E	16,0	13,8	13,3
MC [mln PLN]	2 435,6	EV/EBITDA	11,8	8,5	8,1
		EV/EBIT	18,4	11,5	10,8
		P/BV	2,2	2,0	1,9

Spółka opublikowała wstępne wyniki za 3Q'14 pod koniec września. Według szacunków skonsolidowane przychody za 3Q'14 wyniosą 480-490 mln PLN. Sprzedaż wzrosła we wszystkich segmentach, poza SUB, gdzie przesunięciu uległ harmonogram części robót. Spółka prognozuje, że w 2Q'14 EBITDA osiągnie 102-105 mln PLN, zysk EBIT wzrośnie do ok. 82-85 mln PLN, z kolei zysk netto do ok 62-65 mln PLN. Dług netto po 3Q'14 wynosił 200 mln PLN (zwracamy uwagę, że w 3Q'14 spółka wypłaciła 94 mln PLN dywidendy).

Spółka nadspodziewanie dobrze radzi sobie w dość wymagającym otoczeniu gospodarczym (spadek PMI dla polskiego przemysłu <50 pkt, słabe odczyty makro z niemieckiej gospodarki, wysokie premie za dostawy aluminium). W dużej mierze to efekt przeprowadzonych w ostatnich latach inwestycji, które pozwoliły skokowo poprawić wyniki w 2014 w stosunku do kilku płaskich poprzednich lat (zwracamy uwagę, że podobne cykle można dostrzec także historycznie). Po 2Q'14 zarząd podwyższył prognozę roczną do 1,78 mld PLN sprzedaży i 305 mln PLN EBITDA. Po bardzo dobrym 3Q'14 widzimy szanse, by te założenia lekko przekroczyć.

Natomiast w 2015 roku uważamy, że spółce może być już trudno o utrzymanie wysokich dynamik wzrostu (wysoka baza + mniej sprzyjający kurs EUR/USD + sądzimy, że spowolnienie niemieckiej gospodarki nie pozostanie bez wpływu na polskich eksporterów). Po wynikach 4Q'14 spodziewamy się publikacji przez zarząd nowej strategii (na lata 2015-20).

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	452,6	493,3	9,0%	1 166,6	1 344,9	15,3%	1 593,8	1 798,3	12,8%	1 888,0	5,0%
EBITDA	77,5	103,1	33,0%	175,6	252,2	43,6%	225,9	314,0	39,0%	325,5	3,7%
EBIT	57,0	82,6	45,0%	115,7	192,1	66,1%	144,9	233,4	61,1%	242,5	3,9%
Zysk brutto	55,6	80,1	43,9%	107,7	179,3	66,4%	134,1	217,8	62,4%	230,4	5,8%
Zysk netto	44,0	64,9	47,4%	103,9	148,3	42,7%	153,5	179,2	16,8%	186,6	4,1%
Marża EBITDA	17,1%	20,9%		15,1%	18,8%		14,2%	17,5%		17,2%	
Marża EBIT	12,6%	16,7%		9,9%	14,3%		9,1%	13,0%		12,8%	
Marża zysku netto	9,7%	13,1%		8,9%	11,0%		9,6%	10,0%		9,9%	

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	16,2	13,3
MC [mln PLN]	146,5	EV/EBITDA	6,4	5,7	5,2
		EV/EBIT	15,9	13,2	10,9
		P/BV	0,7	0,7	0,6

**prognozy nie ujmują potencjalnej akwizycji*

Okres 1H'14 był udany dla spółki pod względem sprzedażowym, jednak rozczarowująco wyglądały marże. Wynika to z dużego udziału sprzedaży tańszej kostki, na którą popyt generują m.in. inwestycje samorządowe (przed listopadowymi wyborami). Spodziewamy się, że w 3Q'14 spółka utrzyma dodatnią dynamikę przychodów (co sygnalizował zarząd na konferencji po wynikach 2Q'14), mimo spowolnienie w produkcji budowlanej (dobrze widocznej także w produkcji cementu, która dobrze koreluje z popytem na kostkę) i stosunkowo wysokiej bazy. Nie oczekujemy natomiast rewelacji na marży, ze względu na słaby mix produktowy.

We wrześniu spółka podpisała przedwstępną umowę kupna zakładu produkcyjnego kostki brukowej położonego w Toruniu (Ceg-Tor). Zakład ma zwiększyć przychody grupy o 8-10%. Wartości transakcji nie podano, jednak na podstawie innych ostatnich transakcji rynkowych (sprzedaż aktywów przez Awbud) oraz rynkowej wyceny Libetu szacujemy ją na górne kilkanaście - 20 mln PLN. Spodziewamy się, że przejęcie będzie sfinansowane kredytem bądź leasingiem. Na razie nie ujmujemy akwizycji w prognozach na 2015 rok. Szacujemy, że mogłaby ona dodać około 20 mln PLN przychodów. Na poziomie organicznym przyjmujemy utrzymanie tegorocznego poziomu sprzedaży, jednak przy korzystniejszym mix-ie produktowym (w bieżącym roku duży udział sprzedaży taniej kostki pod inwestycje publiczne, w przyszłym zakładamy powrót do trendu wzrostu udziału segmentu premium).

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P*	zmiana r/r
Przychody	83,7	87,2	4,2%	157,2	205,0	30,4%	220,0	267,7	21,7%	267,6	0,0%
Wynik brutto na sprzedaży	18,3	18,6	1,5%	36,7	42,1	14,6%	50,5	55,7	10,4%	58,4	4,8%
EBITDA	15,6	15,3	-2,1%	30,6	34,5	12,8%	38,6	41,8	8,4%	42,2	0,8%
EBIT	9,3	8,9	-3,9%	12,8	16,1	25,5%	15,6	18,0	15,7%	20,0	10,9%
Zysk brutto	7,3	7,2	-1,6%	7,5	11,1	46,9%	8,3	11,2	34,0%	13,6	21,6%
Zysk netto	6,4	5,8	-9,4%	6,6	8,3	25,0%	6,1	9,0	47,6%	11,0	21,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	21,8%	21,3%		23,4%	20,5%		23,0%	20,8%		21,8%	
Marża EBITDA	18,7%	17,6%		19,4%	16,8%		17,5%	15,6%		15,8%	
Marża EBIT	11,1%	10,2%		8,2%	7,9%		7,1%	6,7%		7,5%	
Marża zysku netto	7,7%	6,7%		4,2%	4,0%		2,8%	3,4%		4,1%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *prognozy nie ujmują potencjalnej akwizycji (szacujemy ok. +20-25 mln PLN na poziomie przychodów)*

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

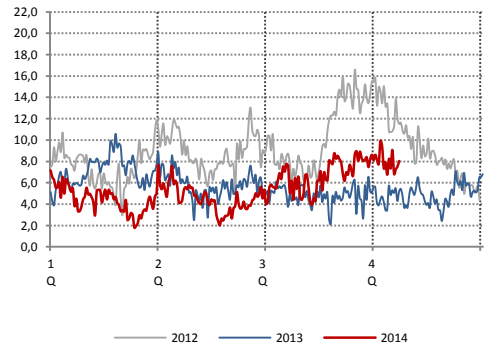
LOTOS

			2013	2014P*
Kurs [PLN]	28,0	P/E	92,3	-
MC [mln PLN]	3 636,5	EV/EBITDA	11,6	9,4
		EV/EBIT	63,6	-
		P/BV	0,4	0,4

**dług i kapitał własny na koniec 2014 uwzględnia emisję akcji*

Modelowa marża rafineryjna w 3Q'14 wyniosła 7,0 USD/bbl (4,3 USD/bbl w 3Q'13). Spodziewamy się dobrego wyniku EBITDA LIFO zarówno w rafinerii jak i wydobyciu (konsolidacja aktywów norweskich - spodziewamy się poprawy vs 2Q'14, kiedy na wyniki wpłyną przestój hubu gazowego). Wyniki raportowane będą obciążone przez wycenę zapasów oraz różnice kursowe (zarówno na poziomie operacyjnym jak i na saldzie finansowym). MSP poinformowało już, że obejmie akcje nowej emisji Lotosu w ramach przysługującego mu prawa poboru za 530 mln PLN i utrzyma obecny udział w akcjonariacie. Obecnie czekamy na publikację prospektu emisyjnego. Spodziewamy się, ze powinien on pojawić się w pierwszej połowie listopada - dzień prawa poboru to 18 listopada. Zwracamy uwagę na zacieśnienie się różnicy w cenie oleju napędowego i ciężkiego oleju opałowego, co wpływa szacowaną rentowności projektu DCU. W prospekcie spodziewamy się także szerszego niż dotychczas uzasadnienia dla inwestycji w wydobycie gazu na Bałtyku (kilka lat temu wspólnej realizacji z Lotosem nie podjęło się PGNiG).

Marża rafineryjna Lotos z dyferencjałem [USD/bbl]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg, dane do 16-10-2014

Różnica w cenie ON i ciężkiego oleju opałowego [USD/t]

Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

Prognozy wyników na 3Q'14

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	7 796,3	7 848,0	0,7%	21 071,2	22 224,2	5,5%	28 597,3	29 397,1	2,8%
EBITDA	497,4	415,0	-16,6%	696,7	404,3	-42,0%	802,6	603,9	-24,8%
EBITDA LIFO	552,7	562,3	1,7%	993,6	598,1	-39,8%	1 179,2	1 091,1	-7,5%
EBITDA LIFO skoryg.	552,7	562,3	1,7%	913,3	1 152,1	26,1%	1 176,0	1 645,1	39,9%
EBITDA LIFO skoryg. ex/FX	489,0	631,8	29,2%	863,5	1 152,1	33,4%	1 099,3	1 720,0	56,5%
EBIT	340,8	213,7	-37,3%	214,4	-184,0	-	146,5	-226,1	-
EBIT LIFO	396,1	361,0	-8,9%	511,3	9,8	-98,1%	523,1	261,1	-50,1%
EBIT LIFO skorg	396,1	361,0	-8,9%	431,0	563,8	30,8%	519,9	815,1	56,8%
EBIT LIFO skorg ex/FX	332,4	430,4	29,5%	381,2	563,8	47,9%	443,2	890,0	100,8%
Zysk (strata) brutto	387,6	12,6	-96,8%	-5,4	-514,4	-	-62,0	-572,5	823,7%
Zysk (strata) netto	337,2	8,4	-97,5%	63,8	-146,5	-	39,4	-383,7	-
Marża EBITDA	6,4%	5,3%		3,3%	1,8%		2,8%	2,1%	
Marża EBITDA LIFO	7,1%	7,2%		4,7%	2,7%		4,1%	3,7%	
Marża EBITDA LIFO skoryg.	**7,1%**	**7,2%**		**4,3%**	**5,2%**		**4,1%**	**5,6%**	
Marża EBITDA LIFO skoryg. ex/FX	6,3%	8,1%		4,1%	5,2%		3,8%	5,9%	
Marża EBIT	4,4%	2,7%		1,0%	-0,8%		0,5%	-0,8%	
Marża zysku netto	4,3%	0,1%		0,3%	-0,7%		0,1%	-1,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

MARVIPOL

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	7,96	P/E	24,2	6,2	9,1
MC [mln PLN]	330,8	EV/EBITDA	16,2	5,8	7,3
		EV/EBIT	17,8	6,1	7,9
		P/BV	1,3	1,1	1,0

W 3Q'14 Marvipol wygeneruje 258,2 mln PLN przychodów ze sprzedaży. Jednocześnie wynik operacyjny powinien wzrosnąć do 29,2 mln PLN (w 3Q'13 było to 4,5 mln PLN). Na poziomie netto oczekujemy ok. 18,0 mln PLN (+18,0 mln PN r/r). W ujęciu całorocznym wyniki grupy powinny być najlepsze w historii. Można się spodziewać, że Marvipol wypracuje ok. 738,0 mln PLN, przy marży operacyjnej na poziomie 11,4% (+2,3 p.p. r/r). Według naszych założeń spółka może wykazać 52,9 mln PLN zysku netto (3,0x więcej r/r). Na zmianę prognoz względem rekomendacji z września wpłynęła większa liczba przekazanych lokali w 3Q'14 oraz one-off w segmencie automotive.

Na tak dobre wyniki Marvipolu wpływ będą miały dwa czynniki. Po pierwsze spółką przekaże niemal 410 lokali w 3Q'14, z czego ok. 250 z projektu Zielona Italia. Jest to wysokomarżowy projekt (rentowność brutto przekracza 25%), który w 3Q'14 może dać Marvipolowi ponad 100 mln PLN wpływów). Cały segment powinien wypracować 183,2 mln PLN przychodów, przy utrzymaniu marży operacyjnej w okolicach 11,7 %. W ujęciu całorocznym przychody segmentu powinny wzrosnąć do 398,3 mln PLN, co będzie skutkiem przekazania ok. 860 mieszkań (cel, który wyznaczyła sobie spółka na ten rok to 650; target będzie przekroczony już po 3Q'14). Rentowność segmentu wzrośnie do 12,8% (+0,6 p.p r/r).

Nieznacznej poprawy w 3Q'14 oczekujemy również w segmencie automotive. Co prawda wolumen sprzedanych samochodów w 3Q'14 wyniesie ok. 240 szt. (co jest wynikiem zdarzenia jednorazowego), jednak dzięki lepszemu miksowi sprzedażowemu przychody mogą się podnieść do 70,7 mln PLN (+1,7% r/r). Marża operacyjna segmentu wzrośnie według naszych założeń do 9,6% (+2,1 p.p.). W '14 liczymy na sprzedaż 1113 samochodów obu marek, co pozwoli na wygenerowanie 322,3 mln PLN przychodów, przy jednoczesnej poprawy marży EBIT do 9,3%. W roku 2015 spodziewamy się dalszego zwiększenia przychodów do 374,2 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 tys. 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 ok. 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 przekazań 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.

Prognoza wyników za 3Q'14

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	84,2	258,2	206,6%	272,0	585,2	115,1%	494,3	738,0	49,3%	652,0	-11,7%
segment deweloperski	10,9	183,2	1582,9%	61,1	320,5	424,9%	210,5	398,3	89,2%	250,8	-37,0%
segment automotive	69,5	70,7	1,7%	199,4	251,6	26,2%	268,2	322,3	20,2%	384,1	19,2%
myjnie	2,2	2,4	8,2%	7,2	7,7	7,8%	9,7	10,2	4,3%	9,7	-4,4%
najem	1,5	1,8	19,3%	4,4	5,4	23,0%	5,9	7,2	23,4%	7,4	2,5%
Wynik segmentu	4,3	29,2	577,3%	24,0	73,5	205,5%	45,1	84,5	87,3%	62,7	-25,7%
segment deweloperski	1,5	21,4	1363,6%	5,5	41,2	645,2%	25,8	47,9	85,8%	25,6	-46,6%
segment automotive	5,2	6,8	29,5%	18,5	26,9	45,3%	19,7	30,0	52,3%	32,6	8,6%
myjnie	-0,1	0,0	-113,0%	0,3	2,0	571,7%	0,4	2,1	470,6%	0,0	-97,6%
najem	-2,3	1,1	-149,4%	-0,3	3,4	-1211,9%	-0,7	4,5	-711,3%	4,5	1,1%
EBITDA	5,4	30,2	458,8%	27,6	75,9	175,2%	40,0	88,1	120,0%	65,4	-25,7%
EBIT	4,5	29,2	542,8%	24,9	73,4	194,7%	36,5	84,4	131,1%	62,7	-25,7%
Wynik brutto	-0,1	22,2	-	13,9	57,2	312,0%	21,0	64,3	205,9%	45,0	-30,1%
Wynik netto	0,0	18,0	49823,2%	10,6	47,1	344,2%	13,6	52,9	287,9%	36,4	-31,2%
marża segmentu	5,1%	11,3%		8,8%	12,6%		9,1%	11,4%		9,6%	
segment deweloperski	*13,4%*	*11,7%*		*9,1%*	*12,9%*		*12,2%*	*12,0%*		*10,2%*	
segment automotive	*7,5%*	*9,6%*		*9,3%*	*10,7%*		*7,3%*	*9,3%*		*8,5%*	
myjnie	*-4,2%*	*0,5%*		*4,2%*	*26,4%*		*3,7%*	*20,2%*		*0,5%*	
najem	*-147,9%*	*61,2%*		*-6,9%*	*62,4%*		-	*62,1%*		*61,2%*	
marża EBITDA	6,4%	11,7%		10,1%	13,0%		8,1%	11,9%		10,0%	
marża EBIT	5,4%	11,3%		9,2%	12,5%		7,4%	11,4%		9,6%	
marża netto	0,0%	7,0%		3,9%	8,1%		2,8%	7,2%		5,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

MOSTOSTAL ZABRZE

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	2,28	P/E	46,8	17,0	14,7
MC [mln PLN]	340,0	EV/EBITDA	12,5	7,4	7,0
		EV/EBIT	23,8	10,6	9,8
		P/BV	1,3	1,1	1,1

W 3Q'14 spodziewamy się utrzymania trendu wyraźnej poprawy wyników r/r. Jednocześnie zakładamy, że nieco niższa niż w 1H'14 może być marża brutto ze sprzedaży (niższa kontrybucja kontraktu dla BASF), jednak nie powinno to w znaczący sposób wpłynąć na obraz wyników. Koszty SG&A w 3 i 4Q'14 zakładamy na poziomie nieco powyżej 11,0 mln PLN kwartalnie. Szczyt zapotrzebowania na zadłużenie powinien przypaść na 3Q (konieczność finansowania nowych kontraktów) – nie spodziewamy się jednak by miało ono przekroczyć 30 mln PLN netto. W 4Q'14 spodziewamy się obniżenia długu, dodatkowo wzmocnionego przez wpływ środków z ugody z BZ WBK (zarząd spodzie się, że nastąpi to w 4Q'14). Księgowo powinno to podbić wynik EBITDA i netto o 17 mln PLN poprzez pozostałe przychody operacyjne (nie ujmujemy tego jednak w prognozach rachunku zysków i strat ze względu na jednorazowy charakter).

