PROGNOZY WYNIKÓW
4Q 2014

Analitycy:
Maciek Bobrowski
Krzysztof Pado
Krystian Brymora
Adrian Górniak
Marek Jurzec

11 LUTY 2015

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. 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.
Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE 3
AGORA 9
ARCTIC PAPER 13
ATM GRUPA 14
BUDIMEX 15
CERAMIKA NOWA GALA 17
CIECH 18
COGNOR 19
CYFROWY POLSAT 21
DOM DEVELOPMENT 25
ELEKTROBUDOWA 26
ERBUD 27
EUROCASH 28
FERRO 29
FERRUM 30
GPW 34
GRAJEWO 35
GRUPA AZOTY 36
GTC 37
INSTAL KRAKÓW 38
INTROL 39
IZOSTAL 40
KĘTY 41
LIBET 43
LOTOS 44
MARVIPOL 45
MOSTOSTAL ZABRZE 47
ORBIS 48
PAGED 49
PA NOVA 50
PCC ROKITA 51
PHN 52
PKN ORLEN 53
POLICE 56
QUMAK 58
RAWLPLUG 59
ROBYG 60
RONSON 61
SELENA FM 62
STALPROFIL 63
STALPRODUKT 64
SYNTHOS 66
ŚNIEŻKA 67
TESGAS 68
TRAKCJA 69
VOXEL 70

PODSUMOWANIE

Budownictwo

Dynamika branży w ostatnim kwartale 2014 roku była przeciętna (mocniejszy r/r jedynie grudzień). Zakładamy jednak, że 2014 rok był okresem przejściowym (dodatkowo zaburzonym przez brak zimy w 1Q'14) przed spodziewanym trwalszym przebudzeniem się branży w kolejnych 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 4Q'14 poprawy wyników r/r oczekujemy po Trakcji i Mostostalu Zabrze. 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). Wykonanie prognozy rocznej implikuje wyraźnie słabsze wyniki r/r Elektrobudowy.

Materiały budowlane

Końcówka roku to zwykle już okres poza sezonem dla większości spółek. Branża pozostaję 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 lub konieczność poszukiwania nowych rynków zagranicznych (barierę często stanowią koszty logistyczne i konieczność przebicia się do lokalnych dystrybutorów). Spodziewamy się, że na poziomie EBITDA w 4Q'14 lepsze wyniki r/r mogą pokazać Ferro (wysokie zatowarowanie w poprzednich okresach przy korzystniejszym kursie USD/PLN) a także Selena i Nowa Gala. Jednak w przypadku tych dwóch podmiotów nominalna poprawa wynika z niskiej bazy za 4Q'13 (wyniki obciążone przez one-offy). Selena zaraportuje według naszych szacunków bardzo duże ujemne różnice kursowe (ekspozycja na kurs EUR/RUB). Efektem umocnienia się USD będą obciążone także wyniki Śnieżki. Niewiele lepszych r/r wyników oczekujemy po Libecie, mocna dynamika przychodów z poprzednich Q wyhamowała (efekt inaczej rozłożonej sezonowości 2014 vs 2013), natomiast kontrybucja ostatniej akwizycji będzie widoczna dopiero w 2015 roku. W perspektywach na 2015 rok zwracamy uwagę na oczekiwany pozytywny efekt spadku cen surowców chemicznych (Selena FM, Śnieżka). Równocześnie spółki nadal muszą sobie radzić z problemami na rynkach wschodnich.

Paliwa

Wyniki PKN zainfekowane były przez różnego rodzaju zdarzenia jednorazowe (odpis w upstremie, konieczność wyceny zapasów do cen rynkowych). Po oczyszczeniu były one lepsze od naszych oczekiwań na poziomie skonsolidowanym (w segmentach szczególnie bardzo dobry wynik w petrochemii). W przypadku Lotosu wiceprezes spółki poinformował już, że raportowane wyniki Lotosu za 4Q'14 będą ujemne (obciążenie ze strony efektu LIFO, aktualizacji wyceny zapasów oraz różnic kursowych). Spółka sygnalizuje także możliwość odpisu na aktywach wydobywczych na Litwie (oceniamy, że może to być kilkadziesiąt mln PLN). Styczeń przyniósł generalnie bardzo dobre odczyty marż modelowych obydwu spółek (zwracamy uwagę na bardzo niską bazę z początku poprzedniego roku).

Chemia

W ostatnich kwartałach problemem branży nawozowej były niskie ceny/marże na głównych produktach. Spółki pokazywały z kolei wzrost wolumenów sprzedaży i liczymy, że tak też było w 4Q'14, o czym świadczą dane GUS. Dzięki poprawie notowań nawozów i osłabieniu złotówki do dolara istotnie poprawiły się teoretyczne marże, zarówno w obszarze nawozów azotowych jak i wieloskładnikowych. Oczekujemy poprawy wyników wszystkich spółek zależnych Grupy Azoty oprócz ZAK, gdzie informowano o odpisie na jednostce ftalanów (40 mln PLN).

W 4Q'14 utrzymywały się wysokie marże w biznesie sodowym i tak też powinno pozostać w 2015 roku. Obawiamy się o wolumen, bo ubiegły rok w Ciechu pod tym względem był bardzo wysoki (oczek. -5% r/r). Pozytywnej EBITDA spodziewamy się w Organice.

W Synthosie przez znaczące spadki cen ropy naftowej dalszej erozji uległy marże na sprzedaży kauczuków. Część wyniku uda się jednak odrobić na produkcji własnego butadienu. Liczymy również na poprawę wolumenów sprzedaży (dane GUS +5,8% r/r), głównie w obszarze wyżejmarżowych PBR. Wyniku grupy nie uratuje segment styrenopochodnych.
Ponad 50-procentowej dynamiki wzrostu EBITDA oczekujemy w PCC Rokita. W 4Q'14 udało się wprowadzić podwyżki polioli mimo spadku cen głównych surowców: tlenku propylenu i etylenu. Stabilnie powinno być w alkaliach. Tam szansy na poprawę wyników upatrujemy w uruchomieniu pełnej elektrolizy membranowej (2Q'15).

Branża przetwórców drewna

Okres 4Q'14 był kolejnym udanym kwartałem dla branży meblarskiej. Produkcja sprzedana mebli wzrosła o 14,9% r/r (14,4% w 3Q'14), co dobrze wróży sprzedaży Forte. Niemniej baza wynikowa jest dość wysoka i dynamika może być niższa (oczek. +12% r/r). Przy okazji konferencji wynikowej 3Q'14 spółka przedstawiła outlook na kolejny kwartał spodziewając się 14-19 mln PLN zysku netto przy ponad 208 mln PLN sprzedaży. Liczymy na wyraźne przekroczenie tych celów (23 mln PLN zysku netto przy 220 mln PLN sprzedaży). Mimo wysokiej dynamiki produkcji mebli, produkcja płyt

wiórowych wg GUS kolejny kwartał spadła o ok. 9% r/r, co rodzi ryzyko niższej sprzedaży w Grajewie. Spółce z kolei sprzyjały ceny płyt i surowców, dlatego całoroczny wynik powinien być zbliżony do 200 mln PLN EBITDA (+27% r/r). Sam 4Q'14 może być nieznacznie słabszy r/r.

Bardzo wysokiej dynamiki wzrostu wyników oczekujemy w Paged. W 4Q'13 spółka miała problemy z dostępnością drewna. Teraz korzystała z dobrej koniunktury. EBITDA w kluczowym segmencie sklejki powinna wzrosnąć o ok. 45% r/r. Liczymy też na lepszy wynik mebli oraz efekty konsolidacji Europa Systems (ponad 5 mln PLN EBITDA).

Średnie ceny celulozy w 4Q'14 pozostawały stabilne q/q, a obserwowana lekko wzrostowa tendencja na BHKP w średnim/długim terminie nie powinna się utrzymać (oczek. nowej podaży w 2015/16). Negatywnie na wynikach papierni odbije się mocny spadek kursu EUR/USD, podrażający koszt zakupu głównego surowca. Otoczenie walutowe sprzyjało z kolei Rottneros, niemniej spółka informowała o postoju remontowym, co znacząco obciąży wyniki.

Przemysł (produkcja wyrobów stalowych, handel stalą)

W obszarze przemysłu wyróżniamy in plus (podobnie jak w poprzednim kwartale) Stalprodukt. W 2014 roku doszło do wyraźnej poprawy wyników grupy, co zostało docenione prze inwestorów. Uważamy, że perspektywy dla grupy są nadal obiecujące na 2015 rok. Zakładamy obecnie, że również rok 2015 będzie udany dla segmentu cynku i może on wykazać kolejny niewielki wzrost r/r. W segmencie blach od 2Q'14 zaczęły pomagać wyższe wolumeny (zakończenie modernizacji linii do HiB). Liczymy, że kolejne kwartały będą udane dla tego segmentu (powinien cechować się najwyższą dynamiką poprawy rentowności). W tym obszarze widzimy potencjał do ewentualnego podwyższenia założeń na 2H'15.

Dobrych wyników oczekujemy ze strony Cognoru. Oceniamy, że okres 4Q'14 przyniósł odbudowę wyniku EBITDA w ujęciu q/q jak i r/r. W samym 4Q'14 negatywnie na wynik netto może wpłynąć jednak przeszacowanie zobowiązań (w EUR). Należy mieć jednak na uwadze, że uwarunkowania rynkowe są dla spółki dość wymagające i przy obecnych niskich cenach surowców (żelazo, węgiel koksujący) bardziej komfortową sytuacją mają producenci działający w oparciu o wielkie piece.

Neutralnych danych oczekujemy ze strony Ferrum. W segmencie rur obawiamy się słabych wyników (brak kontraktacji z Gaz Systemu). Niemniej dobre rezultaty powinien kolejny raz pokazać segment konstrukcji. ZKS pokazał już zresztą bardzo dobre rezultaty za 1-3Q'14 (jak na historyczne odczyty) i tłumaczymy to podjętymi wcześniej działaniami restrukturyzacyjnymi portfela zleceń oraz oddaniem do użytkowania pieca (ograniczenie kosztów w okresie 1-3Q'14 o ok 4.5 mln PLN). Na rok 2015 przyjęliśmy dalszą poprawę wyników segmentu konstrukcji oraz odbudowę wyniku segmentu rur do poziomu prawie 12 mln PLN (z akcentem na 3/4Q'15). Od 2H'15 obszar rur powinien być na wyraźnej ścieżce wzrostowej i docelowo oczekujemy, że EBITDA w tym segmencie osiągnie ok. 20 mln PLN rocznie w latach 2016-2018. Zwracamy uwagę, że silną stroną spółki jest posiadanie agregatu do spawania rur (wg nas kluczowy może okazać się właśnie dostęp do rur o największych średnicach bez ponoszenia wysokich kosztów transportu). Tym samym nawet w sytuacji, kiedy spółka nie wygra poszczególnych przetargów rozpisywanych przez Gaz System to może okazać się naturalnym dostawcą rur o największych średnicach dla innych konkurentów (wymóg pochodzenia unijnego rury a nie samego kręgu). Podobnie neutralnego odczytu oczekujemy ze strony Izostalu. W samym 4Q'14 pozytywnie na rezultaty Izostalu wpływać powinien wygrany kontrakt Polkowice-Żary. Dlatego oczekujemy, że w 4Q'14 spółka wykaże wynik EBITDA na pułapie 3.6 mln PLN i netto ok. 1.6 mln PLN. W skali całego 2014 roku założyliśmy zysk EBITDA na poziomie 10.5 mln PLN i zysk netto w kwocie prawie 5 mln PLN.

Perspektywy wynikowe dla Izostalu na 1Q'15 i 2Q'15 są naszym zdaniem słabe. Kluczowe znaczenie (jak w przypadku Ferrum) 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 zleci do realizacji na przełomie 3/Q'15. Zwracamy jednak uwagę, że w nowej rundzie inwestycyjnej występują rury o większych średnicach. Zatem sporym wyzwaniem dla spółki może być zapewnienie sobie dostępu do rur bez ponoszenie niszczących dla końcowych marż kosztów transportu.

Najsłabszych odczytów oczekujemy ze strony Stalprofilu. Na poziomie jednostkowym obszar handlu stalą powinien wykazać przyzwoite rezuktaty zważywszy na trudne uwarunkowania dla dystrybutorów stali. Okres 4Q'14 przyniósł jednak pogłębienie strat w ZRUG Zabrze, co będzie istotnie pływało na wyniki całej grupy. Dlatego przyjęliśmy, że w 4Q'14 spółka na poziomie skonsolidowanym wykaże stratę EBITDA w wysokości ponad 3 mln PLN oraz stratę netto przekraczającą 5 mln PLN. Za cały 2014 rok grupa powinna wykazać zysk EBITDA na pułapie ok. 15.6 mln PLN przy wyniku netto niespełna 2 mln PLN. Tym samym obawiamy się, że rezultaty za 2014 rok będą należały do jednych ze słabszych okresów historycznych grupy. Perspektywy na 2015 rok wg nas dla grupy nie są łatwe. W obszarze handlu stalą liczymy na lekką poprawę wyników (zagrożeniem niemniej mogą być ewentualne dalsze spadki cen wyrobów stalowych). W obszarze infrastruktury w 2H'15 odbudowę wyników powinien zapoczątkować Izostal (choć obniżyliśmy nasze oczekiwania średnioterminowe) przy wciąż słabej ścieżce wynikowej ZRUG Zabrze. Zwracamy też uwagę, że lata 2015-2016 mogą wykazać słabe odczyty FCFF dla grupy (spółka matka będzie realizowała dużą inwestycję rozbudowy magazynów w Dąbrowie Górniczej; Izostal będzie potrzebował dodatkowego kapitału obrotowego na kontraktację Gaz Systemu).

Przemysł (inne)

Z mniejszych spółek zwracamy uwagę na Suwary. W samej końcówce roku wyniki mogą jeszcze nie pokazywać znaczących dynamik, jednak naszym zdaniem obiecująco wyglądają perspektywy na kolejne okresy (m.in. spadek cen podstawowego surowca, zima w 1Q'15, możliwość pozyskania nowych klientów dzięki rozbudowie mocy w 2014 roku).

Media/Rozrywka

Sytuacja na rynku reklamy w 4Q'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 w 2015

roku kolejne kwartały przyniosą utrwalenie pozytywnych tendencji, choć już z mniejszą dynamiką poprawy r/r.

W gronie pokrywanych podmiotów wyróżniamy Agorę. Jesteśmy zbudowani poprawiająca się strukturą wyniku EBITDA grupy. Rok 2014 będzie prawdopodobnie pierwszym okresem, kiedy największy udział EBITDA w ramach grupy będzie generował segment film i książka (w boxoffice w 4Q'14 dynamika rynku kinowego przekroczyła 20% r/r). W kolejnych okresach tendencja ta powinna być utrwalona. Dodatkowo coraz wyraźniejszy będzie udział w wyniku grupy segmentu reklamy zewnętrznej (szczególnie z chwilą pełnej materializacji rynku warszawskiego) oraz internet. Zwracamy jednocześnie uwagę, że spółka podała komunikat, że sam 4Q'14 będzie obciążony odpisami. W efekcie weryfikacji długoterminowych prognoz finansowych poszczególnych segmentów biznesowych (czasopisma), Agora dokonała odpisów aktualizacyjnych wartości aktywów trwałych, których łączny wpływ na skonsolidowany wynik za 4Q'14 wyniesie około 15 mln PLN.
Umiarkowanie pozytywnych danych za 4Q'14 oczekujemy ze strony ATM Grupa. Ogółem pozytywnie oceniamy cały miniony 2014 rok i liczymy, że wypracowana EBITDA wyniosła ok. 34.7 mln PLN. Pozytywny wpływ do odbudowy EBITDA miały wszystkie obszary biznesowe. Dodatkowo w 4Q'14 powinno być efekt zaprzestania wykazywania odpisów na utratę wartości firmy (historycznie przejętych podmiotów produkcyjnych). Pewnym rozczarowaniem w przypadku ATm Grupa jest wyhamowanie (widoczne w 3Q'14) dynamiki wzrostu przez AidemMedia. Tłumaczymy to jednak zmianą w systemie operacyjnym iOS8. Dlatego liczymy, że w 1Q'15 i 2Q'15 dojdzie do powrotu wyników AidemMedia do pułapów z 1H'14. Oceniamy, że AidemMedia jest nadal czynnikiem wzrostowym budującym wartość ATM Grupa. Na 2015 rok zakładamy, że EBITDA będzie na pułapie 35.2 mln PLN, co będzie wynikiem płaskim w ujęciu r/r.

IT

4Q to dla branży IT najlepszy okres w roku, zwykle w tym kwartale realizowana jest przeszło jedna trzecia rocznych obrotów i większość zysków. Rok 2014 był generalnie dobry dla branży, chociaż sytuacja w samej końcówce roku kalendarzowego może być zróżnicowana wśród pokrywanych przez nas podmiotów. Z pokrywanych przez nas spółek największej dynamiki wzrostu EBITDA spodziewamy się po Qumaku (42,3% r/r). W przypadku Comarchu poprawa wyników nie będzie już tak wyraźna jak w poprzednich Q. Oczekujemy, że ten rok będzie dla branży bardziej wymagający niż miniony, wynika to ze spodziewanego spadku zamówień ze strony sektora publicznego. Wywołane jest to wyczerpaniem się środków ze starej perspektywy finansowej UE, a nowa ruszy dopiero w 2H'15. Najmocniej odczują to spółki, które koncentrują się na rynku krajowym i większość zleceń pozyskują właśnie z sektora publicznego (np. Sygnity które blisko połowę obrotu generuje właśnie w tym obszarze). Dobrze powinny sobie radzić spółki z dużą ekspozycją na rynki zagraniczne (Comarch). Lepszych wyników spodziewamy się również po Qumaku, który stawia na rozwój w niszowych i dość dynamicznych branżach.

Deweloperzy

Branża deweloperska korzysta obecnie z bardzo dobrego otoczenia makroekonomicznego. Z jednej strony mamy do czynienia ze środowiskiem niskich stóp procentowych, które zachęcają do traktowania mieszkania jako formy inwestycji, z drugiej sektor jest wspierany przez rządowe programy (MdM, MnW), które docelowo (przynajmniej w założeniach) mają wspierać popyt na rynku pierwotnym. Wpływ wspomnianych czynników był widoczny w poziomach kontraktacji, które zaprezentowały największe giełdowe spółki (w '14 deweloperzy znaleźli o ok. 2,5 tys. nabywców więcej niż rok wcześniej, z czego Robyg przekroczył barierę 2 tys. sprzedanych lokali). Wysoka przedsprzedaż pozwala z optymizmem patrzeć na potencjał przekazań w latach 2015-16. Dodatkowo zauważalny jest również delikatny wzrost cen transakcyjnych w największych miastach Polski. W sektorze nieruchomości komercyjnych yieldy utrzymują się na stabilnym poziomie. Minusem jest poziom pustostanów – o ile na rynkach regionalnych jest ok. 8-10% niewynajętej powierzchni, o tyle w stolicy pustostany są znacznie wyższe (w segmencie biurowym niewynajęte jest ok. 13-14% powierzchni, a w kolejnych latach można się spodziewać wzrostu wskaźnika nawet do 20%). Naszymi faworytami z indeksu WIG-Deweloperzy są Marvipol (spółka tania wskaźnikowo, oczekujemy mocnego obniżenia zadłużenia netto i wydzielenia segmentu moto w 3Q'15), PA Nova (wskaźnik P/BV na poziomie 0,6-0,7x, duże nadzieje wiążemy z budową galerii Galena) oraz Robyg (lider kontraktacji, spodziewamy się mocnej rozbudowy banku ziemi i realizacji założeń strategii wolumenowej, która została ogłoszona w '14).

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*			
		4Q'13	4Q'14P		4Q'13	4Q'14P		4Q'13	4Q'14P		1 mc	3mc	6mc	YTD
AGORA	20 lut 15	40,4	30,1	-25%	15,3	6,5	-57%	12,2	7,9	-36%	11,8%	10,0%	8,1%	16,7%
ARCTIC PAPER	23 mar 15	-23,2	28,2	-	-50,2	-0,4	-	-29,6	-9,6	-	-0,8%	30,8%	68,2%	9,9%
ATM GRUPA	2 mar 15	3,9	10,2	161%	-1,1	5,4	-	-0,8	4,7	-	-4,9%	-13,6%	-7,5%	-5,8%
BUDIMEX	11 lut 15	196,4	77,5	-61%	189,6	71,0	-63%	189,5	57,2	-70%	10,5%	18,1%	35,4%	11,9%
CERAMIKA N. GALA	23 mar 15	-1,0	2,4	-	-4,3	-1,5	-	-3,7	-1,9	-	2,7%	2,7%	-4,1%	3,6%
CIECH	23 mar 15	22,0	97,3	342%	-36,1	47,5	-	-18,7	9,3	-	8,6%	16,6%	28,4%	14,4%
COGNOR	20 mar 15	16,5	25,0	52%	7,8	15,6	100%	-8,8	-6,9	-	-9,7%	-26,6%	-19,8%	-3,0%
COMARCH	2 mar 15	45,2	47,9	6%	29,3	34,2	17%	22,6	24,7	9%	-0,5%	24,7%	49,6%	2,3%
CYFROWY POLSAT	4 mar 15	275,4	871,9	217%	206,8	396,9	92%	173,1	-10,6	-	-1,9%	-9,4%	-2,3%	-1,7%
DOM DEVELOPMENT	26 lut 15	36,4	38,8	7%	35,7	38,0	6%	26,1	30,2	16%	6,7%	-1,2%	13,0%	9,0%
ELBUDOWA	20 mar 15	19,1	11,6	-39%	16,2	8,5	-48%	11,7	4,8	-59%	26,2%	31,8%	24,4%	34,9%
ERBUD	2 mar 15	14,5	12,1	-17%	12,1	9,8	-19%	7,2	6,2	-14%	5,2%	3,2%	14,0%	7,7%
EUROCASH	26 lut 15	124,1	147,2	19%	94,4	115,7	23%	74,8	84,1	12%	1,1%	19,1%	1,4%	-1,3%
FERRO	19 mar 15	6,1	6,8	11%	5,5	6,2	13%	4,4	3,9	-11%	4,0%	0,9%	5,2%	9,9%
FERRUM	23 mar 15	0,3	2,2	613%	-2,7	-0,6	-	-8,5	-2,2	-	-0,4%	-3,2%	-1,1%	5,2%
FORTE	20 mar 15	27,5	32,7	19%	23,3	28,5	22%	18,8	23,3	24%	-4,3%	-5,7%	20,9%	2,1%
GPW	24 lut 15	33,6	37,6	12%	26,4	30,4	15%	28,5	24,1	-15%	3,5%	2,4%	28,5%	1,7%
GRAJEWO	20 mar 15	55,4	53,4	-4%	39,6	39,5	0%	24	29,2	22%	-12,2%	-7,7%	13,9%	-12,2%
GRUPA AZOTY	16 mar 15	56,7	166,6	194%	-77,0	39,8	-	-44,6	17,3	-	1,4%	18,5%	-5,5%	10,4%
GTC	23 mar 15	-351,9	-443,1	-	-352,4	-443,6	-	-419,2	-431,3	-	-17,9%	-21,4%	-33,8%	-15,6%
INSTAL KRAKÓW	20 mar 15	4,4	4,4	0%	3,6	3,7	3%	1,0	2,8	180%	-0,8%	0,1%	-6,3%	0,0%
INTROL	18 lut 15	12,4	7,3	-41%	10,8	5,6	-48%	9,0	4,5	-50%	5,4%	3,5%	23,9%	5,4%
IZOSTAL	16 mar 15	4,0	3,6	-11%	2,8	2,4	-16%	2,0	1,6	-21%	7,6%	-3,5%	-13,4%	18,6%
KĘTY	20 mar 15	50,3	55,8	11%	29,3	30,6	4%	49,6	22,4	-55%	4,5%	0,8%	34,7%	3,3%
LIBET	19 mar 15	8,0	8,2	2%	2,8	2,2	-21%	-0,5	0,1	-	-2,4%	-5,7%	-6,8%	-4,6%
LOTOS	6 mar 15	113,0	-643,2	-	-47,2	-846,8	-	-24,4	-1 006,3	-	-9,9%	-1,8%	-24,3%	-5,6%
MARVIPOL	23 mar 15	12,5	11,4	-9%	11,6	10,4	-10%	3,0	5,4	80%	-5,8%	-8,2%	0,7%	-0,7%
MS ZABRZE	27 lut 15	8,1	10,4	28%	4,5	6,9	53%	2,4	4,8	100%	-4,5%	-1,4%	18,2%	-3,6%
ORBIS	18 lut 15	44,0	48,5	10%	15,5	20,8	34%	12,1	17,5	44%	-0,5%	11,9%	2,7%	-2,8%
PAGED	20 mar 15	16,7	31,3	87%	12,1	25,2	108%	2,2	15,4	600%	4,3%	13,8%	41,4%	11,7%
PA NOVA	17 mar 15	11,3	10,6	-6%	10,7	10,2	-5%	6,2	6,5	5%	-4,9%	-11,6%	1,4%	-5,1%
PCC ROKITA	18 mar 15	24,6	38,8	58%	20,6	27,1	32%	13	21,1	62%	-1,2%	12,4%	14,8%	0,3%
PHN	16 mar 15	7,8	5,9	-24%	7,3	5,4	-26%	44,5	53,9	21%	-3,2%	-3,7%	19,9%	-6,5%
PKN ORLEN	23 sty 15	54,0	-664,0	-	-488,0	-1 149,0	-	-421,0	-1 216,0	-	6,4%	24,3%	41,3%	11,5%
POLICE	16 mar 15	3,6	21,5	497%	-20,7	0,3	-	-10,9	-2,5	-	12,7%	-3,6%	-6,2%	11,4%
QUMAK	25 lut 15	7,1	10,0	42%	6,4	9,3	44%	6,1	7,1	17%	-3,2%	-2,4%	-2,4%	0,0%
RAWLPLUG (KOELNER)	23 mar 15	7,6	8,3	9%	1,2	1,9	58%	-2,8	-1,5	-	-3,6%	-7,2%	-26,1%	0,8%
ROBYG	19 mar 15	12,4	17,7	43%	12,1	17,1	41%	8,6	14,4	67%	2,3%	0,0%	3,2%	0,9%
RONSON	19 lut 15	0,9	-4,6	-	0,8	-4,7	-	0,9	-4,1	-	-14,4%	-19,6%	-7,7%	-12,1%
SELENA FM	23 mar 15	12,6	18,9	50%	6,3	12,1	92%	-4,9	-14,5	-	17,5%	19,1%	11,0%	26,1%
STALPROFIL	20 mar 15	8,3	-3,1	-	5,4	-5,9	-	3,1	-5,2	-267%	6,6%	-7,1%	-16,1%	-1,2%
STALPRODUKT	27 lut 15	63,9	69,7	9%	31,1	35,6	14%	27,1	20,4	-25%	-1,1%	26,8%	72,0%	-12,0%
SUWARY	13 lut 15	1,9	2,4	26%	0,3	0,5	67%	-0,2	0,1	-	1,5%	21,8%	4,7%	-5,0%
SYNTHOS	23 mar 15	161,5	143,8	-11%	124,4	105,7	-15%	110,9	97,5	-12%	3,6%	3,6%	-6,7%	4,9%
ŚNIEŻKA	26 lut 15	10,9	8,6	-21%	6,1	3,8	-38%	5,3	0,4	-92%	-0,5%	8,9%	21,3%	9,3%
TESGAS	20 mar 15	2,4	1,3	-46%	1,6	0,6	-63%	3,6	0,5	-86%	3,8%	-11,4%	-10,0%	6,4%
TRAKCJA	23 mar 15	15,8	37,1	135%	9,8	31,6	222%	24,3	21,9	-10%	10,5%	2,7%	17,5%	20,0%
VOXEL	20 mar 15	4,3	6,2	44%	1,7	3,1	82%	0,6	1,5	150%	-11,4%	-15,9%	-19,2%	0,0%
ZAP (Puławy)	16 mar 15	57,5	100,7	75%	20,8	62,8	202%	19,4	54,3	180%	1,9%	-2,3%	5,9%	2,5%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *na dzień 11-02-2015*