Na początku października Mostostal Zabrze podpisał z Pinnacle przedwstępne umowy sprzedaży pięciu nieruchomości za łącznie 61,0 mln PLN (wartość księgowa 60,6 mln PLN; 44 ha; 0,41 PLN/akcję). Przyrzeczone umowy sprzedaży mają zostać zawarte po m.in.: uzyskaniu decyzji administracyjnych w zakresie inwestycji planowanych na nieruchomościach, usunięciu z ksiąg wieczystych zapisów o istniejących obciążeniach oraz uzyskaniu dla planowanych inwestycji wymaganych warunków dostawy mediów. Pozyskana środki spółka może przeznaczyć na dywidendę, akwizycje oraz na kapitał obrotowy. Transakcja była zapowiadana w informacjach prasowych przez zarząd spółki od wielu miesięcy. Łącznie z majątkiem wchodzącym w transakcję spółka posiada nieruchomości inwestycyjne o wartości bilansowej 105 mln PLN - pozostają jeszcze m.in. aktywa związane z Biprohutem.

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P*	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	150,7	223,1	48,1%	390,4	596,4	52,8%	575,1	820,5	42,7%	889,0	8,4%
Wynik brutto na sprzedaży	12,5	19,2	53,8%	30,6	53,5	74,7%	45,7	72,7	59,0%	80,4	10,6%
EBITDA	9,6	11,5	19,3%	20,6	35,3	71,2%	28,7	46,4	61,6%	48,6	4,8%
EBIT	6,3	8,0	26,1%	10,6	24,8	134,5%	15,0	32,3	115,0%	34,9	8,0%
Zysk brutto	3,8	6,9	81,8%	10,0	21,5	115,6%	9,3	28,0	201,2%	30,2	7,8%
Zysk netto	1,3	5,3	299,6%	4,8	14,9	208,1%	7,3	20,0	175,9%	23,2	15,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,3%	8,6%		7,8%	9,0%		8,0%	8,9%		9,0%	
Marża EBITDA	6,4%	5,2%		5,3%	5,9%		5,0%	5,7%		5,5%	
Marża EBIT	4,2%	3,6%		2,7%	4,2%		2,6%	3,9%		3,9%	
Marża zysku netto	0,9%	2,4%		1,2%	2,5%		1,3%	2,4%		2,6%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wynik nie uwzględnia zysku na ugodzie ws. Altusa*

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

ORBIS

			2013	2014P	2015P	2016P	
Kurs [PLN]	40.7	P/E	28.8	23.6	19.8	17.9	Analityk: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	1 873	EV/EBITDA	8.6	7.9	7.0	6.5	
		P/BV	20.5	17.3	14.2	12.5	

Spółka podała już wstępne wyniki przychodowe za 3Q'14. Spółka szacuje wpływy na 204.2 mln PLN. Wynikom Orbisu sprzyjała wysoka frekwencja, która w 3Q'14 wzrosła do 72.2%, czyli o 4.2 pkt % r/r. Jednocześnie jednak było widać presję na cenniki (zgodnie z tym o czym była mowa podczas konferencji wynikowej za 2Q'14). Jak podał Orbis, ARR wyniósł w 3Q'14 ok. 208.2 PLN, czyli spadł o 1.5% r/r. Przychód na jeden pokój w omawianym okresie był na poziomie 150.4 PLN, co oznacza wzrost o 4.7%.

Orbis podał też prognozę wyników na 2014 rok. Zgodnie przyjętymi założeniami i w oparciu o pierwsze dane za 4Q'14 spółka szacuje całoroczny wynik EBITDA na bieżący rok na poziomie ponad 204 mln PLN. Prognoza spółki jest zatem o kilka małych % mniejsza niż nasze wcześniejsze oczekiwania z lipca'14 (rekomendacja akumuluj z 02.07.2014).

Prognoza wyników Orbisu [mln PLN]

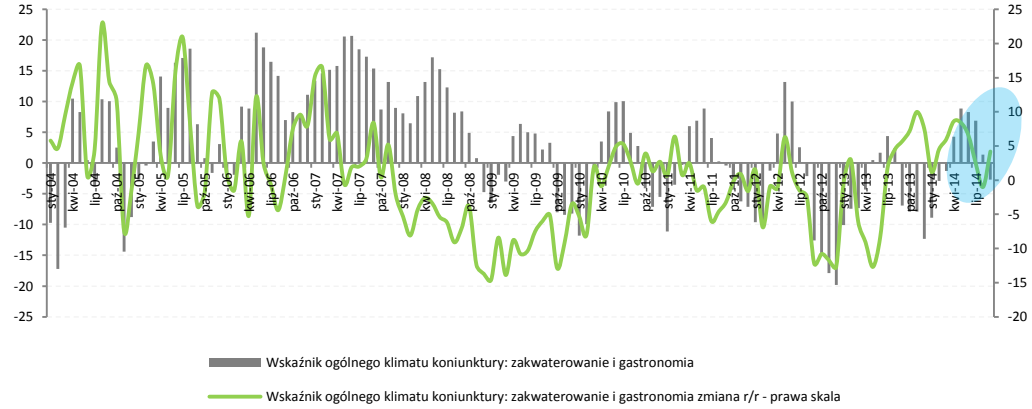
	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody	196.6	204.2	4%	513.4	531.0	3%	701.1	3%	734.7	5%	76%
Koszty operacyjne	155.9	156.7	1%	449.1	450.5	0%	603.1	0%	621.4	3%	75%
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	-1.8	0.0	---	2.0	-0.9	---	-2.4	---	-2.5	---	38%
EBIT	38.9	47.5	22%	66.4	78.2	18%	94.4	15%	110.8	17%	83%
EBITDA	**68.1**	**75.2**	**10%**	**152.2**	**161.4**	**6%**	**205.2**	**5%**	**223.4**	**9%**	**79%**
Wynik netto	32.1	39.2	22%	54.1	65.5	21%	79.2	20%	94.4	19%	83%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

KONIUNKTURA W BRANŻY ZAKWATEROWANIA W POLSCE

Z danych GUS wynika, że w 3Q'14 sytuacja w branży zakwaterowania i gastronomii ulegała ochłodzeniu w relacji do poprzednich odczytów. Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w branży w ujęciu r/r wykazywał momentami ujemną dynamikę. W lipcu zmiana r/r wspominanego wskaźnika wynosiła +2.5 pkt, w sierpniu było to -1 pkt, z kolei we wrześniu nastąpiło ożywienie i zanotowano odczyt +4.2 pkt.

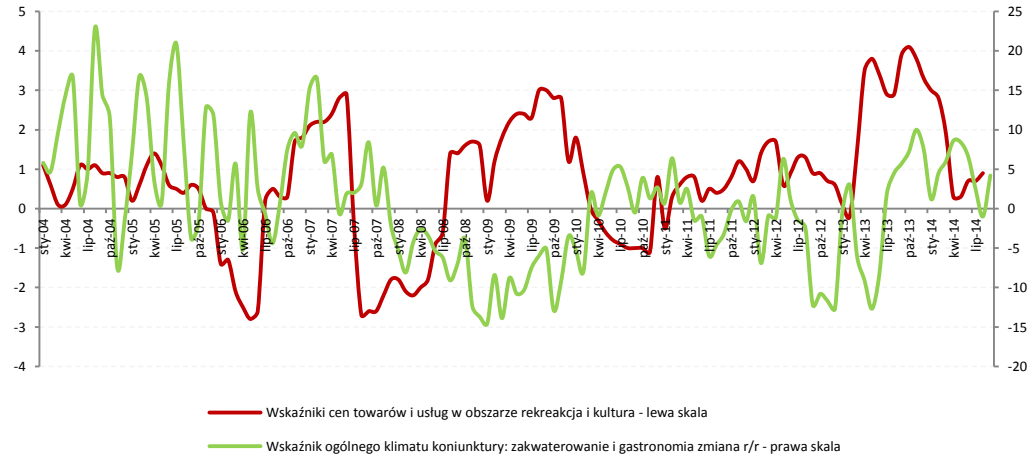
Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w branży zakwaterowania i gastronomii (ujęcie miesięczne)



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 w 3Q'14 było nadal widać presję na cenniki.

Wskaźnik 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]	14,52	P/E	10,0	7,6	7,1
MC [mln PLN]	145,2	EV/EBITDA	11,9	11,0	13,2
		EV/EBIT	13,0	11,7	14,0
		P/BV	0,5	0,5	0,5

PA Nova ma szansę znacznie poprawić wyniki finansowe w 3Q'14 r/r. Według naszych założeń gliwicka spółka zwiększy przychody ze sprzedaży o 4,8% do 39,0 mln PLN w 3Q'14. Dużo lepiej powinny zaprezentować się kolejne poziomy rachunku wyników. Oczekujemy, że wynik brutto ze sprzedaży wzrośnie do 8,9 mln PLN (+80,3% r/r), co w dużej mierze będzie rezultatem lepszych wyników z działalności budowlanej (w 3Q'13 segment wygenerował ok. 2 mln PLN straty). Poprawie ulegnie także wynik operacyjny, który według naszych założeń będzie bliski 7,1 mln PLN, a zysk netto wzrośnie do 3,7 mln PLN.

Spodziewamy się, że PA Nova rozliczy jeden kontrakt budowlany o wartości 13,5 mln PLN, przy rentowności ok. 10%. Przychody segmentu budowlanego powinny być bliskie 26,9 mln PLN, a wynik finansowy podniesie się do blisko 2,0 mln PLN (w 3Q'13 spółka poniosła stratę 1,8 mln PLN). Całkiem dobrze powinien sobie radzić także segment deweloperki komercyjnej. Przychody z czynszów w posiadanych galeriach mogą wynieść 10,4 mln PLN (problemy z jednym z najemców z branży elektronicznej). Jednocześnie marża po kosztach finansowych wzrośnie 42,1% (+2,4 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 24,0% (+3,3 p.p.), co przede wszystkim będzie wynikało z poprawy marży w działalności budowlanej do 10%. Wynik operacyjny dewelopera zwiększy się do ponad 34,5 mln PLN (+19,3% r/r), na co duży wpływ będzie miała transakcja sprzedaży dwóch parków handlowych. Pozyskane w ten sposób środki mają być przeznaczone na sfinansowanie wkładu własnego w projekcie w Jaworznie. Zysk netto powinien być bliski 20,2 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. Władze spółki wprowadziły również politykę dywidendy, która ma zostać zmodyfikowana po oddaniu jaworzniańskiej galerii.

Prognoza wyników za 3Q'14

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	37,3	39,0	4,8%	104,3	118,0	13,2%	167,7	163,4	-2,6%	173,6	6,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	4,9	8,9	80,3%	21,8	29,2	34,2%	34,7	39,2	12,9%	41,2	5,2%
EBITDA	4,4	7,7	73,7%	20,3	27,2	33,6%	31,7	37,0	16,8%	37,0	0,1%
EBIT	3,7	7,1	88,9%	18,2	25,4	39,4%	28,9	34,5	19,3%	34,9	1,2%
Zysk brutto	1,3	4,6	255,6%	11,6	18,3	58,3%	19,5	25,0	28,4%	26,7	6,5%
Zysk netto	1,0	3,7	262,1%	9,3	14,8	59,0%	15,5	20,2	30,4%	21,6	6,9%
marża brutto ze sprzedaży	13,2%	22,8%		20,9%	24,8%		20,7%	24,0%		23,7%	
marża EBITDA	11,9%	19,7%		19,5%	23,0%		18,9%	22,6%		21,3%	
marża EBIT	10,0%	18,1%		17,5%	21,5%		17,3%	21,1%		20,1%	
marża netto	2,7%	9,5%		8,9%	12,5%		9,2%	12,4%		12,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

PCC ROKITA

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	33,9	P/E	11,5	11,4	8,8
MC [mln PLN]	673,0	EV/EBITDA	7,4	7,8	6,5
		EV/EBIT	10,2	10,7	8,4
		P/BV	1,3	1,2	1,1

Okres 3Q'14 powinien przełamać tendencję pogarszających się wyników spółki. W 1H'13 ceny alkaliów utrzymywały się na bardzo wysokim poziomie, co stworzyło wysoką bazę wynikową (notowania obniżyły się dopiero w 2H'13). Ceny ługu sodowego/sody kaustycznej zaczęły się stabilizować na niskim poziomie od paru miesięcy i obecnie spółka nie powinna tracić już tutaj marży. Dodatkowo spółka miała tylko kilkudniowy postój remontowy na elektrolizie w związku z całkowitym przestawieniem technologii z rtęciowej na membranową od 2Q'15, co powinno zaowocować lepszym wolumenem i niższymi kosztami. Wyraźnie widoczna zaczyna być poprawa w segmencie polioli. Koszty surowcowe są niższe (tlenek propylenu i etylenu), a w trakcie kwartału główni producenci zaczęli wprowadzać podwyżki cen. Od dołka z końcówki sierpnia (1780 EUR/t) ceny wzrosły o 65 EUR/t, czyli o 3,6%. Średnio w 3Q'14 wynosiły ok. 1825 EUR/t (+6,8% r/r) przy porównywalnym koszcie tlenku propylenu i etylenu. W rezultacie oczekujemy blisko 12 mln PLN EBITDA segmentu (łącznie z Prodex) wobec niecałych 4 mln PLN w 3Q'13 (10,8 mln PLN w 2Q'14). Przy porównywalnym wyniku segmentu chlorowego i energetycznego, a także nieco lepszym w biznesie fosforowym powinno to dać ok. 28,3 mln PLN skonsolidowanej EBITDA wobec 23,2 mln PLN przed rokiem. (+22% r/r). W skali całego roku nieznacznie obniżyliśmy wyniki przez słabszy 2Q'14 i prognozowany 4Q'14 (niższe niż zakładaliśmy ceny alkaliów, słabsze rezultaty fosforopochodnych). Niemniej znacznie, bo o 60 mln PLN obniżyliśmy CAPEX w najbliższych 3 latach (w samym 2014 o ponad 40 mln PLN), co pozytywnie wpłynie na cash flow spółki. Główne inwestycje realizowane są zgodnie z harmonogramem (rozbudowa TP zakończona, elektroliza membranowa i V ciąg polioli w 2Q'15), ale przy nieco niższym budżecie. Spółka nie będzie musiała ponosić kosztów budowy nowego kotła w segmencie energetycznym, bowiem obecny spełni rygorystyczne wymagania środowiskowe od 2016 roku (tzw. dyrektywa IED).

Prognozy wyników na 3Q'2014 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	261,9	248,5	-5,1%	704,1	641,7	-8,9%	1 101,2	1 021,4	-7,2%	1 043,1	2,1%
Wynik brutto na sprzedaży	42,9	47,7	11,2%	149,3	138,1	-7,5%	198,4	189,4	-4,5%	228,0	20,4%
EBITDA	23,2	28,3	21,9%	95,2	84,6	-11,1%	119,8	119,9	0,1%	149,2	24,4%
EBIT	10,3	17,4	69,0%	56,6	52,0	-8,1%	77,2	76,4	-1,1%	101,1	32,4%
Zysk brutto	7,4	14,2	90,3%	50,0	44,5	-11,1%	65,8	65,1	-1,1%	85,5	31,3%
Zysk netto	6,9	12,5	80,5%	45,2	40,5	-10,5%	58,3	58,7	0,7%	76,0	29,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,4%	19,2%		21,2%	21,5%		18,0%	18,5%		21,9%	
Marża EBITDA	8,9%	11,4%		13,5%	13,2%		10,9%	11,7%		14,3%	
Marża EBIT	3,9%	7,0%		8,0%	8,1%		7,0%	7,5%		9,7%	
Marża zysku netto	2,7%	5,0%		6,4%	6,3%		5,3%	5,7%		7,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:
Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
(0-32) 208 14 35

PHN

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	25,3	P/E	10,8	47,7	70,6
MC [mln PLN]	1 159,1	EV/EBITDA	-	60,0	37,9
		EV/EBIT	-	67,5	40,0
		P/BV	0,58	0,66	0,66

Oczekujemy, że jeden z największych deweloperów komercyjnych nieznacznie obniży poziom przychodów do 37,4 mln PLN w 3Q'14 (spadek o ok. 1,2% r/r). Przede wszystkim będzie to wpływ presji na stawki czynszu na warszawskim rynku nieruchomości. Słabiej powinien także wypaść wynik brutto ze sprzedaży, który obniży się do 15,9 mln PLN, czyli aż o 22,2%. . Lepiej powinny się zaprezentować kolejne poziomy rachunku wyników. Prognozujemy, że zysk operacyjny wyniesie 7,8 mln PLN, a wypracowany zysk netto 6,6 mln PLN (rok temu PHN wykazał korzyści podatkowe). Wskazujemy również, że spółka dalej nieznacznie obniża koszty zarządu, co wynika z restrukturyzacji zatrudnienia w PHN.

W ujęciu całorocznym należy oczekiwać spadku przychodów ze sprzedaży do 153,3 mln PLN (-10,5% r/r). Niższy niż w roku 2013 powinien okazać się także wynik brutto ze sprzedaży, który wyniesie 64,4 mln PLN, przy jednoczesnym obniżeniu marży brutto do 42% (-5,7 p.p. r/r). PHN powinien wypracować również 16,0 mln PLN EBIT oraz ok. 24,3 mln PLN zysku netto. W przyszłym roku liczymy się z niewielką poprawą poziomu przychodów r/r (waloryzacja stawek czynszu) i zwiększeniem zysku operacyjnego do 27,0 mln PLN (większy udział segmentu komercyjnego w wynikach PHN). Wynik netto powinien wynieść 22,7 mln PLN (przy stawce podatkowej 19%).