Realizacja założeń rocznych w 4Q'14

	Przychody			realizacja roczna	zmiana r/r	EBITDA			realizacja roczna	zmiana r/r	Zysk netto			realizacja roczna	zmiana r/r
	4Q'14P	2014P	2015P	4Q'14P	15/14	4Q'14P	2014P	2015P	4Q'14P	15/14	4Q'14P	2014P	2015P	4Q'14P	15/14
AGORA	301,9	1 070,6	1 108,9	28,2%	3,6%	30,1	82,1	84,3	36,7%	2,7%	7,9	-12,8	-11,2	-61,3%	-
ARCTIC PAPER	754,9	3 098,5	3 296,4	24,4%	6,4%	28,2	212,0	192,8	13,3%	-9,1%	-9,6	30,0	7,4	-32,0%	-75,3%
ATM GRUPA	42,4	147,6	159,7	28,7%	8,1%	10,2	34,7	35,2	29,5%	1,4%	4,7	15,6	14,1	29,9%	-9,4%
BUDIMEX	1 237,2	4 949,9	4 972,4	25,0%	0,5%	77,5	271,1	254,2	28,6%	-6,2%	57,2	192,0	185,9	29,8%	-3,2%
CERAMIKA N. GALA	38,9	181,4	186,9	21,4%	3,0%	2,4	18,7	19,4	12,8%	3,7%	-1,9	3,8	2,9	-50,0%	-23,7%
CIECH	730,3	3 188,0	3 120,9	22,9%	-2,1%	97,3	476,8	574,4	20,4%	20,5%	9,3	65,4	202,8	14,2%	210,1%
COGNOR	385,3	1 471,6	1 562,5	26,2%	6,2%	25,0	100,1	118,0	25,0%	17,8%	-6,9	-1,6	17,3	432,5%	-
COMARCH	337,5	1 011,9	1 057,9	33,4%	4,5%	47,9	141,5	139,8	33,8%	-1,2%	24,7	60,1	58,7	41,1%	-2,3%
CYFROWY POLSAT	2 658,7	7 547,5	10 424	35,2%	38,1%	871,9	2 772	3 613,7	31,4%	30,3%	-10,6	267,8	414,8	-4,0%	54,9%
DOM DEVELOPMENT	297,9	819,4	862,6	36,4%	5,3%	38,8	73,1	87,9	53,1%	20,2%	30,2	56,3	66,8	53,6%	18,7%
ELBUDOWA	343,7	1 100,5	1 173,7	31,2%	6,7%	11,6	44,0	57,9	26,4%	31,6%	4,8	21,1	32,1	22,7%	52,1%
ERBUD	428,1	1 565,4	1 659,5	27,3%	6,0%	12,1	44,2	51,4	27,4%	16,3%	6,2	21,2	25,8	29,2%	21,7%
EUROCASH	4 534,4	17 052	20 487	26,6%	20,1%	147,2	402,4	495,8	36,6%	23,2%	84,1	192,3	257,5	43,7%	33,9%
FERRO	62,1	270,1	278,9	23,0%	3,3%	6,8	38,7	38,6	17,6%	-0,3%	3,9	25,7	25,3	15,2%	-1,6%
FERRUM	107,3	416,9	459,0	25,7%	10,1%	2,2	14,4	21,0	15,5%	46,1%	-2,2	-3,4	2,5	65,6%	-
FORTE	219,9	811,9	954,9	27,1%	17,6%	32,7	113,6	151,2	28,8%	33,1%	23,3	79,0	106,7	29,5%	35,1%
GPW	78,5	312,2	299,8	25,2%	-4,0%	37,6	161,1	162,4	23,4%	0,8%	24,1	112,1	112,5	21,5%	0,3%
GRAJEWO	386,7	1 535,6	1 594,3	25,2%	3,8%	53,4	198,2	218,8	26,9%	10,4%	29,2	105,1	118,7	27,8%	12,9%
GRUPA AZOTY	2 285,5	9 627,6	9 397,1	23,7%	-2,4%	166,6	857,2	1 258,5	19,4%	46,8%	17,3	270,6	427,1	6,4%	57,8%
GTC	128,4	526,1	552,5	24,4%	5,0%	-443,1	-502,9	439,5	88,1%	-	-431,3	-720,0	225,2	59,9%	
INSTAL KRAKÓW	131,7	526,9	509,7	25,0%	-3,3%	4,4	23,0	24,2	19,1%	5,2%	2,8	15,6	16,5	17,9%	5,8%
INTROL	114,7	457,8	427,6	25,1%	-6,6%	7,3	32,1	35,1	22,7%	9,3%	4,5	19,3	20,8	23,3%	7,8%
IZOSTAL	55,4	194,6	220,5	28,5%	13,3%	3,6	10,5	14,7	34,4%	39,5%	1,6	4,9	6,5	31,8%	32,9%
KĘTY	462,7	1 803,4	1 944,5	25,7%	7,8%	55,8	308,0	322,2	18,1%	4,6%	22,4	168,0	174,6	13,3%	3,9%
LIBET	63,3	270,9	284,3	23,4%	4,9%	8,2	42,9	44,2	19,1%	3,0%	0,1	7,9	12,2	1,3%	54,4%
LOTOS	6 517	28 443	22 972	22,9%	-19,2%	-618	-345	2 029	179,0%	-	-986	-1 176	541	83,8%	-
MARVIPOL	168,4	753,7	731,8	22,3%	-2,9%	11,4	40,0	84,9	28,5%	112%	5,4	52,3	42,0	10,3%	-19,7%
MS ZABRZE	238,0	852,3	787,3	27,9%	-7,6%	10,4	48,4	42,4	21,5%	-12,4%	4,8	21,2	19,0	22,6%	-10,4%
ORBIS	176,8	707,8	1 135,2	25,0%	60,4%	48,5	210,7	269,6	23,0%	28,0%	17,5	83,7	84,1	20,9%	0,5%
PAGED	185,8	710,1	834,2	26,2%	17,5%	31,3	122,0	143,7	25,7%	17,8%	15,4	66,9	79,7	23,0%	19,1%
PA NOVA	40,5	169,6	177,2	23,9%	4,5%	10,6	37,9	39,6	28,0%	4,5%	6,5	21,4	25,5	30,4%	19,2%
PCC ROKITA	244,2	1 063,0	937,3	23,0%	-11,8%	38,8	124,0	144,8	31,3%	16,8%	21,1	63,5	70,1	33,2%	10,4%
PHN	41,5	161,7	164,3	25,7%	1,6%	5,9	19,4	31,3	30,4%	61,3%	53,9	102,7	24,1	52,5%	-76,5%
PKN ORLEN	24 902	106 832	87 456	23,3%	-18,1%	-664	-2 720	6 004	24,4%	-	-1 216	-5 811	2 746	20,9%	-
POLICE	703,1	2 456,7	2 870,3	28,6%	16,8%	21,5	151,8	289,0	14,2%	90,4%	-2,5	46,9	136,9	-5,3%	191,9%
QUMAK	202,2	607,1	701,7	33,3%	15,6%	10,0	19,3	26,3	52,0%	36,3%	7,1	12,0	16,9	59,4%	41,1%
RAWLPLUG	140,2	641,2	705,3	21,9%	10,0%	8,3	52,3	59,3	15,9%	13,4%	-1,5	5,8	11,2	-25,9%	93,1%
ROBYG	113,6	397,9	522,2	28,5%	31,2%	17,7	60,0	73,0	29,5%	21,7%	14,4	38,9	44,0	37,0%	13,1%
RONSON	11,2	153,7	326,8	7,3%	112,6%	-4,6	-2,0	42,3	230,0%	-	-4,1	-4,8	26,8	85,4%	-
SELENA FM	273,5	1 113,8	1 097,8	24,6%	-1,4%	18,9	90,4	96,8	20,9%	7,1%	-14,5	17,2	52,5	-84,3%	205,2%
STALPROFIL	174,5	725,5	675,2	24,1%	-6,9%	-3,1	15,6	28,7	-20,2%	84,2%	-5,2	1,7	10,9	-304,8%	543,9%
STALPRODUKT	756,3	2 863,6	3 119,5	26,4%	8,9%	69,7	284,0	358,4	24,5%	26,2%	20,4	85,2	152,6	24,0%	79,1%
SUWARY*	22,3	105,8	117,6	21,1%	11,2%	2,4	16,2	17,3	14,8%	6,8%	0,1	5,5	6,4	1,8%	16,4%
SYNTHOS	1 180,4	4 755,7	3 884,5	24,8%	-18,3%	143,8	651,2	804,9	22,1%	23,6%	97,5	388,4	535,3	25,1%	37,8%
ŚNIEŻKA	88,2	543,0	558,2	16,2%	2,8%	8,6	71,7	75,4	12,0%	5,2%	0,4	36,7	43,2	1,1%	17,7%
TESGAS	28,3	88,2	93,8	32,1%	6,3%	1,3	2,3	3,8	56,5%	65,2%	0,5	0,0	0,8	-	-
TRAKCJA	550,0	1 588,9	1 588,7	34,6%	0,0%	37,1	106,8	94,9	34,7%	-11,1%	21,9	54,7	48,5	40,0%	-11,3%
VOXEL	38,9	108,3	113,6	35,9%	4,9%	6,2	16,8	23,6	36,9%	40,5%	1,5	0,8	6,6	187,5%	725,0%
ZAP (Puławy)	889,7	3 566,7	3 449,1	24,9%	-3,3%	100,7	408,2	628,3	24,7%	53,9%	54,3	227,5	383,6	23,9%	68,6%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *prognoza na 1Q'14/15 oraz 2014/15 i 2015/16*

Zestawienie podsumowujące

Spółka	Analityk	Ocena	Komentarz
AGORA	Bobrowski	pozytywna	silny rynek kinowy za 4Q'14 z dynamiką wzrostu przekraczająca 20% r/r; coraz lepszy mix EBITDA
CIECH	Brymora	pozytywna	utrzymujące się dobre marże w segmencie sodowym
PKN ORLEN	Pado	pozytywna	spółka opublikowała wyniki, po oczyszczeniu z one-offów, lepsze od naszych oczekiwań
POLICE	Brymora	pozytywnie	poprawa wolumenów i marż, niska baza
MARVIPOL	Górniak	pozytywna	wyniki segmentu automotive w 4Q'14 powyżej prognoz zarządu; rekordowy rok segmentu deweloperskiego; mocne obniżenie zadłużenia netto r/r
PAGED	Brymora	pozytywna	wyraźna poprawa w segmencie sklejkowym (niska baza), konsolidacja Europa Systems
PA NOVA	Górniak	pozytywna	sprzedaż parków handlowych w 4Q'14 zapewniła finansowanie na wkład własny na budowę Galeny, generując ok.. 2 mln PLN zysku; stabilny backlog
PCC ROKITA	Brymora	pozytywna	wysokie marże w segmencie polioli wskutek znaczącego spadku kosztu surowców, stabilizacja alkaliów
TRAKCJA	Pado	pozytywna	spodziewana spora poprawa wyników w końcówce roku (przyspieszenie inwestycji PKP PLK, dobra pogoda)
ZAP (Puławy)	Brymora	pozytywna	poprawa wolumenów i marż, niska baza
ARCTIC PAPER	Brymora	neutralnie pozytywna	stabilizacja cen celulozy na niskim poziomie, ale negatywny wpływ walut w części papierniczej
ATM GRUPA	Bobrowski	neutralnie pozytywna	kontynuacja dobrych wyników widocznych już w poprzednich kwartałach; na 2015 rok oczekujemy raczej stabilizacji EBITDA
BUDIMEX	Pado	neutralnie pozytywna	wyniki oczyszczone lepsze r/r, bardzo dobry cash flow i tym samym pozycja gotówkowa na koniec roku
COGNOR	Bobrowski	neutralnie pozytywna	poprawa q/q powinna wynikać z przestojów jakie miały miejsce w 3Q'14; perspektywy na 2015 są obiecujące
COMARCH	Jurzec	neutralnie pozytywna	porównywalne wyniki r/r, dynamiczny wzrost przychodów na rynkach zagranicznych
CYFROWY POLSAT	Bobrowski	neutralnie negatywna	obawiamy się wzrostu kosztów co będzie widoczne także w kolejncyh kwartałach
GRUPA AZOTY	Brymora	neutralnie pozytywna	poprawa wyników praktycznie w każdej spółce zależnej, odpisy
QUMAK	Jurzec	neutralnie pozytywna	zdecydowana poprawa wyników r/r, lepszy wolumen sprzedazy i wyższe marże
ROBYG	Górniak	neutralnie pozytywna	deweloper jako jedyny przebił barierę 2,0 tys. zakontraktowanych mieszkań w '14; wysoki wolumen przekazań powyżej założeń rynku
STALPRODUKT	Bobrowski	neutralnie pozytywna	powinien to być kolejny dobry kwartał wynikowy; na 2015 rok uwzględniamy dalsze wzrosty
SUWARY	Pado	neutralnie pozytywna	spodziewana poprawa r/r; większego efektu korzystnego otoczenia oczekujemy w 2Q'14/15
DOM DEVELOPMENT	Górniak	neutralnie	dobre wyniki 4Q'14 odbiją się na wolumenie przekazań w 1H'15; spółka jest dalej droga wskaźnikowo
ELBUDOWA	Pado	neutralnie	zakładamy, że spółka "dowiezie" prognozę roczną; wyraźnie słabsza marżowość r/r.
ERBUD	Pado	neutralnie	wysoka baza r/r; dobry backlog na 2015 rok
EUROCASH	Górniak	neutralnie	ciężka sytuacja na rynku FMCG ogranicza pole do poprawy marż; na wyniki dodatnio wpłynie konsolidacja wyników Inmedio, Rogali i Kolportera
FERRO	Pado	neutralnie	wyniki nieco lepsze r/r, w kolejnych Q ryzyko wysokie kursu USD/PLN
FERRUM	Bobrowski	neutralnie	słabe wyniki w segmencie rur zneutralizowane przez dobre odczyty segmentu konstrukcji; oczekujemy poprawy w 2H'15 wraz z konraktacją Gaz Systemu
FORTE	Brymora	pozytywna	wyraźne przekroczenie założeń zarządu z ostatniej konferencji wynikowej
GPW	Bobrowski	neutralnie	odczyty o obrotach na rynku finansowym wskzują na erozję przychodów, pozytywne dane dotyczą segmentu towarowego
GRAJEWO	Brymora	neutralnie	słabszy wolumen sprzedaży, ale poprawa marż
GTC	Górniak	neutralnie	spółka przestawiła w grudniu raporty z wyceny portfolio i banku ziemi, więc wielkość odpisów nie powinna być dla rynku zaskoczeniem; liczymy na uzyskanie pozwoleń na budowę projektów w Warszawie
INTROL	Pado	neutralnie	realizacja prognozy, spadek r/r (wysoka baza)
IZOSTAL	Bobrowski	neutralnie	wpływ na 4Q'14 może mieć realzaicja kontraktu na dostawe rur Polkowice-Żary; od 2H'15 oczekujemy poprawy wyników wraz z kontraktacja z Gaz Systemu
KĘTY	Pado	neutralnie	wyniki za 4Q'14 słabsze niż wcześniej podawano (min kilka mln PLN odpisów na koniec roku); nowa strategia w centrum uwagi (465 mln PLN EBITDA w 2020)
MS ZABRZE	Pado	neutralnie	utrzymanie dodatniej dynamiki wyników z poprzednich Q; niski backlog na 2015
ORBIS	Bobrowski	neutralnie	spółka już podała dane sprzedażowe za 4Q'14 oraz prongozę na 2014; dane za 2015 będą już uwzględniały konsolidację przejętych aktywów od Accor
PHN	Górniak	neutralnie	spółka kontynuuje strategię przwbudowy portfoli i restrukturyzacji grupy; wzrost przychodów powinien nastąpić w '16
RAWLPLUG (KOELNER)	Brymora	neutralnie	spadki cen ropopochodnych surowców zneutralizowane niekorzystnym kursem EUR/USD
RONSON	Górniak	neutralnie	zarząd od dłuższego czasu podkreślał, że 4Q'14, jak i '14 są spisane na straty; zadowalająco prezentuje się kontraktacja, która powinna przełożyć się bardzo dobre wyniki w latach '15-'16
SELENA FM	Pado	neutralnie	dobry wynik operacyjny, wynik netto obciążony przez wysokie różnice kursowe
ŚNIEŻKA	Pado	neutralnie	operacyjnie wynik poprawny, spore ujemne różnice kursowe na USD
TESGAS	Pado	neutralnie	wzrost sprzedaży, jednak brak krótkoterminowych perpektyw na poprawę rentowności
VOXEL	Pado	neutralnie	dobre wyniki w cześci diagnostycznej; spodziewana strata EBITDA za cały 2014 rok w Alterisie.
CERAMIKA N. GALA	Pado	neutralnie negatywna	utrzymująca się presja na sprzedaż i marże, dobry cash flow
INSTAL KRAKÓW	Pado	neutralnie negatywna	niższa od oczekiwań kontrybucja segmentu deweloperskiego
LIBET	Pado	neutralnie negatywna	wyhamowanie dynamiki sprzedaży z poprzednich Q, nadal relatywnie niska rentowność
LOTOS	Pado	neutralnie negatywna	wyniki obciążone przez odpisy, dużo większa ekspozycja na upstream niż PKN (kwestia cen ropy)
SYNTHOS	Brymora	neutralnie negatywna	pogorszenie marż w segmencie kauczukowym i styrenowym, lepszy wolumen i cash flow
STALPROFIL	Bobrowski	negatywna	wysoka strata ZRUG Zabrze obciąży wyniki za 4Q'14; perspektywy na 2015 rok są dość wymagające

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	9.05	P/E	---	---	---	---
MC [mln PLN]	461	EV/EBITDA	4.4x	5.7x	5.4x	4.7x
		EV/EBIT	62.2x	---	---	---
		P/BV	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x

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

Jesteśmy zbudowani poprawiająca się strukturą wyniku EBITDA grupy. Rok 2014 będzie prawdopodobnie pierwszym okresem, kiedy największy udział EBITDA w ramach grupy będzie generował segment film i książka. W kolejnych okresach tendencja ta powinna być utrwalona. Dodatkowo coraz wyraźniejszy będzie udział w wyniku grupy segmentu reklamy zewnętrznej (szczególnie z chwilą pełnej materializacji rynku warszawskiego) oraz internet.

Zwracamy uwagę, że spółka podała komunikat, że sam 4Q'14 będzie obciążony odpisami. W efekcie weryfikacji długoterminowych prognoz finansowych poszczególnych segmentów biznesowych (czasopisma), Agora dokonała odpisów aktualizacyjnych wartości aktywów trwałych, których łączny wpływ na skonsolidowany wynik za 4Q'14 wyniesie około 15 mln PLN.

Prognozowana wyników Agory

	4Q'13	4Q'14P*	zmiana r/r	2013	2014P*	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r	realizacja (4Q'14/2014)
Przychody	300.3	301.9	1%	1 073.9	1 070.6	0%	1108.9	4%	1154.4	4%	28%
Koszty operacyjne	285.0	295.3	4%	1 066.6	1 083.5	2%	1121.6	4%	1161.9	4%	27%
EBITDA	40.4	30.1	-25%	103.5	82.1	-21%	84.3	3%	92.9	10%	37%
EBIT	15.3	6.5	-57%	7.4	-12.9	-274%	-12.7	-1%	-7.6	-40%	---
Wynik netto	10.4	7.9	-24%	1.2	-12.8	-1188%	-11.2	-12%	-8.0	-29%	---
Marża EBITDA	13.4%	10.0%		9.6%	7.7%		7.6%		8.1%		
Marża EBIT	5.1%	2.2%		0.7%	-1.2%		-1.1%		-0.7%		
Marża zysku netto	3.5%	2.6%		0.1%	-1.2%		-1.0%		-0.7%		

** - wyniki nie uwzględniają zakomunikowanego odpisu z tytułu utraty wartości (czasopisma) na kwotę 15 mln PLN.*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozowana struktura EBITDA na lata 2014-2016

	2014P*	2015P	2016P
Prasa	35.6	30.1	30.1
Druk	15.3	14.1	13.6
Radio	10.2	10.6	10.9
Internet	25.2	28.0	30.8
Reklama Zewnętrzna	22.4	26.8	29.0
Film i książka	36.2	37.5	41.8
Pozycje uzgadniające (holding)	-62.9	-62.8	-63.3
Razem EBITDA [mln PLN]	**82.1**	**84.3**	**92.9**

** - wyniki nie uwzględniają zakomunikowanego odpisu z tytułu utraty wartości (czasopisma) na kwotę 15 mln PLN.*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SEGMENT FILM I KSIĄŻKA

Okres 4Q'14 był bardzo dobry dla polskich kin. Liczymy, że frekwencja w omawianym okresie wzrosła o ponad 20% r/r. Należy mieć na uwadze, że za sukces frekwencyjny w 4Q'14, kolejny raz w 2014 roku, odpowiadały krajowe produkcje. Ogółem w 2014 roku wg danych boxoffice do krajowych kin sprzedano ponad 40.2 mln biletów, czyli o ponad 10% więcej r/r. Tym samym oczekujemy, że spółka wykaże silny wynik w segmencie film i książka za 4Q'14. W skali całego 2014 roku zakładamy, że EBITDA segmentu przekroczy 36.2 mln PLN, przy liczbie wejść na poziomie sprzedanych ponad 8.25 mln szt. biletów. Wpływy z barów kinowych w przeliczeniu na 1 widza przyjmujemy w 2014 roku na poziomie ok. 5.89 PLN. Tym samym po raz pierwszy segment ten (w skali całego roku) powinien wypracować najwyższy poziom EBITDA w ramach grupy. Uwzględniając nasza projekcję spodziewamy się umocnienia tej tendencji w latach 2015-2016.

Zestawienie najpopularniejszych tytułów w Polsce w 4Q'14 w okresie weekendowym

Lp.	Tytuł	4Q'13	Lp.	Tytuł	4Q'14
1	Kraina lodu 3D	635	1	Bogowie	1095
2	Hobbit: Pustkowie Smauga 3D	613	2	Hobbit: bitwa pięciu armii	934
3	Igrzyska śmierci: W pierścieniu ognia	440	3	Igrzyska śmierci: Kosogłos. Część 1	470
4	Wałęsa. Człowiek z nadziei	417	4	Dzień dobry, kocham cię!	349
5	Thor: Magiczny świat 3D	284	5	Miasto'44	342
6	Grawitacja 3D	268	6	Wielka szóstka	322
7	Ratujmy Mikołaja 3D	214	7	Służby specjalne	251
8	Last Vegas	195	8	Obywatel	246
9	Klopsiki kontratakują 3D	173	9	Siedmiu krasnoludów ratuje Śpiącą Królewnę	187
10	Kapitan Phillips	169	10	Głupi i Głupszy Bardziej	167
11	Turbo 3D	126	11	Pszczółka Maja. Film	117
12	Mój biegun	120	12	Dracula: historia nieznana	107
	Frekwencja na top 12 [tys.]	**3 655**		**Frekwencja na top 12 [tys.]**	**4 586**

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

W modelu przyjmujemy, że na koniec 2015 roku siec Helios będzie miała 198 ekranów (w 2014 roku nastąpiło opóźnienie oddawania nowych obiektów). W kolejnych 3 latach prognozy spodziewamy się przyrostu bazy ekranów do 224 szt. na koniec 2018 roku.

Inwestorzy powinni mieć też świadomość, że w kolejnych okresach spółka będzie chciała bardziej agresywnie zaistnieć na rynku produkcji filmowych. Realizacje projektów filmowych są współfinansowane ze strony PISF. Jest to jednak działalność obarczona sporym ryzykiem (m.in. nieprzewidywalna frekwencja w kinach, która determinuje później możliwość monetyzacji w kolejnych etapach sprzedaży praw do tytułu) i nie decydujemy się na budowanie długofalowych projekcji dla tej działalności (budżet średniego film fabularnego może wynosić ok. 7-9 mln PLN, z czego do 50% może zostać dofinansowane z PISF (zatem w przypadku porażki frekwencyjnej w kinie dotacja jest pewną poduszką w procesie rozliczania projektu).

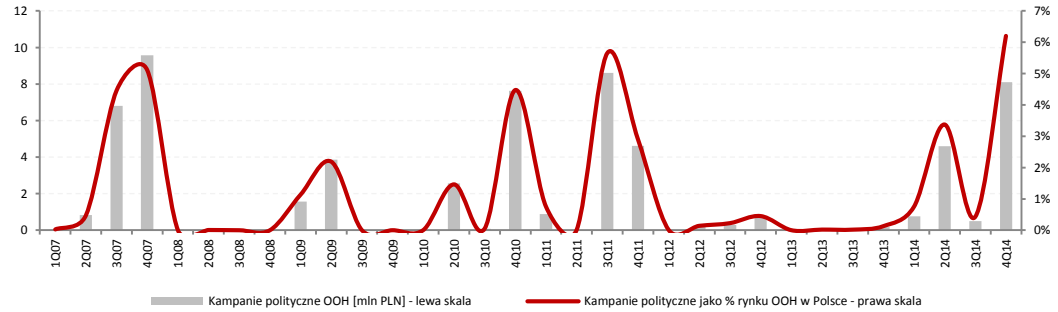
Next Film będzie w 2015 roku odpowiadał za dystrybucję m.in. następujących tytułów: „Ziarno Prawdy" (premiera kinowa 30.01.2015), „Polskie Gówno" (premiera kinowa 06.02.2015); Disco Polo (premiera kinowa 27.02.2015), oraz tytułu którego Agora jest producentem „Król życia" (premiera kinowa - wrzesień 2015; dofinansowanie po odwołaniu z PISF na kwotę 1 mln PLN).

SEGMENT REKLAMY ZEWNĘTRZNEJ, INTERNET ORAZ RADIO

W segmencie reklamy zewnętrznej rok 2014 był dość wymagający. Z danych IGRZ wynika, że wartość reklamy zewnętrznej w Polsce była stabilna r/r i wyniosła w skali roku ok. 448.5 mln PLN. Spodziewamy się, że spółka za 2014 rok wykaże niewielki spadek przychodów do ok. 150.2 mln PLN. Na poziomie EBITDA liczymy na zysk wysokości 22.4 mln PLN (niższe koszty związane m.in. z utrzymaniem systemu oraz realizacją kampanii).

W 2015 rok liczymy na ożywienie rynku reklamy OOH w Polsce. Dodatkowo pomagać spółce powinny kampanie polityczne (prezydencka oraz parlamentarna). W modelu uwzględniamy też pozytywne efekty budowy wiat w Warszawie. Dlatego przyjęliśmy, że EBITDA dla tego obszaru w 2015 roku wzrośnie do 26.8 mln PLN i będzie na ścieżce wzrostu w kolejnych dwóch latach (pełne efekty monetyzacji rynku warszawskiego). Zwracamy uwagę, że spółka na bilansie w pozycji należności długoterminowe wykazała już połowę przewidywanego Capexu na budowę wiat w Warszawie (AMS złożyła w banku kaucję pieniężną stanowiącą zabezpieczenie właściwej realizacji kontraktu). Zatem w miarę postępującego procesu inwestycji złożona kaucja będzie uwalniana (największy CF inwestycyjny został poniesiony już w 4Q'13).

Wartość kampanii politycznych w ramach segmentu reklamy zewnętrznej w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych IGRZ

W obszarze internet liczymy na dalsze wzrosty w skali roku (sam 4Q'14 może wypaść słabiej r/r z uwagi na wyższe koszty). Przyjęliśmy, że segment w 2014 roku wypracuje zysk EBITDA na pułapie ok. 25.2 mln PLN. Perspektywy na 2015 rok oceniamy za korzystne dla tego obszaru biznesowego. Pozytywny efekt na przychody reklamowe może mieć również zmiana formatu strony głównej www.gazeta.pl (która cechuje się większym obszarem dla reklamodawców). Dlatego przyjmujemy w latach 2015-2016 wzrost wyniku segmentu do odpowiednio 28 i 30.8 mln PLN.

Dobrych wyników oczekujemy ze strony radia. Niemniej segment ten ma ograniczony wpływ na rezultaty grupy. W 2014 roku spodziewamy się, że radio wypracowało EBITDA na poziomie ponad 10 mln PLN. Biorąc pod uwagę pespektywy dla rynku reklamy radiowej oraz dokonywane zmiany organiczne w tym segmencie oceniamy, że ścieżka wzrostu na 2015-2016 nie jest zagrożona. Należy mieć jednak na uwadze, że wyniki poszczególnych kwartałów mogą być pod wpływem realizowanych kampanii reklamowych (nieregularne w czasie).

SEGMENT PRASA ORAZ DRUK

Władze spółki stają zatem przez wyjątkowo trudnym zadaniem wprowadzania takich zmian w sposobie działania grupy aby docelowo móc dalej uzasadnić celowość utrzymywania bieżącej struktury organizacyjnej. Spółka w zaprezentowanej nowej strategii zwraca szczególną wagę na proces transformacji obszaru prasy. Trwała marginalizacja tego segmentu rynku reklamy wpłynęła już na silną erozję wyników Agory. Z zaprezentowanych założeń wynika, że celem spółki do 2016 roku jest stabilizacja rentowności segmentu prasa. W naszym modelu zakładamy, że w 2014 roku wynik EBITDA segmentu będzie wynosił ok. 35.6 mln PLN, a w okresie 2015-2016 będzie w okolicy 30 mln PLN (wyższe założenia w porównaniu z poprzednim raportem wynikają z mniejszego wzrostu kosztów). Podkreślamy, że udane wdrożenia systemu pobierania dodatkowych płatności za udostępniane treści cyfrowe powinno pozwolić na docelowe powolne odbudowywanie wyniku. Zagrożeniem dla tego segmentu będzie nieudany proces monetyzacji cyfrowej.

W nowej odsłonie prezentacji wyników, spółka zdecydowała się na wyodrębnienie z prasy codziennej nowego segmentu druk. Zadaniem tego obszaru biznesowego jest m.in. zapewnienie „taniego" druku dla segmentu prasy. Zgodnie z założeniami zaprezentowanej strategii, segment ma docelowo utrzymywać wynik EBIT na poziomie +0. W naszym modelu jesteśmy bardziej sceptyczni i utrzymujemy trwałą niewielką ujemną rentowność EBIT. W modelu przyjęliśmy, że EBITDA za 2014 rok wyniesie ok. 15. 3 mln PLN, a strata EBIT ok. 1.1 mln PLN. Liczymy się z tym, że w 1H'15 wyniki segmentu będą pod presją wyższych kosztów (waluta, ceny papieru). Dlatego w skali 2015-2016 roku przyjęliśmy spadek zysku EBITDA do odpowiednio 14.1 - 13.6 mln PLN.

Prognoza wyników Agory [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14*	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2014*	2015	2016	2017
Przychody	**254.0**	**270.8**	**244.0**	**301.9**	**259.7**	**276.2**	**252.6**	**320.4**	**1 070.6**	**1 108.9**	**1 154.4**	**1 193.2**
Sprzedaż usług reklamowych	111.0	146.3	117.7	154.1	111.3	148.7	120.5	164.5	529.1	545.0	560.0	579.7
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	33.1	32.5	32.6	33.5	32.3	32.9	34.5	35.0	131.7	134.7	141.0	146.8
Sprzedaż biletów do kin	41.5	24.6	30.2	45.2	43.4	26.4	31.5	48.2	141.5	149.4	160.9	170.4
Sprzedaż usug poligraficznych	40.7	41.1	38.1	40.5	41.0	41.0	38.6	40.5	160.4	161.1	161.6	162.2
Pozostała sprzedaż	27.7	26.3	25.4	28.6	31.7	27.2	27.7	32.2	107.9	118.7	130.9	134.1
Koszty operacyjne	**263.6**	**270.8**	**253.8**	**295.3**	**273.4**	**275.2**	**265.9**	**307.0**	**1 083.5**	**1 121.6**	**1 161.9**	**1 193.4**
Materiały i energia	59.6	58.6	55.4	62.4	61.0	59.4	58.0	62.2	236.0	229.9	229.6	228.2
Amortyzacja	23.8	24.1	23.5	23.6	23.4	23.4	24.8	25.5	95.0	97.0	100.5	101.9
Koszty pracownicze	72.9	76.7	71.7	77.9	77.8	80.1	81.4	85.0	299.2	320.4	331.7	342.6
Niegotówkowe koszty	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reprezentacja i reklama	13.2	18.0	16.9	25.1	14.9	19.2	15.0	24.7	73.2	88.5	90.2	92.7
Inne	94.1	93.4	86.3	106.4	96.2	93.1	86.8	109.6	380.1	385.8	410.0	427.9
EBITDA	**14.2**	**24.1**	**13.7**	**30.1**	**9.6**	**24.4**	**11.5**	**38.8**	**82.1**	**84.3**	**92.9**	**101.7**
Prasa	8.4	11.7	5.8	9.8	3.0	10.1	4.6	12.3	35.6	30.1	30.1	32.8
Druk	3.6	3.5	4.4	3.8	3.5	3.2	3.7	3.8	15.3	14.1	13.6	14.0
Internet	5.3	7.6	5.6	6.6	5.8	8.7	6.1	7.4	25.2	28.0	30.8	33.5
Radio	0.5	4.0	1.2	4.5	-0.1	4.4	1.4	4.9	10.2	10.6	10.9	11.2
Reklama Zewnętrzna	0.7	9.6	2.5	9.6	0.4	9.9	3.3	13.2	22.4	26.8	29.0	32.1
Film i książka	11.3	4.2	6.3	14.5	13.1	4.6	4.3	15.7	36.2	37.5	41.8	43.0
EBIT	**-9.6**	**0.0**	**-9.8**	**6.5**	**-13.8**	**1.0**	**-13.3**	**13.3**	**-12.9**	**-12.7**	**-7.6**	**-0.2**
Saldo finansowe	0.1	0.2	2.2	1.3	0.9	0.8	0.6	0.5	3.8	2.9	-1.8	-1.0
Udział w zyskach jedn. stow.	-0.3	-0.5	-1.4	0.2	0.0	0.6	0.0	0.5	-2.0	1.1	1.4	2.0
Wynik netto	**-9.6**	**-1.0**	**-10.1**	**7.9**	**-12.8**	**2.1**	**-12.7**	**12.2**	**-12.8**	**-11.2**	**-8.0**	**0.8**
Marża EBITDA	5.6%	8.9%	5.6%	10.0%	3.7%	8.8%	4.5%	12.1%	7.7%	7.6%	8.1%	8.5%
Marża EBIT	-3.8%	0.0%	-4.0%	2.2%	-5.3%	0.4%	-5.3%	4.2%	-1.2%	-1.1%	-0.7%	0.0%
Marża zysku netto	-3.8%	-0.4%	-4.1%	2.6%	-4.9%	0.7%	-5.0%	3.8%	-1.2%	-1.0%	-0.7%	0.1%

** - wyniki nie uwzględniają zakomunikowanego odpisu z tytułu utraty wartości (czasopisma) na kwotę 15 mln PLN.*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ARCTIC PAPER

			2013*	2014P	2015P
Kurs [PLN]	4,70	P/E	-	10,8	44,0
MC [mln PLN]	325,7	EV/EBITDA	10,7	3,1	3,2
		EV/EBIT	-	6,7	7,2
		P/BV	0,6	0,5	0,5

**- do wyników oczyszczonych*

W 4Q'14 ceny celulozy pozostawały stabilne q/q, co oznacza spadek o 4,6% r/r w przypadku BHKP (735 USD/t) i wzrost o 4,3% r/r dla NBSK (932 USD/t). W kwartale obserwowana była lekka tendencja wzrostowa na celulozie krótkiej (BHKP) z poziomów poniżej 700 USD/t do ok. 740 USD/t, niemniej jest to zjawisko sezonowe. W średnim/długim terminie nie spodziewamy się przekroczenia cen powyżej 750 USD/t. Notowania wyrażone w realach brazylijskich, skąd pochodzi większość BHKP, są bliskie historycznym rekordom, a w realizacji jest kilka dużych inwestycji, jak projekt Guaiba II firmy CMPC (1,3 mln ton- start 2H'15) czy Parana spółki Klabin (1,1 mln ton w 2016 roku). W przypadku NBSK sytuacja popyt/podaż jest wciąż napięta (więcej podaży w 2016 roku) i ceny utrzymują się w okolicach 930 USD/t. W średnim/długim terminie oczekujemy ich obniżenia, co wynika bardziej ze spadku popytu (efekt substytucji tańszą BHKP), ale nie więcej niż do 850 USD/t (powrót spreadu NBSK-BHKP 100 USD/t).