We wrześniu spółka opublikowała strategię na najbliższe lata. Zakłada ona m.in. zakup nowoczesnych powierzchni biurowych (za ok. 1 mld PLN, znaczna część środków miałaby pochodzić z planowanej emisji obligacji o wartości kilkuset mln PLN). Wartość aktywów netto ma być zwiększona o ok. 75% do roku 2023 (wartość nieruchomości blisko 5,7 mld PLN), z czego połowa miałaby być wypłacona w formie dywidendy. Deweloper ciągle prowadzi restrukturyzację obecnego portfolio (np. we wrześniu został sprzedany biurowiec Rakowiecka na rzecz ambasady Turcji powyżej BV). Docelowo sprzedane ma być jeszcze 100 nieruchomości o łącznej wartości 710,0 mln PLN.

Ciągle nierozwiązana pozostaje sprawa sprzedaży holdingu przez Ministerstwo Skarbu Państwa. Proces due dilligence, który trwał od marca zakończył się niepowodzeniem. MSP dalej podtrzymuje chęć wyjścia z akcjonariatu Dewelopera.

Prognoza wyników za 3Q'14

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	37,9	37,4	-1,2%	130,1	77,2	-40,6%	171,3	153,3	-10,5%	154,9	1,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	20,5	15,9	-22,2%	62,4	33,3	-46,6%	81,7	64,4	-21,1%	69,5	7,9%
EBITDA	9,1	8,3	-8,9%	20,0	11,9	-40,6%	-5,0	18,0	-	28,5	58,4%
EBIT	8,6	7,8	-9,4%	18,5	10,4	-43,8%	-7,0	16,0	-	27,0	68,8%
Wynik brutto	10,0	8,1	-19,1%	21,5	11,2	-48,0%	-0,8	17,3	-	28,0	62,1%
Wynik netto	78,8	6,6	-91,7%	85,6	9,0	-89,5%	107,0	24,3	-77,3%	22,7	-6,7%
Marża brutto ze sprzedaży	54,1%	42,6%		48,0%	43,2%		47,7%	42,0%		44,9%	
Marża EBITDA	24,0%	22,1%		15,4%	15,4%		-	11,7%		18,4%	
Marża EBIT	22,7%	20,8%		14,2%	13,4%		-	10,4%		17,5%	
Marża zysku netto	207,9 %	17,5%		65,8%	11,6%		62,5%	15,8%		14,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

PKN ORLEN

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	41,9	P/E	101,8	-	10,6
MC [mln PLN]	17 921,0	EV/EBITDA	9,0	-	6,0
		EV/EBIT	67,7	-	10,7
		P/BV	0,7	0,9	0,9

Okres 3Q'14 powinien być operacyjnie udany dla spółki. Bardzo dobrze wyglądały marże zarówno w rafinerii (6,6 USD/bbl z dyferencjałem vs 3,5 USD/bbl w 3Q'13 – relatywnie dobra marża na benzynie i ciężkim oleju opałowym + dobry dyferencjał) jak i petrochemii (782 EUR/t vs 719 EUR/t, dobre marże na benzenie, polietylenie oraz polipropylenie + poprawa w PX/PTA vs 2Q'14). Spodziewamy się, że wynik EIBTDA LIFO w segmencie rafineryjnym będzie jeszcze dodatkowo wsparty przez rozpoznanie w wyniku tańszych warstw ropy (efekt sprzedaży dużej transzy zapasów w 2Q'14). Zakładamy, że spółka może pokazać nawet 0,9-1,0 mld PLN na tym poziomie w 3Q'14 (vs jedynie 52 mln PLN w 3Q'13). Wynik raportowany będzie obciążony przez wycenę zapasów (+ukryty efekt tańszych warstw ropy, co da w sumie naszym zdaniem 0,7 mld PLN ujemnego wpływu). W segmencie petrochemicznym spodziewamy się wyniku na poziomie około 550 mln PLN EBITDA LIFO – przejściowe osłabienie marż we wrześniu zbiegło się z postojem remontowym w olefinach, spółka korzystała więc w pełni z dobrego lipca/sierpnia. We wrześniu relatywnie słabo zaczęły wyglądać marże w detalu, co naszym zdaniem wpłynie na brak poprawy EBITDA w tym segmencie r/r (zakładamy kilku procentowy spadek). W upstreamie nie spodziewamy się zbyt dużej poprawy vs 2Q'14. W sumie na poziomie EBITDA LIFO oczekujemy prawie 1,9 mld PLN (przy czym zwracamy uwagę, że kilkaset mln PLN pochodzić może z rozpoznania w wyniku tanich warstw ropy, co nie ma przełożenie na cash flow). Wynik raportowany będzie obciążony przez wspomniany już efekt LIFO oraz różnice kursowe (umocnienie USD vs PLN przekłada się na wycenę kredytów walutowych oraz zobowiązań – w sumie szacujemy, że może to być około -350 mln PLN).

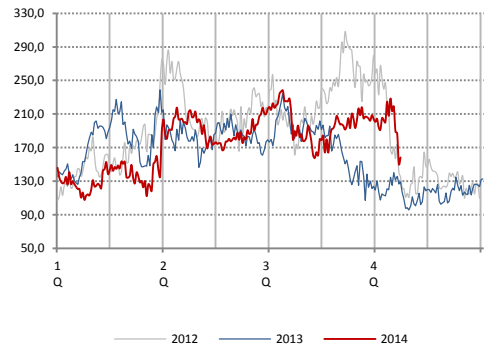
Początek 4Q'14 przynosi lekką presję na marżę rafineryjną (spadek cracku na benzynie), jednak nadal wygląda to sporo lepiej niż rok temu w analogicznym okresie. Spadek cen ropy przekłada się na wzrost marży petrochemicznej. Słabiej r/r wyglądają natomiast marże w detalu (presja kursu USD/PLN).

Prognozy wyników na 3Q'14

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	30 392	28 956	-4,7%	86 063	81 726	-5,0%	113 853	106 824	-6,2%	98 196	-8,1%
EBITDA	1 158	1 172	1,2%	2 395	-2 345	-	2 503	-1 926	-	4 238	-
EBITDA LIFO	796	1 865	134,3%	2 525	-1 328	-	3 171	-141	-	4 208	-
EBITDA LIFO skoryg*	**805**	**1 865**	131,6%	**2 497**	**3 460**	38,6%	**3 311**	**4 647**	40,3%	**4 208**	-9,4%
EBIT	617	717	16,2%	812	-3 846	-	333	-3 885	-	2 357	-
EBIT LIFO	255	1 409	452,2%	941	-2 830	-	1 001	-2 100	-	2 327	-
EBIT LIFO skoryg*	265	1 409	432,8%	913	1 958	114,5%	1 141	2 688	135,6%	2 327	-
Zysk (strata) brutto	821	303	-63,1%	669	-5 273	-	178	-5 449	-	2 171	-
Zysk (strata) netto	655	229	-65,0%	597	-4 904	-	176	-5 391	-	1 693	-
Marża EBITDA	3,8%	4,0%		2,8%	-2,9%		2,2%	-1,8%		4,3%	
Marża EBITDA LIFO	2,6%	6,4%		2,9%	-1,6%		2,8%	-0,1%		4,3%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	2,6%	6,4%		2,9%	4,2%		2,9%	4,4%		4,3%	
Marża EBIT	2,0%	2,5%		0,9%	-4,7%		0,3%	-3,6%		2,4%	
Marża zysku netto	2,2%	0,8%		0,7%	-6,0%		0,2%	-5,0%		1,7%	

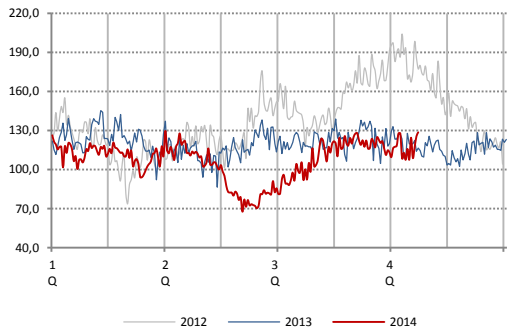
*Źródło: BDM S.A., *wynik oczyszczony o saldo PPO/PKO*

Benzyna marża [USD/t]



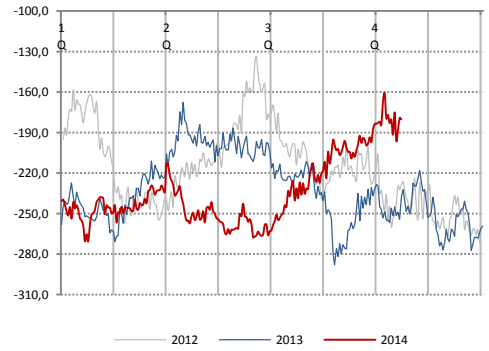
Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg, dane do 16-10-2014

ON marża [USD/t]



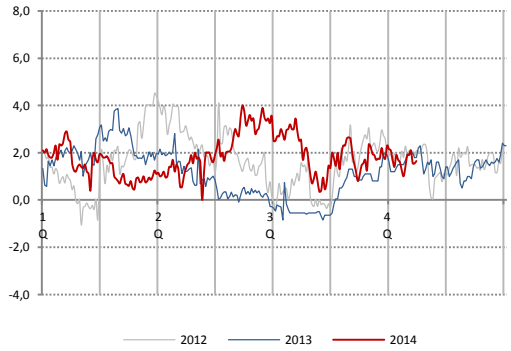
Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

Ciężki olej opałowy [USD/t]



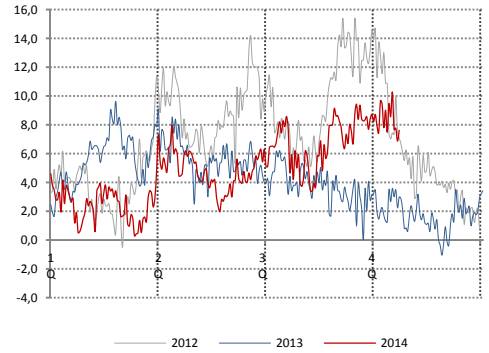
Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

Brent – Ural [USD/bbl]



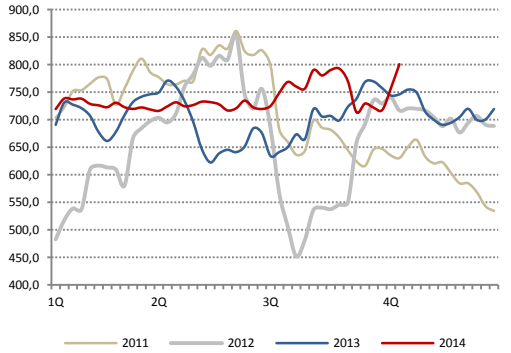
Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

Marża rafineryjna PKN z dyferencjałem [USD/bbl]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

Marża petrochemiczna PKN [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

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

POLICE

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	22,0	P/E	32,1	19,7	14,5
MC [mln PLN]	1 650,0	EV/EBITDA	12,9	9,3	7,7
		EV/EBIT	32,5	17,5	12,6
		P/BV	1,7	1,6	1,5

Okres 3Q jest sezonowo najsłabszy w biznesie nawozowym w rezultacie wyniki spółki będą zdecydowanie słabsze niż kwartał temu. W relacji r/r oczekujemy sporej poprawy wyników głównie wskutek lepszych marż jednostkowych na produktach i wyższych wolumenów sprzedaży. Już od dwóch kwartałów otoczenie w nawozach wieloskładnikowych jest relatywnie lepsze niż w nawozach azotowych, co wynika głównie z wysokiej podaży tych drugich. W 3Q'14 marże na produkcji NPK były wyższe o 3,4% r/r (+13,4% q/q), a na DAP aż o 55% r/r (+25,7% q/q). Wpływ na to mają zarówno cenniki NPK/DAP jak i znaczny spadek cen fosforytów/soli potasowej o ponad 20% r/r. Bardzo dobre otoczenie panowało w amoniaku, gdzie wystąpiły braki dostaw na światowych rynkach, a spółka jest największym beneficjentem takiej sytuacji w Grupie Azoty. Liczymy także na poprawę wolumenową sprzedaży, bowiem 3Q'13 był szczególnie słaby jeśli chodzi o tą kwestię. Police są również największym beneficjentem różnicy w kosztach gazu między taryfą PGNiG a notowaniami na Zachodzie. Ponad 30% mogą sprowadzać spoza systemu. Reasumując, oczekujemy 48 mln PLN EBITDA wobec 24,2 mln PLN przed rokiem przy niecałych 500 mln PLN sprzedaży.

Prognozy wyników na 3Q'2014 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	510,4	497,2	-2,6%	1 964,2	1 745,9	-11,1%	2 464,4	2 481,1	0,7%	2 908,9	17,2%
Wynik brutto na sprzedaży	57,5	81,8	42,2%	228,7	246,5	7,8%	238,6	354,3	48,5%	438,0	23,6%
EBITDA	24,2	48,0	97,9%	138,4	150,4	8,7%	142,0	201,8	42,2%	260,2	28,9%
EBIT	5,5	26,0	373,5%	77,0	77,9	1,2%	56,3	107,4	90,9%	159,7	48,7%
Zysk brutto	5,9	25,7	337,4%	77,4	76,8	-0,8%	59,4	105,7	78,0%	155,9	47,5%
Zysk netto	6,8	19,7	187,7%	62,4	62,2	-0,3%	51,5	83,9	62,9%	114,1	36,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,3%	16,4%		11,6%	14,1%		9,7%	14,3%		15,1%	
Marża EBITDA	4,7%	9,6%		7,0%	8,6%		5,8%	8,1%		8,9%	
Marża EBIT	1,1%	5,2%		3,9%	4,5%		2,3%	4,3%		5,5%	
Marża zysku netto	1,3%	4,0%		3,2%	3,6%		2,1%	3,4%		3,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:
Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
(0-32) 208 14 35

PRAGMA FAKTORING

			2012	2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	13.3	P/E	6.3x	9.9x	7.7x	6.2x
MC [mln PLN]	34.18	P/BV	0.9x	0.9x	0.9x	0.8x

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

Pragma Faktoring w 2013 roku zmagała 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 odbudowe wyników. Liczymy zatem, że 3Q'14 przyniósł utrzymanie pozytywnych tendencji z 1H'14. Zakładamy zatem, że spółka wykaże przychody na poziomie ok 5.2 mln PLN. Przy dobrej rotacji kapitału pracującego oraz dyscyplinie kosztowej spodziewamy się, że wynik EBIT wzrośnie do 2.6 mln PLN (+5% r/r). Na poziomie netto oczekujemy zysku w kwocie ok. 1.2 mln PLN (+48% r/r).

Dynamika poprawy wyników jest mniejsza niż wcześniej zakładaliśmy, niemniej należy mieć na uwadze że Pragma Faktoring działa w środowisku niskich stóp procentowych, co wpływa na poziom rentowności podstawowych linii biznesowych.

Prognoza wyników [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody netto	4.3	5.2	20.9%	12.7	15.0	18.3%	20.70	22%	23.84	15.1%	73%
Koszty z dział operacyjnej	2.4	2.3	-3.9%	7.1	7.2	1.2%	9.74	2%	10.50	7.7%	74%
EBITDA	2.0	2.7	33.6%	5.6	7.6	35.5%	10.36	57%	12.23	18.1%	73%
EBIT	2.0	2.6	34.4%	5.4	7.5	38.8%	10.22	61%	11.96	17.0%	73%
Wynik brutto	0.9	1.5	60.4%	2.4	4.0	66.0%	5.56	121%	6.76	21.5%	73%
Wynik netto	**0.8**	**1.2**	**48.0%**	**3.4**	**3.2**	**-5.7%**	**4.42**	**28%**	**5.47**	**24.0%**	**72%**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PRAGMA INKASO

			2012	2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	15.0	P/E	6.0	13.8	10.4	7.2
MC [mln PLN]	55.2	P/BV	1.0	0.9	0.9	0.8

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

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 2H'14 będzie już momentem przełomowym.

Uwzględniając trudną sytuację poszczególnych spółek w grupie nie oczekujemy pozytywnych istotnych zaskoczeń za 3Q'14. Przyjmujemy, że w 3Q'14 spółka wykaże przychody na poziomie 9.5 mln PLN (+8% r/r). Przy dyscyplinie kosztowej mamy nadzieję na korzystny efekt wzrostu wyniku na sprzedaży do poziomu 4.6 mln PLN (+5% r/r). Na poziomie netto w 3Q'14 zakładamy 1.7 mln PLN.

Dynamika poprawy wyników jest mniejsza niż wcześniej zakładaliśmy, niemniej należy mieć na uwadze że Pragma Inkaso działa w środowisku niskich stóp procentowych, co wpływa na poziom rentowności podstawowych linii biznesowych i dodatkowo rozczarowaniem jest linia biznesowa Pragma Inwestycje.

Prognoza wyników [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody netto	8.8	9.5	8%	24.5	29.2	19%	39.2	20%	41.7	6%	74%
Koszty z dział operacyjnej	4.4	4.5	1%	13.9	13.9	0%	18.6	-1%	19.5	4%	74%
EBITDA	4.7	4.9	5%	11.1	12.8	16%	17.8	34%	21.5	21%	72%
EBIT	4.4	4.6	5%	10.3	12.1	17%	16.9	37%	20.5	22%	72%
Wynik brutto	2.2	2.3	5%	4.5	5.4	19%	7.8	77%	10.9	40%	69%
Wynik netto	**1.7**	**1.7**	**-4%**	**4.3**	**3.6**	**-16%**	**5.3**	**33%**	**7.7**	**46%**	**67%**

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

Okres 3Q jest sezonowo najsłabszy w biznesie nawozowym w rezultacie wyniki spółki będą zdecydowanie słabsze niż kwartał temu. W relacji r/r powinniśmy obserwować poprawę mimo dość słabych marż jednostkowych na produktach. W przypadku nawozów azotowych poprawiły się tylko one jedynie na moczniku (+30% r/r). Spadły w przypadku saletry amonowej (-3,4% r/r), RSM (-5,8% r/r) siarczanu amonu (-18% r/r). relatywnie lepsze otoczenie panowało w nawozach wieloskładnikowych (Fosfory Gdańskie), gdzie marże wzrosły o 3,4% r/r. Dalej słaba sytuacja utrzymuje się w części tworzywowej. Marże na produkcji kaprolaktamu obniżyły się o 8,7% r/r, a na melaminie o 11,5% r/r. Z drugiej strony spółka powinna skorzystać na wzroście wolumenów sprzedaży i niższych kosztach gazu. Ok. 27% gazu spółka może zakupywać spoza PGNiG. Relacje cenowe w ostatnich dwóch kwartałach są na tyle korzystne, że generuje to spore oszczędności. W zeszłym roku nie było to opłacalne. Reasumując, oczekujemy ok. 71 mln PLN EBITDA wobec 55 mln PLN przed rokiem przy przychodach na poziomie niecałych 750 mln PLN.