Spółka pokazała dobry wolumen w 2Q i 3Q'14. Oczekujemy podobnej tendencji w 4Q'14 spodziewając się ok. 186k ton papieru (+2,2% r/r). Ceny na rynku dalej spadają (ok. -0,5% q/q, -2% r/r) i nie spodziewamy się rychłej zmiany w najbliższym czasie. Rynkowi wciąż dolega strukturalna nadpodaż, a czołowi producenci nie ogłaszali zamknięć fabryk, tak jak to miało miejsce w latach 2010-2013.

W 4Q'14 spółce w segmencie papieru nie sprzyjało otoczenie walutowe. EUR/PLN utrzymywał się na porównywalnym poziomie q/q i r/r, ale złotówka zdecydowanie osłabiła się do dolara, co podrożyło koszt zakupu surowców. W Szwecji mimo osłabienia korony do euro tendencja była zdecydowanie silniejsza w relacji do dolara. Sumarycznie EUR/USD spadł z 1,36 w 4Q'13 do 1,25 w minionym kwartale. Obecnie oscyluje w okolicach 1,13. W rezultacie oczekujemy słabszych wyników Arctic Paper w segmencie papieru (ok. 18 mln PLN EBITDA vs 26 mln PLN przed rokiem i 52 mln PLN w 3Q'14). Jak co roku istnieje ryzyko odpisów, choć ich skala będzie istotnie mniejsza niż w poprzednich latach.

W 4Q'14 otoczenie walutowe i ceny sprzyjały Rottneros. Cena NBSK w SEK wzrosła aż o 19% r/r i o 7% q/q. Niemniej spółka sygnalizowała postój w Valvik, który obciąży wyniki o jakieś 30 mln SEK. W rezultacie oczekujemy ok. 23 mln SEK EBITDA (10,6 mln PLN) i 7 mln SEK zysku netto. Rottneros wyniki opublikuje wcześniej, bo 12 lutego.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	734,9	754,9	2,7%	3 097,0	3 098,5	0,1%	3 296,4	6,4%
Wynik brutto na sprzedaży	28,9	87,7	203,4%	190,4	424,6	123,0%	462,1	8,8%
EBITDA	-23,2	28,2	-	-36,6	212,0	-679,6%	192,8	-9,1%
EBITDA Adj.	13,6	28,2	107,3%	72,9	212,0	190,9%	192,8	-9,1%
EBIT	-50,2	-0,4	-	-152,1	96,9	-	84,7	-12,6%
Zysk brutto	-57,7	-8,2	-	-183,2	62,2	-	57,6	-7,3%
Zysk netto	-29,6	-9,6	-	-132,7	30,0	-	7,4	-75,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	3,9%	11,6%		6,1%	13,7%		14,0%	
Marża EBITDA	1,9%	3,7%		2,4%	6,8%		5,8%	
Marża EBIT	-6,8%	-0,1%		-4,9%	3,1%		2,6%	
Marża zysku netto	-4,0%	-1,3%		-4,3%	1,0%		0,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

ATM GRUPA

			2013	2014P	2015P	2016P	
Kurs [PLN]	3.05	P/E	42.3x	16.5x	18.2x	15.3x	Analityk: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	257.11	EV/EBITDA	9.0x	7.3x	6.6x	6.8x	
		EV/EBIT	34.8x	16.7x	17.0x	14.5x	

Wyniki za 4Q'14 powinny być dobre. Ogółem pozytywnie oceniamy cały 2014 rok i liczymy, że wypracowana EBITDA wyniosła ok. 34.7 mln PLN. Pozytywny wpływ do odbudowy EBITDA miały wszystkie obszary biznesowe. Dodatkowo w 4Q'14 powinno być efekt zaprzestania wykazywania odpisów na utratę wartości firmy (historycznie przejętych podmiotów produkcyjnych).

Pewnym rozczarowaniem jest wyhamowanie (widoczne w 3Q'14) dynamiki wzrostu przez AidemMedia. Tłumaczymy to jednak zmianą w systemie operacyjnym iOS8. Dlatego liczymy, że w 1Q'15 i 2Q'15 dojdzie do powrotu wyników AidemMedia do pułapów z 1H'14. Oceniamy, że AidemMedia jest nadal czynnikiem wzrostowym budującym wartość ATM Grupa. Zwracamy uwagę, że podmiot ten działa w bardzo perspektywicznym i rosnącym obszarze gier na smartfony (zdecydowana większość użytkowników gier to klienci zagraniczni).

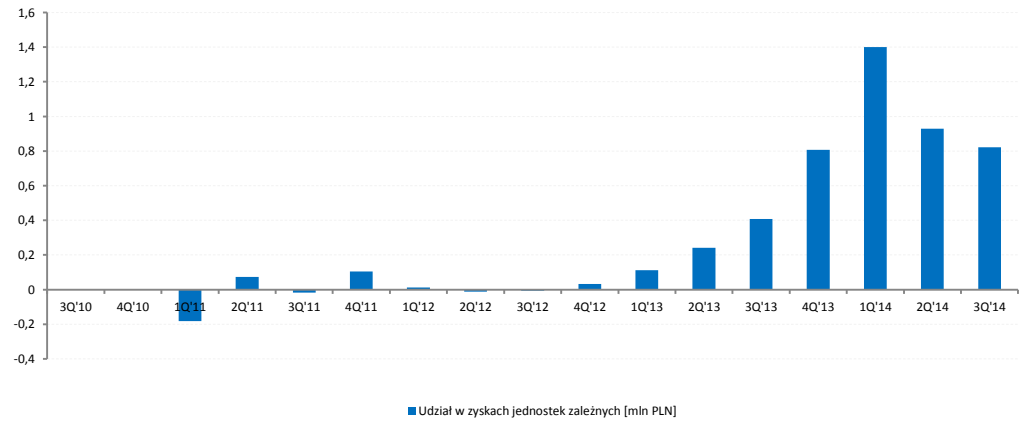
Oceniamy, że budżet produkcyjny jaki spółka realizowała (łącznie dla anten Polsatu i TVP) był duży i nie oczekujemy istotnej jego poprawy na 2015 rok. Tym samym w naszej symulacji przyjmujemy raczej powtórzenie wyników w ujęciu r/r dla tego segmentu. Należy mieć na uwadze, że w 2015 roku odbędzie się premiera kinowa animacji Złote Krople, co może istotnie wpłynąć na rezultaty danego okresu. Należy mieć też na uwadze, że w 2015 roku kończy się umowa na Ekstraklasę. W modelu liczymy, że spółka nadal będzie obsługiwała transmisję Ekstraklasy. Ogółem na 2015 rok zakładamy, że EBITDA będzie na pułapie 35.2 mln PLN, co będzie wynikiem płaskim w ujęciu r/r.

Prognoza wyników [mln PLN]

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r		realizacja (4Q'14/2014)
Przychody	31.3	42.4	35.6%	121.1	147.6	22%	159.7	8.1%	172.6	8.1%	121.1	147.6
EBITDA	**4.1**	**10.2**	**150.3%**	**26.5**	**34.7**	**31%**	**35.2**	**1.4%**	**35.6**	**1.2%**	**26.5**	**34.7**
EBIT	-1.1	5.4	---	6.8	15.2	122%	13.6	-10.2%	16.6	21.9%	6.8	15.2
Saldo finansowe	-0.2	-0.4	---	-0.3	-0.8	---	-0.5	---	-0.5	---	-0.3	-0.8
Wynik w jedn. stow.	0.8	0.8	-0.7%	1.6	4.0	152%	4.4	10.8%	4.6	5.0%	1.6	4.0
Wynik netto	-0.9	4.7	---	6.0	15.6	159%	14.1	-9.4%	16.8	18.8%	6.0	15.6
marża EBITDA	13%	24%		22%	23%		22%		21%	13%	24%	
marża EBIT	-4%	13%		6%	10%		9%		10%	-4%	13%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

BUDIMEX

			2013	2014	2015P	2016P
Kurs [PLN]	158,0	P/E	13,4	21,0	21,7	16,8
MC [mln PLN]	4 033,8	EV/EBITDA	6,7	8,6	8,1	5,1
		EV/EBIT	7,3	9,4	8,9	5,5
		P/BV	6,3	7,5	7,6	6,9

Spółka podała wybrane dane za 2014/4Q'14 w dniu 11 lutego. W ostatnim kwartale ubiegłego roku Budimex wypracował nieco ponad 1,2 mld PLN przychodów, przy 9,7% marży brutto ze sprzedaży (b. dobra marża w segmencie deweloperskim oraz poprawa marży w segmencie budowlanym vs 2-3Q'14, kiedy spółka zwiększała rezerwy). Na poziomie EBIT spółka wypracowała 71,0 mln PLN (przy 8,0 mln PLN to one-offy na saldzie pozostałej działalności operacyjnej lub na instrumentach pochodnych). Zysk netto wyniósł 57,2 mln PLN. Wyniki były generalnie lepsze od konsensusu (na poziomie EBIT wynosił on wg PAP 53,4 mln PLN) – naszym zdaniem są tego dwa źródła: i) mocniejsza marża brutto ze sprzedaży, ii) saldo pozostałej działalności operacyjnej.

Na koniec roku spółka miała nieco ponad 1,7 mld PLN gotówki netto. Na konferencji prasowej prezes zadeklarował, że możliwa jest wypłata 100% zysku netto – w przypadku skonsolidowanego daje to DPS na poziomie 7,5 PLN. Z wypowiedzi wynika, że w 2015 trudno może być o poprawę przychodów (portfel jest tak zbudowany, że dopiero lata 2016-17 przyniosą istotną poprawę), natomiast celem jest lekka poprawa marży EBIT (zwracamy jednocześnie uwagę, że za 2014 rok spółka ma około +20 mln PLN na saldzie pozostałej działalności, więc kwestia ta wymaga doprecyzowania). W prognozach na 2015 przyjmujemy zbliżony r/r poziom przychodów oraz lekki wzrost zysku na sprzedaży.

Wyniki za 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14	zmiana r/r	2013	2014	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	1 294,2	1 237,2	-4,4%	4 749,5	4 949,9	4,2%	4 972,4	0,5%	5 896,1	18,6%
Wynik brutto na sprzedaży	110,4	120,4	9,1%	395,4	432,7	9,4%	439,7	1,6%	528,1	20,1%
Zysk na sprzedaży	57,0	63,0	10,6%	204,1	227,3	11,3%	234,2	3,0%	298,4	27,4%
EBITDA	196,4	77,5	-60,6%	362,2	271,1	-25,1%	254,2	-6,2%	318,4	25,2%
EBIT	189,6	71,0	-62,6%	333,3	247,3	-25,8%	231,8	-6,3%	295,7	27,5%
Zysk brutto	189,4	70,4	-62,9%	331,3	242,6	-26,8%	232,2	-4,3%	298,4	28,5%
Zysk netto	189,5	57,2	-69,8%	300,5	192,0	-36,1%	185,9	-3,2%	239,4	28,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,5%	9,7%		8,3%	8,7%		8,8%		9,0%	
Marża EBITDA	15,2%	6,3%		7,6%	5,5%		5,1%		5,4%	
Marża EBIT	14,6%	5,7%		7,0%	5,0%		4,7%		5,0%	
Marża zysku netto	14,6%	4,6%		6,3%	3,9%		3,7%		4,1%	

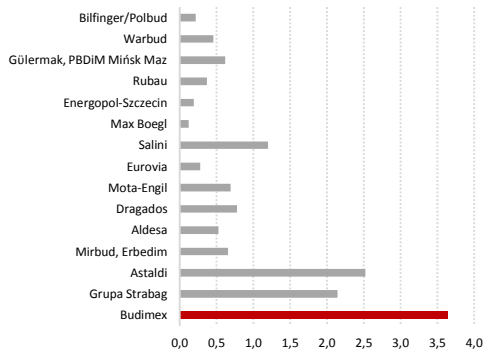
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Złożone oferty na przetargach drogowych w 2014-2015 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	1 071,5	Budimex	90,8%	81,8%	74,4%	1 071,5	100,0%	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
2014-10-21	S12	229,9	189,5	Energopol-Szczecin/PBD Zwoleń	82,4%	92,2%	91,4%	207,4	109,5%	6	3
2014-10-23	DK8	203,9	120,8	Max Boegl	59,2%	75,4%	75,0%	175,5	145,3%	13	7
2014-10-28	S3	533,2	456,1	Salini/Todini	85,5%	99,1%	84,9%	460,1	100,9%	6	2
2014-10-29	S8	438,7	369,8	Rubau	84,3%	99,6%	95,1%	371,3	100,4%	5	2
2014-11-13	S3	280,9	212,1	Mota-Engil	75,5%	83,4%	83,4%	254,4	119,9%	6	3
2014-11-14	S7	508,7	476,2	Salini/Todini	93,6%	97,2%	93,2%	511,2	107,3%	7	3
2014-11-17	S3	332,0	243,0	Strabag	73,2%	99,6%	93,5%	243,9	100,4%	7	2
2014-11-27	DK8	175,1	118,4	Budimex	67,6%	93,3%	93,2%	118,4	100,0%	3	1
2014-12-03	S3	746,8	638,7	Budimex	85,5%	99,6%	99,6%	638,7	100,0%	6	1
2014-12-18	S7	289,5	243,3	Strabag	84,0%	97,8%	92,4%	248,8	102,3%	4	2
2014-12-18	S7	383,4	315,9	Strabag	82,4%	99,0%	92,2%	319,2	101,1%	5	2
2015-01-15	S2	1 434,1	616,0	Gülermak, PBDiM Mińsk Maz	43,0%	97,7%	80,4%	1 008,9	163,8%	5	5
2015-01-19	S2	751,1	456,6	Warbud	60,8%	94,4%	78,6%	581,1	127,3%	3	3
2015-01-26	S2	1 312,2	993,5	Astaldi	75,7%	93,6%	89,0%	1 976,4	198,9%	10	10
2015-01-28	DK79/50	283,8	217,7	Bilfinger/Polbud	76,7%	85,4%	81,4%	346,8	159,3%	8	8

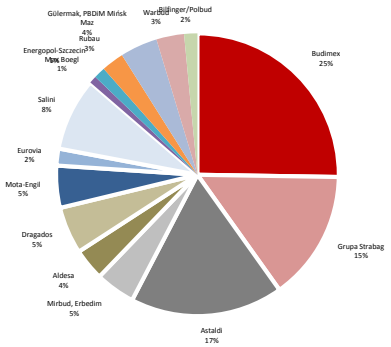
*Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, wnp.pl, wartości netto, *data złożenia ofert, ** stan na koniec stycznia'15*

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	2016P
Kurs [PLN]	1,13	P/E	-	13,9	13,9	10,2
MC [mln PLN]	53,0	EV/EBITDA	6,7	4,7	4,2	3,8
		EV/EBIT	87,2	17,8	11,9	9,3
		P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3

Ostatnie kwartały są 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. Po 1-3Q'14 spółka miała -10% na dynamice sprzedaży. Zwracamy uwagę, ze wyskok marży brutto ze sprzedaży w 3Q'14 miał charakter jednorazowy (spółka rozwiązała rezerwę na bonusy, co dało ok. 3,6 pkt proc.). W 4Q'13 spodziewamy się utrzymania spadku sprzedaży, jednak już nie w tak dużym zakresie (baza za 4Q'13 jest niska). Słabych wyników spodziewamy się na EBIT i poziome netto (zwracamy uwagę, ze wyniki porównywalne są obciążone przez -2,0 mln PLN na saldzie pozostałej działalności operacyjnych).

Spółka jest obecnie wyceniana na 53 mln PL i posiada około 41 mln PLN zadłużenia netto (po 4Q'14 poziom ten powinien być niższy, cash flow jest zwykle dość dobry w końcówce roku). Przepływy z działalności operacyjnej za ostatnie 4Q wynoszą 27,2 mln PLN.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	40,7	38,9	-4,4%	198,5	181,4	-8,6%	186,9	3,0%	198,3	6,1%
Wynik brutto na sprzedaży	8,5	8,1	-4,8%	45,2	45,3*	0,2%	45,8	1,0%	49,0	6,9%
EBITDA	-1,0	2,4	-	15,0	18,7	24,7%	19,4	3,8%	20,3	4,8%
EBIT	-4,3	-1,5	-	1,1	4,9	327,5%	6,2	26,7%	6,9	11,5%
Zysk brutto	-5,4	-1,9		-4,0	3,1	-	3,6	15,4%	4,4	22,5%
Zysk netto	-3,7	-1,9	-	-1,6	3,8	-	2,9	-23,7%	3,6	22,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,9%	20,8%		22,8%	25,0%		24,5%		24,7%	
Marża EBITDA	-2,4%	6,1%		7,5%	10,3%		10,4%		10,2%	
Marża EBIT	-13,2%	-4,8%		-2,0%	1,7%		1,9%		2,2%	
Marża zysku netto	-9,2%	-4,8%		-0,8%	2,1%		1,6%		1,8%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *1,8 mln PLN z rozwiązania rezerwy na bonusy*

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

CIECH

			2013*	2014P	2015P
Kurs [PLN]	49,2	P/E	30,8	39,8	12,8
MC [mln PLN]	2 592,8	EV/EBITDA	8,7	7,9	6,5
		EV/EBIT	17,3	13,7	10,3
		P/BV	2,9	2,9	2,3

**- do wyników oczyszczonych*

W 4Q'14 sprzyjały ceny i marże w segmencie sodowym. Średnie ceny sody kalcynowanej były wyższe o ok. 3% r/r (w EUR) tymczasem ceny węgla spadły o ok. 5% r/r. Pomagała też słabnąca złotówka. Problemem mogą być wolumeny, bo 4Q'13 był bardzo mocny pod tym względem (spółka wyprzedawała zapasy). Za 4Q'14 dane GUS o produkcji sugerują spadek o ok. 5% r/r i tego się spodziewamy. Niemniej marża powinna być wyższa r/r. Oczekujemy ok. 109 mln PLN EBITDA segmentu wobec 81,7 mln PLN przed rokiem i 126,3 mln PLN w 3Q'14 (mniejszy wolumen). W Organice również oczekujemy poprawy marży dzięki niższym cenom petrochemikaliów i kwasu octowego (ŚOR). Przeszkadzać mogły wysokie ceny polioli wykorzystywane w produkcji pianek PUR. Niemniej oczekujemy EBITDA w okolicach 0 wobec straty ponad 5 mln PLN rok temu (oczyszczony wynik). W 4Q'13 na wyniki wpłynął szereg zdarzeń jednorazowych (ponad 50 mln PLN). Teraz też mogą się one pojawić, czego nie zakładamy. W biznesie krzemianowym nie spodziewamy się większych zmian. Od 2015 roku spółka nie będzie realizować sprzedaży z obrotu siarką (blisko 200 mln PLN rocznej sprzedaży) z uwagi na brak dostawcy. Reasumując, oczekujemy ok. 97 mln PLN EBITDA. W kosztach finansowych kalkulujemy ok. 29 mln PLN odsetek i 8 mln PLN ujemnych różnic kursowych. W rezultacie zysk netto powinien sięgnąć ok. 9 mln PLN.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	795,1	730,3	-8,2%	3 501,0	3 188,0	-8,9%	3 120,9	-2,1%
Wynik brutto na sprzedaży	133,2	159,2	19,5%	607,3	703,7	15,9%	752,9	7,0%
EBITDA	22,0	97,0	340,7%	356,3	476,5	33,7%	574,4	20,6%
EBITDA Adj.	79,0	97,0	22,8%	445,0	507,0	13,9%	574,4	13,3%
EBIT	-36,1	47,1	-	139,7	276,2	97,7%	360,9	30,6%
Zysk brutto	-66,6	11,1	-	-6,2	101,3	-	250,3	147,1%
Zysk netto	-18,7	9,0	-	49,4	65,1	-	202,8	211,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,8%	21,8%		17,3%	22,1%		24,1%	
Marża EBITDA	9,9%	13,3%		12,7%	15,9%		18,4%	
Marża EBIT	-4,5%	6,5%		4,0%	8,7%		11,6%	
Marża zysku netto	-2,4%	1,2%		1,4%	2,0%		6,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

COGNOR

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	1.31	P/E	---	24.7	10.0	8.9
MC [mln PLN]	173.5	EV/EBITDA	11.3	6.5	5.4	5.2
		EV/EBIT	26.1	10.1	7.9	7.6
		P/BV	1.3	0.8	0.7	0.7

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

** do obliczeń uwzględniamy 132.44 mln szt akcji*

Oceniamy, że okres 4Q'14 przyniósł odbudowę wyniku EBITDA w ujęciu q/q jak i r/r. Trzeba pamiętać, że w 3Q'14 negatywnie na wynikach odbiły się przestoje i modernizacje zarówno w Ferrostalu jak i HSJ. W średnim terminie należy mieć na uwadze, że uwarunkowania rynkowe są dla spółki dość wymagające i przy obecnych niskich cenach surowców (żelazo, węgiel koksujący) bardziej komfortową sytuacją mają producenci działający w oparciu o wielkie piece. W 2014 roku istotny wpływ na poprawę marż miała też konsolidacja Profilu (podmiot odbiera i przetwarza kęsy z Ferrostalu). W 4Q'14 negatywnie na wynik netto może wpłynąć przeszacowanie zobowiązań (w EUR).

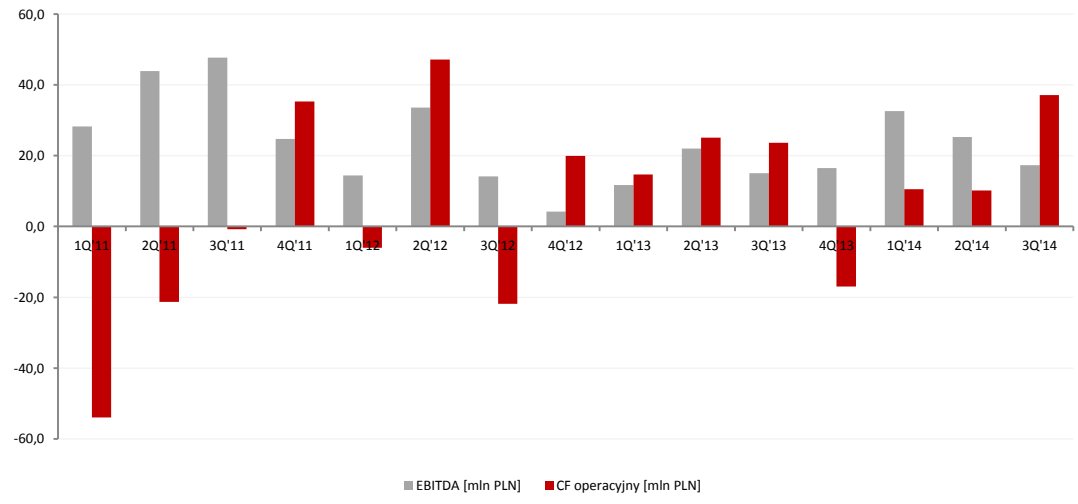
Ogółem zakładamy, że spółka za 2014 rok wykaże wynik EBITDA na pułapie 100.1 mln PLN, przy niewielkiej stracie netto. Liczymy, że w 2015 roku spółka zdoła poprawić wyniki i zakładamy wzrost EBITDA do ponad 118 mln PLN. Ryzykiem dla spółki mogą być wahania cen złomu i deformacja marż przerobowych.

Założenia wyników Cognoru [mln PLN]

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r	realizacja (4Q'14/2014)
Przychody	329.1	385.3	17%	1294.3	1471.6	14%	1562.5	21%	1593.8	6%	26%
EBITDA	**16.5**	**25.0**	**52%**	**65.2**	**100.1**	**54%**	**118.0**	**81%**	**120.2**	**18%**	**25%**
EBIT	7.8	15.6	100%	28.1	64.4	129%	80.9	188%	83.0	26%	24%
Saldo finansowe	-16.0	-24.2	---	-76.0	-70.3	---	-59.5	---	-58.8	---	34%
Wynik netto przypisany jedn. dom.	-8.7	-6.9	---	-47.7	-0.3	---	17.3	---	19.6	-6367%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wynik EBITDA oraz CF operacyjny w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

COMARCH

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	108,0	P/E	37,1	14,6	14,9	11,7
MC [PLN]	877,6	EV/EBITDA	9,0	6,0	6,0	5,4
		EV/EBIT	28,6	9,7	10,0	8,6
		P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1

Oczekujemy, że 4Q'14 w wykonaniu Comarchu w relacji r/r był co najmniej tak dobry jak pozostałe kwartały w 2014 i tym samym przewidujemy, że przychody grupy pierwszy raz w historii przekroczyły 1 mld PLN, i wzrosły w stosunku do 2013 o 7,7%. W samym 4Q'14 wyniosły 337,5 mln PLN (wzrost o 7,5% r/r). Jeśli chodzi o zysk operacyjny to oczekujemy wyniku na poziomie 34,2 mln w 4Q'2014, co za cały rok da spółce EBIT równy 88,1 mln. W 1-3Q'14 wyraźnie poprawiły się marże i spodziewamy się, że spółka w kolejnym kwartale je utrzymała. Wynikało to z kilku czynników, min. zakończenie amortyzacji związanej z przejęciem grupy SoftM oraz spadek zatrudnienia w ostatnich kwartałach. Spółka zaznaczyła, że w kolejnych kwartałach nie będzie tylu czynników poprawiających zyskowność, dlatego oczekujemy słabszych marż w nadchodzącym roku. Głównym motorem wzrostu w nadchodzących kwartałach powinny być rynki zagraniczne na których Comarch systematycznie zwiększa przychody.

W 2015 słabiej będzie wyglądał rynek zamówień publicznych co sprawi, że dynamika wzrostu przychodów może nie być tak dobra jak w 2014, ale jednak dodatnia ze względu na dość intensywną ekspansję zagraniczną. Spółka nie wyklucza wypłaty dywidendy za 2014 i jeśli zostanie wypłacona to najprawdopodobniej w wysokości 1,5 PLN na akcję czyli tak jak w zeszłym roku. W bieżącym roku zostanie oddany do użytku nowy budynek biurowy w SSE w Krakowie oraz planowane jest rozpoczęcie podobnej inwestycji w Łodzi, która powinna być finansowana kredytem. Spółka jest w trakcie sporu sądowego z ARiMR, która domaga się 34,5 mln PLN kar umownych. Comarch nie przewiduje dokonywania dalszych odpisów z tego tytułu dotychczas wyniosły one około 2 mln PLN.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	314,0	337,5	7,5%	939,2	1011,9	7,7%	1057,9	4,5%	1133,4	7,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	87,8	111,4	26,8%	206,0	288,7	40,2%	264,8	-8,3%	272,0	2,7%
EBITDA	45,2	47,9	5,9%	93,8	141,5	50,8%	139,8	-1,2%	153,8	10,0%
EBIT	29,3	34,2	16,7%	29,4	88,1	199,6%	83,5	-5,2%	95,7	14,6%
Zysk brutto	30,4	32,9	8,4%	31,7	83,3	163,0%	78,3	-6,1%	92,7	18,5%
Zysk netto	22,6	24,7	9,2%	23,7	60,1	153,7%	58,7	-2,3%	75,1	27,9%
Marża brutto	28,0%	33,0%		21,9%	28,5%		25,0%		24,0%	
Marża EBITDA	14,4%	14,2%		10,0%	14,0%		13,2%		13,6%	
Marża EBIT	9,3%	10,1%		3,1%	8,7%		7,9%		8,4%	
Marża netto	7,3%	7,3%		2,7%	5,9%		5,5%		6,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:
Marek Jurzec
marek.jurzec@bdm.pl
(0-32) 208 14 35

CYFROWY POLSAT

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	23.5	P/E	15.6x	56.1x	36.2x	27.9x
MC [mln PLN]	15 029	EV/EBITDA	9.3x	9.7x	7.4x	7.1x
		EV/EBIT	12.4x	18.7x	15.6x	16.0x
		P/BV	2.7x	1.6x	1.6x	1.5x

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

Obserwowana w 3Q'14 wyższa dynamika wzrostu kosztów (po wyłączeniu konsolidacji Polkomtela) wynika głównie z pozyskania klientów w ramach oferty SmartDOM oraz większej transmisji danych wynikającej z przyrostu użytkowników internetu mobilnego. Wpływ na raportowane rezultaty obszaru tv miały też koszty związane z zakupem praw do dystrybucji Mistrzostw Świata FIVB.

Uważamy, że przejęty Polkomtel notował w latach 2013-2014 optymalnie wysokie wyniki operacyjne i nie spodziewamy się ich poprawy w najbliższych okresach. Spółka będzie raczej zmagała się z negatywnymi tendencjami w postaci odpływu klientów oraz niższą rentownością uzyskiwaną na kliencie. Dodatkowo należy mieć na uwadze, że w strukturze kosztów operacyjnych są pozycje ponoszone w USD i EUR (łącznie ok. 30%), co w także będzie miało negatywny efekt na poziom EBITDA przy obserwowanym osłabieniu PLN. Dlatego kluczowe będą efekty szeregu działań optymalizujących oraz materializowanie się ogłoszonych już wcześniej synergii wynikających z połączenia.

W naszym modelu zakładamy, że na koniec 2014 roku RGU na klienta kontraktowego przekroczyło poziom 2x. Będzie to zasługa przyrostu klientów w usłudze internetu i tv, co z kolei powinno zniwelować ubytek na telefonii komórkowej. Na 2015 rok przyjęliśmy utrzymanie tendencji w zakresie RGU jakie występują od kilku kwartałów, czyli dynamiczny wzrost w usłudze internetu, niewielki przyrost w obszarze tv oraz dalsza erozja w usłudze telefonii komórkowej. Na koniec 2015 roku spodziewamy się, że RGU na klienta wyniesie prawie 2.1x.

W segmencie usług świadczonych dla klientów indywidualnych i biznesowych dla klientów kontraktowych średni przychodów na klienta w 4Q'14 wg nas powinien być na zbliżonym poziomie q/q, czyli 86.5 PLN. W 2015 roku uwzględniamy niewielkie efektywne wzrosty, które będą jednak pod presją spadającej liczby klientów korzystających z usług telefonii komórkowej. W 4Q'15 ARPU oczekujemy na pułapie 89.5 PLN. Liczymy, że ścieżka wzrostu ARPU będzie utrzymana i kluczowe znaczenie będą miały pakiety usług zintegrowanych.

W obszarze nadawania oczekujemy utrzymania pozytywnych tendencji z poprzednich kwartałów. Anteny Polsatu notują bowiem dobrą oglądalność i pozytywnie odbieramy zachowanie w szczególności głównej anteny Polsatu. Na 2015 rok nie oczekujemy już jednak poprawy średnich wyników oglądalności w ujęciu r/r. Dane z 2014 roku traktujemy bowiem jako ambitną bazę. W zakresie reklamy tv na 2015 rok przyjmujemy wzrost o 5% r/r. Dynamika przychodowa segmentu nadawania powinna być wg naszych założeń na poziomie niewiele wyższym niż zachowanie szerokiego rynku, przy mniejszych kosztach operacyjnych r/r (m.in. efekt wykazania w 2014 roku praw do dystrybucji Mistrzostw Świata FIVB).

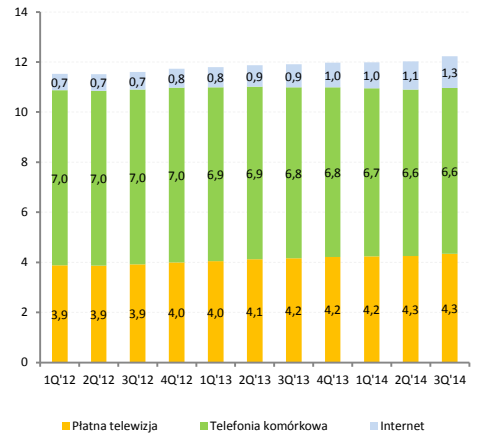
Ogółem w 2014 roku założyliśmy, że spółka wypracuje wynik EBITDA na poziomie 2.77 mld PLN, EBIT równy 1.45 mld PLN oraz wynik netto na poziomie prawie 268 mln PLN. W 2015 roku wg naszych założeń dojdzie do spadku EBITDA (wzrost wynika jedynie z niepełnej konsolidacji Polkomtelu w 2014 roku) do 3.61 mld PLN, wyniku EBIT do 1.71 mld PLN oraz zysku netto do 414 mln PLN. Przyjęliśmy, że na przełomie 2015/2016 dojdzie do wyhamowania negatywnych tendencji erozji EBITDA i w kolejnych okresach będzie ona na pułapie 3.6-3.7 mld PLN. W założeniach nie uwzględniamy zmian w amortyzacji wynikających z amortyzacji znaku towarowego oraz scenariusza konsolidacji Midasa (czego efektem może być zmiana układu rodzajowego kosztów w RZiS).