Prognozy wyników na 3Q'2014-obrotowy 1Q'14/15 [mln PLN]

obrotowy	1Q'13/14	1Q'14/15P						
kalendarzowy	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	839,8	748,6	-10,9%	3 797,9	3 411,2	-10,2%	3 341,7	-2,0%
Wynik brutto na sprzedaży	118,8	136,1	14,6%	785,0	725,2	-7,6%	712,3	-1,8%
EBITDA	54,8	71,1	29,8%	478,3	441,7	-7,7%	406,2	-8,0%
EBIT	18,6	33,4	79,1%	340,0	289,9	-14,7%	248,4	-14,3%
Zysk brutto	20,1	37,6	87,4%	351,6	310,0	-11,8%	252,6	-18,5%
Zysk netto	17,6	30,4	72,9%	304,6	258,1	-15,3%	204,6	-20,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,1%	18,2%		20,7%	21,3%		21,3%	
Marża EBITDA	6,5%	9,5%		12,6%	12,9%		12,2%	
Marża EBIT	2,2%	4,5%		9,0%	8,5%		7,4%	
Marża zysku netto	2,1%	4,1%		8,0%	7,6%		6,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:
Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
(0-32) 208 14 35

RAWLPLUG

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	7,8	P/E	27,0	44,1	9,1
MC [mln PLN]	253,3	EV/EBITDA	8,4	8,6	5,9
		EV/EBIT	7,0	7,3	3,9
		P/BV	0,7	0,7	0,7

Okres 3Q'14 był słabszy niż dwa poprzednie w gospodarce. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła zaledwie o 0,6% r/r wobec 8-9% wzrostu w 1H'14. Podobnie było w przemyśle, gdzie produkcja praktycznie nie zmieniła się r/r (+0,4% r/r) po 4% wzroście w 1H'14. Słabsze otoczenie będzie miało wyraźny wpływ na wyniki Rawlplug w Polsce. Oczekujemy płaskich przychodów r/r i trochę lepszej marży brutto ze sprzedaży (tańsze tworzywa i energia, ale droższa stal). Wyższe koszty finansowe (dług netto wzrósł z ok. 230 mln PLN do 250-260 mln PLN, spółka wypłaciła ponad 10 mln PLN dywidendy w 3Q'14) sprowadzą wynik netto do 5,7 mln PLN. Brak poprawy wyników w najlepszym sezonowo kwartale wpłynie na niezrealizowanie naszych wcześniejszych prognoz. Dla spółki celem na ten rok było ponad 700 mln PLN sprzedaży. Po wynikach 1H'14 zarząd studził te oczekiwania.

Prognozy wyników na 3Q'2014 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	175,1	176,0	0,5%	479,6	506,7	5,7%	619,7	660,8	6,6%	726,9	10,0%
Wynik brutto na sprzedaży	56,4	57,0	1,0%	148,7	153,3	3,1%	192,1	202,7	5,5%	239,9	18,4%
EBITDA	20,4	19,5	-4,6%	48,0	44,4	-7,5%	55,6	55,5	-0,2%	78,9	42,3%
EBIT	14,0	13,3	-4,4%	28,8	25,7	-10,9%	30,0	30,6	2,0%	54,1	76,5%
Zysk brutto	11,2	8,3	-25,2%	18,2	14,1	-22,8%	15,9	14,6	-7,9%	38,8	165,3%
Zysk netto	8,2	5,7	-30,6%	12,2	6,2	-49,4%	9,4	5,9	-37,2%	27,8	372,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,2%	32,4%		31,0%	30,3%		31,0%	30,7%		33,0%	
Marża EBITDA	11,7%	11,1%		10,0%	8,8%		9,0%	8,4%		10,9%	
Marża EBIT	8,0%	7,6%		6,0%	5,1%		4,8%	4,6%		7,4%	
Marża zysku netto	4,7%	3,2%		2,5%	1,2%		1,5%	0,9%		3,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:
Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
(0-32) 208 14 35

ROBYG

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	2,23	P/E	20,3	17,2	11,2
MC [mln PLN]	584,5	EV/EBITDA	13,1	13,5	9,8
		EV/EBIT	13,4	13,8	10,0
		P/BV	1,40	1,35	1,27

Dla warszawskiego Dewelopera 3Q'14 będzie najgorszy w bieżącym roku. Należy jednak zauważyć, że zarząd Robyga od dłuższego czasu informował o tym. Przekazanie 107 mieszkań, w tym ponad 30 z projektu NRKM oraz 27 z inwestycji Young City, pozwoli wygenerować ok. 32,9 mln PLN przychodów (należy jednak zwrócić uwagę, że od 1Q'14 spółka wykazuje odrębną pozycję w rachunku wyników dla projektów w formie JV). Jednocześnie marża brutto ze sprzedaży (bez JV) będzie bliska 14,7%, co w dużej mierze jest wynikiem niskiej rentowności działalności budowlanej. Na poziomie operacyjnym spółka odnotuje ponad 1,3 mln PLN straty. Zwracamy jednak uwagę, że deweloper zwiększył liczbę zakontraktowanych lokali do 513 (+7,9% r/r).

Pomimo słabego 3Q'14 spóła wypracuje 419,1 mln PLN przychodów ze sprzedaży. Według naszych założeń Robyg osiągnie 18,1% marży brutto ze sprzedaży. Oczekujemy, że wynik EBIT nieznacznie spadnie do 55 mln PLN (-3,0% r/r). Jednocześnie należy się spodziewać wzrostu zysku netto do 34,0 mln PLN (część podatku jest wykazana w pozycji „Udział w zysku wspólnych przedsięwzięć po opodatkowaniu). Jednocześnie oczekujemy, że wyniki sprzedażowe Robygu ulegną znaczącej poprawie. Liczymy, że wolumen kontraktacji podniesie się do ponad 1,9 mieszkań w ujęciu całorocznym (+12,8% r/r), a liczba przekazanych lokali wzrośnie o 29,7% r/r do ponad 1,5 tys. mieszkań.

Dużo pozytywnie zapatrujemy się na rok 2015. Zakładamy, że spółka sprzeda notarialnie ponad 1,8 tys. lokali dzięki czemu wygeneruje 500,4 mln PLN przychodów ze sprzedaży, przy marży brutto 19,8%. Na poziomie zysku operacyjnego liczymy na skokową poprawę o 18,5 mln PLN do 73,5 mln PLN. Prognozowany przez nas zysk netto może wynieść 50,6 mln PLN.

Prognoza wyników za 3Q'14

	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody*	90,6	32,9	-63,6%	368,9	273,6	-25,8%	485,9	419,1	-13,7%	500,4	19,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	18,0	4,8	-73,1%	65,7	46,4	-29,4%	90,5	76,0	-16,1%	99,2	30,6%
EBITDA	9,8	-1,0	-	45,5	35,5	-21,8%	57,8	56,4	-2,5%	74,9	32,8%
EBIT	9,6	-1,3	-	44,7	34,5	-22,7%	56,7	55,0	-3,0%	73,5	33,6%
Wynik brutto	6,2	-1,8	-	34,6	28,7	-16,9%	44,1	45,5	3,1%	59,3	30,4%
Wynik netto	5,0	-1,3	-	20,2	20,3	0,6%	28,8	34,0	18,1%	50,6	48,8%
marża brutto ze sprzedaży	19,9%	14,7%		17,8%	17,0%		18,6%	18,1%		19,8%	
marża EBITDA	10,8%	-		12,3%	13,0%		11,9%	13,5%		15,0%	
marża EBIT	10,5%	-		12,1%	12,6%		11,7%	13,1%		14,7%	
marża netto	5,5%	-		5,5%	7,4%		5,9%	8,1%		10,1%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; * od 1Q'14 spółka pokazuje wyniki z uwzględnieniem pozycji „Udział w zysku przedsięwzięć w formie JV"*

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

RONSON

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	1,56	P/E	23,1	396,0	13,1
MC [mln PLN]	424,9	EV/EBITDA	28,2	151,8	7,1
		EV/EBIT	29,1	185,9	7,2
		P/BV	0,9	0,9	0,9

Deweloper zanotuje kolejny słaby kwartał w ’14. Według niedawnego komunikatu Ronson przekazał 100 lokali. Według naszych założeń 84 lokale zostały oddane w ramach projektu Młody Grunwald, którego rentowność wynosi ok. 5%. W 3Q’14 spółka powinna wypracować 36,0 mln PLN przychodów (-37,2% r/r), przy spadku marży brutto do 9,0% (-9,1 p.p. r/r). Spodziewamy się również, że deweloper poniesie stratę operacyjną bliską 2,2 mln PLN, a na poziomie netto strata może wynieść nawet 2,7 mln PLN. Jednocześnie zwracamy uwagę, na poprawę kontraktacji. W 3Q’14 Ronson znalazł nabywców na 149 mieszkań (w tym 45 w ramach inwestycji Verdis i 30 w projekcie Sakura), co oznacza poprawę o 21,1% r/r.

Słabo prezentują się także wyniki w okresie 1-3Q’14. Przychody ze sprzedaży spadły o 11,3%, do 149,0 mln PLN. Jednocześnie dużo niższa jest rentowność brutto, która wynosi 16,4% (-5,3 p.p. r/r). W wyniku słabych 2-3Q’14 EBIT obniżył się do 5,0 mln PLN (-72,8% r/r), a wynik netto jest bliski 1,5 mln PLN. Od początku roku spółka znalazła nabywców na 565 mieszkań oraz przekazała 441 lokali.

W ujęci całorocznym spodziewamy się, że Ronson wykaże stratę netto (-0,3 mln PLN). Oczekujemy, że 4Q’14 będzie także bardzo słaby. W ’14 deweloper może wypracować 175,0 mln PLN przychodów oraz 27,7 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (rentowność 15,8%). Na poziomie operacyjnym można liczyć na ok. 2,7 mln PLN zysku. Pomimo słabych wyników finansowych, pozytywniej zapatrujemy się na wyniki sprzedażowe. Według naszych założeń Ronson może znaleźć nabywców nawet na 730 mieszkań (+27,7% r/r), co przełoży się na lepsze wyniki w ’15.

Prognoza wyników za 3Q’14

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana	2015P	zmiana r/r
Przychody [mln PLN]	57,3	36,0	-37,2%	168,0	149,0	-11,3%	207,0	175,0	-15,5%	364,0	108,0%
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	10,3	3,3	-68,6%	36,5	24,4	-33,2%	42,6	27,7	-34,8%	81,4	193,5%
EBITDA [mln PLN]	4,2	-2,2	-	18,5	5,0	-72,8%	19,4	3,3	-83,0%	49,4	1405,4%
EBIT [mln PLN]	4,1	-2,4	-	18,0	4,6	-74,5%	18,7	2,7	-85,7%	48,8	1720,9%
Wynik netto [mln PLN]	4,5	-2,7	-	17,5	1,5	-91,3%	18,4	-0,3	-	32,5	-
marża brutto ze sprzedaży	18,1%	9,0%		21,7%	16,4%		20,6%	15,8%		22,4%	
marża EBITDA	7,4%	-		11,0%	3,4%		9,4%	1,9%		13,6%	
marża EBIT	7,2%	-		10,7%	3,1%		9,1%	1,5%		13,4%	
marża netto	7,8%	-		10,4%	1,0%		8,9%	-		8,9%	
Liczba lokali sprzedanych	123	149	21,1%	418	565	35,2%	572	730	27,7%	790	3,9%
Liczba lokali przekazanych	135	100	-24,4%	376	441	17,3%	474	516	8,9%	880	70,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

ROVESE

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	1,38	P/E	-	-	42,6
MC [mln PLN]	1 119,8	EV/EBITDA	8,5	7,3	6,3
		EV/EBIT	48,5	26,4	17,0
		P/BV	0,6	0,7	0,7

W kontekście problemów, którymi musi sobie radzić spółka (kryzys na linii Ukraina-Rosja) operacyjnie wyniki Roveses za 1H'14 nie wyglądały źle. Spółka odnotowała spadek sprzedaży, ale zarówno w 1Q'14 i 2Q'14 udało się dość wyraźnie poprawić marżę brutto ze sprzedaży (+4,5 pp, +2,2 pp r/r) a w konsekwencji wynik EBITDA (+16,1 mln PLN r/r). Wynik netto 1H'14 jest obciążony przez 193 mln PLN różnic kursowych (w tym -190 mln PLN w 1Q'14) i wynikają one w praktyce w całości z osłabienia UAH względem EUR (wycena bilansowa zobowiązań, kredyty i pożyczek, spółki Cersanit Invest LLC).

W 1H'14 kurs EUR/UAH wzrósł z 11,2 do 16,2. W samym 3Q'14 zmiana na koniec okresu była już niewielka (zamknięcie: 16,3, chociaż przejściowo kurs doszedł już do >19). Przyjmujemy, że spółce w 3Q'14 operacyjnie udało się utrzymać tendencje widoczne w poprzednich kwartałach (czyli spadek przychodów, ale poprawa marży). Kryzys na wschodzie będzie ma przełożenie na rynek krajowy w postaci presji cenowej.

Zwracamy uwagę na ofertę wartą 1,4 mld USD, którą w połowie października złożył Geberit (systemy wodne do łazienek/toalet) za producenta ceramiki sanitarnej Sanitec. Wycenia ona spółkę na poziomie 10xEBITDA'15. Sanitec ma silną pozycję w Europie Wschodniej (16% sprzedaży za 2013 rok, w Polsce marka Koło; region Europy Centralnej w materiałach spółki = Niemcy + Beneluks). Branża materiałów ceramicznych (wyposażenie łazienek, płytki) w ostatnich latach podlega globalnej konsolidacji – przypominamy, że na początku 2013 doszło do finalizacji przejęcia za 1,5 mld USD producenta płytek Marazzi przez amerykańską grupę Mohawk.

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	552,7	497,4	-10,0%	1 485,6	1 336,9	-10,0%	1 870,5	1 690,7	-9,6%	1 787,9	5,8%
Wynik brutto na sprzedaży	175,0	161,7	-7,6%	447,7	434,0	-3,0%	548,0	543,3	-0,9%	588,6	8,3%
EBITDA	81,0	83,6	3,2%	166,3	185,0	11,2%	213,9	249,2	16,5%	276,9	11,1%
EBIT	41,3	38,6	-6,5%	45,5	53,4	17,2%	37,4	69,1	85,0%	102,3	48,1%
Zysk brutto	-12,7	17,2	-235,5%	-36,3	-202,6	458,5%	-66,2	-207,7	214,0%	32,4	-115,6%
Zysk netto	-11,7	13,9	-218,9%	-34,1	-192,0	462,3%	-64,4	-196,8	205,8%	26,3	-113,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	31,7%	32,5%		30,1%	32,5%		29,3%	32,1%		32,9%	
Marża EBITDA	14,7%	16,8%		11,2%	13,8%		11,4%	14,7%		15,5%	
Marża EBIT	7,5%	7,8%		3,1%	4,0%		2,0%	4,1%		5,7%	
Marża zysku netto	-2,1%	2,8%		-2,3%	-14,4%		-3,4%	-11,6%		1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

SELENA FM

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	16,0	P/E	17,8	10,4	7,8
MC [mln PLN]	363,6	EV/EBITDA	6,1	5,4	5,0
		EV/EBIT	9,3	7,6	7,0
		P/BV	0,9	0,9	0,8

W zarządzie spółki w 3Q'14 doszło do zmian. Z funkcji wiceprezesa zrezygnował Kazimierz Przełomski, natomiast skład został uzupełniony o Krzysztofa Kluzę (nowy wiceprezes ds. finansowych), Andrzeja Ferugę (wcześniej Knauf) i Marcina Macewicza (związany ze spółką od 1994 roku).

Mimo kryzysu na wschodzie po 1H'14 spółka nadal notowała delikatny wzrost sprzedaży, przy pojawieniu się oznak presji na marże (w 2Q'14 odnotowano dawno niewidziany spadek marży brutto ze sprzedaży). Spodziewamy się, że w 3Q'14 dynamika przychodów wyhamowała do „zera" (negatywny wpływ Rosji jest równoważony przez inne rynki ale przy dalszym osłabianiu się RUB będzie to coraz trudniejsze). Mix surowcowy wygląda w miarę korzystnie dla spółki w związku z czym spodziewamy się, że po 1-3Q'14 nadal będzie widoczny przyrost marży brutto. Saldo pozostałej działalności w 3Q'14 zakładamy na poziomie podobnym jak w ubiegłym roku (ok. -2-3 mln PLN). Na saldzie finansowym spodziewamy się głównie wpływu odsetek (w 3Q'13 Selena miała dużo ujemnych różnic kursowych). Per saldo zakładamy poprawę wyniku netto r/r. W 4Q'14 mamy obawy czy sprzedaży nie zejdzie w ujemną dynamikę (słaba Rosja), wynik netto mogą obciążyć różnice kursowe, tradycyjnie w przypadku spółki koniec roku to pytanie o skalę ujemnego salda pozostałej działalności operacyjnej (w 4Q'13: -13,4 mln PLN).

W 2015 spodziewamy się, że może nadal stać pod znakiem spadających przychodów na rynku rosyjskim – szansę widzimy natomiast w rozwijaniu mniejszych segmentów rynkowych (zwracamy uwagę w tym miejscu na zmiany w zarządzie). Wynik netto w dużej mierze będzie zależał od kursów walut (w prognozie na 2014 to ok -10 mln PLN przy obecnych kursach).