Założenia wyników CPS [mln PLN]

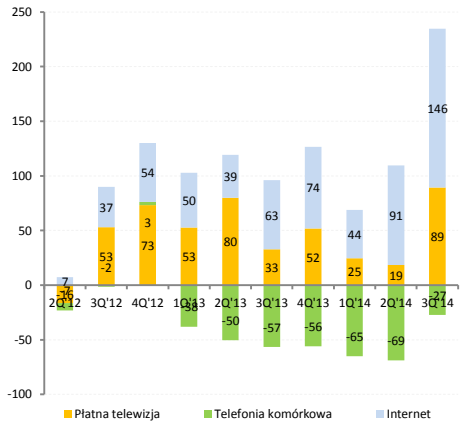
	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r	realizacja (4Q'14/2014)
Przychody	800.4	2658.7	232%	2910.8	7547.5	159%	10424.1	38%	10556.9	1%	35%
Koszty	591.7	2261.8	282%	2157.7	6113.5	183%	8710.4	42%	8943.0	3%	37%
EBITDA	275.4	871.9	217%	1046.3	2772.9	165%	3613.7	30%	3623.3	0%	31%
EBIT	206.8	396.9	92%	789.9	1445.8	83%	1713.7	19%	1613.9	-6%	27%
Wynik brutto	188.7	-10.6	-106%	592.8	300.0	-49%	476.8	59%	619.1	30%	---
Wynik netto dla akcjonariuszy	173.1	-10.6	---	525.4	267.8	-49%	414.8	55%	538.6	30%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

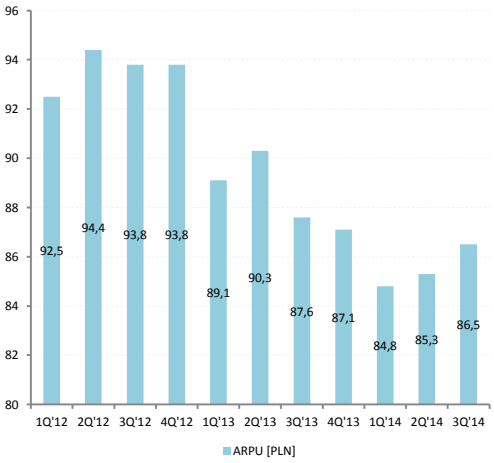
Liczba RGU w usługach kontraktowych – stan eop [mln]



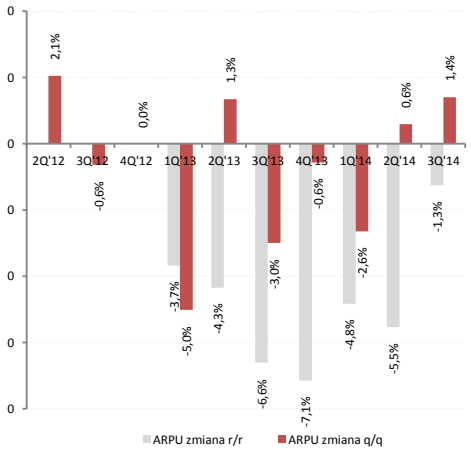
Liczba RGU w usługach kontraktowych – zmiana q/q [tys.]



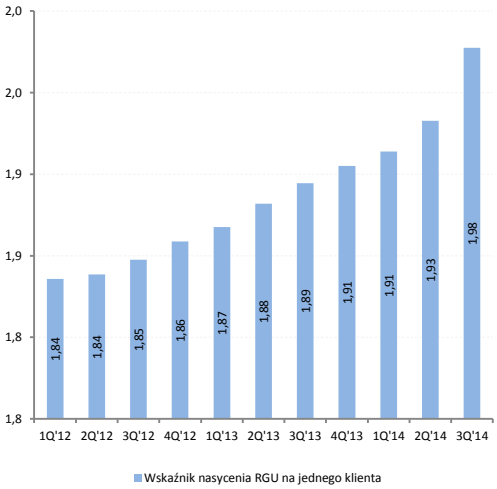
ARPU na klienta usług kontraktowych [PLN]



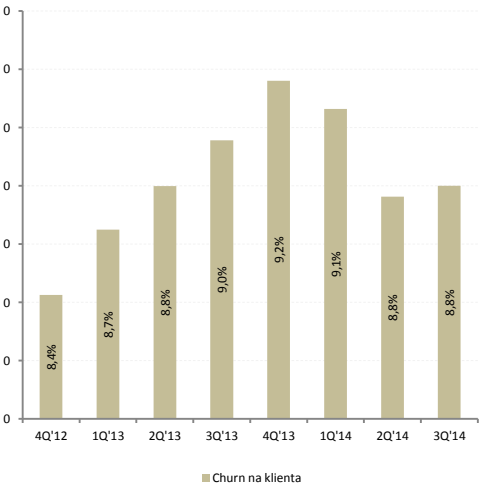
Zmiana ARPU na klienta usług kontraktowych w ujęciu r/r i q/q



RGU/liczba klientów usługach kontraktowych

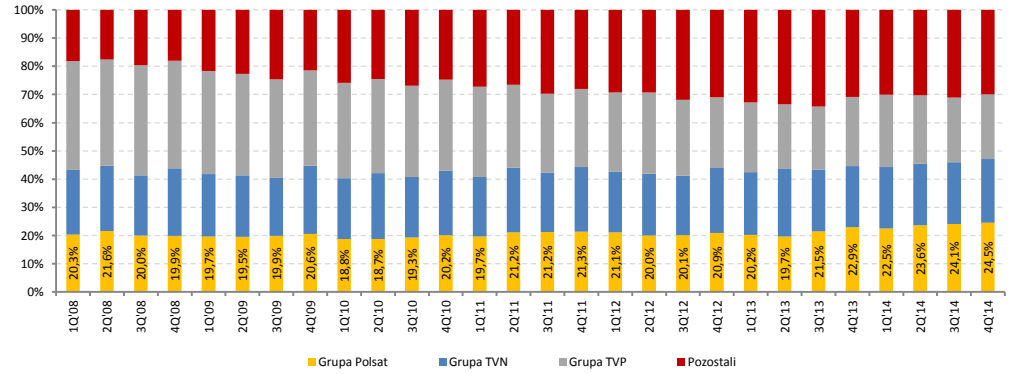


Wskaźnik churn w usługach kontraktowych

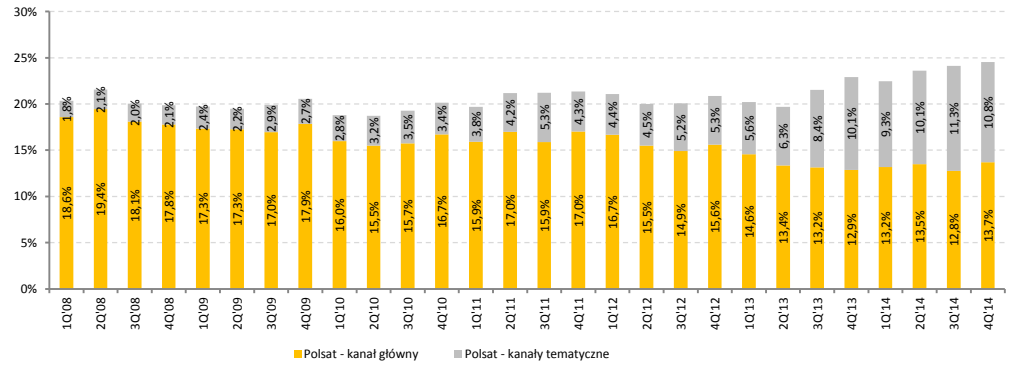


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

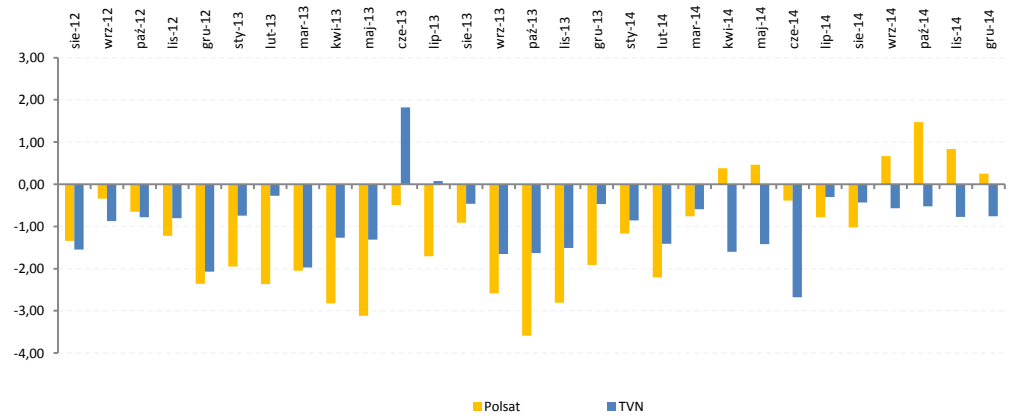
Udział w oglądalności Grupy TV Polsat (wszyscy 16-49 lat, cała doba)



Udział w oglądalności anteny głównej i kanałów tematycznych Polsatu (wszyscy 16-49 lat, cała doba)



Zmiana oglądalności r/r głównej anteny Polsatu i TVN (wszyscy 16-49 lat, cała doba)



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

Założenia do modelu CPS

RZiS [mln PLN]	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody	723.3	1 745.9	2 419.6	2 658.7	2 542.0	2 623.6	2 565.2	2 693.3	7 547.5	10 424.1	10 556.9	10 727.0	10 903.9
Koszty	507.4	1 351.8	1 992.5	2 261.8	2 124.1	2 167.6	2 105.4	2 313.2	6 113.5	8 710.4	8 943.0	8 911.6	8 933.8
EBITDA	**219.5**	**771.4**	**910.1**	**871.9**	**892.9**	**931.0**	**934.8**	**855.0**	**2 772.9**	**3 613.7**	**3 623.3**	**3 644.7**	**3 708.0**
EBIT	219.5	397.6	431.8	396.9	417.9	456.0	459.8	380.0	1 445.8	1 713.7	1 613.9	1 815.4	1 970.1
Saldo finansowe	108.7	273.4	384.7	407.5	348.2	332.9	253.2	302.6	1 174.3	1 236.9	994.8	951.3	859.1
Wynik brutto	112.6	148.8	49.2	-10.6	69.7	123.1	206.6	77.4	300.0	476.8	619.1	864.1	1 111.0
Wynik netto dla akcjonariuszy	98.2	132.1	48.1	-10.6	60.6	107.1	179.7	67.4	267.8	414.8	538.6	751.8	966.6

Struktura przychodów i kosztów [mln PLN]	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody	**723.3**	**1 745.9**	**2 419.6**	**2 658.7**	**2 542.0**	**2 623.6**	**2 565.2**	**2 693.3**	**7 547.5**	**10 424.1**	**10 556.9**	**10 727.0**	**10 903.9**
detaliczne (klienci ind + biznesowi)	467.8	1 204.5	1 710.7	1 836.9	1 805.5	1 823.9	1 840.6	1 860.8	5 219.9	7 330.7	7 395.1	7 493.0	7 595.8
hurtowe	242.2	479.1	591.6	691.8	608.6	670.6	594.3	701.0	2 004.7	2 574.5	2 638.8	2 704.8	2 772.4
sprzedaż sprzętu	7.9	55.4	104.1	116.8	114.8	116.0	117.0	118.3	284.2	466.0	470.1	476.4	482.9
pozostałe	5.4	6.9	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	38.7	52.8	52.8	52.8	52.8
Koszty operacyjne	**507.4**	**1 351.8**	**1 992.5**	**2 261.8**	**2 124.1**	**2 167.6**	**2 105.4**	**2 313.2**	**6 113.5**	**8 710.4**	**8 943.0**	**8 911.6**	**8 933.8**
kontent	210.6	260.9	262.4	278.3	266.1	392.1	243.2	282.0	1 012.2	1 183.3	1 198.4	1 217.7	1 237.8
dystrybucja, marketing, obsługa klienta	75.4	132.2	186.8	225.8	205.1	198.7	198.0	211.6	620.2	813.3	803.1	795.7	808.8
amortyzacja i utrata wartości	62.5	311.3	478.3	475.0	475.0	475.0	475.0	475.0	1 327.1	1 900.0	2 009.4	1 829.3	1 737.9
koszty techniczne i rozliczeń międzyop.	71.3	288.0	495.8	563.9	558.0	587.4	585.8	621.2	1 419.0	2 352.4	2 442.0	2 543.3	2 586.6
koszty pracownicze	44.6	108.2	118.0	138.0	120.0	122.0	125.0	140.0	408.8	507.0	527.3	535.8	544.6
koszt własny sprzedanego sprzętu	10.3	189.7	348.7	463.5	387.3	285.1	369.7	469.6	1 012.2	1 511.6	1 524.9	1 545.0	1 566.2
windykacja, odpisy aktualizujące należności	6.7	18.1	15.3	21.4	21.1	27.2	16.2	21.7	61.5	86.2	86.9	88.1	89.3
inne koszty	26.0	43.4	87.2	95.8	91.6	80.2	92.4	92.2	252.4	356.5	351.0	356.7	362.6

Usługi kontraktowe	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2014	2015	2016	2017	2018
Łączna liczba RGU na koniec okresu, w tym:	11.98	12.02	12.23	12.42	12.45	12.47	12.48	12.64	12.42	12.64	12.81	12.96	13.04
płatna tv [mln]	4.24	4.26	4.34	4.39	4.41	4.42	4.43	4.46	4.39	4.46	4.49	4.49	4.49
telefonia komórkowa [mln]	6.71	6.64	6.62	6.59	6.55	6.50	6.46	6.43	6.59	6.43	6.31	6.21	6.13
Internet [mln]	1.03	1.12	1.27	1.44	1.49	1.54	1.59	1.74	1.44	1.74	2.01	2.26	2.41
Liczba klientów [mln]	6.26	6.22	6.18	6.18	6.15	6.11	6.07	6.06	6.18	6.06	6.01	5.97	5.95
RGU / liczba klientów	1.91	1.93	1.98	2.01	2.02	2.04	2.06	2.09	2.01	2.09	2.13	2.17	2.19
ARPU [PLN]	84.8	85.3	86.5	86.5	85.0	86.5	88.0	89.5	85.8	87.2	90.0	92.0	93.9

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2014	2015	2016	2017	2018
Dług netto [mln PLN]	**1.55**	**12.09**	**12.42**	**11.97**	**11.81**	**11.68**	**11.87**	**11.73**	**11.97**	**11.73**	**10.82**	**10.04**	**9.35**
EUR/PLN eop	4.17	4.16	4.18	4.26	4.32	4.40	4.40	4.45	4.26	4.45	4.45	4.45	4.40
USD/PLN eop	3.03	3.05	3.30	3.51	3.63	3.70	3.70	3.75	3.51	3.75	3.75	3.75	3.71

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DOM DEVELOPMENT

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	46,65	P/E	21,2	20,5	17,3	11,9
MC [mln PLN]	1155,5	EV/EBITDA	16,7	17,2	15,8	10,7
		EV/EBIT	17,4	18,0	16,5	11,1
		P/BV	1,3	1,3	1,3	1,3

Pomimo słabego początku roku, obarczonego problemami dot. generalnego wykonawcy kilku projektów, spółce udało się znacznie poprawić wyniki w 2H'14, co było zgodne z deklaracjami zarządu. W raporcie bieżącym Dom Development zakomunikował, że przekazał klientom 617 mieszkań, co było lepszym rezultatem niż wcześniej zakładała spółka. Spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży wyniosły 297,9 mln PLN, przy jednoczesnej marży brutto ze sprzedaży rzędu 23,3%. Na poziom EBIT szacujemy ok. 38,0 mln PLN zysku. Wynik netto w 4Q'14 powinien wynieść ok. 30,2 mln PLN. Tym samym w ujęciu całorocznym spółka odnotowała niewielką poprawę. Pomimo dużego wzrostu przychodów do 819,4 mln PLN (+21,1% r/r), średnia rentowność projektów spadła do 19,9% (-3,3 p.p. r/r), a EBITDA obniżyła się o 4,4% do 73,1 mln PLN.

Optymistyczniej spoglądamy na '15. Zakładamy, że Dom Development przekroczy liczbę 2,0 tys. zakontraktowanych lokali, co w dużej mierze przełoży się na dobre wyniki. Liczymy, że przychody wzrosną do 862,6 mln PLN, a marża brutto podniesie się do 21,1%. Na poziomie netto zakładamy wzrost zysku do 66,8 mln PLN (+18,7% r/r). Zaznaczamy jednak, że w 1H'15 należy liczyć się ze słabymi wynikami (ok. 400 przekazanych mieszkań, 197,0 mln PLN przychodów i 0,9 mln PLN EBITDA).

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	212,6	297,9	40,1%	676,4	819,4	21,1%	862,6	5,3%	984,3	14,1%
Wynik brutto na sprzedaży	54,4	69,4	27,6%	157,1	163,2	3,9%	182,0	11,5%	225,7	24,0%
EBITDA	36,4	38,8	6,7%	76,5	73,1	-4,4%	87,9	20,1%	127,7	45,3%
EBIT	35,7	38,0	6,4%	73,3	70,0	-4,6%	84,0	20,1%	123,1	46,5%
Zysk brutto	30,3	37,3	10,7%	69,7	70,0	0,4%	82,5	17,9%	119,8	45,1%
Zysk netto	26,1	30,2	15,9%	54,5	56,3	3,2%	66,8	18,7%	97,0	45,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	25,6%	23,3%		23,2%	19,9%		21,1%		22,9%	
Marża EBITDA	17,1%	13,0%		11,3%	8,9%		10,2%		13,0%	
Marża EBIT	16,8%	12,7%		10,8%	8,5%		9,7%		12,5%	
Marża zysku netto	12,3%	10,1%		8,1%	6,9%		7,7%		9,9%	
Sprzedaż	466	531	13,9%	1 605	1 889	17,7%	2 084	13,0%	2 134	2,8%
Przekazania	496	617	24,4%	1 562	1 958	25,4%	2 036	4,0%	2 130	4,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

ELEKTROBUDOWA

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	98,0	P/E	27,0	22,1	14,5	11,5
MC [mln PLN]	465,3	EV/EBITDA	10,1	10,5	7,8	6,6
		EV/EBIT	15,9	15,1	10,5	8,6
		P/BV	1,4	1,4	1,3	1,2

Prognoza roczna spółki na 2014 zakłada wypracowanie 1,2 mld PLN przychodów i 23 mln PLN zysku netto. Po 1-3Q'14 wykonanie wyniosło odpowiednio 61 i 71%. Okres 4Q jest zwykle sezonowo najlepszy w roku pod względem przychodów. Spółka nie komunikowała nic w zakresie ryzyka, że prognoza może nie zostać zrealizowana. Należy jednak brać pod uwagę, że w 4Q'14 zaszły niekorzystne tendencje na rynku rosyjskim (osłabienie RUB), w 3Q'14 straty na poziomie EBITDA nadal generował segment przemysłu (spodziewaliśmy się, że okres ten zakończy się w 2Q'14). Koniec roku to także badanie sprawozdania przez audytora (spółka w ostatnich kwartałach negatywnie zaskakuje akcjonariuszy).

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	270,9	343,7	26,9%	905,6	1 100,5	21,5%	1 173,7	6,7%	1 199,7	2,2%
Wynik brutto na sprzedaży	33,2	15,4	-53,8%	63,1	59,3	-6,0%	70,0	17,9%	78,5	12,2%
EBITDA	19,1	11,6	-39,2%	38,7	44,0	13,7%	57,9	31,4%	66,2	14,4%
EBIT	16,2	8,5	-47,8%	24,6	30,7	24,8%	43,2	40,7%	50,9	17,8%
Zysk brutto	17,2	5,8	-66,1%	25,9	26,6	2,9%	39,7	49,0%	50,1	26,1%
Zysk netto	11,7	4,8	-59,3%	17,2	21,1	22,3%	32,1	52,7%	40,5	26,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,3%	4,5%		7,0%	5,4%		6,0%		6,5%	
Marża EBITDA	7,1%	3,4%		4,3%	4,0%		4,9%		5,5%	
Marża EBIT	6,0%	2,5%		2,7%	2,8%		3,7%		4,2%	
Marża zysku netto	4,3%	1,4%		1,9%	1,9%		2,7%		3,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

ERBUD

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	27,8	P/E	20,5	16,7	13,8	11,7
MC [mln PLN]	351,5	EV/EBITDA	8,1	8,4	7,0	6,3
		EV/EBIT	10,0	10,3	8,5	7,5
		P/BV	1,3	1,3	1,2	1,1

W ostatnim wywiadzie zarząd spółki zapowiedział, że przychody za 2014 znajdą się w okolicach rekordowych w historii (2011 rok: 1,53 mld PLN). Marża EBIT ma być podobna jak po 1-3Q'14 (2,3%). Implikuje to utrzymanie się tendencji widocznej już w 3Q'14, czyli pogorszenia wyników Erbudu r/r (okres 2H'13 był bardzo mocny, podobny efekt może nastąpić jeszcze w 1Q'15 - pytanie o zasięg zimy).

Wynik roczny na poziomie netto za 2014 powinien w takim układzie uplasować w okolicy 21 mln PLN. W 2015 roku spodziewamy się przyrostu przychodów na bazie zbudowanego portfela. Zwracamy uwagę na sporą dźwignię. Poprawa marży brutto o 0,1 pp implikuje przy 1,6 mld obrotów kwotę 1,6 mln PLN dodatkowego zysku (czyli blisko 5% prognozowanego wyniku EBIT za 2014). Na 2015 rok spółka ma sporo kontraktów w obszarze farm wiatrowych (które zwykle są wyżej rentowne niż biznes kubaturowy). Wzrastać powinien także udział segmentu energetycznego (spółka na przestrzeni ostatnich kwartałów ponosiła spore koszty rozwoju tego obszaru). Wyniki i cash flow mogą być dodatkowo wsparte przez sprzedaż projektu deweloperskiego Deptak w Poznaniu (GLA: 9,3 tys mkw; ukończenie planowane jest na 1H'15, negocjacje o sprzedaży już trwają; 50% udziałów ma zależny Budlex a drugie 50% GN Group).

W ostatnich miesiącach Erbud uaktywnił się także na rynku drogowy. W przetargu na budowę odcinka drogi ekspresowej S7 zadanie 1 (Ostróda Południe - Rychnowo) miał nawet najniższa cenę, ale jako najkorzystniejsza została wybrana oferta Strabagu (konsorcjum Erbudu złożyło oferty na dwie części zamówienia, podczas gdy w ogłoszeniu o zamówieniu przyjęto, że ofertę można złożyć tylko na jedną część zamówienia).

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	399,0	428,1	7,3%	1 223,6	1 565,4	27,9%	1 659,5	6,0%	1 786,6	7,7%
Wynik brutto na sprzedaży	29,0	26,2	-9,6%	90,9	95,0	4,5%	106,0	11,5%	116,9	10,3%
EBITDA	14,5	12,1	-16,5%	40,5	44,2	9,1%	51,4	16,3%	57,2	11,3%
EBIT	12,1	9,8	-19,2%	32,8	36,0	9,8%	42,7	18,5%	48,0	12,4%
Zysk brutto	9,9	8,4	-15,1%	25,1	29,1	16,0%	34,8	19,6%	40,6	16,7%
Zysk netto	7,2	6,2	-13,9%	17,2	21,2	23,4%	25,8	21,4%	30,4	17,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	7,3%	6,1%		7,4%	6,1%		6,4%		6,5%	
Marża EBITDA	3,6%	2,8%		3,3%	2,8%		3,1%		3,2%	
Marża EBIT	3,0%	2,3%		2,7%	2,3%		2,6%		2,7%	
Marża zysku netto	1,8%	1,4%		1,4%	1,4%		1,6%		1,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

EUROCASH

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	36,49	P/E	22,9	26,3	19,6	21,1
MC [mln PLN]	5 056,4	EV/EBITDA	14,0	14,4	11,3	11,6
		EV/EBIT	19,7	20,8	15,2	16,2
		P/BV	5,7	5,2	4,5	4,1

Sytuacja na rynku FMCG jest obecnie ciężka. Spółki zmagają się z deflacją, a do tego dochodzi stagnacja wolumenu dóbr kupowanych przez klientów. W najbliższym ciężko oczekiwać odwrócenia tendencji, na co wskazują podmioty z branży. Wiele podmiotów wskazuje również na wojnę cenową. Eurocash upatruje szans w konsolidacji rynku. W ’14 przejął sieć Rogala, a w wynikach ’15 będą widoczne przychody z Inmedio, Kolportera oraz w małym stopniu z internetowego sklepu Frisco. Spółka ma również ekspansję sklepów z sieci Delikatesy Centrum.

Według naszych założeń 4Q’14 powinien okazać się najlepszym okresem w roku, co w dużej mierze będzie wynikało ze wzrostu grupy. Spodziewamy się, że Eurocash osiągnie 4,5 mld PLN przychodów, osiągając jednocześnie 11,0% marży brutto ze sprzedaży. Wynik EBITDA może wynieść 147,2 mln PLN, a na poziomie netto można się spodziewać 84,1 mln PLN zysku (rentowność 1,9%). W kolejnych kwartałach oczekujemy wzrostu przychodów, co przede wszystkim będzie skutkiem przeprowadzonych akwizycji (Inmedio, Rogala) oraz rozpoczęcia współpracy z Kolporterem (Eurocash dostał we wrześniu zgodę UOKiK na przejęcie 11 hurtowni Kolportera), która ma generować ok. 2,5-3,0 mld PLN rocznie przychodów. Nie oczekujemy natomiast znaczącej poprawy marż, co w dużej mierze wynika z trudnej sytuacji branży (duża konkurencja ze strony drobnych sklepikarzy i Żabki). Podsumowując, liczymy że Eurocash może w ‘15 wygenerować ok. 20,5 mld PLN przychodów, 495,8 mln PLN EBITDA oraz 257,5 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników na 4Q’2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	4 230,2	4 534,4	7,2%	16 537,5	17 052,4	3,1%	20 487,9	20,1%	20 795,2	1,5%
Wynik brutto na sprzedaży	461,8	500,6	8,4%	1 673,7	1 807,3	8,0%	2 165,1	19,8%	2 191,3	1,2%
EBITDA	124,1	147,2	18,6%	402,1	402,4	0,1%	495,8	23,2%	486,9	-1,8%
EBIT	94,4	115,7	22,6%	285,7	277,9	-2,7%	368,8	32,7%	347,2	-5,9%
Zysk brutto	72,3	103,8	43,5%	226,1	229,8	1,6%	317,9	38,4%	295,5	-7,1%
Zysk netto	74,8	84,1	12,4%	221,0	192,3	-13,0%	257,5	33,9%	239,4	-7,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	10,9%	11,0%		10,1%	10,6%		10,6%		10,5%	
Marża EBITDA	2,9%	3,2%		2,4%	2,4%		2,4%		2,3%	
Marża EBIT	2,2%	2,6%		1,7%	1,6%		1,8%		1,7%	
Marża zysku netto	1,8%	1,9%		1,3%	1,1%		1,3%		1,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

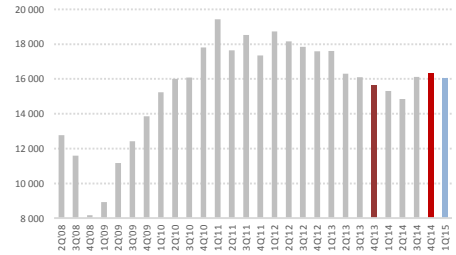
Analityk:
Adrian Górniak
gorniak@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

FERRO

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	10,2	P/E	9,9	8,5	8,6	7,9
MC [mln PLN]	216,1	EV/EBITDA	7,9	7,7	7,5	6,9
		EV/EBIT	8,4	8,2	8,0	7,3
		P/BV	1,2	1,1	1,1	1,0

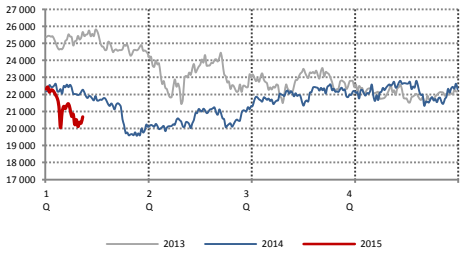
Ferro posiada ekspozycję głównie na region CEE (Polska+Czechy+Słowacja+Rumunia>90% przychodów). Coraz mniej niekorzystnie na konsolidację czeskiej spółki wpływa kurs CZK/PLN (-3% r/r w 4Q'14, w 1Q'15 CZK średnio umacnia się vs PLN). W samych wynikach 4Q'14 spodziewamy się nieznacznej poprawy EBITDA przy płaskich przychodach. Spółce do 2Q'14 sprzyjał spadek kosztów produkcji armatury – surowcem jest głównie mosiądz, czyli stop miedzi i cynku w proporcjach około 60/40 (ze względu na jednostkową cenę kluczowa jest miedź). Kolejne kwartały były już pod tym względem mniej korzystne – większego znaczenia zaczął nabierać kurs USD/PLN. Zwracamy jednak uwagę na duże zatowarowanie właśnie po 2Q'14 (a więc po korzystnych kursach). Zakładamy poprawę cash flow w końcówce roku. 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

Miedź PLN/t



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	62,0	62,1	0,0%	270,2	270,1	0,0%	278,9	3,3%	295,8	6,0%
EBITDA	6,1	6,8	11,4%	35,0	38,7	10,6%	38,6	-0,3%	40,9	6,0%
EBIT	5,5	6,2	12,8%	32,9	36,6	11,3%	36,3	-0,7%	38,5	6,1%
Zysk brutto	5,3	5,1	-4,7%	27,2	29,5	8,6%	31,2	5,8%	33,8	8,3%
Zysk netto	4,4	3,9	-10,2%	21,8	25,7	17,9%	25,3	-1,6%	27,4	8,3%
Marża EBITDA	9,8%	10,9%		12,9%	14,3%		13,8%		13,8%	
Marża EBIT	8,9%	10,0%		12,2%	13,5%		13,0%		13,0%	
Marża zysku netto	7,0%	6,3%		8,1%	9,5%		9,1%		9,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

FERRUM

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	4.5	P/E	---	---	38.4x	8.8x
MC [mln PLN]	110.44	EV/EBITDA	---	13.3x	9.9x	6.1x
		EV/EBIT	---	58.0x	21.6x	9.4x
		P/BV	1.09x	1.13x	1.10x	0.98x

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 w 4Q'14 pod wpływem słabej koniunktury w Polsce (spodziewamy się wręcz regresu w ujęciu q/q). W skali całego 2014 roku zakładamy wynik EBITDA segmentu rur na poziome ok. 5.3 mln PLN. Kluczowe znaczenie dla segmentu powinna mieć nowa perspektywa inwestycyjna Gaz Systemu na dostawę rur stalowych izolowanych. Zatem czekamy na przełom 1/2Q'15, kiedy to mogą pojawić się szczegółowe informacje na temat dopuszczonych 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 w 2H'15. Na rok 2015 przyjęliśmy odbudowę wyniku segmentu rur do poziomu prawie 12 mln PLN (z akcentem na 3/4Q'15). Od 2H'15 obszar rur powinien być na wyraźnej ścieżce wzrostowej i docelowo oczekujemy, że EBITDA w tym segmencie osiągnie ok. 20 mln PLN rocznie w latach 2016-2018. Zwracamy uwagę, że silną stroną spółki jest posiadanie agregatu do spawania rur (wg nas kluczowy może okazać się właśnie dostęp do rur o największych średnicach bez ponoszenia wysokich kosztów transportu). Tym samym nawet w sytuacji, kiedy spółka nie wygra poszczególnych przetargów to może okazać się naturalnym dostawcą rur o największych średnicach dla innych konkurentów (wymóg pochodzenia unijnego rury a nie samego kręgu).

W 2014 roku pozytywnym zaskoczeniem jest segment konstrukcji spawanych. ZKS pokazał bardzo dobre rezultaty za 1-3Q'14 (jak na historyczne odczyty) i tłumaczymy to podjętymi wcześniej działaniami restrukturyzacyjnymi portfela zleceń oraz oddaniem do użytkowania pieca (ograniczenie kosztów w okresie 1-3Q'14 o ok 4.5 mln PLN). Liczymy, że spółka ma dobrze zbudowany portfela zleceń (m.in. Alstom) i także 4Q'14 okaże się udany. W skali całego 2014 roku zakładamy, że ZKS wypracował EBITDA na pułapie ok. 9 mln PLN. 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. 14.4 mln PLN. Za obniżenie wcześniejszych projekcji odpowiada segment rur (brak popytu). W 2015 roku za spodziewany wzrost wyników odpowiada dalsza poprawa w segmencie konstrukcji oraz realizacja przez segment rur pierwszych dużych zleceń pod kontraktacją Gaz Systemu od przełomu 3/4Q'15.