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	346,5	346,5	0,0%	832,0	849,3	2,1%	1 113,9	1 120,0	0,5%	1 120,0	0,0%
Wynik brutto na sprzedaży	102,9	102,2	-0,6%	242,3	250,0	3,2%	325,7	328,1	0,7%	327,7	-0,1%
EBITDA	42,3	41,1	-3,0%	63,3	68,2	7,7%	75,9	85,3	12,4%	85,3	0,0%
EBIT	35,4	34,7	-2,0%	43,9	49,4	12,5%	50,2	59,9	19,4%	60,6	1,1%
Zysk brutto	23,8	32,7	37,4%	28,4	36,9	29,9%	25,4	41,9	65,0%	54,0	28,9%
Zysk netto	22,0	29,1	32,1%	25,4	29,8	17,2%	20,5	35,0	70,6%	46,8	33,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,7%	29,5%		29,1%	29,4%		29,2%	29,3%		29,3%	
Marża EBITDA	12,2%	11,9%		7,6%	8,0%		6,8%	7,6%		7,6%	
Marża EBIT	10,2%	10,0%		5,3%	5,8%		4,5%	5,3%		5,4%	
Marża zysku netto	6,4%	8,4%		3,1%	3,5%		1,8%	3,1%		4,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

SONEL

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	8,25	P/E	15,3	15,4	14,2
MC [mln PLN]	115,5	EV/EBITDA	7,1	6,9	7,0
		EV/EBIT	12,8	12,9	11,9
		P/BV	1,8	1,7	1,5

Wyniki spółki już w minionych dwóch kwartałach potwierdziły, że spółka jest w stanie odrobić spadek sprzedaży na rynkach wschodnich, do tej pory generujących ok. 20% obrotu firmy. Po wynikach 2Q'14 prezes informował, że spadek sprzedaży w Rosji to ok. 30% r/r (tylko z tytułu osłabienia rubla jest to kilkanaście procent). Niemniej przychody w 1H'14 wzrosły o ok. 8% dzięki poprawie na pozostałych rynkach. Spółka utrzymuje też wysoką marże brutto na poziomie 35%. Z drugiej strony wyraźnie wzrosły koszty zarządu (z 700-800k PLN na 1 mln PLN). Liczymy, że podobnie było w 3Q'14. W rezultacie oczekujemy porównywalnych wyników r/r przy ok. 10% wzroście sprzedaży. Na ten rok dla spółki głównym wyzwaniem jest osiągnięcie zdolności produkcyjnej przez Foxytech (inteligentne liczniki). Na ostatniej konferencji spółka informowała, że będzie to w październiku, a w przetargach wystartuje pod koniec roku. Zakładamy, że pierwsze przychody Foxytech pojawią się w 2015 roku.

Prognozy wyników na 3Q'2014 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	11,9	13,1	10,0%	33,4	36,5	9,1%	53,19	55,24	3,8%	134,10	142,8%
Wynik brutto na sprzedaży	3,5	4,6	29,8%	10,3	12,9	24,5%	16,68	19,42	16,4%	22,66	16,7%
EBITDA	3,2	3,3	1,4%	9,2	10,0	8,4%	14,97	15,07	0,6%	17,36	15,2%
EBIT	1,5	1,5	-2,2%	4,2	4,7	10,9%	8,27	7,99	-3,4%	10,28	28,7%
Zysk brutto	1,5	1,5	2,8%	4,4	4,8	10,5%	8,41	8,21	-2,4%	9,63	17,2%
Zysk netto	1,4	1,4	1,7%	4,0	4,5	12,9%	7,56	7,52	-0,5%	8,13	8,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,7%	35,0%		30,9%	35,2%		31,4%	35,2%		16,9%	
Marża EBITDA	27,1%	25,0%		27,6%	27,4%		28,1%	27,3%		12,9%	
Marża EBIT	12,9%	11,5%		12,6%	12,8%		15,6%	14,5%		7,7%	
Marża zysku netto	11,6%	10,7%		11,8%	12,2%		14,2%	13,6%		6,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

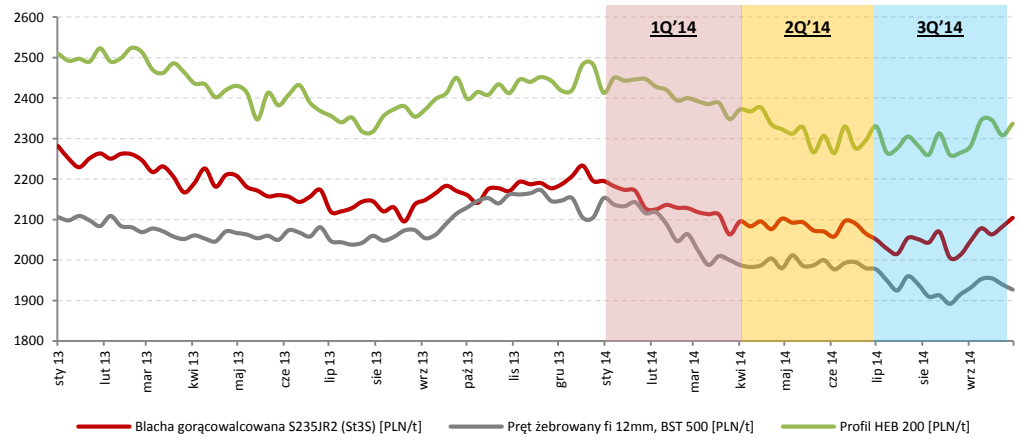
STALPROFIL

			2012	2013P	2014P	2015P
Kurs [PLN]	13.0	P/E	14.1x	14.7x	36.6x	12.9x
MC [mln PLN]	227.5	EV/EBITDA	6.6x	7.7x	12.7x	6.7x
		EV/EBIT	8.3x	10.8x	26.4x	9.1x
		P/BV	0.70x	0.66x	0.66x	0.63x

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

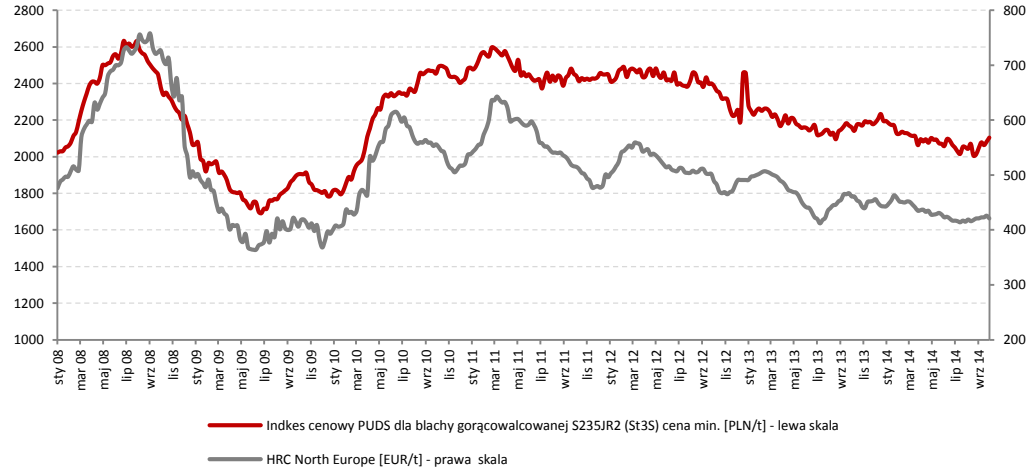
Spółka w 1H'14 zmagała się z dość trudnym otoczeniem. Optymistyczne dane sprzedażowe i poprawa marż dla dystrybutorów stali na przełomie 2013/2014 były jedynie krótkotrwałą sytuacją i kolejne miesiące 2014 roku przynoszą słabe wolumeny oraz zniżkujące ceny podstawowego asortymentu wyrobów stalowych. Z danych PUDS wynika, jednak że okres 3Q'14 przyniósł niewielkie wzrosty cen, zwłaszcza na blachach oraz profilach. Tym samym skala sp[Adków wyrobów stalowych, licząc od stycznia 2014 uległa ograniczeniu. Zauważamy, że próba wprowadzenia podwyżek wyrobów stalowych dokonana we wrześniu została przyjęta przez rynek, niemniej w średnim terminie ryzykiem dla trwałości tych podwyżek są ceny na rynkach światowych (m.in. spadające ceny rudy).

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 3Q'14 na poziomie ok. 6.7 mln PLN, czyli o 24% mniej w ujęciu r/r. Na poziomie netto liczymy się ze spadkiem wyniku do ok. 2.6 mln PLN. W porównaniu z wcześniejszymi założeniami dokonaliśmy korekty in minus dla obszaru infrastruktury za 4Q'14. Ogółem w skali całego 2014 roku liczymy, że spółka na poziomie skonsolidowanym wykaże zysk EBITDA na pułapie 21.4 mln PLN.

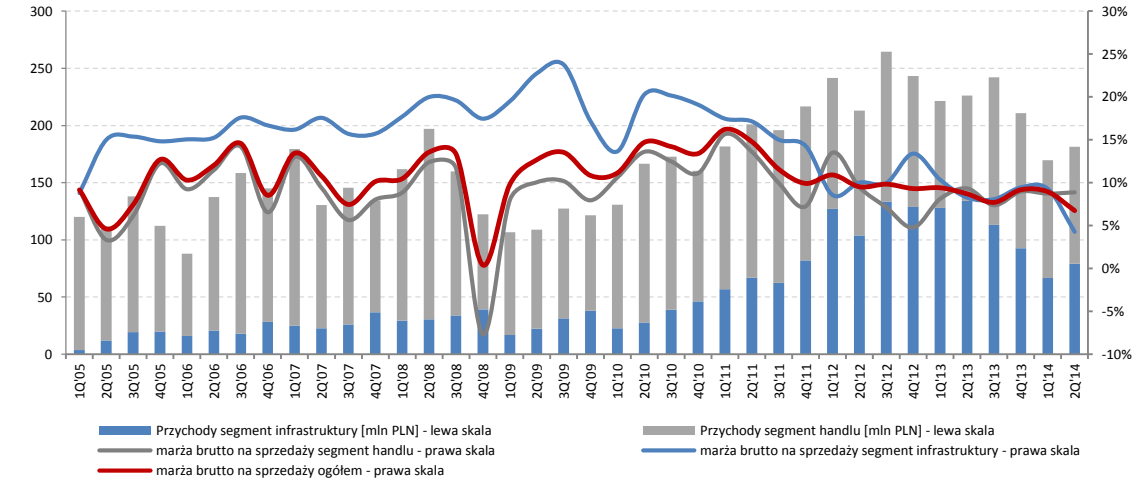
Lata 2015-2016 powinny przynieść odbudowę wyników grupy. Zarówno w obszarze handlu stalą jak i infrastruktury powinny być widoczne pozytywne tendencje rynkowe (lepszy popyt i poprawa cen). Dlatego biorąc pod uwagę, że grupa historycznie umiejętnie wykorzystywała szanse rynkowe inwestorzy powinni spodziewać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

Prognozy wyników Stalprofilu [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody	242.3	176.0	-27%	689.8	527.1	-24%	698.3	-22%	742.4	6%	75%
COGS	223.6	160.0	-28%	630.6	483.7	-23%	641.7	-22%	658.2	3%	75%
Wynik na sprzedaży	18.7	16.0	-14%	59.2	43.4	-27%	56.6	-28%	84.2	49%	77%
Koszty sprzedaży	4.4	4.0	-9%	13.6	12.4	-9%	16.1	-14%	17.4	8%	77%
Koszty zarządu	8.1	7.9	-3%	24.1	22.5	-7%	32.4	-6%	34.8	7%	69%
EBITDA	**8.9**	**6.7**	**-24%**	**29.9**	**18.8**	**-37%**	**21.4**	**-44%**	**41.7**	**95%**	**88%**
EBIT	6.3	4.0	-35%	21.9	10.4	-53%	10.3	-62%	30.9	201%	101%
Wynik netto	5.4	2.9	-46%	17.1	7.8	-54%	7.6	-64%	22.7	199%	103%
dla akcjonariuszy dominującej	4.4	2.6	-41%	12.4	6.9	-44%	6.2	-60%	17.6	183%	111%
marża brutto na sprzedaży	7.7%	9.1%		8.6%	8.2%		8.1%		11.3%		
marża EBITDA	2.0%	2.5%		2.2%	2.6%		2.5%		2.7%		
marża netto	43.5%	49.2%		40.8%	51.8%		57.2%		41.4%		

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	22.2	13.2	9.7
MC [mln PLN]	1 614	EV/EBITDA	13.0	8.0	5.3	4.3
		EV/EBIT	22.3	20.8	9.4	7.0
		P/BV	1.0	0.9	0.9	0.8

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

Okres 2Q'14 był symbolicznym kwartałem zakończenia procesu erozji wyników spółki. Spodziewamy się, że Stalprodukt na poziomie skonsolidowanym w 3Q'14 i 4Q'14 wykaże dalszą poprawę wyników. Wpływ na to powinna mieć coraz lepsza sytuacja w segmencie blach (pierwsze podwyżki cennikowe oraz wysoki wolumen po uruchomieniu modernizowanej wcześniej linii produkcyjnej) i segmencie cynku (w części górniczej będą sprzyjały wyższe ceny cynku – silne wzrosty w 3Q'14 vs 2Q'14). Na 2H'14 przyjęliśmy ostrożniejsze założenia dla obszaru profili. Obawiamy się, że ten segment może odczuwać słabszą sprzedaż barier oraz pogorszenie relacji cenowych wsad/produkt finalny.

Ogółem na 2014 rok zakładamy, że spółka powinna wykazać wynik EBITDA na poziomie 308.2 mln PLN. Zapoczątkowana w 2Q'14 ścieżka wzrostu wyników powinna być kontynuowana w kolejnych dwóch latach. Tym samym przyjęliśmy, że EBITDA w latach 2015-2016 wzrośnie odpowiednio do 354.8 i 402 mln PLN. Na poziomie netto w 2014 roku spodziewamy się zysku na poziomie 122.4 mln PLN. w kolejnych dwóch latach przyjęliśmy ścieżkę wzrostu do ponad 200 mln PLN.

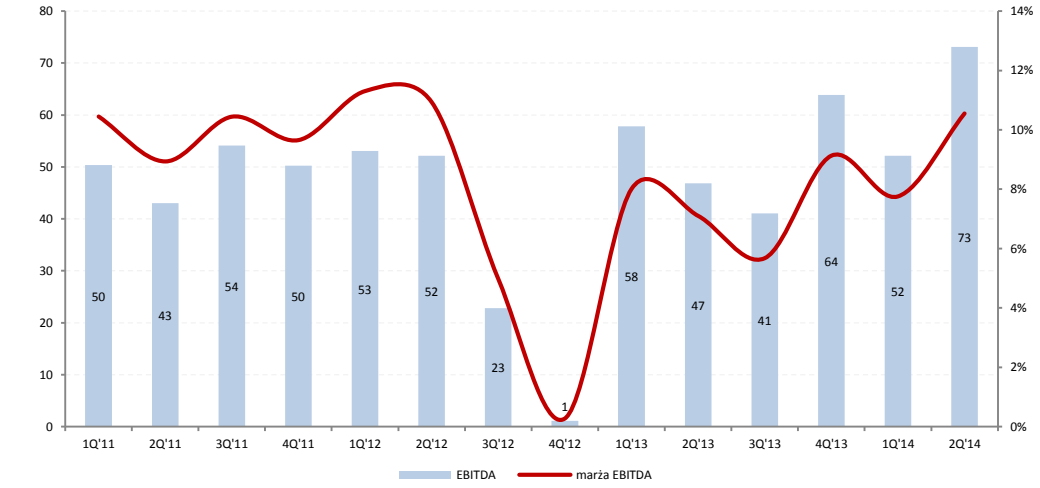
Prognoza wyników [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody	724.3	702.5	-3%	2106.3	2068.4	-2%	2 799.7	0%	2 972.4	6%	74%
segment blach	84.1	112.4	34%	300.6	327.6	9%	448.7	16%	502.8	12%	73%
segment profili	206.4	184.0	-11%	603.0	570.8	-5%	768.6	-5%	807.0	5%	74%
segment cynku	363.4	347.4	-4%	1041.2	1003.2	-4%	1 356.1	-2%	1 413.5	4%	74%
Wyniki segmentów	35.9	69.6	94%	138.0	179.4	30%	256.4	56%	311.1	21%	70%
segment blach	0.5	13.8	---	22.7	31.7	39%	47.5	135%	78.3	65%	67%
segment profili	7.6	9.2	22%	30.4	35.4	17%	49.8	31%	52.5	5%	71%
segment cynku	22.3	40.7	82%	73.6	97.4	32%	137.5	52%	154.2	12%	71%
EBITDA	**41.1**	**89.2**	**117%**	**145.7**	**214.5**	**47%**	**308.2**	**47%**	**354.8**	**15%**	**70%**
EBIT	6.7	54.9	719%	49.6	114.0	130%	173.4	115%	215.2	24%	66%
Saldo finansowe	7.3	-2.4	---	9.3	-5.8	---	-9.2	-157%	-2.0	-78%	63%
Wynik netto	10.7	40.6	280%	45.6	79.3	74%	122.4	68%	165.9	36%	65%
marża segmentu blach	0.5%	12.3%		7.6%	9.7%		10.6%		15.6%		
marża segmentu profili	3.7%	5.0%		5.0%	6.2%		6.5%		6.5%		
marża segmentu cynku	6.1%	11.7%		7.1%	9.7%		10.1%		10.9%		

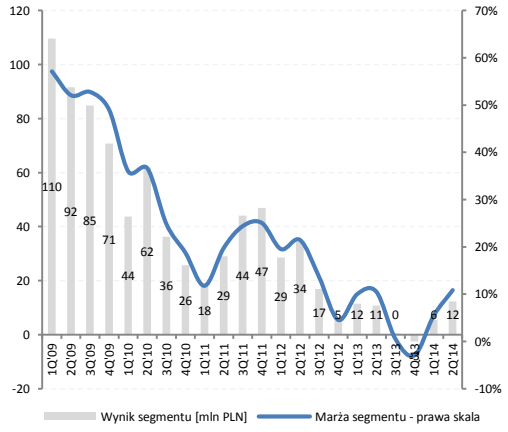
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki segmentów Stalproduktu w ujęciu kwartalnym