Na koniec 2014 roku szacowany dług netto wynosi ponad 80 mln PLN. Tym samym dług netto/EBITDA'14 może przekroczyć poziom 5.6x. Na bilansie spółki ujmowane są jednak nieruchomości o łącznej wartości ok. 58 mln PLN. Przy założeniu, że spółce udałoby się spieniężyć połowę tej wartości to wtedy skorygowany mnożnik EV/EBITDA'14 wynosiłby niespełna 3.6x. Perspektywa spadku tego mnożnika w kolejnych 2 latach jest wyraźna. Przy naszych założeniach dług netto/EBITDA'15 wyniesie 4.7x (po korekcie o połowę wartości bilansowej nieruchomości będzie na pułapie ok. 3.3x).

Założenia na 4Q'14 i okres 2014-2016 dla Ferrum

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r	realizacja 4Q'14/2014
Przychody	89.6	107.3	20%	336.5	416.9	24%	459.0	10%	566.2	23%	26%
segment profili i rur	75.2	95.0	26%	299.9	376.2	25%	410.0	9%	500.0	22%	25%
segment konstrukcji	15.0	13.0	-13%	50.2	43.0	-14%	52.0	21%	69.2	33%	30%
EBITDA	**0.3**	**2.2**	**613%**	**-29.6**	**14.4**	**---**	**21.0**	**46%**	**32.4**	**54%**	**16%**
segment profili i rur	-0.5	0.4	---	-31.7	5.3	---	11.8	123%	20.0	70%	7%
segment konstrukcji	0.8	2.0	---	1.7	9.0	426%	9.6	7%	12.7	32%	22%
EBIT	-2.7	-0.6	---	-41.5	3.3	---	9.7	193%	21.0	118%	---
segment profili i rur	-3.1	-2.0	---	-42.3	-4.2	---	2.3	---	10.5	367%	---
segment konstrukcji	0.4	1.5	---	0.0	7.1	---	7.8	9%	10.9	40%	21%
Saldo finansowe	-1.9	-1.6	---	-8.1	-5.7	---	-6.1	---	-5.5	---	---
Wynik brutto	-4.6	-2.2	---	-49.6	-2.4	---	3.6	---	15.5	337%	---
Wynik netto	**-8.5**	**-2.2**	**---**	-53.9	-3.4	**---**	**2.9**	**---**	**12.6**	**337%**	**---**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI FINANSOWE FERRUM ZA 3Q 2014

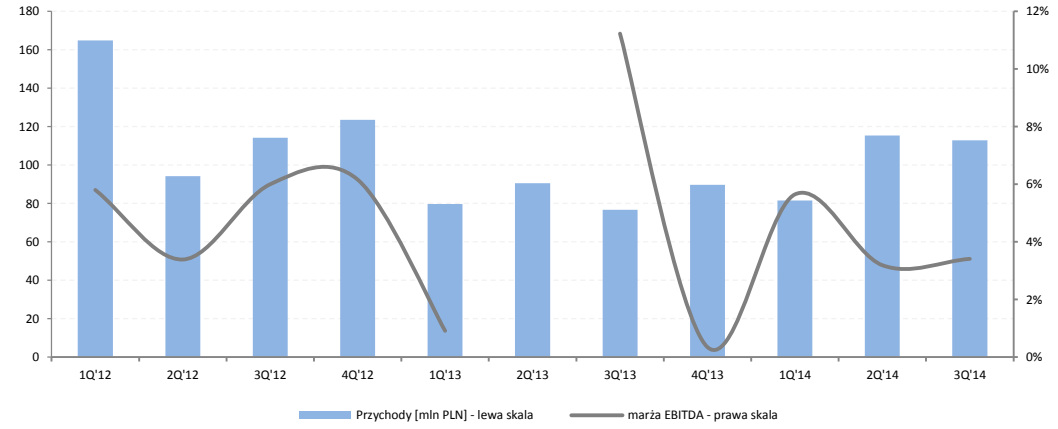
Wyniki za 3Q'14 nie przyniosły istotnych zmian w ujęciu q/q. Spółka w obszarze profili i rur zmagała się ze słabym popytem na rury gazowe (nie udało się wygrać kontraktu na Litwie) i ciepłownicze. Z drugiej strony dobre rezultaty wykazywał cały czas segment konstrukcji stalowych (jednym z głównych odbiorców usług tego obszaru w 1-3Q'14 był Alstom Power Systems). Istotny wpływ na wyższa rentowność tego obszaru biznesowego ma w szczególności oddany do użytkowania piec do obróbki cieplnej (spółka podaje, że w okresie 1-3Q'14 zmniejszył on koszty usług obcych o prawie 4.5 mln PLN).

Wyniki skonsolidowane za 3Q'14

	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	4Q'12-3Q'13	4Q'13-3Q'14	zmiana r/r
Przychody	**76.74**	**112.89**	**47%**	**370.41**	**399.32**	**8%**
segment profili i rur	65.63	101.30	54%	344.99	356.33	3%
segment konstrukcji	12.70	12.03	-5%	49.73	44.95	-10%
EBITDA	**8.61**	**3.85**	**-55%**	**-22.30**	**12.45**	**---**
segment profili i rur	**9.21**	**1.81**	**-80%**	**-24.83**	**4.43**	**---**
segment konstrukcji	**-0.67**	**1.98**	**---**	**1.95**	**7.78**	**---**
EBIT	5.59	1.10	-80%	-34.18	1.23	---
segment profili i rur	6.52	-0.57	---	-35.33	-5.33	---
segment konstrukcji	-1.08	1.52	---	0.26	5.99	---
Saldo finansowe	-2.07	-1.55	---	-8.67	-6.07	---
Wynik brutto	3.52	-0.45	---	-42.85	-4.84	---
Wynik netto	**1.52**	**-0.70**	**---**	**-43.78**	**-9.68**	**---**

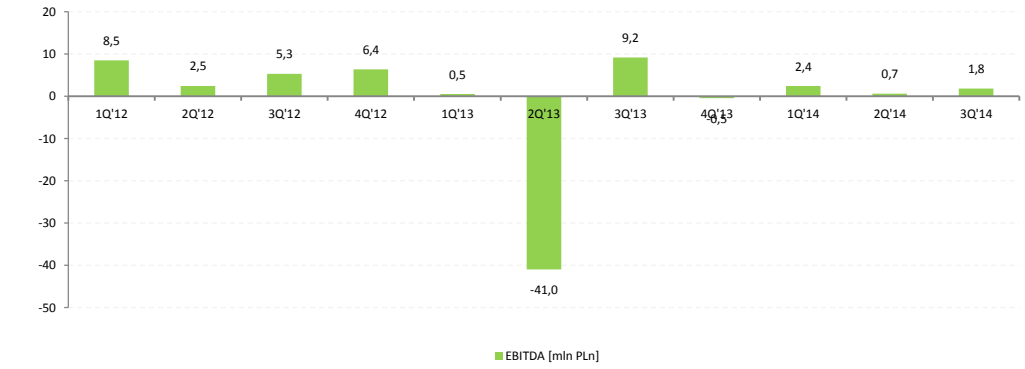
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

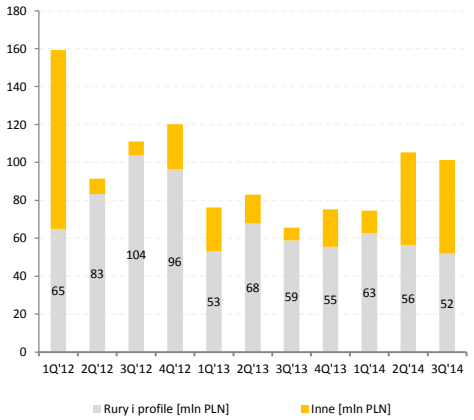
Wyniki skonsolidowane w ujęciu kwartalnym

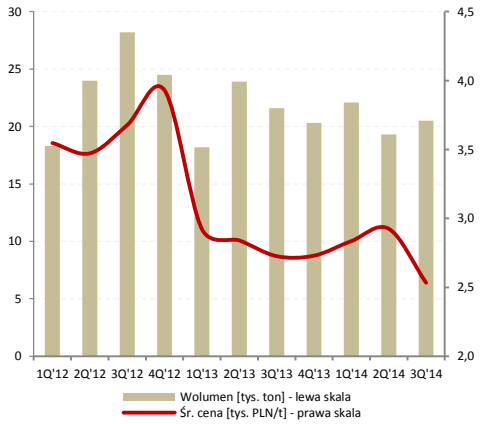


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu rur i profili w ujęciu kwartalnym



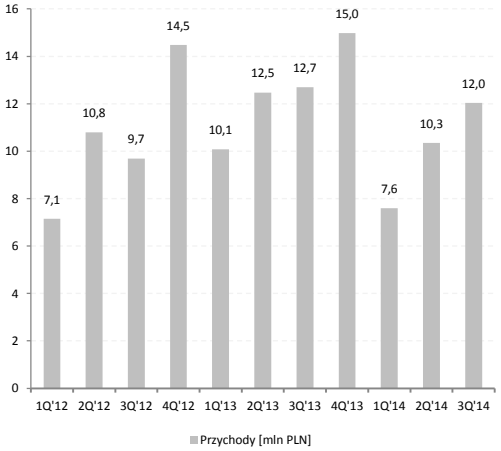


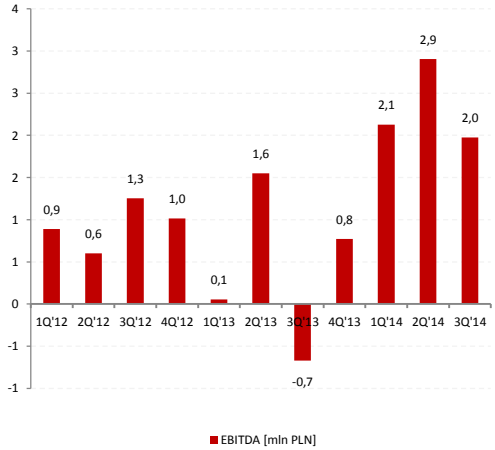


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

Wyniki segmentu konstrukcji stalowych





Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

Istotny wpływ na wyższa rentowność ma oddany do użytkowania piec do obróbki cieplnej (spółka podaje, że w okresie 1-3Q'14 zmniejszył on koszty usług obcych o prawie 4.5 mln PLN).

FORTE

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	51,1	P/E	15,8	15,4	11,4
MC [mln PLN]	1213,7	EV/EBITDA	10,2	11,0	8,3
		EV/EBIT	12,5	12,8	9,5
		P/BV	2,4	2,8	2,5

W 4Q'14 produkcja sprzedana mebli wzrosła o 14,9% r/r (+4,8% r/r w Niemczech), niemniej oczekujemy mniejszej dynamiki wzrostu sprzedaży w spółce. Na konferencji po 3Q'14 zarząd sygnalizował niezrealizowanie celu sprzedaży 6,1 mln paczek w całym roku przedstawiając outlook na ponad 800 mln PLN przychodów w całym roku (ponad 208 mln PLN w samym 4Q'14) i 70-75 mln PLN zysku netto (implikuje 14,3-19,3 mln PLN w samym 4Q'14). Założenia spółki oceniamy dość zachowawczo spodziewając się ok. 220 mln PLN sprzedaży (+12% r/r) i 23,3 mln PLN zysku netto. Marży sprzyjały m.in. niższe q/q ceny płyt wiórowych (-0,4% q/q, +3,3% r/r). Liczymy również na poprawę cash flow, który był słaby w minionych kwartałach. Niemniej spółka zakończy rok z długiem netto ok. 20 mln PLN (38 mln PLN po 3Q'14). W latach 2015-2017 poprawa wyników będzie wynikała głównie z rozbudowy potencjału produkcyjnego do ponad 8 mln paczek na koniec 2016 roku.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	196,5	219,9	11,9%	666,4	811,9	21,8%	954,9	17,6%	1 057,5	10,7%
Wynik brutto na sprzedaży	75,4	78,9	4,7%	241,4	292,5	21,1%	355,3	21,5%	392,7	10,5%
EBITDA	27,5	32,7	18,7%	89,1	113,6	27,5%	151,2	33,1%	169,9	12,4%
EBIT	23,3	28,5	22,2%	72,4	97,0	34,0%	132,1	36,1%	148,4	12,4%
Zysk brutto	23,6	28,8	22,1%	73,1	99,0	35,3%	131,7	33,1%	147,7	12,2%
Zysk netto	18,8	23,3	24,4%	57,9	79,0	36,6%	106,7	35,0%	119,7	12,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	38,4%	35,9%		36,2%	36,0%		37,2%		37,1%	
Marża EBITDA	14,0%	14,9%		13,4%	14,0%		15,8%		16,1%	
Marża EBIT	11,9%	13,0%		10,9%	11,9%		13,8%		14,0%	
Marża zysku netto	9,6%	10,6%		8,7%	9,7%		11,2%		11,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

GPW

			2013	2014P	2015P	2016P	
Kurs [PLN]	46.7	P/E	17.3x	17.5x	17.4x	17.0x	Analityk: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	1 960	EV/EBITDA	13.0x	11.3x	11.2	11.10	
		EV/EBIT	15.8x	13.7x	13.6	13.56	
		P/BV	3.1x	2.8x	2.8x	2.7x	

Końcówka roku nie powinna przynieść większych zaskoczeń wynikowych. Spółka zmagała się cały czas z trudną sytuacją w segmencie rynku finansowego. Poziom obrotów akcjami jak i instrumentami pochodnymi wykazywał ujemne dynamiki w ujęciu r/r (wartość obrotów na rynku głównym bez wyłączeń była niższa o ponad 17% r/r).. Dlatego zakładamy, że wpływy z segmentu finansowego wyniosą za 4Q'14 ok. 44.7 mln PLN, co będzie oznaczało spadek o 13% r/r. Lepsze odczyty powinny cechować segment rynku towarowego. Zakładamy, że silnym impulsem wzrostowym był handel gazem (wpływ na poziom obrotów jak i wpływy z rozliczeń). Szacujemy przychody segmentu towarowego za 4Q'14 na poziomie ok. 33.4 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost o 77% r/r i

Ogółem zakładamy, że w 4Q'14 spółka pokaże na poziomie EBITDA zysku w kwocie ponad 37.6 mln PLN. EBIT wg naszych założeń powinien wynieść ok. 30.4 mln PLN. Efekt kontrybucji do wyniku jednostek stowarzyszonych będzie raczej 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 4Q'14 może wynieść ok. 24.1 mln PLN, co będzie oznaczało spadek o 16% r/r.

Prognozy wyników GPW [mln PLN]

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r	realizacja 4Q'14/2014
Przychody	70.8	78.5	11%	283.8	312.2	10%	299.8	-4%	302.9	1%	25%
Rynek finansowy	51.5	44.7	-13%	205.3	198.2	-3%	183.6	-7%	191.8	4%	23%
Rynek towarowy	18.8	33.4	77%	76.0	112.1	47%	113.3	1%	108.2	-4%	30%
Koszty operacyjne	45.1	47.0	4%	166.2	177.3	7%	166.8	-6%	169.4	2%	27%
EBITDA	**33.6**	**37.6**	**12%**	**144.4**	**161.1**	**12%**	**162.4**	**1%**	**164.4**	**1%**	**23%**
EBIT	26.4	30.4	15%	118.6	132.7	12%	134.1	1%	134.6	0%	23%
Udział w zyskach stowarzyszonych	1.6	-0.5	---	12.5	5.4	-57%	4.3	-21%	8.1	89%	---
Wynik netto akcjonariuszy jedn. dom.	28.6	24.1	-16%	113.3	111.9	-1%	112.1	0%	115.1	3%	22%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

GRAJEWO

			2013*	2014P	2015P
Kurs [PLN]	28,5	P/E	25,8	13,5	11,9
MC [mln PLN]	1 414,3	EV/EBITDA	10,0	7,7	6,9
		EV/EBIT	14,3	10,4	9,4
		P/BV	1,2	1,1	1,0

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

W 4Q'14 produkcja sprzedana mebli wzrosła o 14,9% r/r, jednak podobnie jak w poprzednich kwartałach, produkcja płyt wiórowych wg GUS… spadła o 8,7% r/r. W 3Q'14 spadek produkcji branży płyt drewnopochodnych wynosił blisko 10% r/r, a spadek sprzedaży spółki był nieznaczny (ok. 0,5% r/r) mimo trwającego postoju remontowego. Oczekujemy, że w 4Q'14 było podobnie i spadek wolumenowej sprzedaży będzie nieznaczny (wcześniej, nie znając danych GUS, liczyliśmy na ok. 3% r/r wzrost). Ceny płyt wiórowych w 4Q'14 delikatnie spadały (-0,4% q/q). W relacji do 4Q'13 ich wzrost wynosi ok. 3,3% r/r przy porównywalnym koszcie drewna. Spadały ceny chemikaliów, co odbije się na przychodach Silekolu, ale w ostateczności pozytywnie wpłynie na marże grupy (tańsze kleje). W rezultacie oczekujemy nieznacznego wzrostu sprzedaży i porównywalnej marży. Na poziomie netto wzrost zysków wyniesie ponad 20% r/r (niższe koszty finansowe).

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	382,9	386,7	1,0%	1 462,1	1 535,6	5,0%	1 594,3	3,8%	1 626,2	2,0%
Wynik brutto na sprzedaży	79,8	82,8	3,8%	262,1	309,8	18,2%	333,2	7,5%	339,7	2,0%
EBITDA	55,4	53,4	-3,6%	155,6	198,2	27,4%	218,8	10,4%	226,0	3,3%
EBIT	39,6	39,5	-0,4%	108,4	145,8	34,5%	161,2	10,5%	164,3	1,9%
Zysk brutto	31,8	36,0	13,1%	81,0	131,1	61,9%	146,6	11,8%	151,1	3,1%
Zysk netto	24,0	29,2	21,5%	54,8	105,1	91,6%	118,7	13,0%	122,4	3,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,8%	21,4%		17,9%	20,2%		20,9%		20,9%	
Marża EBITDA	14,5%	13,8%		10,6%	12,9%		13,7%		13,9%	
Marża EBIT	10,4%	10,2%		7,4%	9,5%		10,1%		10,1%	
Marża zysku netto	6,3%	7,5%		3,8%	6,8%		7,4%		7,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

GRUPA AZOTY

			2013*	2014P*	2015P
Kurs [PLN]	71,6	P/E	43,2	30,8	16,6
MC [mln PLN]	7 098,4	EV/EBITDA	10,1	8,7	6,2
		EV/EBIT	10,1	8,7	6,2
		P/BV	1,3	1,2	1,2

**- wskaźniki oczyszczone*

W ostatnich kwartałach spółka pokazywała wzrost wolumenów sprzedaży, a głównym czynnikiem odpowiedzialnym za spadek wyników były niskie ceny głównych produktów i marż. W 4Q'14 czynnik ten już sprzyjał (dodatkowo pomagała słaba złotówka do dolara), szczególnie, że baza z zeszłego roku jest bardzo niska. Teoretyczne marże w przypadku saletry amonowej wzrosły o 17% q/q i 36% r/r (Puławy, ZAK). Kilkukrotnie wzrosła marża na saletrzaku, co dobrze wróży wynikom zakładów w Tarnowie. Marże na moczniku/RSM poprawiły się o 16% q/q i ok. 60% r/r (głównie Puławy). Zdecydowanie poprawiły się marże na nawozach wieloskładnikowych (NPK +45% r/r, DAP +61% r/r), czyli w biznesie zależnych Polic. Relatywnie dobry, oczyszczony wynik powinny tez pokazać zakłady w Kędzierzynie. Oprócz poprawy w części nawozowej lepiej było też w OXO za sprawą szybciej spadających cen surowców ropopochodnych niż produktów. Niemniej spółka informowała wcześniej o planowanym odpisie aktualizacyjnym na jednostce ftalanów, który obciąży wyniki operacyjne kwotą 40 mln PLN (EBITDA ZAK poniżej 10 mln PLN). Dodatkowych kosztów spodziewamy się także w Puławach w związku z renegocjowanym porozumieniem ze związkami (szybsza wypłata premii rocznej). W rezultacie raportowana EBITDA grupy powinna sięgnąć ok 167 mln PLN. Wyniki poprawią praktycznie wszystkie zależne spółki, w szczególności Puławy (101 mln PLN EBITDA), Police (22 mln PLN), Tarnów (9 mln PLN) i Siarkopol (27 mln PLN), który z końcem 2013 roku został włączony do konsolidacji. Na 2015 rok kluczowym czynnikiem dla wyników jest potencjalna, druga obniżka taryfy gazowej (pierwsza -6% w okresie styczeń-kwiecień). W swoich prognozach oczekujemy jeszcze przynajmniej 10% obniżki (średniorocznie -13% r/r).

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	2 347,9	2 285,5	-2,7%	9 821,0	9 627,6	-2,0%	9 397,1	-2,4%
Wynik brutto na sprzedaży	241,8	412,4	70,5%	1 384,3	1 648,5	19,1%	2 110,1	28,0%
EBITDA	56,7	166,6	193,8%	1 252,8	857,2	-31,6%	1 258,5	46,8%
EBITDA Adj.	18,4	206,6	1023,4%	768,4	897,2	16,8%	1 258,5	40,3%
EBIT	-77,0	39,8	-	702,6	366,4	-47,8%	683,9	86,6%
Zysk brutto	-85,1	29,3	-	732,5	391,8	-46,5%	617,7	57,7%
Zysk netto	-44,6	17,3	-	679,6	270,6	-60,2%	427,1	57,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	10,3%	18,0%		14,1%	17,1%		22,5%	
Marża EBITDA	0,8%	9,0%		7,8%	9,3%		13,4%	
Marża EBIT	-3,3%	1,7%		7,2%	3,8%		7,3%	
Marża zysku netto	-1,9%	0,8%		6,9%	2,8%		4,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

GTC

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	4,80	P/E adj.	30,9	23,1	17,5	16,4
MC [mln PLN]	1686,3	EV/EBITDA adj.	18,8	17,5	17,1	18,1
		EV/EBIT adj.	18,9	17,6	17,2	18,2
		P/BV	0,6	0,8	0,7	0,7

W 4Q'14 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży GTC będą bliskie 31,2 mln EUR, osiągając jednocześnie 19,9 mln EUR wyniku brutto. Spadek przychodów r/r wynika ze sprzedaży udziałów w galerii Kazimierz oraz mniejszej liczby przekazanych mieszkań. Kluczowe dla wyników spółki będą odpisy, który może dokonać deweloper. Księgowe odpisy mogą wynieść ok. 133,0 mln EUR (stanowi to 22% kapitałów własnych). Tym samym strata EBITDA powinna wynieść 105,9 mln EUR (oczyszczona o odpisy ok. 25,8 mln EUR zysku), natomiast na poziomie netto możemy mieć do czynienia ze stratą 104,6 mln EUR (po oczyszczeniu ok. 27,0 mln EUR zysku).

W segmencie komercyjnym spodziewamy się spadku przychodów, co będzie przede wszystkim skutkiem sprzedaży udziałów w galerii Kazimierz pod koniec 4Q'13 (transakcja zbycia 50% udziałów na rzecz Nellia miała wartość ok. 90,0 mln EUR). Według naszych założeń wpływy z najmu będą bliskie 21,6 mln EUR. Dodatkowo oczekujemy ok. 6,9 mln EUR przychodów z dodatkowych usług dla najemców. Na wyniki segmentu rzutować będą odpisy, których może dokonać GTC. Łączna wartość księgowych odpisów, z którymi należy się liczyć w przypadku istniejących obiektów, wynosi ok. 133 mln EUR (w tym w przypadku aktywów generujących przychody 71 mln EUR, 28 mln EUR spadku wartości gruntów pod zabudowę komercyjną).

W segmencie mieszkaniowym oczekujemy wyprzedawania posiadanych na zapasach lokali. Obecnie GTC posiada dwa projekty: w Konstancinie oraz Rose Garden w Bukareszcie. W modelu przyjmujemy, że rentowność w obu projektach wynosi 0% (założenie konserwatywne). Tym samym wpływy segmentu w 4Q'14 mogą być bliskie 2,7 mln EUR. Według naszych szacunków deweloper ma do przekazania jeszcze ok. 300 lokali, które powinny zostać oddane do końca '16. Zwracamy uwagę, że GTC wygasza ten sektor działalności i docelowo nie zamierza jej kontynuować.

Prognozy wyników na 4Q'2014 [mln EUR]

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	39,3	31,2	-20,6%	131,1	125,7	-4,1%	124,1	-1,2%	121,6	-2,0%
Wynik brutto na sprzedaży	24,3	19,9	-17,9%	84,0	81,4	-3,1%	82,7	1,7%	83,6	1,0%
EBITDA	-84,1	-105,9	-	-121,0	-120,2	-0,6%	98,8	-	82,2	-16,8%
EBITDA adj.*	19,8	25,8	30,0%	68,7	69,1	0,5%	71,0	2,8%	71,9	1,3%
EBIT	-84,2	-106,0	-	-121,4	-120,6	-	98,2	-	81,7	-16,9%
EBIT adj.*	19,7	25,6	30,2%	68,3	68,6	0,6%	70,5	2,7%	71,4	1,3%
Zysk brutto	-104,7	-126,8	-	-172,6	-185,7	-	62,1	-	42,3	-31,9%
Zysk netto	-100,2	-104,7	-	-176,8	-172,0	-	50,6	-	34,5	-31,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	61,8%	64,0%		64,1%	64,8%		66,7%		68,7%	
Marża EBITDA	50,4%	82,6%		52,4%	55,0%		57,2%		59,2%	
Marża EBIT	50,1%	82,2%		52,1%	54,6%		56,8%		58,7%	
Marża zysku netto	-	-		-134,8%	-136,9%		40,8%		28,4%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *wynik oczyszczony o przeszacowania projektów*

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

INSTAL KRAKÓW

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	16,0	P/E	8,7	7,5	7,1	7,8
MC [mln PLN]	116,6	EV/EBITDA	2,4	3,9	3,4	2,9
		EV/EBIT	2,8	4,4	3,8	3,4
		P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5

Po 1-3Q'14 spółka wypracowała 395,3 mln PLN przychodów oraz 12,8 mln PLN zysku netto. Spółka jest w trakcie realizacji dużych kontraktów energetycznych, które zwiększają w istotny sposób przychody (dwa z nich kończą się w 2015 roku a jeden w 2017 roku). Słabiej do wyników kontrybuuje jednak obecnie deweloperka, co skutkuje wyraźnym spadkiem rentowności. Wynik netto w 4Q'14 powinien być wyraźnie lepszy r/r, biorąc pod uwagę, ze w 4Q'13 ujęty był odpis (który wpłynął na saldo pozostałej działalności oraz efektywną stopę podatku).

Komentarz zarządu z raportu za 3Q'14 dotyczący perspektywy na kolejne okresy: *„W grudniu bieżącego roku planujemy rozpocząć przenoszenie własności kolejnego budynku na osiedlu Nowy Przewóz, co korzystnie wpłynie na zysk z działalności deweloperskiej w 4Q'14. Pomimo trudności w realizacji skomplikowanych kontraktów w energetyce zakładamy osiągnięcie wysokiego wolumenu sprzedaży i realizację założonego budżetu. Na pozostałych kontaktach produkcji budowlanomontażowej zakładamy że planowana realizacja zadań pozwoli osiągnąć założony wynik finansowy".*

Z powyższej wypowiedzi wynikało, że w 4Q'14 spółka planowała rozpocząć sprzedaż notarialną kolejnego budynku w inwestycji Nowy Przewóz (32B). Zwracamy jednak uwagę, że na stronie internetowej dostępne w sprzedaży są tylko mieszkania z budynku 32A. W naszych prognozach budynek 32B uwzględniamy dopiero w 2015 roku. 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 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	128,6	131,7	2,4%	415,5	526,9	26,8%	509,7	-3,3%	462,4	-9,3%
Wynik brutto na sprzedaży	14,7	11,4	-22,5%	48,8	47,1	-3,4%	48,9	3,9%	45,8	-6,5%
EBITDA	4,4	4,4	-0,3%	21,9	23,0	5,4%	24,2	5,1%	22,8	-5,7%
EBIT	3,6	3,7	2,3%	19,3	20,4	5,5%	21,2	4,3%	18,9	-11,1%
Zysk brutto	2,8	3,7	32,0%	19,4	20,9	7,5%	21,4	2,6%	19,5	-8,8%
Zysk netto	1,0	2,8	190,2%	13,4	15,6	16,5%	16,5	5,7%	15,0	-9,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,4%	8,6%		11,7%	8,9%		9,6%		9,9%	
Marża EBITDA	3,4%	3,3%		5,3%	4,4%		4,8%		4,9%	
Marża EBIT	2,8%	2,8%		4,6%	3,9%		4,2%		4,1%	
Marża zysku netto	0,8%	2,1%		3,2%	3,0%		3,2%		3,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

INTROL

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	9,1	P/E	14,6	12,5	11,6	10,7
MC [mln PLN]	241,1	EV/EBITDA	9,3	8,4	7,5	6,8
		EV/EBIT	12,0	10,5	9,4	8,6
		P/BV	2,0	1,8	1,7	1,6

W 4Q'14 spółka ma bardzo wysoką bazę z poprzedniego roku. W 2014 miało miejsce inne rozłożenie sezonowe wyników w segmencie usługowym (m.in. ze względu na realizację kontraktu w Rzeszowie). Uważamy, że wynik roczny powinien być zbliżony do oficjalnej prognozy zarządu, która zakładała 450 mln PLN przychodów i 20 mln PLN zysku netto (od tej kwoty należy jeszcze wyłączyć zyski mniejszości; wynik byłby lepszy, gdyby nie rezerwa ujęta w 3Q'14). Spodziewamy się wypracowania 115 mln PLN sprzedaży i 4,5 mln PLN zysku netto w 4Q'14. Wynik raportowany będzie zwiększony o aktualizację wartości podatkowej znaków towarowych.

W perspektywie 2015 zwracamy uwagę, że w zakresie usług budowlanych spółka stoi przed koniecznością zastąpienia kontraktu na EC Rzeszów (87,4 mln PLN), który prawie w całości przypadł na 2014 rok. 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 musiałby zdobyć jeszcze 2-3 kilkunastomilionowe zlecenia, by odnotować porównywalną sprzedaż w 2015 roku.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	117,2	114,7	-2,1%	367,0	457,8	24,7%	427,6	-6,6%	455,2	6,4%
Wynik brutto na sprzedaży	22,3	16,3	-26,9%	62,1	71,9	15,8%	71,7	-0,3%	75,4	5,3%
EBITDA	12,4	7,3	-40,8%	27,7	32,1	16,1%	35,1	9,4%	38,0	8,2%
EBIT	10,8	5,6	-47,8%	21,5	25,6	19,2%	28,1	9,8%	30,4	8,1%
Zysk brutto	10,6	5,4	-49,4%	20,5	25,1	22,6%	26,5	5,6%	28,9	9,0%
Zysk netto	9,0	4,5	-49,5%	16,5	19,3	17,1%	20,8	7,4%	22,6	8,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,1%	14,2%		16,9%	15,7%		16,8%		16,6%	
Marża EBITDA	10,6%	6,4%		7,5%	7,0%		8,2%		8,4%	
Marża EBIT	9,2%	4,9%		5,8%	5,6%		6,6%		6,7%	
Marża zysku netto	7,7%	4,0%		4,5%	4,2%		4,9%		5,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

IZOSTAL

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	5.25	P/E	13.0x	34.9x	26.3x	15.6x
MC [mln PLN]	171.9	EV/EBITDA	9.5x	19.3x	14.6x	10.4x
		EV/EBIT	12.4x	36.4x	22.1x	13.6x
		P/BV	1.1x	1.1x	1.0x	1.0x

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

Tak jak zwracaliśmy uwagę we wcześniejszych opracowaniach, spółka jest w okresie niskiego wykorzystania mocy produkcyjnych (brak dużych zleceń ze strony Gaz Systemu czy PGNiG) i poziom przychodów utrzymywany jest dzięki działalności handlowej. W samym 4Q'14 pozytywnie na rezultaty Izostalu wpływać powinien wygrany kontrakt Polkowice-Żary. Dlatego oczekujemy, że w 4Q'14 spółka wykaże wynik EBITDA na pułapie 3.6 mln PLN i netto ok. 1.6 mln PLN. W skali całego 2014 roku założyliśmy zysk EBITDA na poziomie 10.5 mln PLN i zysk netto w kwocie prawie 5 mln PLN.

Perspektywy wynikowe na 1Q'15 i 2Q'15 są naszym zdaniem słabe. Kluczowe znaczenie dla wyników w perspektywie 2015-2018 będą miały przetargi Gaz Systemu na dostawę rur izolowanych na potrzeby budowy gazociągów.

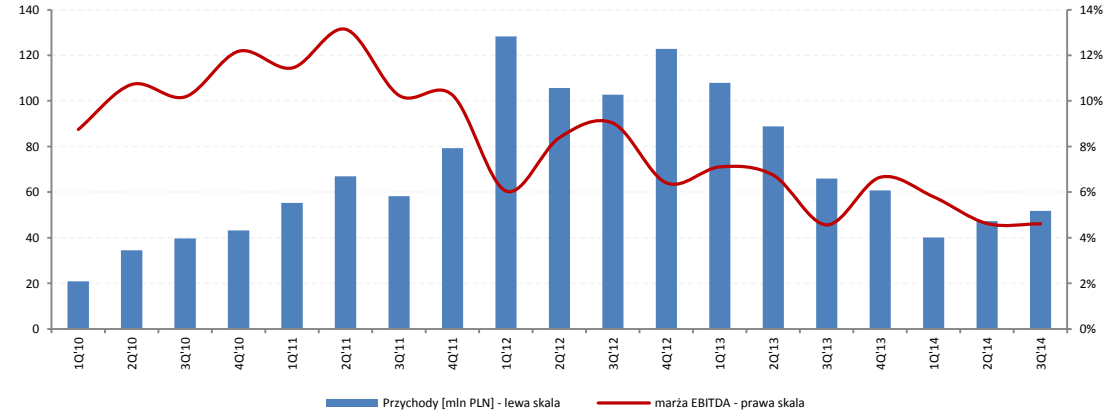
Liczymy, że pierwsze znaczące zamówienia z nowej rundy inwestycyjnej Gaz Systemu zleci do realizacji na przełomie 3/Q'15. Zwracamy jednak uwagę, że w nowej rundzie inwestycyjnej występują rury o większych średnicach. Zatem sporym wyzwaniem dla spółki może być zapewnienie sobie dostępu do rur bez ponoszenie niszczących dla końcowych marż kosztów transportu. Na 2015 rok przyjęliśmy wzrost wyniku EBITDA do niespełna 15 mln PLN i zysku netto do 6.5 mln PLN (z akcentem na 3/4Q'15). W wynikach nie uwzględniamy ewentualnego odpisu z tytułu utraty wartości posiadanych na bilansie udziałów w ZRUG Zabrze (Izostal w aktywach finansowych uwzględnia 10 mln PLN za jakie nabył 37.11% kapitałów w tym podmiocie; należy mieć też na uwadze, że Izostal udzielił ZRUGowi poręczeń na łączną kwotę 19.35 mln PLN – stan z raportu za 3Q'14).

Prognozy wyników Izostalu [mln PLN]

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r	realizacja (4Q'14/2014)
Przychody	60.7	55.4	-9%	323.4	194.6	-40%	220.5	13%	284.3	29%	28%
EBITDA	**4.0**	**3.6**	**-11%**	**20.7**	**10.5**	**-49%**	**14.7**	**39%**	**21.5**	**46%**	**34%**
EBIT	2.8	2.4	-16%	15.9	5.6	-65%	9.7	73%	16.4	70%	43%
Wynik netto	2.0	1.6	-21%	13.2	4.9	-63%	6.5	33%	11.0	68%	32%
marża EBITDA	6.7%	6.5%		6.4%	5.4%		6.6%		7.5%		
marża EBIT	4.7%	4.3%		4.9%	2.9%		4.4%		5.8%		
marża netto	3.3%	2.8%		4.1%	2.5%		3.0%		3.9%		

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]	293,0	P/E	17,7	16,4	15,7
MC [mln PLN]	2 703,1	EV/EBITDA	13,0	9,5	9,6
		EV/EBIT	20,2	13,2	13,5
		P/BV	2,4	2,3	2,2

Spółka opublikowała wstępne wyniki za 4Q'14/2014 pod koniec grudnia a następnie przy okazji publikacji prognoz na 2015 rok (11 luty). Według nowszych danych w 4Q'14 EBITDA osiągnie 56 mln PLN (poprzednio, pod koniec grudnia, spółka podawała wartość 63 mln PLN, jednak na koniec roku doszły dodatkowe rezerwy m.in. na należności/zapasy).

W 2015 roku pozytywnie na poziom przychodów powinno wpływać osłabienie PLN, niekorzystny dla marży jest natomiast trend EUR/USD (zakupy aluminium w USD). W prognozie na 2015 rok Kęty zakładają wzrost sprzedaży do blisko 2,0 mld PLN (główny wpływ na to ma segment SWW, którego dynamika przychodów w dużej mierze jest wypadkową kursu USD/PLN i ceny aluminium). EBITDA ma sięgnąć 321 mln PLN (vs 308 mln PLN w 2014). Zarząd zamierza przeznaczyć na dywidendę 11 PLN/akcję. Zwracamy uwagę na rekordowy CAPEX, który ma sięgnąć aż 255 mln PLN (w 2016 może on być wg strategii jeszcze większy, w kolejnych latach powinien jednak istotnie spaść)– spółka istotnie zwiększy zadłużenie.

Spółka zaprezentowała założenia strategii do 2020 roku. W tym okresie spółka przeznaczy na inwestycje 930 mln PLN (największe wydatki planowane są w SWW). W efekcie sprzedaż ma wzrosnąć do 2,8 mld PLN, EBITDA do 465 mln PLN a zysk netto do 264 mln PLN. Zadłużenie netto na koniec strategii ma wynieść 130 mln PLN. Na dywidendę ma trafiać do 60% skonsolidowanego zysku netto.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P*	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody***	427,3	462,7	8,3%	1 593,8	1 803,4	13,1%	1 944,5	7,8%
EBITDA	50,3	55,8	11,0%	225,9	308,0	36,4%	322,2	4,6%
EBIT	29,3	30,6	4,6%	144,9	221,8	53,0%	227,4	2,5%
Zysk brutto	26,3	25,3	-4,0%	134,1	201,2	50,1%	215,5	7,1%
Zysk netto	49,6	22,4	-54,9%	153,5	168,0	9,4%	174,6**	3,9%
Marża EBITDA	11,8%	12,1%		14,2%	17,1%		16,6%	
Marża EBIT	6,8%	6,6%		9,1%	12,3%		11,7%	
Marża zysku netto	11,6%	4,8%		9,6%	9,3%		9,0%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wg wstępnych danych, **zysk netto bez efektu rozpoznania aktywa podatkowego (spółka zakłada +15,8 mln PLN), *** przychody netto ze sprzedaży*

Założenie nowej strategii [mln PLN]

	2014						
	moce [tys ton]	eksport	Przychody*	EBITDA*	marża EBITDA	cykl rotacji [dni]	
SWW	63	37%	731	86	11,8%	107	
SSA	-	35%	697	130	18,6%	76	
SOG	25	41%	398	90	22,5%	99	
SUB	-	37%	143	5	3,7%	17	
SAB	-	29%	44	7	15,9%	168	
razem			**1 820**	**308**	**16,9%**		
	2020						
	moce [tys ton]	eksport	Przychody*	EBITDA*	marża EBITDA	cykl rotacji [dni]	CAPEX
SWW	75	42%	1 158	141	12,2%	89	379
SSA	-	38%	953	169	17,7%	70	183
SOG	55	33%	652	135	20,7%	99	254
SUB	-	55%	200	13	6,7%	13	23
SAB	-	29%	80	15	18,9%	143	39
razem			**2 820**	**465**	**16,5%**		

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *przychody/EBITDA poszczególnych wg segmentów bez wyłączeń*

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

LIBET

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	2,45	P/E	20,0	15,5	10,1	7,7
MC [mln PLN]	122,5	EV/EBITDA	5,8	5,4	4,7	4,1
		EV/EBIT	14,3	12,6	10,1	7,8
		P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5

W 4Q'14 nie spodziewamy się przełomu w wynikach Libetu (2014 był dobry sprzedażowo ale rozczarowujący pod względem rentowności). Przychody powinny wykazywać nadal dodatnią dynamikę, ale już nie tak imponującą jak w 1-3Q'14 (zwracamy uwagę na inaczej rozłożoną sezonowość w 2014 vs 2013 roku). Przyjmujemy, że nowy zakład produkcyjny przejęty w trakcie kwartału nie miał na razie wpływu na wyniki (produkcja na zapas). Szacujemy, że dług netto na koniec roku wyniósł około 110 mln PLN (wzrost q/q jest pochodną akwizycji).

W 2015 roku spodziewamy wzrostu sprzedaży głównie na bazie zrealizowanej akwizycji. Wzrost w 2014 był wyraźnie wyższy niż rynek, spółka powinna się obecnie skupić mocniej na rentowności (mix sprzedaży) – w bieżącym roku lepiej powinien wyglądać popyt ze strony deweloperów (pochodna rozpoczętych w ostatnich kwartałach inwestycji) oraz klientów indywidualnych, co powinno zwiększyć popyt na kostkę premium. Zwracamy uwagę, ze wynik netto 2014 obciążony jest przez one-offy na poziomie kosztów finansowych (związane z refinansowaniem zadłużenia), co daje pole do wyraźnej poprawy w 2015 roku.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	62,7	63,3	0,9%	220,0	270,9	23,1%	284,3	4,9%	296,0	4,1%
Wynik brutto na sprzedaży	13,8	13,6	-0,9%	50,5	55,2	9,4%	59,6	7,9%	64,9	8,9%
EBITDA	8,0	8,2	2,1%	38,6	42,9	11,3%	44,2	2,9%	46,9	6,2%
EBIT	2,8	2,2	-19,2%	15,6	18,5	18,3%	20,5	11,1%	24,3	18,6%
Zysk brutto	0,8	0,0	-94,7%	8,3	9,8	17,2%	15,0	53,9%	19,5	30,0%
Zysk netto	-0,5	0,1	-	6,1	7,9	29,0%	12,2	53,9%	15,8	30,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,0%	21,6%		23,0%	20,4%		21,0%		21,9%	
Marża EBITDA	12,8%	12,9%		17,5%	15,9%		15,5%		15,9%	
Marża EBIT	4,4%	3,5%		7,1%	6,8%		7,2%		8,2%	
Marża zysku netto	-0,8%	0,2%		2,8%	2,9%		4,3%		5,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

LOTOS

			2013	2014P*	2015P
Kurs [PLN]	24,3	P/E	80,1	-	8,3
MC [mln PLN]	3 155,9	EV/EBITDA	10,7	-	5,4
		EV/EBIT	53,1	-	8,7
		P/BV	0,3	0,5	0,5

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

Spółka zakomunikowała już (wywiad z wiceprezesem, komunikat bieżący), że raportowane wyniki Lotosu za 4Q'14 będą ujemne ze względu obciążenie ze strony efektu LIFO, aktualizacji wyceny zapasów oraz ujemne różnice kursowe na zadłużeniu. Lotos pokaże w wynikach za 4Q'14 0,4 mld PLN odpisu (wg MSR 2) na zapasach w wyniku EBIT raportowanym oraz 0,1 mld PLN odpisu w wyniku EBIT LIFO. Zwracamy uwagę, że wartość odpisu dokonanego wg MSR 2 można odwrócić w przypadku, gdy w kolejnym okresie dane pozycja zapasów jest nadal w posiadaniu jednostki a jej cena sprzedaży wzrosła. Wartość efektu LIFO (jako różnica pomiędzy wynikiem LIFO a wynikiem raportowanym) wyniesie 0,8 mld PLN (z czego „czysty" efekt LIFO sięgnie 0,5 mld PLN). Około 0,27 mld PLN wyniosą koszty finansowe z tytułu różnic kursowych na długu. Spółka sygnalizuje także możliwość odpisu na aktywach wydobywczych na Litwie (oceniamy, że może to być kilkadziesiąt mln PLN).

Modelowa marża rafineryjna w 4Q'14 wyniosła 7,3 USD/bbl (5,5 USD/bbl w 4Q'13), co jest najwyższym odczytem od 1Q'13. Teoretycznie czysty wynik EBITDA LIFO powinien być dobry, jednak zwracamy uwagę na niekorzystny trend po stronie zakupów ropy na USD/PLN (efekt infekował już wyniki 3Q'14), ujemne operacyjne różnice kursowe oraz trudny rynek po stronie popytowej (widoczne odchylenia pomiędzy marżą realizowaną a benchmarkiem). W segmencie wydobywczym spodziewamy się, że oczyszczony wynik EBITDA będzie nieco lepszy niż w 3Q'14 (większe wydobycie, ale niższe ceny). Kontrybucja detalu do wyniku EBITDA będzie marginalna (efekt sezonowości po bardzo dobrym 3Q'14).

Wykresy z marżami modelowymi i produktowymi prezentujemy przy opisie wyników PKN Orlen.

Prognozy wyników na 4Q'14

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	7 496,8	6 517,3	-13,1%	28 559,2	28 443,4	-0,4%	22 971,8	-19,2%
EBITDA	113,0	-617,7	-	809,1	-345,0	-	2 028,8	-688,1%
EBITDA LIFO	192,7	184,0	-4,5%	1 185,7	555,5	-53,1%	1 718,4	209,3%
EBITDA LIFO skoryg*	**251,3**	**264,1**	5,1%	**1 164,0**	**1 256,2**	**7,9%**	**1 718,4**	36,8%
EBITDA LIFO skoryg. ex/FX**	224,4	295,7	31,7%	1 087,3	1 319,5	21,4%	1 774,2	34,5%
EBIT	-47,2	-821,3	-	166,6	-1 139,4	-	1 246,5	-
EBIT LIFO	32,5	-19,6	-	543,2	-238,9	-	936,0	-
EBIT LIFO skorg	91,1	60,5	-33,6%	521,5	461,8	-11,4%	936,0	102,7%
EBIT LIFO skorg ex/FX	64,2	92,1	43,4%	444,8	525,2	18,1%	991,9	88,9%
Zysk (strata) brutto	-52,9	-1 151,8	-	-58,7	-1 772,9	-	894,2	-
Zysk (strata) netto	-24,4	-985,6	-	39,4	-1 175,5	-	541,0	-
Marża EBITDA	1,5%	-9,5%		2,8%	-1,2%		8,8%	
Marża EBITDA LIFO	2,6%	2,8%		4,2%	2,0%		7,5%	
Marża EBITDA LIFO skoryg.	3,4%	4,1%		4,1%	4,4%		7,5%	
Marża EBITDA LIFO skoryg. ex/FX	3,0%	4,5%		3,8%	4,6%		7,7%	
Marża EBIT	-0,6%	-12,6%		0,6%	-4,0%		5,4%	
Marża zysku netto	-0,3%	-15,1%		0,1%	-4,1%		2,4%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * po oczyszczeniu o saldo pozostałej działalności operacyjnej, ** + po oczyszczeniu o operacyjne różnice kursowe*

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

MARVIPOL

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	7,60	P/E	23,1	6,0	7,5	6,6
MC [mln PLN]	315,8	EV/EBITDA	15,9	5,9	6,6	5,4
		EV/EBIT	17,4	6,1	7,1	5,7
		P/BV	1,3	1,1	0,9	0,8

Rok 2014 jest dla Marvipolu bardzo udany. Spółka wykorzystała dobrą sytuację panującą na rynku deweloperskim, dzięki czemu zdecydowanie poprawiła swoje wyniki. Znacznie lepiej zaprezentował się także segment motoryzacyjny, który ma być wydzielony ze spółki na początku 2H'15. Reasumując, spodziewamy się, że w '14 grupa wypracowała 753,7 mln PLN przychodów ze sprzedaży oraz ok. 84,9 mln PLN EBITDA. Na poziomie netto zysk może być bliski 52,3 mln PLN, co będzie rekordowym wynikiem w historii Marvipolu. Spodziewamy się również istotnego obniżenia zadłużenia netto.

Po bardzo mocnym 3Q'14 w segmencie deweloperskim, kiedy spółka przekazała klientom 444 mieszkania, liczymy na spokojniejszy kwartał. Deweloper oddał do użytku ok. 180 mieszkań, co wygeneruje ok. 88,1 mln PLN przychodów, przy średniej marży brutto 19,8%. Zwracamy uwagę, że w przypadku realizacji naszego scenariusza, Marvipol przekazałby łącznie blisko 920 lokali, a wg przyjętej strategii spółka zakładała 700 mieszkań. Łączna kontraktacja w '14 wyniosła 776 mieszkań, z czego ponad połowę stanowiły lokale z projektu Central Park. W '15 zakładamy sprzedaż notarialną ok. 610 mieszkań, co pozwoli na osiągnięcie ok. 294,6 mln PLN przychodów i 28,7 mln PLN EBIT. Liczymy również, że w 1Q'15 Marvipol zakupi 1-2 działki i uzupełni bank ziemi.

W segmencie motoryzacyjnym również zakładamy poprawę r/r. Według naszych założeń wolumen hurtowo sprzedanych aut w 4Q'14 wyniósł ok. 260 szt (+30 r/r), dzięki czemu przychody wzrosły o 10,9% do 76,3 mln PLN. Na poziomie zysku operacyjnego oczekujemy rentowności rzędu 1,9% (zjawisko cykliczne – dilerzy „czyszczą" salony, aby uniknąć efektu „auta jednorocznego"). Tym samym w ujęciu całorocznym, spółka powinna sprzedać ponad 1,1 tys. samochodów (o ok. . 50-60 szt. więcej niż zakładał zarząd), przy osiągnięciu blisko 338,6 mln PLN przychodów. W '15 liczymy na kontynuacje tej tendencji. W salonach pojawią się 2 nowe modele (Land Rover Discovery Sport – w 1Q'15, JLR przesunął dostawy z 4Q'14; Jaguar XE). Rozbudowana ma być także sieć dilerska na terenie kraju – jeszcze w 1Q'15 otwarte mają być dilerstwa w Bydgoszczy i Bielsku-Białej, a pod koniec roku ma być uruchomiony duży salon własny w centrum Warszawy. Zwracamy również uwagę na zapowiedzi zarządu dot. wydzielenia segmentu moto ze struktury grupy i wprowadzenia go na giełdę. Oczekujemy, że do procesu dojdzie na początku 3Q'15.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	222,3	168,4	-24,2%	494,3	753,7	52,5%	731,8	-2,9%	712,2	-2,7%
segment deweloperski	149,5	88,1	-41,1%	210,5	398,1	89,1%	294,6	-26,0%	286,5	-2,7%
segment automotive	68,8	76,3	10,9%	268,2	338,6	26,2%	421,0	24,3%	409,3	-2,8%
myjnie	2,6	2,1	-18,9%	9,7	9,5	-2,7%	8,3	-12,0%	8,4	0,5%
najem	1,5	2,0	33,6%	5,9	7,5	27,9%	7,9	6,0%	8,0	1,0%
Wynik segmentu	21,1	10,4	-50,8%	45,1	81,7	81,1%	65,4	-20,0%	70,7	8,2%
segment deweloperski	20,3	7,5	-62,7%	25,8	47,4	83,9%	28,7	-39,5%	35,6	23,9%
segment automotive	1,2	1,5	23,6%	19,7	27,2	38,3%	31,1	14,3%	29,6	-4,9%
myjnie	0,1	0,0	-81,5%	0,4	2,1	471,2%	0,0	-98,0%	0,0	0,5%
najem	-0,4	1,4	-	-0,7	5,0	-	5,5	10,5%	5,5	1,0%
EBITDA	12,5	11,4	-8,4%	40,0	84,9	112,2%	69,7	-17,9%	75,0	7,6%
EBIT	11,6	10,4	-10,8%	36,5	81,7	123,6%	65,4	-20,0%	70,7	8,2%
Wynik brutto	7,2	6,7	-6,9%	21,0	63,6	202,5%	51,9	-18,4%	59,4	14,5%
Wynik netto	3,0	5,4	78,4%	13,6	52,3	283,2%	42,0	-19,6%	48,2	14,5%
marża segmentu	9,5%	6,2%		9,1%	10,8%		8,9%		9,9%	
segment deweloperski	*13,5%*	*8,6%*		*12,2%*	*11,9%*		*9,7%*		*12,4%*	
segment automotive	*1,7%*	*1,9%*		*7,3%*	*8,0%*		*7,4%*		*7,2%*	
myjnie	*2,2%*	*0,5%*		*3,7%*	*21,7%*		*0,5%*		*0,5%*	
najem	-	*68,9%*		-	*66,1%*		*68,9%*		*68,9%*	
marża EBITDA	5,6%	6,8%		8,1%	11,3%		9,5%		10,5%	
marża EBIT	5,2%	6,2%		7,4%	10,8%		8,9%		9,9%	
marża netto	1,4%	3,2%		2,8%	6,9%		5,7%		6,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.,

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

MOSTOSTAL ZABRZE

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	2,15	P/E	44,2	15,1	16,9	13,9
MC [mln PLN]	320,6	EV/EBITDA	11,8	6,8	6,3	5,4
		EV/EBIT	22,5	9,5	9,3	7,5
		P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0

W 4Q'14 spodziewamy się utrzymania trendu poprawy wyników r/r. Jednocześnie zakładamy, że niższa niż w poprzednich Q może być marża brutto ze sprzedaży (niższa kontrybucja kontraktu dla BASF), jednak nie powinno to w znaczący sposób wpłynąć na obraz wyników. W 4Q'14 spodziewamy się nieznacznego obniżenia długu.

Poszczególne kwartały 2014 roku przyniosły systematyczną poprawę wyników Mostostalu Zabrze i pokazały wyraźne efekty restrukturyzacji. Spółka jest także na dobrej drodze do zmonetyzowania dużej części nieoperacyjnych nieruchomości (61 mln PLN). W połączeniu ze środkami które mają wpłynąć na mocy ugody z BZ WBK (17 mln PLN) da to 78 mln PLN wpływów gotówkowych dla spółki w okresie najbliższego roku. Dostrzegalnym minusem w ostatnich kwartałach jest brak rozwoju backlogu, który po 3Q'14 i wynosił 604 mln PLN (-20% YTD) i nie uległ poprawie w końcówce roku. Obawiamy się, że w takiej sytuacji spółce trudno będzie powtórzyć w 2015 roku wyniki z 2014 roku. Szansą na poprawę backlogu są m.in. krajowe kontrakty w energetyce (spółka już realizuje pierwsze prace w Opolu). Na koniec 3Q'14 Mostostal szacował wartość umów możliwych do pozyskania na 827 mln PLN (+25%).

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	184,7	238,0	28,8%	575,1	852,3	48,2%	787,3	-7,6%	860,5	9,3%
Wynik brutto na sprzedaży	15,1	18,2	20,5%	45,7	73,7	61,1%	69,5	-5,7%	77,5	11,5%
EBITDA	8,1	10,4	28,5%	28,7	48,4	68,4%	42,4	-12,3%	46,7	10,1%
EBIT	4,5	6,9	54,3%	15,0	34,2	127,9%	28,8	-15,8%	33,4	15,8%
Zysk brutto	-0,7	6,0	-	9,3	29,0	212,1%	24,4	-16,0%	29,6	21,2%
Zysk netto	2,4	4,8	99,1%	7,3	21,2	191,7%	19,0	-10,2%	23,1	21,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,2%	7,6%		8,0%	8,6%		8,8%		9,0%	
Marża EBITDA	4,4%	4,4%		5,0%	5,7%		5,4%		5,4%	
Marża EBIT	2,4%	2,9%		2,6%	4,0%		3,7%		3,9%	
Marża zysku netto	1,3%	2,0%		1,3%	2,5%		2,4%		2,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., wyniki nie uwzględniają zysku na ugodzie ws. budynku Altus

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

ORBIS

			2013	2014P	2015P	2016P	
Kurs [PLN]	42.5	P/E	30.1	23.4	23.3	20.8	Analityk: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	1 958	EV/EBITDA	9.0	8.2	8.3	7.7	
		P/BV	21.6	17.2	18.5	16.7	

Spółka podała już wstępne wyniki przychodowe za 4Q'14. Orbis szacuje wpływy na 176.8 mln PLN. Wynikom Orbisu sprzyjałała wysoka frekwencja, która w 4Q'14 wzrosła do 61.4%, czyli o7.2 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 4Q'14 ok. 199.4 PLN, czyli spadł o 8.9% r/r. Przychód na jeden pokój w omawianym okresie był na poziomie 122.5 PLN, co oznacza wzrost o 3.2%.

Orbis podał już wcześniej prognozę wyników na 2014 rok. Zgodnie przyjętymi założeniami i w oparciu o pierwsze dane za 4Q'14 spółka szacowała całoroczny wynik EBITDA za 2014 na poziomie ponad 204 mln PLN. W naszym modelu mamy poziom EBITDA na pułapie ok. 210 mln PLN.

Prognoza wyników Orbisu [mln PLN]

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r	realizacja (4Q'14/2014)
Przychody	169.2	176.8	5%	682.6	707.8	4%	1135.2	60%	1169.3	3%	25%
Koszty operacyjne	151.8	154.5	2%	600.9	609.1	1%	908.3	49%	930.8	2%	25%
Amortyzacja	28.5	27.7	-3%	114.3	110.9	-3%	148.7	34%	151.5	2%	25%
EBITDA	**44.0**	**48.5**	**10%**	**196.2**	**210.7**	**7%**	**269.6**	**28%**	**281.8**	**5%**	**23%**
EBIT	15.5	20.8	34%	81.9	99.8	22%	120.9	21%	130.3	8%	21%
Wynik netto	12.2	17.5	44%	66.2	83.7	26%	84.1	1%	94.2	12%	21%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spoglądając na utrzymujące się tendencje na rynku hotelowym, liczymy że wyniki za 2015 rok pomimo oznak lekkiego wyhamowania pozytywnych odczytów koniunktury w 3/4Q'14 powinny być odbierane pozytywnie przez inwestorów. Ogółem zakładamy, że kolejne kwartały powinny pozwolić Orbisowi na lekki wzrost frekwencji oraz na umiarkowaną poprawę uzyskiwanych średnich cen (sprzyjać temu powinna też konsolidacja nowych obiektów).

Dodatkowo w naszej projekcji zakładamy, że spółka od 1Q'15 będzie konsolidować wyniki przejętych aktywów od Accor. Dlatego spodziewamy się, że w 2015 roku spółka zwiększy przychody r/r o ponad 450 mln PLN do 1.15 mld PLN i jest to głównie efekt konsolidacji (na dotychczasowej bazie uwzględniliśmy wzrost o niespełna 2% r/r). Z uwagi na strukturę przejmowanych hoteli (obiekty w leasingu stałym i o zmiennej stopie) w strukturze kosztów istotne znaczenie będzie odgrywała pozycja czynszów. Tym samym Orbis przybliży się w tym zakresie do struktury kosztowej innych międzynarodowych operatorów hotelowych. Dlatego obok poziomu zysku EBITDA będziemy starali się wykorzystywać także zysk EBITDAR (EBITDA skorygowana o poziom czynszów). Ogółem w 2015 roku spodziewamy się, że EBITDAR spółki wyniesie prawie 370 mln PLN, a EBITDA zwiększy się do ponad 270 mln PLN. Na poziom zysku netto negatywny wpływ może mieć saldo finansowe z uwagi na obsługę zadłużenia. Zgodnie z naszymi założeniami spodziewamy się, że wynik netto będzie na poziomie 93.5 mln PLN. Zwracamy uwagę, że z uwagi na sezonowość obłożenia należy liczyć się ze słabszymi odczytami Orbisu w 1Q'15 i dlatego w tym kwartale uwzględniamy stratę EBIT i netto zarówno dla starej struktury spółki jak i dla przejmowanych obiektów.

PAGED

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	49,3	P/E	12,8	11,2	9,4
MC [mln PLN]	748,6	EV/EBITDA	8,6	8,7	7,3
		EV/EBIT	10,4	10,6	8,8
		P/BV	2,0	1,7	1,4

Oczekujemy kolejnego udanego kwartału w biznesie sklejkowym, szczególnie że baza wynikowa z ubiegłego roku jest bardzo niska. W 4Q'13 na wyniki sklejki wpływ miały problemy z pozyskaniem surowca. Brak wystarczającej ilości drewna zmusił wówczas spółkę do zakupów uzupełniających po znacznie wyższej cenie (w transakcjach na e-drewnie ceny brzozy w 4Q'13 wzrosły o 35% r/r), co wpłynęło na realizowaną marżę (tylko 17,4% EBITDA). W 1-3Q'14 spółka pokazała bardzo dobrą marże w tym segmencie (20-25%). Wzrosty cen drewna udało się przerzucić na klientów z uwagi na wysoki popyt. Liczymy, że podobnie było w 4Q'14 i główny segment spółki powinien wypracować ponad 20 mln PLN EBITDA (marża 21,6%). W meblach w 2-3Q'14 spółka pokazywała ponad 6% r/r wzrost sprzedaży, co pozytywnie wpłynęło na marże (duża dźwignia operacyjna). Teraz liczymy na blisko 2 mln PLN EBITDA. W segmencie zarzadzania wierzytelnościami (DTP) zakładamy lekka poprawę ubiegłorocznego wyniku (4,3 mln PLN EBITDA vs 3,6 mln PLN w 4Q'13). Konsolidacja Europa Systems powinna z kolei przynieść ponad 5 mln PLN EBITDA przy ok. 17 mln PLN przychodów ze sprzedaży. W rezultacie oczekujemy ponad 31 mln PLN EBITDA przy 186 mln PLN przychodów ze sprzedaży. W 2015 roku spółkę stać na poprawę wyników dzięki dalszej rozbudowie potencjału produkcyjnego sklejki (170k m3 vs 160k m3 w 2014 roku i 145k w '13), poprawie w segmencie meblowym i pełnej konsolidacji Europa Systems (ponad 20 mln PLN EBITDA

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	150,6	185,8	23,4%	686,7	710,1	3,4%	834,2	17,5%
Wynik brutto na sprzedaży	34,2	50,0	46,3%	175,1	197,8	13,0%	223,2	12,8%
EBITDA	16,7	31,3	87,9%	105,5	122,0	15,6%	143,7	17,8%
EBIT	12,1	25,2	108,6%	87,4	100,0	14,4%	119,2	19,2%
Zysk brutto	10,1	19,3	91,4%	77,1	84,4	9,5%	98,3	16,4%
Zysk netto	2,2	15,4	604,3%	58,4	66,9	14,5%	79,7	19,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,7%	26,9%		25,5%	27,9%		26,8%	
Marża EBITDA	11,1%	16,9%		15,4%	17,2%		17,2%	
Marża EBIT	8,0%	13,6%		12,7%	14,1%		14,3%	
Marża zysku netto	1,5%	8,3%		8,5%	9,4%		9,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

PA NOVA

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	14,83	P/E	9,6	6,9	5,8	4,6
MC [mln PLN]	148,3	EV/EBITDA	11,7	10,1	11,9	8,3
		EV/EBIT	12,8	10,7	12,0	8,3
		P/BV	0,5	0,5	0,5	0,4

Gliwicki deweloper powinien zaprezentować słabsze wyniki r/r w 4Q'14. Oczekujemy, ze skonsolidowane przychody ze sprzedaży będą bliskie 40,5 mln PLN. Na poziomie brutto liczymy się ze spadkiem wyniku do 9,5 mln PLN (-3,4 mln PLN r/r), przy jednoczesnym wzroście rentowności brutto do 23,4%. Spodziewamy się, że EBITDA grupy będzie bliska 10,6 mln PLN (-6,5% r/r), a zysk netto będzie bliski ok. 6,5 mln PLN. Mimo słabszego 4Q'14 wyniki '14 będą znacznie lepsze niż w '13. Spodziewamy się, że w ujęciu całorocznym spółka osiągnie 169,6 mln PLN przychodów, 37,9 mln PLN EBITDA (+19,6% r/r) oraz ok. 21,4mln PLN zysku netto.