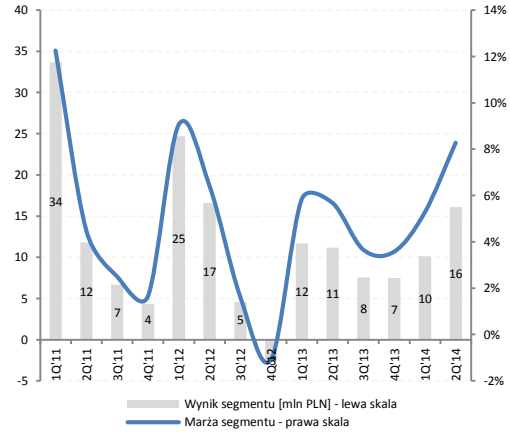
Skonsolidowany wynik EBITDA Stalproduktu w ujęciu kwartalnym



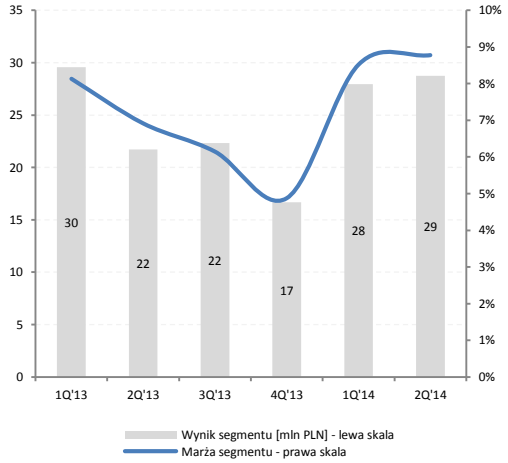
Segment blach



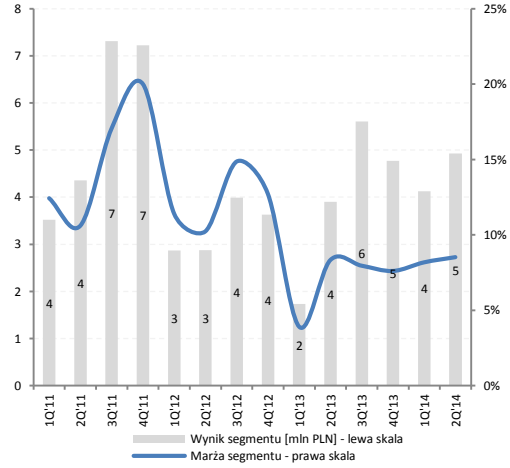
Segment profili



Segment cynku

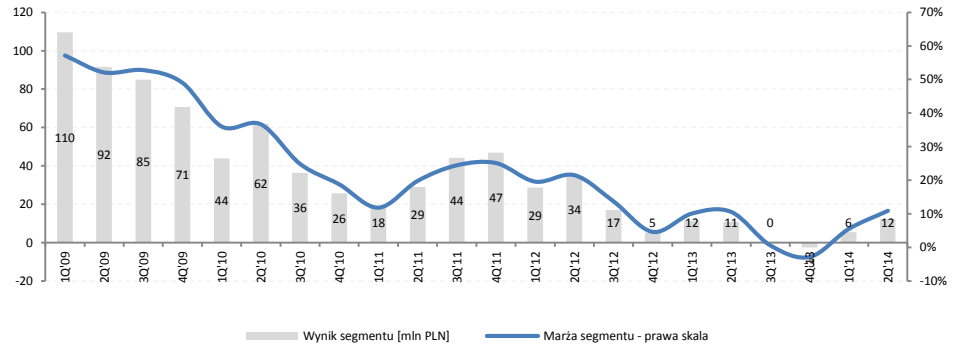


Pozostała działalność



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

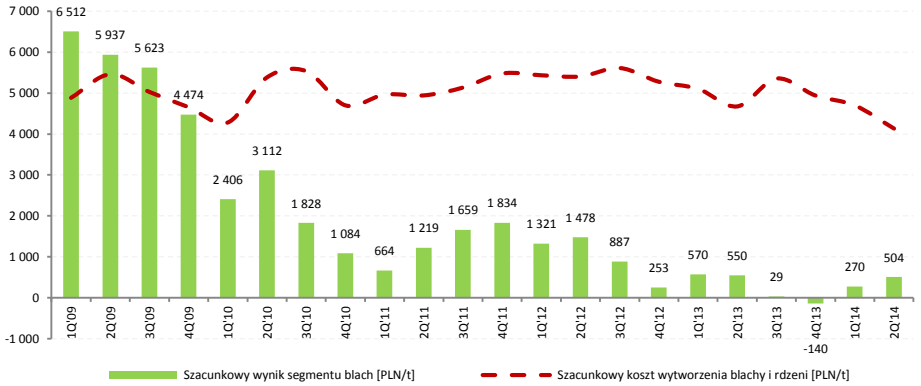
Wynik segmentu blach elektrootechnicznych w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu blach są pod presją od wielu lat. Zwiększenie mocy produkcyjnych przy mniejszym niż oczekiwano wzroście popytu w istotny sposób wpłynęło na spadek marżowości produkcji blach transformatorowych. Wyniki za 2H'13 wskazywały osiągniecie ceny progowej, kiedy Stalprodukt generuje dodatni wynik z tego obszaru działalności.

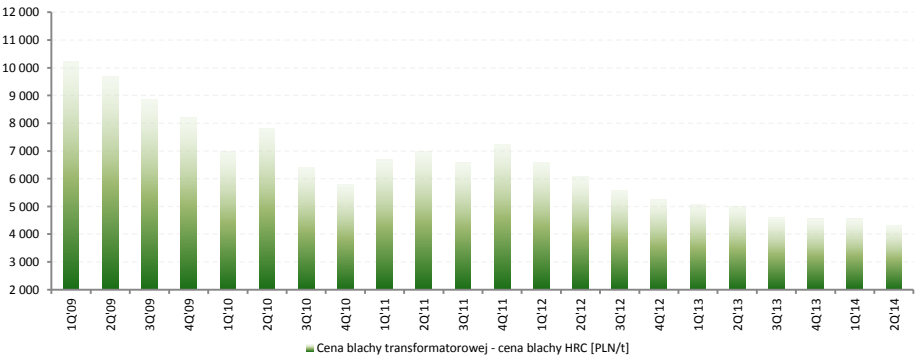
Szacunkowy wynik oraz koszt wytworzenia segmentu w przeliczeniu na tonę (symulacja BDM)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg, CEIC

Wg naszych szacunków średni wynik w 1H'13 wynosił ok. 560 PLN/t, w 2H'13 było to już znacznie mniej (w 4Q'13 nawet starta segmentu). Okres 1Q'13 nie zmienił zasadniczo relacji cenowych, niemniej przy dużej dyscyplinie kosztowej i rozliczaniu bonusów, spółce udało się poprawić wyniki względem słabych odczytów z 2H'13.Pozytywnie jesteśmy zbudowanie efektem wzrostu wolumenów w 2Q'14.

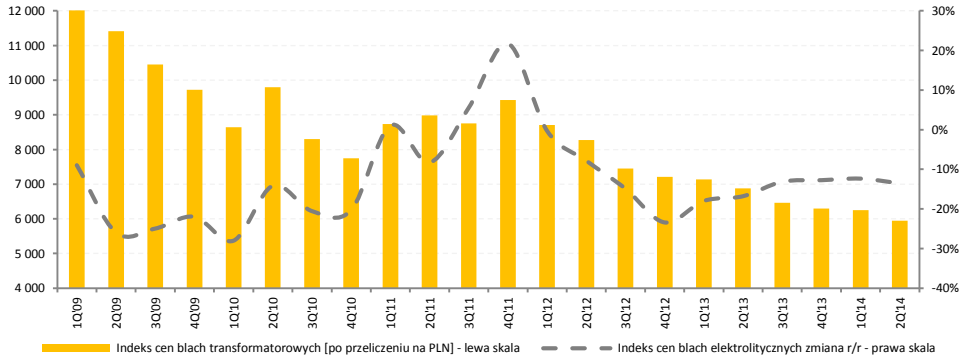
Szacunkowa różnica (cena blachy transformatorowej – cena blachy HRC) [PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg, CEIC

Szacunkowa różnica pomiędzy ceną blachy transformatorowej a ceną blachy HRC systematycznie ulegała obniżaniu. Nasze obliczenia wskazują, że w 1Q'14 i 2Q'14 wspomniana różnica była niższa o ponad 500-600 PLN/t w ujęciu r/r. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w ujęciu q/q odczyty wskazują na wyhamowanie negatywnych tentacji dla Stalproduktu (lepsze dane za 3Q'14).

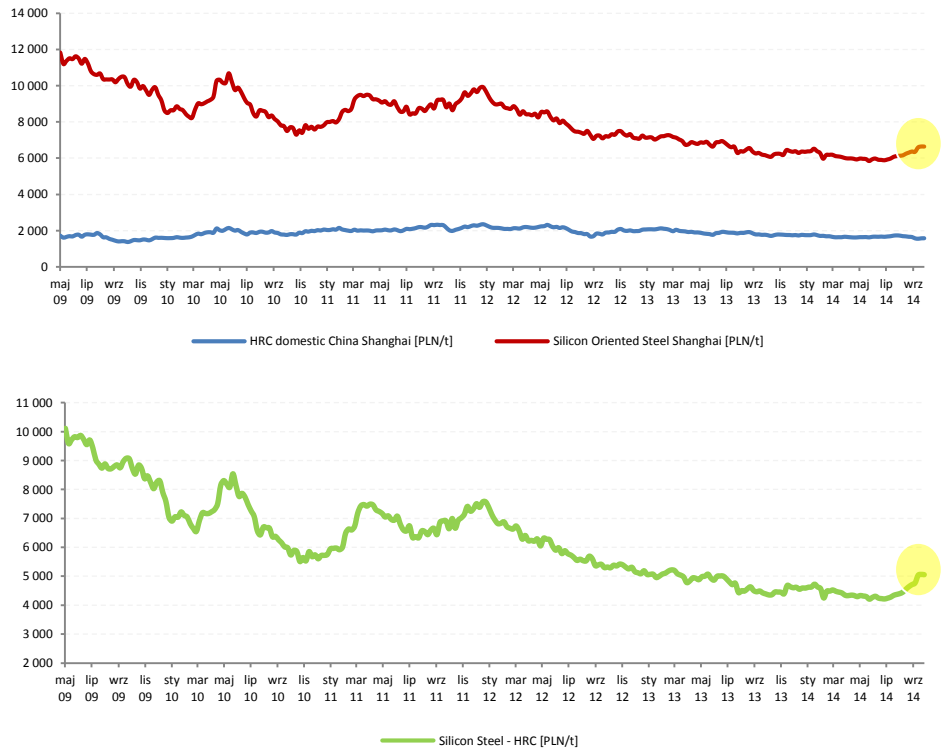
Szacunkowa indeks cenowy blach transformatorowych (obliczenia BDM)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg, CEI

Ceny Balch transformatorowych w 1Q'14 i 2Q'14 utrzymywały tendencją spadkową w ujęciu r/r, niemniej w relacji q/q widać stabilizację cen. Odczyty za 3Q'14 wskazują, że następuje powolny wzrost cen blach transformatorowych (dodatkowo pozytywne przełożenia dla spółki będzie miał większy wolumen sprzedaży a w 2015 roku lepszy mix sprzedażowy – uruchomione moce HIB).

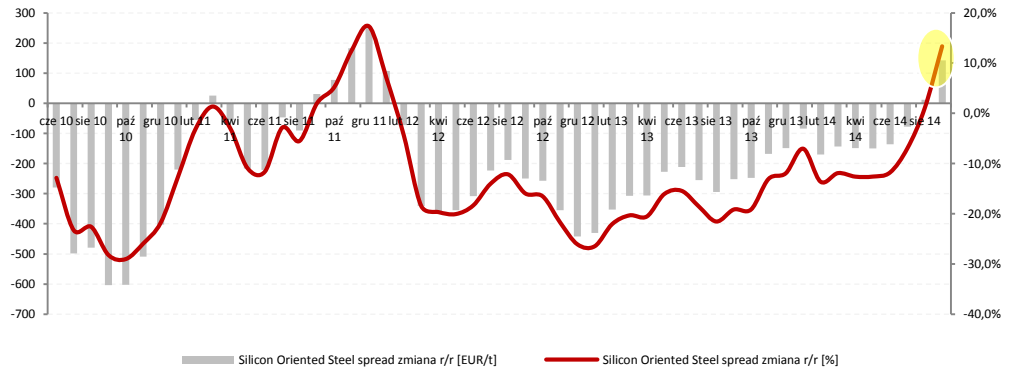
Relacje cenowe – blacha transformatorowa i HRC (Shanghai)



W 3Q'14 widać pierwsze optymistyczne sygnały świadczące o powolnym podnoszeniu cen blach transformatorowych. Liczymy, że spółka w 3Q'14 i 4Q'14 będzie mogła wprowadzić wyższe cenniki, co będzie miało bezpośrednie przełożenie na osiągane marże segmentu blach. Dodatkowo na 2015 rok impulsem wzrostowym (poza oczekiwanym dalszym wzrostem cen blach) powinien być lepszy mix sprzedażowy – więcej blach w technologii HiB.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

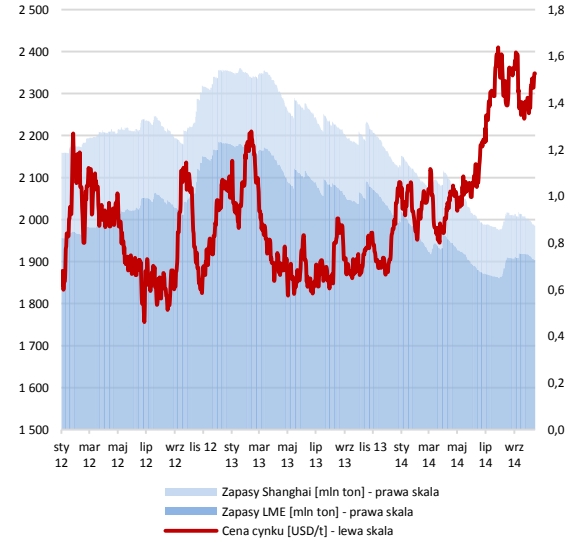
Zmiana spreadu cena blachy transformatorowej i HRC (Shanghai)



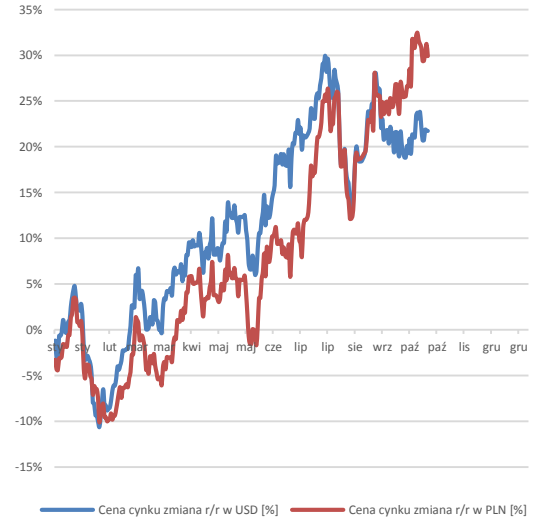
Odczyty z Shanghai Silicon Oriented Steel oraz HRC wykazały za wrzesień '14 dalszą poprawę relacji cenowej dla producentów blach transformatorowych. Spodziewamy się, że kolejne miesiące przyniosą utrwalenie i umocnienie tego zjawiska.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

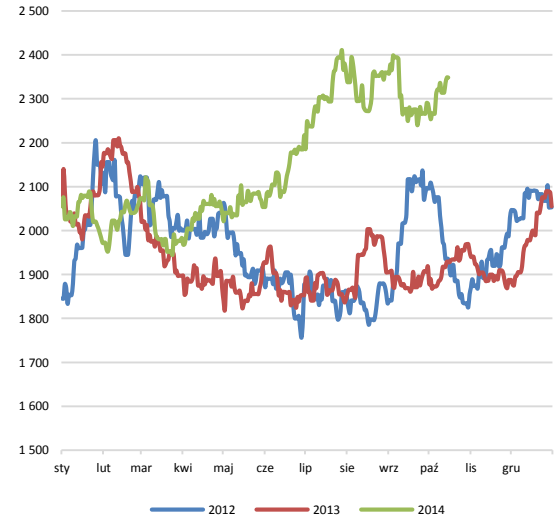
Cyna cynku oraz zapasy cynku na LME oraz w Shanghaju



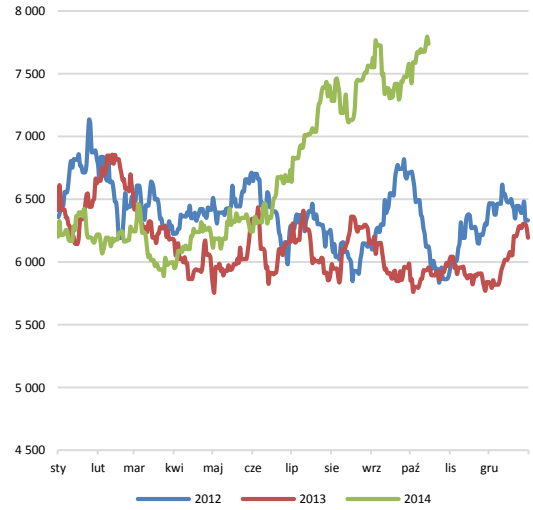
Zmiana r/r cen cynku w 2014 w ujęciu USD i PLN



Cena cynku w latach 2012-2014 (wykresy nałożone) [USD/t]



Cena cynku w latach 2012-2014 (wykresy nałożone) [PLN/t]