Spadek przychodów będzie wynikał z mniejszych wpływów w segmencie generalnego wykonawstwa. Liczymy, że PA Nova rozliczy 3 kontrakty budowlane, jednak będą one mniejsze od kontraktów realizowanych w 4Q'13. Według naszych założeń segment może wypracować 28,1 mln PLN. W przypadku segmentu komercyjnego oczekujemy ok. 10,8 mln PLN przychodów. Spółka domknęła transakcję sprzedaży parków handlowych, o której wspominała już wcześniej, wykazując jednocześnie ok. 2 mln PLN jednorazowego zysku. Deweloper koncentruje się obecnie na budowie galerii Galena w Jaworznie, która ma być oddana do użytku z końcem '15. Liczymy, że w długiej perspektywie jest to dobra inwestycja, która pozwoli na skokową poprawę segmentu handlowego. Zwracamy również uwagę, że spółka szuka swojej szansy w segmencie magazynowym jako generalny wykonawca i deweloper, który ma być uzupełnieniem dla budowy obiektów dla sieci typu Lidl czy Kaufland.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	63,4	40,5	-36,2%	167,7	169,6	1,1%	177,2	4,5%	181,2	2,2%
Wynik brutto na sprzedaży	12,9	9,5	-26,5%	34,7	37,5	8,2%	45,1	20,1%	59,2	31,3%
EBITDA	11,3	10,6	-6,5%	31,7	37,9	19,6%	39,6	4,6%	53,8	35,9%
EBIT	10,7	10,2	-5,0%	28,9	35,8	23,6%	39,5	10,4%	53,5	35,4%
Zysk brutto	7,9	8,0	1,0%	19,5	26,5	35,9%	31,4	18,6%	39,6	26,0%
Zysk netto	6,2	6,5	4,4%	15,5	21,4	38,1%	25,5	18,9%	32,1	26,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,3%	23,4%		20,7%	22,1%		25,4%		32,7%	
Marża EBITDA	17,8%	26,2%		18,9%	22,3%		22,4%		29,7%	
Marża EBIT	16,9%	25,2%		17,3%	21,1%		22,3%		29,5%	
Marża zysku netto	9,8%	16,0%		9,2%	12,6%		14,4%		17,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

PCC ROKITA

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	37,0	P/E	12,6	11,4	10,7
MC [mln PLN]	734,6	EV/EBITDA	7,9	8,2	7,4
		EV/EBIT	11,0	11,3	10,0
		P/BV	1,4	1,3	1,3

W 4Q'14 spółka powinna zaraportować silny wynik wypracowany głównie w segmencie poliolowym, gdzie sprzyjała sytuacja rynkowa. Średnie ceny standardowego poliola wzrosły w tym okresie o 5,3% r/r i 3% q/q (w EUR) przy znaczącym spadku cen podstawowych surowców: tlenku propylenu (-12% r/r, -8% q/q) i tlenku etylenu (-15% r/r, -12% q/q). Brak obniżek cen polioli wraz ze spadkiem ropopochodnych surowców umożliwiła sytuacja niedoborów produktu na rynku europejskim w związku z przedłużającym się postojem instalacji Shella w Moerdijk (pożar w czerwcu'14) przy jednocześnie dobrym popycie z sektora meblowego. Wg wstępnych informacji instalacja miała być uruchomiona do końca 2014 roku, tymczasem remont przedłuży się do końca 2015 roku (w 2Q'15 wystartuje tylko produkcja etylenu i propylenu). Jednocześnie Shell zawarł porozumienie z Versalis (grupa ENI) o wznowieniu pracy krakera parowego w Porto Marghera w lutym'15 i zaopatrywanie klientów Moerdijk. Może to mieć negatywny wpływ na ceny polioli, tym bardziej, że nie uległy one żadnej przecenie przy znacznie niższym koszcie propylenu i klienci mogą oczekiwać obniżki. Niemniej spółkę stać na poprawę wyników w tym segmencie w całym 2015 roku (lepszy mix, średniorocznie wyższe marże poliol-tlenek propylenu). W samym 4Q'14 segment ten powinien wypracować ok. 17 mln PLN EBITDA wobec straty 6 mln PLN przed rokiem. 4Q'13 był obciążony wysokimi cenami kluczowego tlenku propylenu i zdarzeniami jednorazowymi (ok. 10 mln PLN zawiązanych rezerw).

W segmencie alkaliów ceny były stabilne q/q (-15% r/r) i takie powinny pozostać w najbliższych kwartałach. Pomagało osłabienie złotówki do dolara. Niemniej przez niższe ceny marża powinna być słabsza r/r (10 mln PLN EBITDA vs 13,8 mln PLN przed rokiem). W 2015 roku kluczowe dla spółki jest uruchomienie całej elektrolizy membranowej, co ma przynieść kilkanaście mln PLN oszczędności na kosztach energii. Z drugiej strony koszty energii dla spółki będą wyższe o ok. 12% r/r, ale ubytek marży (ok. 12 mln PLN) powinno zneutralizować osłabienie złotówki do dolara.

Nie oczekujemy większych zmian w segmencie energetycznym i fosforopochodnych. W rezultacie spółka powinna wypracować w 4Q'14 blisko 39 mln PLN EBITDA (+58% r/r) i 21,1 mln PLN zysku netto. W całym roku EBITDA sięgnie 124 mln PLN, a zysk netto 63,5 mln PLN. Spółka w ostatnich latach 100% zysku przeznaczała na dywidendę.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	247,8	244,2	-1,5%	1 101,2	1 063,0	-3,5%	937,3	-11,8%
Wynik brutto na sprzedaży	49,1	54,1	10,3%	198,4	192,4	-3,0%	220,5	14,6%
EBITDA	24,6	38,8	57,5%	119,8	124,0	3,5%	144,8	16,8%
EBIT	20,6	27,1	31,7%	77,2	79,6	3,1%	95,2	19,7%
Zysk brutto	15,8	23,8	50,9%	65,8	70,5	7,1%	78,9	11,9%
Zysk netto	13,0	21,1	61,6%	58,3	63,5	8,9%	70,1	10,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,8%	22,2%		18,0%	18,1%		23,5%	
Marża EBITDA	9,9%	15,9%		10,9%	11,7%		15,5%	
Marża EBIT	8,3%	11,1%		7,0%	7,5%		10,2%	
Marża zysku netto	5,3%	8,6%		5,3%	6,0%		7,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

PHN

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	25,4	P/E	10,9	11,3	48,2	35,1
MC [mln PLN]	1 161,4	EV/EBITDA	-	51,5	32,3	23,3
		EV/EBIT	-	57,3	33,9	24,5
		P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6

W 4Q'14 spodziewamy się utrzymania poziomu przychodów w wys. ok. 41,5 mln PLN. Liczymy, że złoży się na to ok. 30,6 mln PLN wpływów z tyt. najmu (przy rentowności brutto rzędu 46,2%) oraz ok. 10,9 mln PLN z działalności mieszkaniowej (marża ok. 11,8%). Wynik operacyjny PHN może wynieść 5,4 mln PLN (-25,5% r/r, wpływ procesu restrukturyzacji). Zakładamy, że spółka rozwiąże rezerwę podatkową w wys. 48,5 mln PLN, co spowoduje wzrost wyniku netto do 53,9 mln PLN (+21,1%). W '15 przychody ze sprzedaży mogą nieznacznie wzrosnąć (+1,6% r/r), na co wpływ będzie mieć oddanie do użytku biurowca przy ul. Domaniewskiej (27,0 tys. m^2 GLA, obecnie 50% wynajęte). Skokowej poprawy można się spodziewać w '16, kiedy do użytku mogą zostać oddane inwestycje m.in. w Lewandowie, Lućmierzu i Parzniewie.

PHN podtrzymuje założenia ogłoszonej w 3Q'14 strategii. Zakłada ona m.in. zakup nowoczesnych powierzchni biurowych (zakładany budżet to 1 mld PLN, z czego część środków ma pochodzić z emisji obligacji, a ok. 700 mln PLN z prowadzonego programu dezinwestycyjnego). Docelowa wartość aktywów netto ma być zwiększona o ok. 70-75% do 2023 roku (wartość nieruchomości do 5,7 mld PLN). W ramach przebudowy portfolio spółce udało się zbyć w 4Q'14 nieruchomość przy ul. Okrzei 18 w Warszawie (nieco powyżej wartości księgowej). Docelowo zarząd zakłada sprzedaż ok. 100 obiektów.

Ciągle nierozwiązana pozostaje kwestia sprzedaży udziałów w holdingu przez Ministerstwo Skarbu Państwa. Prowadzony wcześniej proces due dilligence nie przyniósł rozwiązania, a MSP podtrzymuje chęć opuszczenia akcjonariatu.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	41,2	41,5	0,7%	171,3	161,7	-5,6%	164,3	1,6%	192,3	17,0%
Wynik brutto na sprzedaży	19,3	15,4	-20,1%	81,7	67,1	-17,8%	73,8	9,9%	90,4	22,5%
EBITDA	7,8	5,9	-23,9%	-5,0	19,4	-488,7%	31,3	61,0%	43,3	38,3%
EBIT	7,3	5,4	-25,5%	-7,0	17,4	-349,1%	29,8	70,9%	41,3	38,5%
Zysk brutto	9,5	5,4	-43,3%	-0,8	17,9	-2335,7%	29,7	66,3%	40,8	37,3%
Zysk netto	44,5	53,9	21,1%	107,0	102,7	-4,0%	24,1	-76,5%	33,1	37,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	46,8%	37,2%		47,7%	41,5%		44,9%		47,0%	
Marża EBITDA	18,9%	14,3%		-2,9%	12,0%		19,1%		22,5%	
Marża EBIT	17,7%	13,1%		-4,1%	10,8%		18,1%		21,5%	
Marża zysku netto	108,0%	129,9%		62,5%	63,5%		14,7%		17,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

PKN ORLEN

			2013	2014	2015P
Kurs [PLN]	55,0	P/E	133,7	-	8,6
MC [mln PLN]	23 524,0	EV/EBITDA	11,7	-	4,8
		EV/EBIT	91,8	-	7,2
		P/BV	0,9	1,3	1,1

Spółka opublikowała wyniki za 4Q'14 23 stycznia. Raportowane wyniki były słabsze od naszych prognoz, wpływ na to miały jednak czynniki jednorazowe. Spółka ujęła -0,31 mld PLN odpisu w segmencie wydobywczym (głównie na aktywa w Kanadzie) – nie przyjmowaliśmy tego w prognozach, jednak wskazywaliśmy, że koniec roku i mocny spadek cen ropy może ciągnąć za sobą tego typu działania. Po oczyszczeniu z salda pozostałej działalności operacyjnej EBITDA LIFO wyniosła 1,31 mld PLN (vs prognozowane 1,58 mld PLN). PKN dokonał jednak także przeszacowania zapasów do cen możliwych do uzyskania o -0,58 mld PLN (tzw. net realisable value zgodnie z MSR 2) –wpływa to na wynik segmentu rafineryjnego. Po oczyszczeniu także z tego czynnika EBITDA LIFO sięga blisko 1,9 mld PLN. Szczególnie dobry wynik zaprezentował segment petrochemiczny, którego EBITDA LIFO wyniosła rekordowe 0,7 mld PLN.

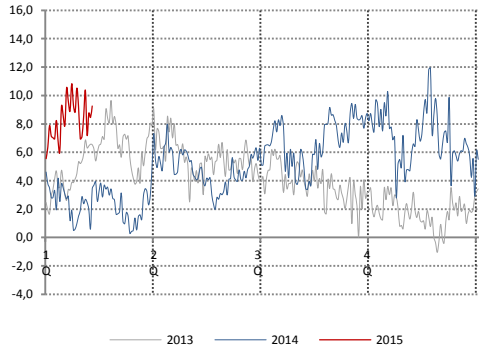
Wynikom spółki sprzyjają niskie ceny ropy – wysoki jest udział przerobu na własne potrzeby w strukturze uzysków, jednocześnie waga segmentu wydobywczego jest niska. Początek 1Q'15 przynosi bardzo dobre otoczenie dla PKN. Marża modelowa w rafinerii wspierana jest przez niskie ceny ropy i korzystny crack na ciężkim oleju opałowym. Słabnąć natomiast zaczyna marża w petrochemii (spadek marży na etylenie i benzenie).

Wyniki za 4Q'14

	4Q'13	4Q'14	zmiana r/r	4Q'14P	odchyl.	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	27 622	24 902	-9,8%	23 821	4,5%	113 597	106 832	-6,0%	87 456	-18,1%
EBITDA	54	-664	-	116	-	2 418	-2 720	-	6 004	-
EBITDA LIFO	592	931	57,3%	1 580	-41,1%	3 086	-147	-	5 747	-
EBITDA LIFO skoryg*	**762**	**1 889**	**147,8%**	**1 580**	**19,6%**	**3 229**	**5 592**	**73,2%**	**5 747**	2,8%
EBIT	-488	-1 149	-	-347	-	307	-4 711	-	3 963	-
EBIT LIFO	50	446	792,0%	1 117	-60,1%	975	-2 138	-	3 706	-
EBIT LIFO skoryg*	220	823	273,6%	1 117	-	1 118	3 601	222,1%	3 706	2,9%
Zysk (strata) brutto	-497	-1 414	-	-754	-	157	-6 246	-	3 488	-
Zysk (strata) netto	-421	-1 216	-	-758	-	176	-5 811	-	2 746	-
Marża EBITDA	0,2%	-2,7%		0,5%		2,1%	-2,5%		6,9%	
Marża EBITDA LIFO	2,1%	3,7%		6,6%		2,7%	-0,1%		6,6%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	**2,8%**	**7,6%**		**6,6%**		**2,8%**	**5,2%**		6,6%	
Marża EBIT	-1,8%	-4,6%		-1,5%		0,3%	-4,4%		4,5%	
Marża zysku netto	-1,5%	-4,9%		-3,2%		0,2%	-5,4%		3,1%	

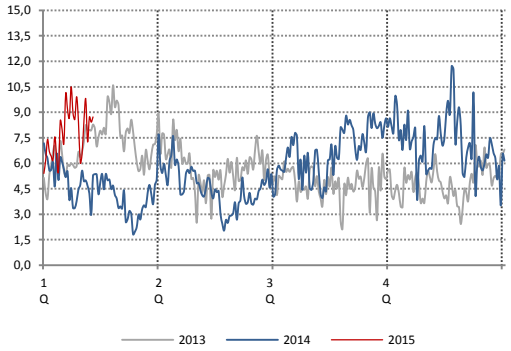
*Źródło: BDM S.A., *wynik oczyszczony o saldo PPO/PKO oraz przeszacowanie zapasów wg MSR 2*

Marża rafineryjna PKN z dyferencjałem [USD/bbl]



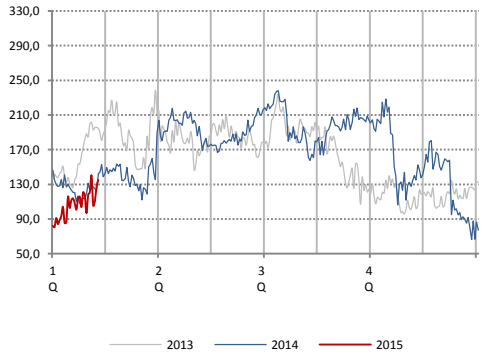
Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

Marża rafineryjna Lotos z dyferencjałem [USD/bbl]



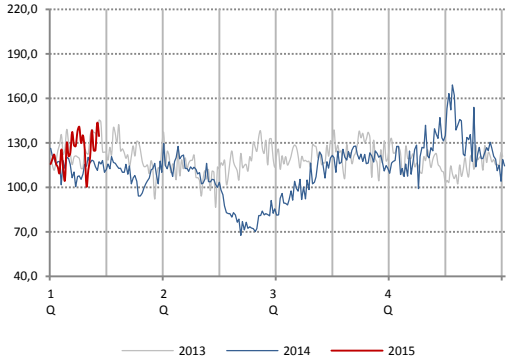
Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

Benzyna marża [USD/t]



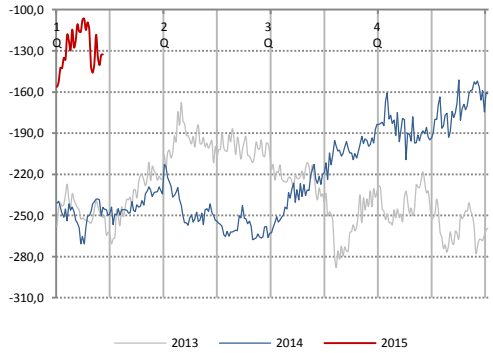
Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

ON marża [USD/t]



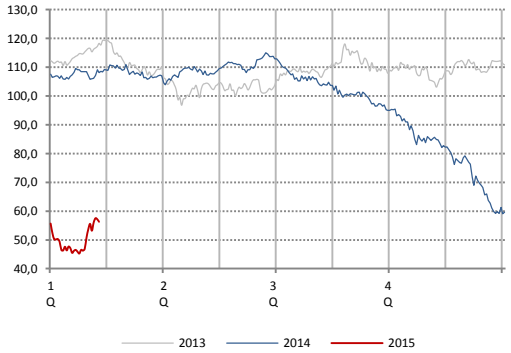
Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

Ciężki olej opałowy marża [USD/t]



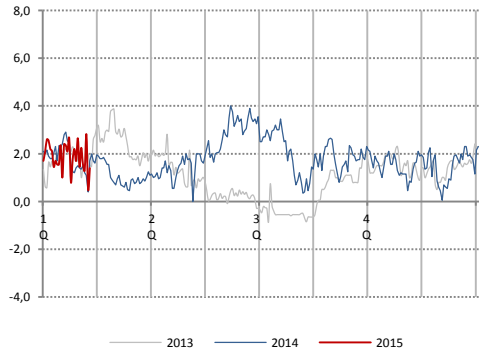
Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

Brent [USD/bbl]



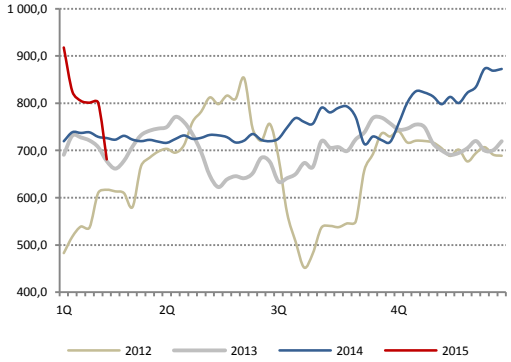
Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

Brent – Ural [USD/bbl]



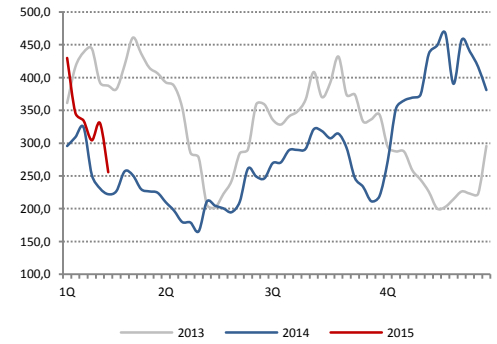
Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

Marża petrochemiczna PKN [EUR/t]



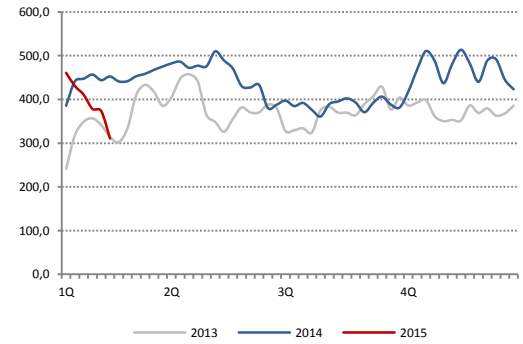
Źródło: DM BDM S.A., Bloomebrg

Marża etylen – nafta [EUR/t]



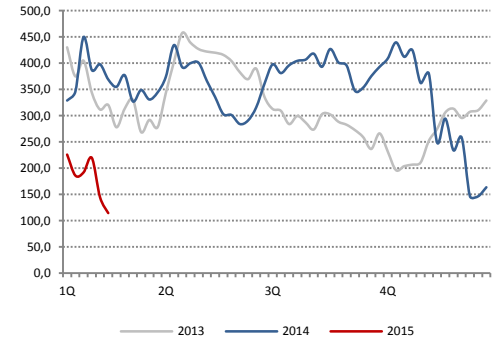
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża propylen – nafta [EUR/t]



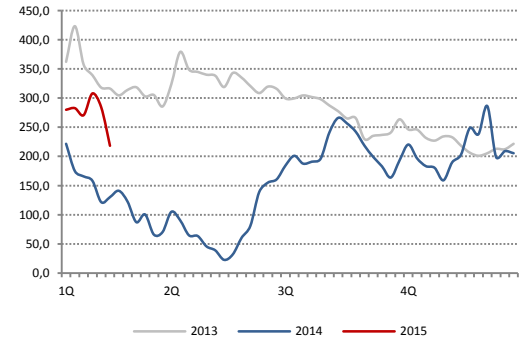
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża benzen – nafta [EUR/t]



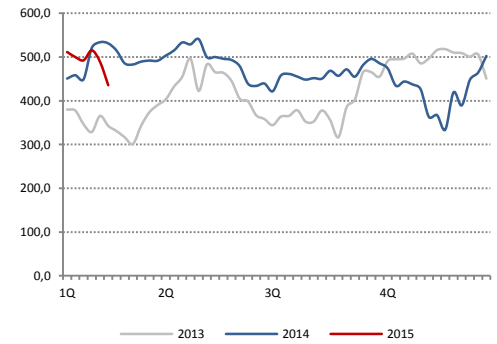
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża PTA – nafta [EUR/t]



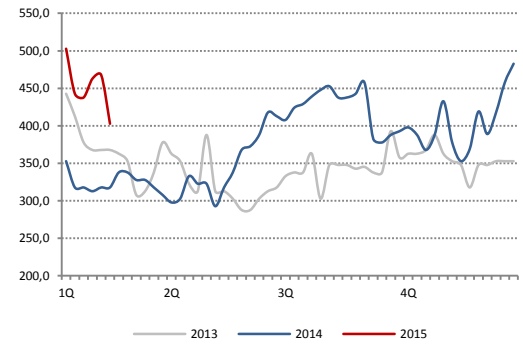
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ZCE Purified Terephthalic Acid (PTA) Future Contract

Marża polietylen – etylen [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marża polipropylen – propylen [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

POLICE

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	20,0	P/E	29,1	32,0	11,0
MC [mln PLN]	1 500,0	EV/EBITDA	11,8	11,3	6,3
		EV/EBIT	29,8	29,1	9,4
		P/BV	1,5	1,5	1,4

W 4Q'14, podobnie jak w poprzednich kwartałach, oczekujemy wyraźnego wzrostu wolumenów sprzedaży, szczególnie, że baza z zeszłego roku jest niska. Wg GUS produkcja nawozów fosforowych wzrosła o 10% r/r, a potasowych o ok. 20% r/r. Również znacząco poprawiły się teoretyczne marże na produktach, w czym oprócz lepszych cen nawozów (dołek w 4Q'13) i niższych kosztów kluczowych surowców sprzyjało osłabienie złotówki do dolara (USD/PLN 3,37 vs 3,07 w 4Q'13, powyżej 3,70 w 1Q'15). Dla NPK marże wzrosły o 44% r/r (-13% q/q), dla DAP o 61% r/r (-5% q/q). W przypadku mocznika marże poprawiły się o 63% r/r (+16% q/q), a przez problemy głównych producentów amoniaku jego cena wzrosła do średnio 560 USD/t (+36% r/r, +16% q/q), co kilkukrotnie poprawiło marże. Nieznacznie lepiej było na bieli. Reasumując, oczekujemy ok. 22 mln PLN EBITDA przy ponad 700 mln PLN przychodów ze sprzedaży (+41% r/r). W 4Q'13 wyniki zawyżyły zdarzenia jednorazowe jak rozwiązanie rezerw środowiskowych i zysk z okazyjnego nabycia AIG w Senegalu (łącznie ponad 40 mln PLN). Spółka sygnalizowała, że na koniec 2014 roku może dokonać kolejnej aktualizacji wartości tego projektu, czego nie zakładamy.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	500,1	703,1	40,6%	2 464,4	2 456,7	-0,3%	2 870,3	16,8%
Wynik brutto na sprzedaży	9,9	94,7	858,0%	238,6	328,8	37,8%	503,4	53,1%
EBITDA	3,6	21,5	494,6%	142,0	151,8	6,9%	289,0	90,4%
EBITDA Adj.	-36,5	21,5	-	101,8	151,8	49,1%	289,0	90,4%
EBIT	-20,7	0,3	-	56,3	59,2	5,2%	193,1	226,1%
Zysk brutto	-18,0	-1,8	-	59,4	54,6	-8,1%	180,4	230,6%
Zysk netto	-10,9	-2,5	-	51,5	46,9	-9,0%	136,9	192,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	2,0%	13,5%		9,7%	13,4%		17,5%	
Marża EBITDA	-7,3%	3,1%		4,1%	6,2%		10,1%	
Marża EBIT	-4,1%	0,0%		2,3%	2,4%		6,7%	
Marża zysku netto	-2,2%	-0,4%		2,1%	1,9%		4,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

PUŁAWY

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	139,2	P/E	8,7	11,7	6,9
MC [mln PLN]	2 661	EV/EBITDA	4,8	5,8	3,5
		EV/EBIT	6,7	9,3	4,6
		P/BV	1,1	1,1	1,0

W 4Q'14 sprzyjały zarówno ceny głównych nawozów (AN +17,% r/r, RSM +14% r/r, mocznik +4% r/r, NPK +7% r/r), surowce (największy beneficjent niższych kosztów gazu w Europie, spadek soli potasowej, benzenu i węgla), wolumeny (ok. 10% wzrost produkcji nawozów azotowych wg GUS) jak i waluty (osłabienie złotówki do dolara). W rezultacie znacząco poprawiły się teoretyczne marże, szczególnie w obszarze mocznik/RSM i saletra amonowa. W otoczeniu chemicznym (kaprolaktam, melamina) ceny/marże już od pewnego czasu ustabilizowały się na niskim poziomie. Dodatkowych kosztów spodziewamy się w związku z renegocjowanym porozumieniem ze związkami (szybsza wypłata premii rocznej), co może obciążyć wyniki kwotą ponad 20 mln PLN. W rezultacie skonsolidowana EBITDA powinna przekroczyć 100 mln PLN. Na 2015 rok kluczowym czynnikiem dla wyników jest potencjalna, druga obniżka taryfy gazowej (pierwsza -6% w okresie styczeń-kwiecień). W swoich prognozach oczekujemy jeszcze przynajmniej 10% obniżki (średniorocznie -13% r/r).

Prognozy wyników na 4Q'2014 (kalendarzowy)

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	922,8	889,7	-3,6%	3 797,9	3 566,7	-6,1%	3 449,1	-3,3%
Wynik brutto na sprzedaży	135,3	192,4	42,1%	785,0	710,2	-9,5%	957,8	34,9%
EBITDA	57,5	100,7	75,1%	478,3	408,2	-14,7%	628,3	53,9%
EBIT	20,8	62,8	202,2%	340,0	254,5	-25,1%	469,4	84,5%
Zysk brutto	23,8	67,0	181,1%	351,6	273,0	-22,4%	473,6	73,5%
Zysk netto	19,4	54,3	180,3%	304,6	227,5	-25,3%	383,6	68,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,7%	21,6%		20,7%	19,9%		27,8%	
Marża EBITDA	6,2%	11,3%		12,6%	11,4%		18,2%	
Marża EBIT	2,3%	7,1%		9,0%	7,1%		13,6%	
Marża zysku netto	2,1%	6,1%		8,0%	6,4%		11,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

QUMAK

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	12,0	P/E	17,1	10,4	7,4	4,9
MC [PLN]	124,5	EV/EBITDA	9,2	6,3	5,0	3,3
		EV/EBIT	11,9	7,4	5,8	3,7
		P/BV	1,5	1,4	1,3	1,1

W naszej ocenie 4Q'14 w wykonaniu Qumaku był w ujęciu rocznym bardzo dobry, prezes spółki zaznaczał, że w 2014 przychody wzrosną powyżej 600 mln PLN, ponadto spółka sygnalizowała poprawę marży brutto. Według naszych szacunków przychody Qumaku w 4Q'14 wyniosły 202,2 mln PLN - wzrost o 6,7% r/r co za cały 2014 daje 607,1 mln PLN – wzrost o 12,5% r/r przy marży brutto 15,1%. Zysk operacyjny w 4Q'14 powinien wynieść 9,3 mln PLN a zysk netto 7,1 mln PLN. Zarząd wspominał o spodziewanych lepszych marżach, wynika to z tego, że w swojej strategii spółka zakłada skupianie się na segmentach niszowych i wysoko marżowych takich jak infrastruktura lotnicza czy ekspozycje multimedialne oraz usługi związane z Data Center. Udział sektora publicznego w przychodach, Qumaku jest stosunkowo niewielki, przez co spółka nie powinna odczuwać spowolnienia w tym segmencie działalności. Oczekujemy, że ten rok będzie również dla spółki bardzo dobry z backlogu publikowanego przy okazji wyników za 3Q'14 wynika, że wysoka dynamika przychodów powinna zostać zachowana.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	189,6	202,2	6,7%	539,5	607,1	12,5%	701,7	15,6%	771,9	10,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	27,7	29,2	5,7%	80,4	91,6	13,9%	106,7	16,5%	123,5	15,8%
EBITDA	7,1	10,0	42,3%	10,0	19,3	93,2%	26,3	36,3%	37,0	40,7%
EBIT	6,4	9,3	44,2%	7,7	16,4	112,5%	22,9	39,0%	33,4	46,2%
Zysk brutto	7,8	8,8	12,3%	9,6	15,2	58,6%	20,9	37,5%	31,5	50,6%
Zysk netto	6,1	7,1	17,3%	7,3	12,0	64,3%	16,9	41,1%	25,5	50,6%
Marża brutto	14,6%	14,5%		14,9%	15,1%		15,2%		16,0%	
Marża EBITDA	3,7%	5,0%		1,9%	3,2%		3,7%		4,8%	
Marża EBIT	3,5%	4,6%		1,4%	2,7%		3,3%		4,3%	
Marża netto	3,2%	3,5%		1,4%	2,0%		2,4%		3,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:
Marek Jurzec
marek.jurzec@bdm.pl
(0-32) 208 14 35

RAWLPLUG

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	6,3	P/E	21,9	35,2	18,4
MC [mln PLN]	205,1	EV/EBITDA	7,5	7,8	7,0
		EV/EBIT	7,0	7,5	6,2
		P/BV	0,6	0,6	0,6

W 4Q'14 produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 0,4% r/r, a przemysłowa o 1,2% r/r. Oczekujemy więc porównywalnych przychodów ze sprzedaży z 4Q'13. Spodziewamy się przy tym lekkiej poprawy marży brutto do 32% z uwagi na znaczący spadek cen ropy naftowej i tworzyw (-29% r/r). Z drugiej strony na wyniki negatywny wpływ miały wyższe ceny stali (+3,3% r/r) i spadający kurs EUR/USD (-8,3% r/r, średnia 4Q'14 1,25, obecnie 1,13). Ten drugi czynnik będzie sporym wyzwaniem dla spółki w bieżącym roku.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	140,2	140,2	0,0%	619,7	641,2	3,5%	705,3	10,0%
Wynik brutto na sprzedaży	43,4	44,8	3,4%	192,1	194,8	1,4%	215,1	10,5%
EBITDA	7,6	8,3	9,4%	55,6	52,3	-5,9%	59,3	13,3%
EBIT	1,2	1,9	54,5%	30,0	26,8	-10,7%	33,8	25,9%
Zysk brutto	-2,3	-0,9	-	15,9	14,3	-10,0%	18,5	29,5%
Zysk netto	-2,8	-1,5	-	9,4	5,8	-37,9%	11,2	91,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	31,0%	32,0%		31,0%	30,4%		30,5%	
Marża EBITDA	5,4%	6,0%		9,0%	8,2%		8,4%	
Marża EBIT	0,9%	1,3%		4,8%	4,2%		4,8%	
Marża zysku netto	-2,0%	-1,1%		1,5%	0,9%		1,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

ROBYG

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	2,18	P/E	19,9	14,7	13,0	9,6
MC [mln PLN]	571,4	EV/EBITDA	12,9	12,7	13,9	9,8
		EV/EBIT	13,2	13,0	14,3	10,0
		P/BV	1,4	1,3	1,3	1,2

Warszawski deweloper powinien pokazać znacznie lepsze wyniki r/r. Robyg w pełni wykorzystał 4Q'14 oraz zakończenie budów na kilku projektach, dzięki przekazał klientom 690 mieszkań (z czego ok. 45% stanowiły gdańskie projekty). Powinno to pozwolić na wypracowanie ok. 113,6 mln PLN przychodów (zwracamy jednak uwagę, że od 1Q'14 spółka pokazuje wyniki z projektów JV w odrębnej pozycji rachunku wyników; gdyby stosować ujęcie metodą proporcjonalną to przychody byłyby bliskie 173,2 mln PLN). Na poziomie brutto oczekujemy 17,1 mln PLN zysku, co implikuje rentowność rzędu 15,1%. Według naszych założeń wynik EBIT wzrósł r/r do 17,1 mln PLN (+41,4%), a zysk netto był bliski 14,1 mln PLN (+68,7% r/r). W ujęciu całorocznym również jest zauważalna znaczna poprawa. Szacujemy, że EBITDA w '14 wzrosła do 60,0 mln PLN, a wynik netto podniósł się do 38,9 mln PLN. W roku 2015 oczekujemy wzrostu przychodów o ok. 31,3% r/r do 522,2 mln PLN oraz EBITDA do 73,0 mln PLN. Na poziomie netto spodziewamy się 44,0 mln PLN zysku.