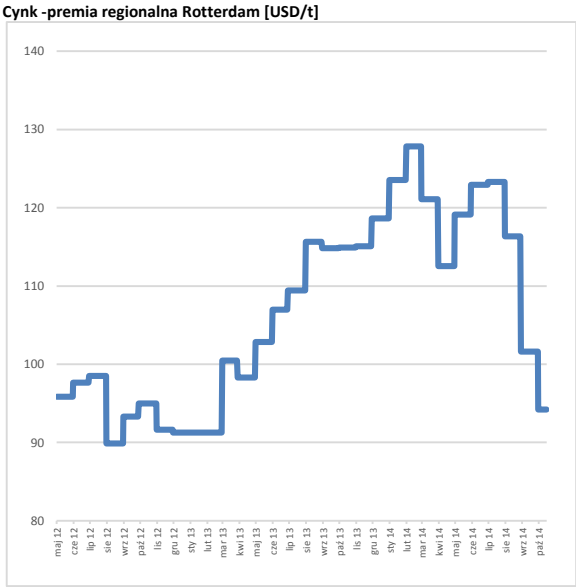


Zmiana ceny cynku r/r w 2014 [USD/t]

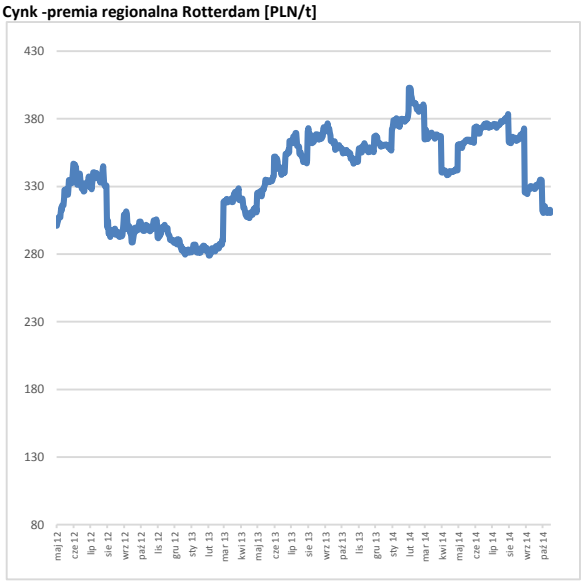
Zmiana ceny cynku r/r w 2014 [PLN/t]

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, CRU

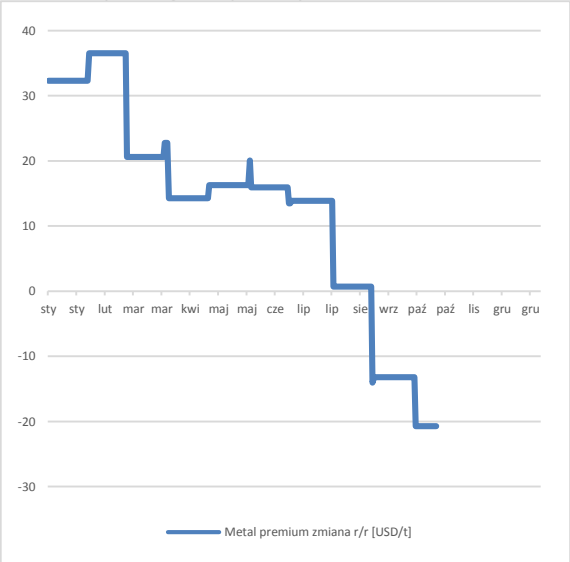
Cynk -premia regionalna Rotterdam [USD/t]



Cynk -premia regionalna Rotterdam [PLN/t]



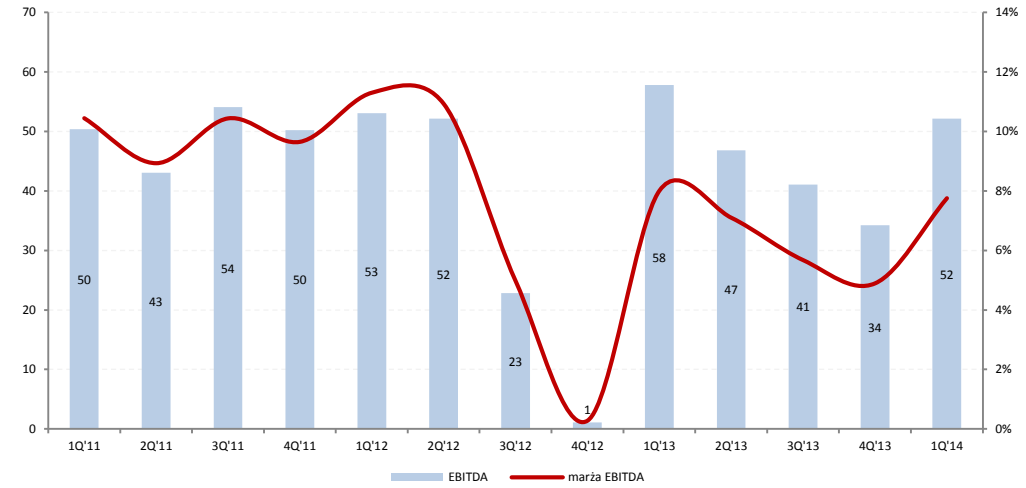
Zmiana stawki premii regionalnej r/r dla cynku w Rotterdamie w 2014 [USD/t]



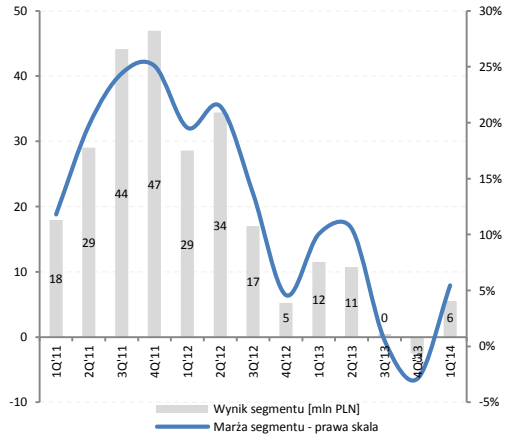
Zmiana stawki premii regionalnej r/r dla cynku w Rotterdamie [PLN/t]

Wyniki segmentu rur i profili w ujęciu kwartalnym

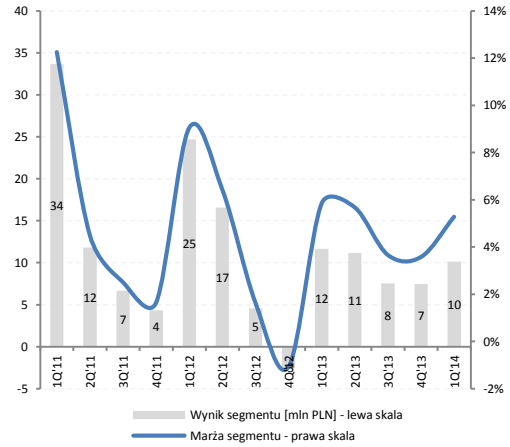
Skonsolidowany wynik EBITDA Stalproduktu w ujęciu kwartalnym



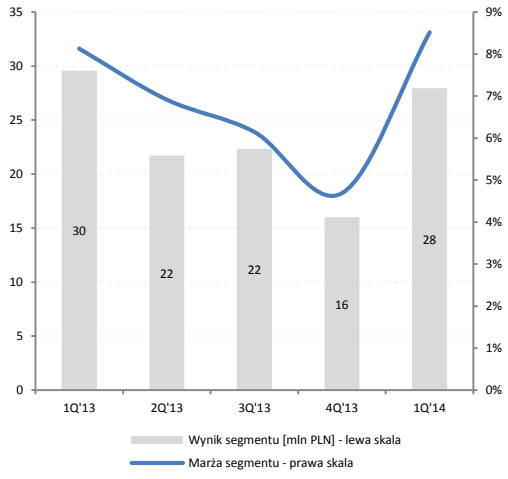
Segment blach



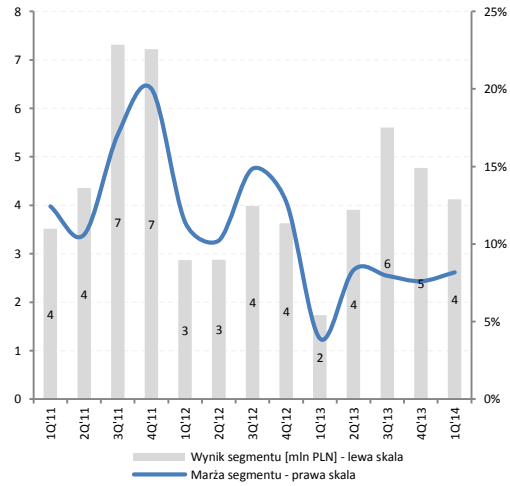
Segment profili



Segment cynku



Pozostała działalność



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SYNTHOS

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	3,94	P/E	12,5	13,5	10,4
MC [mln PLN]	5 213,6	EV/EBITDA	9,5	6,6	6,1
		EV/EBIT	12,7	8,5	7,9
		P/BV	2,3	2,3	2,1

Okres 3Q'14 był relatywnie stabilny na podstawowych produktach w relacji do poprzedniego kwartału. Utrzymywało się słabsze otoczenie w biznesie kauczukowym i relatywnie dobre w styrenopochodnych. Mimo sezonowego wzrostu wolumenów sprzedaży marże nie są na tyle wysokie, aby zapewnić znaczący wzrost wyników. W rezultacie oczekujemy porównywalnego kwartału z 2Q'14. W relacji r/r będzie on już jednak istotnie lepszy. W 3Q'13 notowaliśmy minima cen butadienu. W 3Q'14 średnie ceny butadienu w Europie utrzymywały się na poziomie ok. 1310 USD/t czyli 18% r/r wyżej. Dodatkowo sprzyjał spread między notowaniami w Azji, gdzie butadien był droższy (1441 USD/t), a Europą, co podnosi konkurencyjność spółki. Również na wyższych poziomach kształtowała się marża na produkcji butadienu dzięki spadkowi kosztu nafty (200 USD/t vs -21 USD/t w 3Q'13 i 229 USD/t w 2Q'14). W rezultacie spodziewamy się znacznej poprawy wyników segmentu kauczukowego (EBITDA 115 mln PLN vs 27 mln PLN w 3Q'13). W styrenopochodnych otoczenie było wciąż relatywnie dobre ale słabsze r/r i q/q. Obniżyła się zarówno marża na produkcji styrenu jak i polimerów (GPPS, HIPS, EPS). Z drugiej strony wg danych o produkcji GUS powinien to być dobry kwartał jeśli chodzi o wolumeny (produkcja polistyrenów +22% r/r, EPS +9% r/r w okresie lipiec-sierpień). Niemniej słabsze marże produktowe nie pozwolą na poprawienie wyników. Spodziewamy się niecałych 36 mln PLN EBITDA wobec 57,1 mln PLN przed rokiem i 45,7 mln PLN w 2Q'14. Słabszy powinien też być wynik segmentu energetyki, porównywalny w dyspersjach. Reasumując, oczekujemy ok. 166 mln PLN EBITDA. Na poziomie netto widoczny będzie one-off związany z kosztami aranżacji nowego finansowania (emisja 350 mln EUR obligacji we wrześniu'14). Koszty te szacujemy na ok. 36 mln PLN (2,5% kwoty finansowania, podobnie jak w Ciech). W rezultacie zysk netto wyniesie ok. 77 mln PLN i będzie nieznacznie słabszy r/r. Słabsze będą również przychody mimo lepszych wolumenów sprzedaży głównych produktów. Wynika to ze zmiany sposobu konsolidacji jednostki Butadien Kralupy z metody praw własności na proporcjonalną (wyłączono wzajemne transakcje).

Prognozy wyników na 3Q'2014 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P*	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P*	zmiana r/r	2013	2014P*	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	1 401,1	1 360,7	-2,9%	4 186,8	3 710,6	-11,4%	5 359,3	5 011,5	-6,5%	5 332,4	6,4%
Wynik brutto na sprzedaży	154,5	203,4	31,7%	553,7	597,5	7,9%	739,7	823,0	11,3%	912,8	10,9%
EBITDA	120,8	166,2	37,6%	443,8	496,2	11,8%	605,3	689,5	13,9%	785,2	13,9%
EBIT	82,1	126,8	54,4%	328,6	379,0	15,3%	453,0	532,9	17,6%	608,2	14,1%
Zysk brutto	88,2	86,4	-2,0%	339,9	318,6	-6,3%	467,1	476,4	2,0%	564,5	18,5%
Zysk netto	82,3	76,9	-6,5%	306,0	245,7	-19,7%	416,9	386,0	-7,4%	502,4	30,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,0%	15,0%		13,2%	16,1%		13,8%	16,4%		17,1%	
Marża EBITDA	8,6%	12,2%		10,6%	13,4%		11,3%	13,8%		14,7%	
Marża EBIT	5,9%	9,3%		7,8%	10,2%		8,5%	10,6%		11,4%	
Marża zysku netto	5,9%	5,7%		7,3%	6,6%		7,8%	7,7%		9,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. w kosztach finansowych uwzględniamy one-off związany z aranżacją obligacji (2,5%, ok. 36,6 mln PLN)*

Analityk:
Krystian Brymora
brymora@bdm.pl
(0-32) 208 14 35

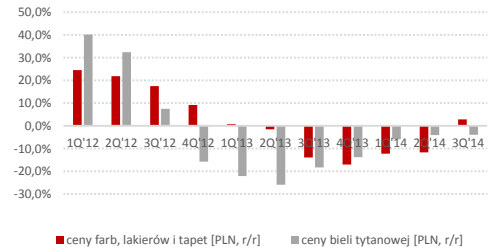
ŚNIEŻKA

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	38,5	P/E	10,8	13,6	11,6
MC [mln PLN]	521,6	EV/EBITDA	7,1	8,1	7,6
		EV/EBIT	9,4	11,1	10,5
		P/BV	2,2	2,2	2,1

Ze względu na sporą ekspozycję na rynek ukraiński (kurs UAH/PLN spadł o 37% r/r) spodziewamy się, że skonsolidowane przychody spółki będą nadal pod presją. Zakładamy, że dodatnie dynamiki udało się zachować w Polsce (zwracamy uwagę, że 3Q'13 był dość słaby), natomiast spadki odczuwalne są także na Białorusi i w Rosji. Spodziewamy się nieco niższej marży brutto ze sprzedaży r/r (presja rynku ukraińskiego, na rynku polskim według danych PSB odnotowano nawet nieznaczny wzrost cen r/r). Ograniczenie kosztów SG&A (m.in. ścięcie marketingu na Ukrainie) daje naszym zdaniem szanse na zachowanie w 3Q'14 ubiegłorocznego poziomu EBITDA. Na wynik netto (prognozujemy 16,9 mln PLN) negatywny wpływ będą mieć ujemne różnice kursowe (kredyt w USD), przyjmujemy -4,3 mln PLN na saldzie finansowym.

Okres 4Q zwykle jest bez większego wpływu na wynik roczny (2013 rok był specyficzny pod tym względem, gdy spółka wypracowała 5,3 mln PLN na poziomie netto, ze względu na zaburzoną marżę brutto ze sprzedaży). Spodziewamy się, że nieco głębszy może być spadek sprzedaży niż po 1-3Q'14 ze względu na dość wysoką bazę (Ukraina w UAH w 4Q'13 wzrosła o 26% r/r, w Polsce dynamika była dodatnie po słabym 3Q'13). Jeżeli nie dojdzie do dalszego wyraźnego osłabienie PLN vs USD, to per saldo spodziewamy się, ze spółka utrzyma się z wynikiem netto w okolicach 35-36 mln PLN (P/E'14=13,6x, przy czym zwracamy uwagę, że za około połowę ujemnego salda finansowego odpowiadać będą różnice kursowe). Spodziewamy się dobrego cash flow operacyjnego, co przy ograniczonym CAPEX-ie daje naszym zdaniem pole do 2,0-2,5 PLN dywidendy w przyszłym roku.

Zmiana cen farb na rynku polskim na tle zmian cen bieli tytanowej



Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty

Kurs UAH/PLN

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	180,5	171,3	-5,1%	481,2	454,7	-5,5%	573,9	540,5	-5,8%	552,2	2,2%
Wynik brutto na sprzedaży	66,1	61,3	-7,2%	175,8	164,0	-6,7%	213,2	194,1	-9,0%	199,2	2,6%
EBITDA	28,4	28,6	0,7%	67,1	62,8	-6,5%	78,0	67,7	-13,2%	70,9	4,6%
EBIT	23,6	23,9	1,5%	52,7	48,9	-7,2%	58,8	49,3	-16,3%	51,8	5,1%
Zysk brutto	23,7	19,8	-16,7%	49,0	42,2	-13,9%	55,0	41,7	-24,2%	49,1	17,9%
Zysk netto	19,1	16,9	-11,6%	39,8	36,0	-9,6%	45,1	35,6	-21,0%	41,7	17,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,6%	35,8%		36,5%	36,1%		37,1%	35,9%		36,1%	
Marża EBITDA	15,7%	16,7%		13,9%	13,8%		13,6%	12,5%		12,8%	
Marża EBIT	13,1%	14,0%		11,0%	10,8%		10,3%	9,1%		9,4%	
Marża zysku netto	10,6%	9,8%		8,3%	7,9%		7,9%	6,6%		7,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

TESGAS

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	4,05	P/E	13,3	-	33,9
MC [mln PLN]	44,8	EV/EBITDA	5,7	14,0	7,2
		EV/EBIT	18,6	-	28,6
		P/BV	0,6	0,6	0,6

Spółka zdobyła na przestrzeni ostatnich kwartałów kilka znaczących kontraktów, jednak charakteryzują się one niską rentownością – w 1Q'14 i 2Q'14 spółka miała straty na sprzedaży, od początku 2013 roku spółce trudno wyjść ponad 0,5 mln PLN kwartalnego zysku na tym poziomie. Na razie nie widać większego przełomu w wynikach i powrotu do poziomu sprzed 2012 roku. Wycena spółki borni się przede wszystkim przez zasoby gotówki. Na koniec 2Q'14 Tesgas miał 18,9 mln PLN gotówki netto oraz nieruchomość inwestycyjną (wynajmowany budynek biurowy) o wartości 6,6 mln PLN. W 3Q'14 spółka wypłaciła 2,8 mln PLN dywidendy (0,25 PLN/akcję). W związku z realizacją dużych zleceń cash flow w 3Q'14 może być słabszy a gotówka do spółki mogłaby wrócić na przełomie 4Q'14/1Q'15. Wynikowo zakładamy, że 3Q'14 będzie w okolicach zera na poziomie EBIT, natomiast nieco lepszego wyniku oczekujemy w ostatnim kwartale (rozliczenie kontraktów).

Kontrakty realizowane przez spółkę

Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Termin zakończenia
2014-10-08	Polska Spółka Gazownictwa o/Gdańsk	Gazyfikacja Górek Zachodnich i Krakowca w Gdańsku	9,2	2015-10
2014-09-01	Polska Spółka Gazownictwa o/Wrocław	Eksploatacja instalacji do nawaniania paliwa gazowego na stacjach gazowych	3,8	2016-12
2014-06-04	Polska Spółka Gazownictwa o/Poznań	Utrzymanie ruchu oraz czynności obsługowo-eksploatacyjne na gazociągach wysokiego ciśnienia w Poznaniu	2,0	2015-05
2014-03-19	Polska Spółka Gazownictwa o/Tarnów	Budowa sieci gazowej dystrybucyjnej ś/c wraz z przyłączami w miejscowości Włodawa	19,6	2015-04
2013-11-26	Gaz-System	Przebudowa gazociągu DN300 Jadachy – Sandomierz – 19 km	3,7	2014-11
2013-07-31	Polska Spółka Gazownictwa o/Poznań	Usługi eksploatacji stacji gazowych II stopnia w zakresie instalacji i układów technologicznych w Poznaniu.	13,6	2016-07
2013-04-16	PGNiG	Budowa stacji regazyfikacji LNG i stacji redukcyjno – pomiarowej dwustopniowej z nawanialnią w miejscowości Olecko	3,1	2014-09
2012-12-13	Wielkopolska Spółka Gazownictwa	Dostawa nawaniacza do nawanialni eksploatowanych przez WSG	3,0	2014-12

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	18,1	21,1	16,9%	41,3	56,4	36,4%	60,7	81,5	34,3%	90,7	11,2%
Wynik brutto na sprzedaży	2,9	3,0	3,8%	7,7	6,7	-13,2%	10,6	9,8	-7,8%	11,8	20,0%
EBITDA	1,2	0,8	-32,6%	1,8	0,8	-56,3%	4,2	2,4	-42,2%	4,1	70,2%
EBIT	0,4	0,1	-84,3%	-0,3	-1,3	-	1,3	-0,5	-	1,1	-
Zysk brutto	0,6	0,2	-72,9%	0,3	-0,8	-	2,9	-0,2	-	1,3	-
Zysk netto	0,2	0,1	-21,1%	-0,1	-0,7	-	3,5	-0,1	-	1,4	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,8%	14,0%		18,7%	11,9%		17,5%	12,0%		13,0%	
Marża EBITDA	6,4%	3,7%		4,5%	1,4%		6,9%	3,0%		4,6%	
Marża EBIT	2,4%	0,3%		-0,7%	-2,4%		2,1%	-0,6%		1,2%	
Marża zysku netto	0,9%	0,6%		-0,4%	-1,3%		5,7%	-0,1%		1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

TRAKCJA

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	1,06	P/E	11,6	10,4	10,3
MC [mln PLN]	435,9	EV/EBITDA	8,0	7,0	6,8
		EV/EBIT	12,4	9,5	9,2
		P/BV	0,7	0,6	0,6

Ostatnie kwartały to systematyczny spadek backlogu w segmencie kolejowym – spółka pozyskała znaczącą ilość zleceń w latach 2010-11, których realizacja z mniejszymi lub większymi problemami nadal trwa (kontrakty w większość zostały aneksowane w kwestii terminu zakończenia prac). Szacujemy, że po 2Q'14 spółka posiadała backlog na 2H'14 (bez konsorcjantów) na około 1,1 mld PLN. Backlog na 2015+ można estymować obecnie na 1,3-1,4 mld PLN (+LCS Okęcie za 376 mln PLN, gdzie spółka czeka na podpisane umowy). W 3Q'14 spodziewamy się wzrostu rentowności vs 1H'14 (8,6%) – sezonowo duży jest udział budownictwa drogowego na Litwie, które ma wyższe marże niż kolej (odwrotna tendencja zachodzi w końcówce roku). Zwracamy uwagę, że od 2Q'14 spółka zmieniła prezentację przychodów, obecnie ujmowane są one bez udziału konsorcjantów - w tabeli poniżej dane porównywalne za 3Q'13 pokazane są z przychodami konsorcjantów (szacujemy, że jest to ok. 25-30%). Prognozujemy, że w 3Q'14 spółka wypracowała 520 mln PLN sprzedaży, 36 mln PLN EBITDA i 22 mln PLN zysku netto.

Nowego rozdania kontraktów ze strony PKP PLK spodziewamy się w 2015 (fizyczne prace ruszą prawdopodobnie dopiero w 2H'16). Wstępnie oczekujemy, że w 2015 możliwe jest powtórzenie sprzedaży na poziomie grupy z 2014 roku na bazie szacowanego obecnie backlogu. Natomiast 2016 rok będzie w dużej mierze zależał od tempa kontraktacji nowych zleceń ze strony PKP PLK (obawiamy się, że trudniejszy dla branży pod względem przychodowym może być przełom 2015/16 roku). Zwracamy uwagę, że Trakcja pojawiła się na przetargach drogowych w Polsce (odcinek S8 na Podlasiu).

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13*	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13*	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013*	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	531,3	520,0	-2,1%	1 087,2	1 099,1	1,1%	1 675,0	1 674,1	-0,1%	1 680,7	0,4%
Wynik brutto na sprzedaży	43,7	46,3	5,9%	78,5	96,2	22,5%	108,3	130,1	20,1%	129,6	-0,4%
EBITDA	33,1	36,4	10,0%	57,9	68,5	18,4%	77,7	89,1	14,7%	87,8	-1,5%
EBIT	27,5	30,6	11,1%	40,7	50,9	25,2%	50,5	65,6	29,9%	64,9	-1,1%
Zysk brutto	24,2	27,8	15,1%	28,1	39,8	42,0%	33,0	51,6	56,6%	52,1	1,0%
Zysk netto	21,3	22,4	5,4%	21,7	31,5	44,8%	37,7	41,8	10,9%	42,2	1,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,2%	8,9%		7,2%	8,8%		6,5%	7,8%		7,7%	
Marża EBITDA	6,2%	7,0%		5,3%	6,2%		4,6%	5,3%		5,2%	
Marża EBIT	5,2%	5,9%		3,7%	4,6%		3,0%	3,9%		3,9%	
Marża zysku netto	4,0%	4,3%		2,0%	2,9%		2,3%	2,5%		2,5%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *przychody z konsorcjantami*

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

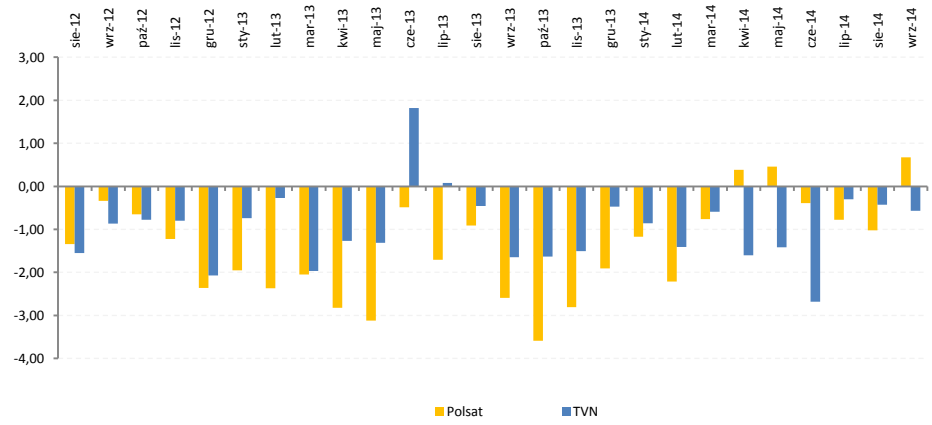
TVN

			2012	2013P	2014P	2015P
Kurs [PLN]	14.4	P/E	10.3x	-25.2x	20.0x	17.0x
MC [mln PLN]	4 964	EV/EBITDAadj.	10.3x	10.8x	10.4x	10.6x
		EV/EBITadj.	13.2x	12.7x	11.9x	12.1x

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

Odczyty o oglądalności za lipiec-wrzesień'14 wskazują, że główna antena TVN na tle konkurencji zachowywała się już względnie lepiej niż to miało miejsce w 2Q'14. Dla raportowanej dynamiki przychodów za 3Q'14 in plus powinien działać także efekt niskiej bazy rynku reklamy z 3Q'13. Władze spółki zakomunikowały, wraz z publikacją rezultatów za 2Q'14, że w 3Q'14 oczekują tempa wzrostu przychodów grupy związanych z reklamą na wysokim jednocyfrowym poziomie. Przedstawione również oczekiwania dotyczące wzrostu przychodów związanych z reklamą za cały 2014 rok wskazują na dynamikę na średnim jednocyfrowym poziomie. Podczas konferencji wynikowej za 2Q'14 władze spółki zaznaczyły również, że celem na 2H'14 jest „dbanie" o marżę i dlatego nie należy oczekiwać istotnego wzrostu kosztów programowych. Przedstawiona koncepcja ma swoje odzwierciedlenie w ofercie programowej. Spoglądając na ramówkę jesień-zima'14, oceniamy że spółka zrezygnowała ze słabych tematów z poprzedniego sezonu i postawiła zdecydowanie na sprawdzone w poprzednich okresach programy (odpowiadające za sukces oferty z 2013 roku). Uważamy, że w miarę wejścia w pełen sezon jesień-zima'14 należy jednak liczyć się dalej ze spadającą oglądalnością, choć z mniejszą dynamiką erozji aniżeli w 2Q'14.

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 3Q'14 raportowana EBITDA będzie w wysokości ok. 98.7 mln PLN. Na poziomie netto dla akcjonariuszy jedn. dominującej liczymy na zysk w wysokości 27.4 mln PLN.

Prognoza wyników [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	Realizacja prognozy na 2014 po 3Q'14
Przychody	309.9	322.9	4.2%	1 093.5	1 107.2	1.3%	1582.3	1.8%	1616.1	2.1%	70%
Reklama + sponsoring	235.5	245.2	4.1%	857.7	868.7	1.3%	1254.7	1.8%	1273.5	1.5%	69%
Wpływy abonamentowe	51.5	51.8	0.5%	160.0	155.7	-2.7%	208.2	-2.7%	211.8	1.7%	75%
Sprzedaż towarów	6.5	6.9	5.5%	19.4	21.1	8.6%	29.0	9.3%	31.2	7.9%	73%
Inne	16.4	19.0	16.2%	56.4	61.7	9.4%	90.4	11.3%	99.6	10.1%	68%
EBITDA adj (bez nc+ i Onet.pl)	**83.8**	**88.7**	**5.9%**	**339.9**	**343.0**	**0.9%**	**505.8**	**1.5%**	**494.7**	**-2.2%**	**68%**
EBIT adj	66.1	73.2	10.7%	280.7	293.4	4.5%	442.5	4.6%	431.9	-2.4%	66%
EBITDA	**82.6**	**98.7**	**19.5%**	**338.0**	**377.0**	**11.5%**	**553.3**	**48.6%**	**557.7**	**0.8%**	**68%**
EBIT	64.9	83.2	28.3%	278.7	327.4	17.5%	490.0	64.9%	494.9	1.0%	67%
Saldo finansowe	-239.0	-54.8	---	-558.5	-172.0	---	-231.2	---	-185.7	---	74%
Wynik brutto	-174.2	28.3	---	-279.8	155.4	---	258.8	---	309.2	19.5%	60%
Wynik netto (akcjonariuszom jed. dom.)	-169.8	27.4	---	-243.5	153.6	---	248.6	---	291.3	17.2%	62%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

VOXEL

			2013	2014P
Kurs [PLN]	9,40	P/E	32,7	45,6
MC [mln PLN]	98,7	EV/EBITDA	9,5	8,1
		EV/EBIT	25,2	21,5
		P/BV	0,9	0,9

Spodziewamy się, że EBITDA w 3Q'14 ulokuje się bliżej tego co spółka pokazała w 1Q'14 (5,0 mln PLN) niż rozczarowującego 2Q'14 (2,9 mln PLN, bardzo słaby wynik Alterisu), jednak nadal są to wyniki poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań jak i potencjału spółki. Nadal słabo radzi sobie Alteris (sezonowo dopiero 4Q'14 może naszym zdaniem przynieść wyraźniejsze odbicie na przychodach, problemem jest jednak brak rentowności biznesu, w samym 3Q'14 spodziewana niska sprzedaż odbije się negatywnie na przychodach grupy). Natomiast w rezultatach jednostkowych powinna być widoczna poprawa r/r (spodziewamy się około 3,8-3,9 mln PLN EBITDA) i to pomimo obciążenia wyników przez nowe pracowanie PET bez kontraktów z NFZ (Białystok, Brzozów, Katowice - szacujemy, że łącznie generują one kilkaset tys PLN kosztów kwartalnie) oraz mniejszy kontrakt na PET w Łodzi na 2014 rok. Wartość dodaną generuje m.in. sprzedaż zewnętrzna FDG oraz poprawa rentowności usług diagnostycznych. Zwracamy uwagę, że w skonsolidowanym bilansie ujęte jest 36,0 mln PLN wartości firmy Alteris – słabe wyniki mogą naszym zdaniem wskazywać na konieczności zweryfikowania pozycji w sprawozdaniu rocznym.

Wskazujemy, że wyniki samego Voxela zdecydowanie poprawiłoby pozyskanie kontraktów na nowe pracownie PET. Spółka wygrała właśnie przetarg na badania Białymstoku (kontrakt od IX'14-1H'16, wartość umowy to ok. 230 tys PLN/m-c w 2014 roku). Spodziewamy się, że w najbliższym czasie powinien zostać rozstrzygnięty przetarg na badania w Brzozowie o podobnej długości. Zwracamy równocześnie uwagę na oczekiwania oddziałów NFZ w kwestii ceny, która ma oscylować w okolicach 3,0 tys PLN na badanie (ok. 1,0 tys PLN niżej niż dotychczasowe ceny rynkowe, informacje te dostępne są na stronach regionalnych oddziałów NFZ w zakładkach dotyczących świadczeniodawców). Presja na ceny wpisuje się w podobny trend, który dotyczy FDG (podstawowy radiofarmaceutyk używany w badaniach PET). Inwestycję w cyklotron w Mszczonowie zakończył turecki Eczacıbaşı-Monrol, który może znacząco wpłynąć na spadek cen w najbliższych kwartałach.

Prognozy wyników na 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r
Przychody	32,9	27,1	-17,7%	77,5	71,2	-8,1%	103,2	102,8	-0,4%
Wynik brutto na sprzedaży	6,7	7,0	3,7%	18,9	20,3	7,3%	26,3	25,4	-3,1%
EBITDA	3,6	4,2	15,9%	12,1	12,1	-0,1%	16,4	18,6	13,4%
- usługi med. + radiofarmaceutyki	*3,5*	*4,3*	*22,0%*	*12,8*	*13,1*	*2,5%*	*14,9*	*18,6*	*24,2%*
- produkty IT i wyposażanie	*0,0*	*-0,2*	-	*-0,9*	*-1,3*	-	*1,0*	*-0,4*	-
- pozostałe	*0,1*	*0,1*	*0,0%*	*0,2*	*0,3*	*28,8%*	*0,4*	*0,4*	*0,2%*
EBIT	1,0	1,3	29,8%	4,4	3,8	-14,8%	6,1	7,0	13,8%
Zysk brutto	0,1	0,3	317,1%	1,7	0,5	-68,4%	2,6	2,7	2,5%
Zysk netto	0,4	0,3	-38,7%	2,4	0,7	-69,1%	3,0	2,2	-28,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,5%	25,8%		24,4%	28,5%		25,4%	24,7%	
Marża EBITDA	10,9%	15,4%		15,6%	17,0%		15,9%	18,1%	
Marża EBIT	3,1%	4,9%		5,7%	5,3%		5,9%	6,8%	
Marża zysku netto	1,3%	1,0%		3,1%	1,0%		2,9%	2,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:
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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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).

Nota prawna:

Opracowanie jest wyłącznie materiałem informacyjnym i reklamowym o jakim mowa w §9.1 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków postępowanie firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Rozporządzenie w sprawie trybu i warunków postępowania). Celem projektu jest wyłącznie popularyzacja rynku kapitałowego i edukacja obecnych lub przyszłych potencjalnych inwestorów/uczestników rynku. **Zwracamy uwagę odbiorcy opracowania, że w żadnym przypadku nie może zajść sytuacja aby traktować ten materiał jako sugestii do podjęcia jakiekolwiek konkretnej decyzji na rynku kapitałowym.**

Materiał „Prognozy kwartalne za 3Q'14" jest dokumentem przedstawiającym sytuację poszczególnych spółek z uwzględnieniem wybranych czynników makroekonomicznych charakteryzujących obszar biznesowy danego podmiotu/branży. Opracowanie zawiera szereg zestawień i statystyk, a także opinie analityków dotyczące przebiegu bieżących i przyszłych procesów mogących wpływać na wyniki poszczególnych firm. Periodyzacja materiału jest ustalona w odstępach kwartalnych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. DM BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 20.10.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 20.10.2014 roku.

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

BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie (lub innych instrumentach finansowych powiązanych), 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.