Zwracamy uwagę, że deweloper realizuje konsekwentnie założenia przedstawionej strategii. W '14 spółce udało się przekroczyć barierę 2,0 tys. zakontraktowanych mieszkań (2109 lokali), co było najlepszym wynikiem wśród giełdowych deweloperów. Harmonogram projektów, który przedstawiła spółka pozwala z optymizmem patrzeć również na lata '15-'16. Liczymy, że w '15 Robyg może sprzedać ok. 2,3 tys. mieszkań oraz oddać do użytku ok. 1,8-1,9 tys. lokali. Zarząd ma również w planach rozbudowę banku ziemi (wydatki ok. 100,0 mln PLN w '15), dzięki czemu spółka osiągnęłaby wolumen kontraktacji na poziomie 2,3 tys. mieszkań rocznie.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	117,0	113,6	-2,9%	485,9	397,9	-18,1%	522,2	31,3%	561,4	7,5%
Wynik brutto na sprzedaży	24,8	17,1	-30,9%	90,5	67,5	-25,5%	104,6	55,0%	106,5	1,8%
EBITDA	12,4	17,7	42,7%	57,8	60,0	3,8%	73,0	21,6%	95,2	30,5%
EBIT	12,1	17,1	41,4%	56,7	58,5	3,0%	70,9	21,3%	93,1	31,3%
Zysk brutto	9,5	14,7	53,7%	44,1	49,4	11,9%	52,3	5,9%	67,6	29,2%
Zysk netto	8,6	14,4	68,7%	28,8	38,9	35,3%	44,0	13,0%	60,7	38,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	21,2%	15,1%		18,6%	17,0%		20,0%		19,0%	
Marża EBITDA	10,6%	15,5%		11,9%	15,1%		14,0%		17,0%	
Marża EBIT	10,3%	15,0%		11,7%	14,7%		13,6%		16,6%	
Marża zysku netto	7,3%	12,7%		5,9%	9,8%		8,4%		10,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

RONSON

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	1,39	P/E	20,6	-	14,1	9,0
MC [mln PLN]	378,6	EV/EBITDA	25,8	-	12,2	6,4
		EV/EBIT	26,6	-	12,4	6,5
		P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7

Miniony rok ciężko nazwać udanym dla warszawskiego dewelopera. Słabe wyniki spółka pokazała już w poprzednich kwartałach i utrzymania tendencji spodziewamy się także w 4Q'14. W raporcie bieżącym Ronson poinformował o wolumenie mieszkań oddanych do użytku. 33 przekazane lokale pozwolą naszym zdaniem na wypracowanie 11,2 mln PLN przychodów, przy bardzo niskiej marży brutto (ok. 9,8%). Zakładamy, że strata EBITDA spółki wyniesie 4,6 mln PLN, a na poziomie netto spółka może ponieść 4,1 mln PLN straty. W ujęciu całorocznym Ronson powinien wypracować 153,7 mln PLN przychodów (-25,8% r/r, przekazanie 474 mieszkań). Średnia rentowność może być bliska 15,7%, co w dużej mierze jest spowodowane przekazywaniem lokali ze słabego projektu Młody Grunwald. Na poziomie netto strata może wynieść 4,8 mln PLN.

Dużo pozytywniej zapatrujemy się na kolejne lata. Liczymy, że wysoka kontraktacja, którą zaprezentował Ronson (711 sprzedanych mieszkań w '14; +24,3% r/r) pozwoli na skokową poprawę wyników w latach '15-'16. Spodziewamy się, że w '15 spółka może oddać do użytku ok. 800 mieszkań, które będą wykazywały dużo lepszą marżę (m. in. Tamka, Verdis III). Według naszych założeń '15 może okazać się bardzo dobry w historii spółki. Prognozujemy 326,8 mln PLN przychodów, 42,3 mln PLN EBITDA oraz 26,8 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	39,1	11,2	-71,4%	207,0	153,7	-25,8%	326,8	112,7%	375,0	14,7%
Wynik brutto na sprzedaży	6,1	1,1	-82,0%	42,6	24,1	-43,4%	68,9	186,0%	90,6	31,5%
EBITDA	0,9	-4,6	-	19,4	-2,0	-	42,3	-	60,3	42,3%
EBIT	0,8	-4,7	-	18,7	-2,6	-	41,7	-	59,6	42,9%
Zysk brutto	0,5	-5,1	-	17,2	-5,3	-	33,1	-	52,0	56,9%
Zysk netto	0,9	-4,1	-	18,4	-4,8	-	26,8	-	42,1	56,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,5%	9,8%		20,6%	15,7%		21,1%		24,2%	
Marża EBITDA	2,3%	-		9,4%	-		13,0%		16,1%	
Marża EBIT	2,0%	-		9,1%	-		12,8%		15,9%	
Marża zysku netto	2,4%	-		8,9%	-		8,2%		11,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

SELENA FM

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	16,6	P/E	18,5	22,1	7,2
MC [mln PLN]	377,2	EV/EBITDA	6,3	5,4	4,6
		EV/EBIT	9,5	7,5	6,2
		P/BV	1,0	0,9	0,9

Ze względu na jedną z największych ekspozycji na rynki wschodnie wśród giełdowych producentów materiałów budowlanych spółka mocno odczuje zawirowania walutowe na RUB w 4Q'14. Spodziewamy się, że ujemne saldo finansowe może sięgnąć nawet ok. -30 mln PLN. Na poziomie EBITDA oczekujemy poprawy, przy czym zwracamy uwagę, ze wyniki 4Q'13 był obciążony przez -13,5 mln PLN ujemnego salda pozostałej działalności operacyjnej (w 4Q'14 przyjmujemy ok. -6 mln PLN).

W 2015 rok spółka wchodzi ze słabym rynkiem rosyjskim. Dziura przychodowa powinna być jednak w sporej mierze zasypywana przez inne regiony (np. Hiszpania, Turcja). Z czasem powinny pojawić się tez korzyści po stronie surowcowej, która w dużej mierze oparta jest na ropie. Podstawowe surowce dla spółki to MDI i poliole (obecnie problemy po stronie podażowej trzymają wysokie ceny).

Zwracamy uwagę, że wyniki spółki rok w rok są obciążane przez różnego rodzaju one-offy – na saldzie pozostałej działalności operacyjnej lub saldzie finansowym. W stabilnych warunkach spółka jest obecnie w stanie generować ok. 100 mln PLN EBITDA rocznie, mając jeszcze potencjalne obszary do poprawy (np. Chiny, Rumunia, Hiszpania). Szacujemy, że zadłużenie netto w 2015 roku spadnie wyraźnie poniżej 100 mln PLN (nawet w połowy tego poziomu, biorąc pod uwagę, że spółka nie ma dużych planów inwestycyjnych), obecna kapitalizacji wynosi ok. 377 mln PLN.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	281,9	273,5	-3,0%	1 113,9	1 113,8	0,0%	1 097,8	-1,4%
Wynik brutto na sprzedaży	83,4	80,2	-3,8%	325,7	331,7	1,8%	328,0	-1,1%
EBITDA	12,6	18,9	50,4%	75,9	90,4	19,0%	96,8	7,1%
EBIT	6,3	12,1	93,8%	50,2	64,9	29,4%	71,7	10,3%
Zysk brutto	-3,0	-20,2	-	25,4	20,1	-	64,5*	221,7%
Zysk netto	-4,9	-14,5	-	20,5	17,2	-	52,5*	205,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,6%	29,3%		29,2%	29,8%		29,9%	
Marża EBITDA	4,5%	6,9%		6,8%	8,1%		8,8%	
Marża EBIT	2,2%	4,4%		4,5%	5,8%		6,5%	
Marża zysku netto	-1,7%	-5,3%		1,8%	1,5%		4,8%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *przy neutralnym saldzie różnic kursowych*

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

STALPROFIL

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	13.0	P/E	14.7x	134.2x	20.8x	13.3x
MC [mln PLN]	227.5	EV/EBITDA	7.7x	18.7x	10.3x	7.3x
		EV/EBIT	10.8x	67.1x	16.5x	9.9x
		P/BV	0.7x	0.7x	0.6x	0.6x

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

Spółka w 2014 zmagała się z dość trudnym otoczeniem zarówno w obszarze handlu stalą jak i infrastruktury. Okres 4Q'14 przyniósł dodatkowo pogłębienie strat w ZRUG Zabrze, co będzie istotnie pływało na wyniki całej grupy. Dlatego przyjęliśmy, że w 4Q'14 spółka na poziomie skonsolidowanym wykaże stratę EBITDA w wysokości ponad 3 mln PLN oraz stratę netto przekraczającą 5 mln PLN. Za cały 2014 rok grupa powinna wykazać zysk EBITDA na pułapie ok. 15.6 mln PLN przy wyniku netto niespełna 2 mln PLN. Tym samym obawiamy się, że rezultaty za 2014 rok będą należały do jednych ze słabszych okresów historycznych grupy.

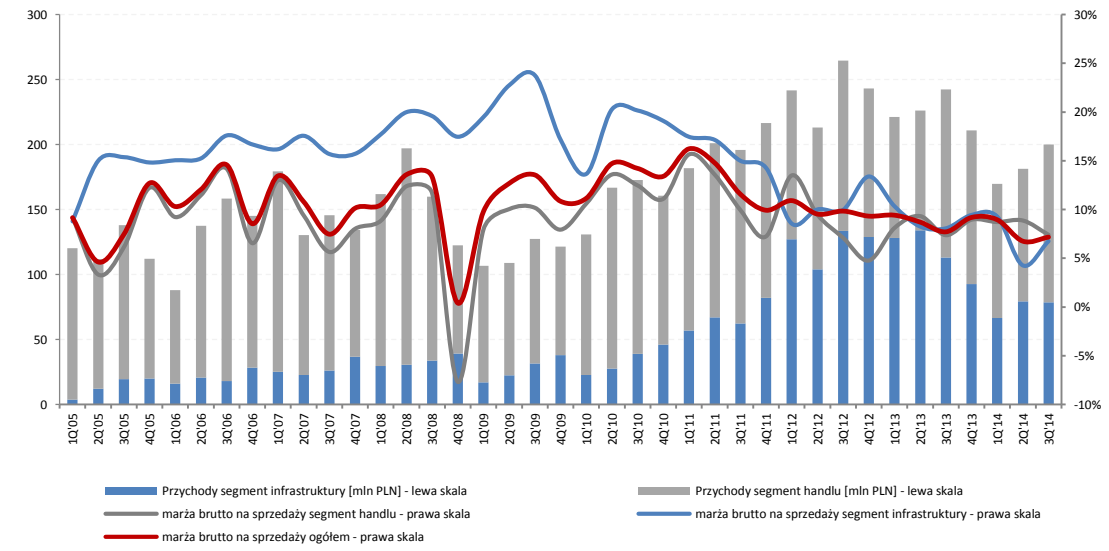
Perspektywy na 2015 rok wg nas nie są łatwe. W obszarze handlu stalą liczymy na lekką poprawę wyników (zagrożeniem niemniej mogą być ewentualne dalsze spadki cen wyrobów stalowych). W obszarze infrastruktury w 2H'15 odbudowę wyników powinien zapoczątkować Izostal. Wciąż słabe perspektywy stoją jednak przed ZRUG Zabrze. Podmiot ten będzie realizować budowę gazociągu na odcinku Gałów-Kiełczów (41 km, za ceną niespełna 41 mln PLN brutto). Ogółem dla grupy w 2015 roku zakładamy zysk EBITDA na poziomie 28.7 mln PLN, przy wyniku netto równym 10.9 mln PLN (zagrożenia dla realizacji prognozy upatrujemy głównie w wynikach ZRUG Zabrze).

Prognozy wyników Stalprofilu [mln PLN]

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r	realizacja (4Q'14/2014)
Przychody	210.9	174.5	-17%	900.7	725.5	-19%	675.2	-7%	740.9	10%	24%
EBITDA	**8.3**	**-3.1**	**---**	**38.2**	**15.6**	**-59%**	**28.7**	**84%**	**42.8**	**49%**	**---**
EBIT	5.4	-5.9	---	27.3	4.3	-84%	17.8	310%	31.5	77%	---
Wynik netto	3.9	-5.2	---	21.0	2.6	-87%	13.4	410%	21.6	61%	---
dla akcjonariuszy dominującej	3.1	-5.2	---	15.5	1.7	-89%	10.9	544%	17.1	57%	---
marża EBITDA	2.7%	2.4%		2.3%	2.5%		2.8%		3.0%		
marża netto	53.5%	130.3%		43.9%	63.6%		47.7%		40.6%		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki historyczne Stalprofilu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

STALPRODUKT

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	355.0	P/E	32.8x	28.0x	15.6x	11.3x
MC [mln PLN]	2 387	EV/EBITDA	11.7x	8.7x	6.4x	5.0x
		EV/EBIT	30.4x	16.5x	10.4x	7.5x
		P/BV	1.4x	1.3x	1.2x	1.1x

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

W 2014 roku doszło do wyhamowania tendencji spadkowej wyników grupy, co zostało docenione prze inwestorów. Uważamy, że perspektywy dla grupy są nadal obiecujące na 2015 rok. Pozytywną kontrybucję zapewnił w szczególności segment cynku (do 3Q'14 bardzo sprzyjające ceny cynku na LME w ujęciu r/r). Zakładamy obecnie, że również rok 2015 będzie udany dla tego obszaru biznesowego i może on wykazać kolejny niewielki wzrost r/r. W segmencie blach od 2Q'14 zaczęły pomagać wyższe wolumeny (zakończenie modernizacji linii do HiB). Liczymy, że kolejne kwartały będą udane dla tego segmentu. W tym obszarze widzimy potencjał do ewentualnego podwyższenia założeń na 2H'15. Niewielkiej poprawy rezultatów oczekujemy w innych obszarach biznesowych.

Ogółem na 2014 rok zakładamy, że spółka powinna wykazać wynik EBITDA na poziomie 284 mln PLN. Ścieżka wzrostu wyników grupy powinna być kontynuowana w kolejnych dwóch latach. Tym samym przyjęliśmy, że EBITDA w latach 2015-2016 wzrośnie odpowiednio do 358.4 i 430.9 mln PLN. Na poziomie netto w 2014 roku spodziewamy się zysku na poziomie 85.2 mln PLN. W kolejnych dwóch latach przyjęliśmy ścieżkę wzrostu do zysku netto do ponad 210 mln PLN.

Spółka pod koniec 2014 roku podała komunikat o tym, że nie dojdzie do sprzedaży aktywów górniczych na Bałkanach (Gradir). Jest to informacja negatywna, zważywszy na wartości bilansowe.

Prognoza wyników [mln PLN]

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r	realizacja (4Q'14/2014)
Przychody	700.2	756.3	8%	2806.5	2863.6	2%	3 119.5	9%	3 295.3	6%	26%
segment blach	86.1	123.0	43%	386.7	451.9	17%	542.4	20%	566.9	5%	27%
segment profili	209.4	213.6	2%	812.4	788.7	-3%	821.4	4%	903.6	10%	27%
segment cynku	342.0	366.8	7%	1383.2	1406.4	2%	1 503.7	7%	1 542.8	3%	26%
Wyniki segmentów	**26.4**	**75.4**	**185%**	**164.4**	**275.6**	**68%**	**347.3**	**26%**	**367.0**	**6%**	**27%**
segment blach	-2.5	14.8	---	20.2	44.2	119%	89.3	102%	106.7	20%	34%
segment profili	7.5	9.6	28%	37.9	43.7	15%	53.7	23%	61.0	14%	22%
segment cynku	16.7	45.7	174%	90.3	166.6	85%	175.3	5%	168.2	-4%	27%
EBITDA	**63.9**	**69.7**	**9%**	**209.6**	**284.0**	**35%**	**358.4**	**26%**	**430.9**	**20%**	25%
EBIT	31.1	35.6	14%	80.7	149.8	86%	220.4	47%	287.4	30%	24%
Saldo finansowe	6.8	-4.2	---	16.1	-15.5	---	-4.2	---	-0.5	---	27%
Wynik netto	**27.1**	**20.4**	**-25%**	**72.8**	**85.2**	**17%**	**152.6**	**79%**	**210.7**	**38%**	**24%**
marża segmentu blach	-2.9%	12.0%		5.2%	9.8%		16.5%		18.8%		
marża segmentu profili	3.6%	4.5%		4.7%	5.5%		6.5%		6.8%		
marża segmentu cynku	4.9%	12.5%		6.5%	11.8%		11.7%		10.9%		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SUWARY

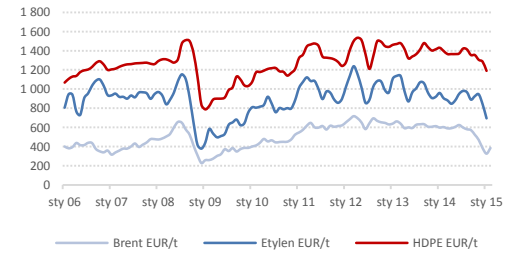
			2012/13	2013/14	2014/15P	2015/16P
Kurs [PLN]	13,7	P/E	23,9	16,9	11,4	9,9
MC [mln PLN]	57,5	EV/EBITDA	6,8	6,8	5,4	4,7
		EV/EBIT	14,0	13,6	10,4	8,7
		P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9

rok obrotowy od października

Suwary działają w obszarze produkcji opakowań w oparciu o przetwórstwo polietylenu (HDPE; produkcja kanistrów, butelek, trójkątów oraz w spółka Kartpol - kartuszy). Pod koniec 1H'14 roku spółka oddała do użytku nowy budynek produkcyjno-magazynowy (obecnie kontynuowany jest jeszcze proces wyposażania hali w kolejne linie produkcyjne). Po stronie surowcowej Suwarom sprzyja spadek cen ropy, który ciągnie w dół ceny etylenu, a obecnie widać już wyraźniejszy spadek (kwotowany w EUR) na polietylenie. W przypadku ekspozycji walutowej – jednostka dominująca sprzedaje głównie na rynku krajowym. Natomiast większa część sprzedaży Kartpolu realizowana jest na eksport (w EUR). Czynnikiem negatywnym dla tego podmiotu jest jednak słabość gospodarki rosyjskiej (produkcja trafia do klientów z Europy Zachodniej i Polski, ale mają oni znaczącą ekspozycję na ten kierunek sprzedaży).

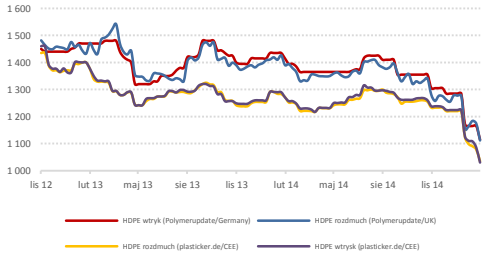
Rok obrotowy spółki rozpoczyna się w październiku, więc obecnie spółka zaraportuje wyniki za 1Q'14/15. Spodziewamy się wzrostu sprzedaży na poziomie skonsolidowanym, przy tak jak wyżej wspomnieliśmy różnie będzie to wyglądać spoglądając na podmioty. Oczekujemy także wzrostu na poziomie EBITDA – powinny być widoczne efekty produkcji w nowym zakładzie oraz kierowanie mix'u produktowego w kierunku bardziej rentownego asortymentu. Spodziewamy się, że także kolejne kwartały będą przynosić poprawę wyników r/r – i) spodziewamy się, że wolne moce przetwórcze powinny przyciągnąć nowych klientów, ii) w większym stopniu powinien pojawić się efekt niższych kosztów surowcowych.

Cena ropy, etylenu i polietylenu [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, średnia miesięczna

Cena polietylenu – różne źródła [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, plasticker.de

Prognozy wyników na 1Q'2014/15*

	1Q'13/14	1Q'14/15P	zmiana r/r	2013/14	2014/15P	zmiana r/r	2015/16P	zmiana r/r
Przychody	21,6	22,3	2,9%	95,3	105,8	11,0%	117,6	11,2%
Wynik brutto na sprzedaży	3,5	4,1	17,8%	18,5	22,2	19,7%	24,7	11,3%
EBITDA	1,9	2,4	24,8%	13,2	16,2	22,7%	17,3	6,9%
EBIT	0,3	0,5	54,2%	6,6	8,3	27,0%	9,3	11,5%
Zysk brutto	0,2	0,1	-6,7%	5,2	6,8	32,1%	7,9	15,7%
Zysk netto	-0,2	0,1	-	3,7	5,5	48,0%	6,4	15,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,0%	18,3%		19,5%	21,0%		21,0%	
Marża EBITDA	8,9%	10,8%		13,8%	15,3%		14,7%	
Marża EBIT	1,6%	2,3%		6,9%	7,9%		7,9%	
Marża zysku netto	-0,8%	0,5%		3,9%	5,2%		5,4%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *rok obrotowy od października*

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

SYNTHOS

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	4,39	P/E	13,9	15,0	10,9
MC [mln PLN]	5 809,1	EV/EBITDA	10,5	10,1	8,1
		EV/EBIT	14,1	13,2	10,2
		P/BV	2,5	2,6	2,3

W 4Q'14 przez znaczące spadki cen ropy naftowej występowała duża presja na ceny butadienu (-32% r/r, -27% q/q) i w konsekwencji kauczuków syntetycznych. Z drugiej strony silniej spadająca nafta umożliwiła poprawę teoretycznej marży na produkcji butadienu, która powinna w części zneutralizować marże na sprzedaży kauczuków. Oczekujemy również dobrego wolumenu sprzedaży (dane o produkcji GUS kauczuków +5,8% r/r) i lepszego mixu (więcej PBR kosztem niżejmarżowych ESBR). Spółka na jesiennej konferencji informowała o pełnym wykorzystaniu linii PBR w Kralupach. Reasumując, oczekujemy ok. 95 mln PLN EBITDA (59 mln PLN w 4Q'13, 98 mln w 3Q'14) przy przychodach ponad 700 mln PLN (+12,1% r/r).

Zdecydowanego spadku wyników oczekujemy w segmencie styrenopochodnych. Jeszcze do niedawna dobre wyniki z tego obszaru buforowały słabe marże w segmencie kauczuków. W 4Q'14 znacząco spadły ceny styrenu, przez co spadła marża upstream o ok 50% r/r i 18% q/q. Spadały również ceny i marże na sprzedaży polistyrenów o ok. 18-20% r/r. Wg danych GUS należy także oczekiwać niższego wolumenu. Reasumując oczekujemy zaledwie 21 mln PLN EBITDA wobec 62 mln PLN EBITDA przed rokiem (44 mln PLN w 3Q'14) przy przychodach mniejszych niż 400 mln PLN (-11% r/r).

W 4Q'14 oczekujemy dobrego cash flow wzmocnionego dodatkowo sprzedażą pakietu akcji Rovese w wezwaniu (ok. 90 mln PLN gotówki). W rezultacie dług netto na koniec roku powinien spaść poniżej 800 mln PLN (814 mln PLN po 3Q'14) i stanowić 1,2x EBITDA. Polityka dywidendy zakłada w tym momencie wypłatę do 100% zysku netto. Zakładamy, że będzie to 80% czyli 0,23 PLN/akcję (310 mln PLN, DY 5,3%).

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	1 172,5	1 180,4	0,7%	5 359,3	4 755,7	-11,3%	3 884,5	-18,3%
Wynik brutto na sprzedaży	186,1	176,0	-5,4%	739,7	775,0	4,8%	914,0	17,9%
EBITDA	161,5	143,8	-10,9%	605,3	651,2	7,6%	804,9	23,6%
EBIT	124,4	105,7	-15,0%	453,0	497,6	9,9%	639,3	28,5%
Zysk brutto	127,2	109,6	-13,9%	467,1	480,4	2,8%	601,4	25,2%
Zysk netto	110,9	97,5	-12,1%	416,9	388,4	-6,8%	535,3	37,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,9%	14,9%		13,8%	16,3%		23,5%	
Marża EBITDA	13,8%	12,2%		11,3%	13,7%		20,7%	
Marża EBIT	10,6%	9,0%		8,5%	10,5%		16,5%	
Marża zysku netto	9,5%	8,3%		7,8%	8,2%		13,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

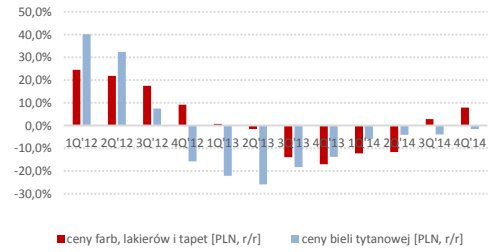
ŚNIEŻKA

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	41,5	P/E	11,6	14,3	12,1	10,7
MC [mln PLN]	562,4	EV/EBITDA	7,6	8,0	7,6	7,1
		EV/EBIT	10,0	10,8	10,1	9,4
		P/BV	2,4	2,4	2,2	2,1

Ze względu na sporą ekspozycję na rynek ukraiński spodziewamy się, że skonsolidowane przychody spółki będą nadal pod presją. Zakładamy, że dodatnie dynamiki udało się utrzymać w Polsce, natomiast spadki odczuwalne są także na Białorusi i w Rosji. Spodziewamy się nieco niższej marży brutto ze sprzedaży r/r (zwracamy uwagę na jednorazowe księgowania w tej pozycji związane z końcem roku) i tym samym spadku EBITDA r/r. Na wynik netto (prognozujemy rezultat w okolicy 0 mln PLN) negatywny wpływ będą mieć ujemne różnice kursowe (kredyt w USD). Spodziewamy się dobrego cash flow operacyjnego, co przy ograniczonym CAPEX-ie daje naszym zdaniem pole do 2,5 PLN dywidendy w 2015 roku.

W 2015 roku zakładamy dalszą poprawę sprzedaży na rynku polskim. Przyjmujemy 5% spadek na rynku ukraińskim (po >40% załamaniu w 2014 roku). W kontekście marży brutto ze sprzedaży zwracamy uwagę na stabilnie niskie ceny bieli tytanowej oraz spadki surowców ropopochodnych. Dane za ostatnie miesiące z PSB na temat cen farb wskazują na lekką tendencję zwyżkową.

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 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	92,7	88,2	-4,9%	573,9	543,0	-5,4%	558,2	2,8%	580,7	4,0%
Wynik brutto na sprzedaży	37,4	33,8	-9,6%	213,2	198,8	-6,7%	204,6	2,9%	213,5	4,4%
EBITDA	10,9	8,6	-21,3%	78,0	71,7	-8,1%	75,4	5,2%	79,6	5,5%
EBIT	6,1	3,8	-37,5%	58,8	53,2	-9,6%	56,6	6,5%	60,2	6,2%
Zysk brutto	6,0	0,3	-94,5%	55,0	43,4	-21,1%	50,8	17,2%	57,9	14,0%
Zysk netto	5,3	0,4	-92,3%	45,1	36,7	-18,6%	43,2	17,8%	49,0	13,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	40,4%	38,4%		37,1%	36,6%		36,6%		36,8%	
Marża EBITDA	11,8%	9,8%		13,6%	13,2%		13,5%		13,7%	
Marża EBIT	6,6%	4,3%		10,3%	9,8%		10,1%		10,4%	
Marża zysku netto	5,7%	0,5%		7,9%	6,8%		7,7%		8,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

TESGAS

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	3,80	P/E	12,4	-	55,8	21,0
MC [mln PLN]	42,0	EV/EBITDA	5,0	11,4	7,0	5,2
		EV/EBIT	16,4	-	34,6	13,6
		P/BV	0,5	0,6	0,6	0,5

Spodziewamy się, że spółka istotnie zwiększy przychody w 4Q'14 (na bazie zdobytych na przestrzeni ostatnich kwartałów kilka znaczących kontraktów), jednak trudno oczekiwać na razie poprawy rentowności. Poprawić powinien się cash flow operacyjny w końcówce roku. Wynik EBIT 4Q'13 była zawyżony przez blisko 1,7 mln PLN salda z pozostałej działalności operacyjnej. W prognozach 4Q'14 nie uwzględniamy zdarzeń jednorazowych. Wycena spółki to przede wszystkim przez zasoby gotówki. W 2015 roku także trudno oczekiwać obecnie rewelacji. Spółka będzie starać się kontrakty na gazociągi z Gaz-Systemu. Należy jednak brać pod uwagę, że charakteryzują się one raczej niskimi rentownościami i podwyższonym ryzykiem.

Kontrakty realizowane przez spółkę

Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Termin zakończenia
2014-10-30	PGNiG	Budowa sieci gazowej średniego ciśnienia na terenie gminy Blachownia	4,0	2015-05
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
2014-05-06	Polska Spółka Gazownictwa o/Wrocław	Budową gazociągu wysokiego i średniego ciśnienia wraz ze stacjami gazowymi w powiecie strzelińskim	19,6	2015-04
2014-03-19	Polska Spółka Gazownictwa o/Tarnów	Budowa sieci gazowej dystrybucyjnej ś/c wraz z przyłączami w miejscowości Włodawa	3,7	2015-04
2013-11-26	Gaz-System	Przebudowa gazociągu DN300 Jadachy – Sandomierz – 19 km	13,6	2015-04
2013-07-31	Polska Spółka Gazownictwa o/Poznań	Usługi eksploatacji stacji gazowych II stopnia w zakresie instalacji i układów technologicznych w Poznaniu.	3,1	2016-07

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	19,4	28,3	46,0%	60,7	88,2	45,2%	93,8	6,4%	102,2	9,0%
Wynik brutto na sprzedaży	2,9	3,2	10,6%	10,6	9,8	-8,4%	11,4	17,4%	13,0	13,9%
EBITDA	2,4	1,3	-44,2%	4,2	2,3	-45,7%	3,8	68,2%	5,2	36,5%
EBIT	1,6	0,6	-62,3%	1,3	-0,6	-	0,8	-	2,0	160,5%
Zysk brutto	2,6	0,6	-76,8%	2,9	-0,2	-	0,8	-	2,1	174,0%
Zysk netto	3,6	0,5	-86,1%	3,5	0,0	-	0,8	-	2,1	166,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,1%	11,5%		17,5%	11,1%		12,2%		12,8%	
Marża EBITDA	12,1%	4,6%		6,9%	2,6%		4,1%		5,1%	
Marża EBIT	8,1%	2,1%		2,1%	-0,7%		0,8%		2,0%	
Marża zysku netto	18,6%	1,8%		5,7%	0,0%		0,8%		2,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

TRAKCJA

			2013	2014P	2015P	2016P
Kurs [PLN]	9,1	P/E	12,3	8,5	9,6	12,2
MC [mln PLN]	465,2	EV/EBITDA	8,9	5,9	6,2	6,7
		EV/EBIT	12,9	7,5	8,1	9,3
		P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6

Spodziewamy się bardzo dobrych wyników w końcówce roku. Spodziewamy się, że spółce udało się utrzymać zbliżony poziom marży brutto ze sprzedaży do prezentowanego po 1-3Q'14 (9,5%). Przy rocznym przerobie na poziomie ok. 1,6 mld PLN powinno to implikować przekroczenie 100 mln PLN EBITDA w całym roku, a tym samym 35-40 mln PLN EBITDA w 4Q'14 (ponad 2x wyżej r/r). Oczekujemy także poprawy pozycji gotówkowej (CFO lepszy niż w 3Q'14) a tym sam zadłużenie netto powinno zejść w okolice 1,5xEBITDA.

Zwracamy uwagę, że od 2Q'14 spółka zmieniła prezentację przychodów, obecnie ujmowane są one bez udziału konsorcjantów - w tabeli poniżej dane porównywalne za 4Q'13 i 2013 rok pokazane są z przychodami konsorcjantów (szacujemy, że może to być ok. 20-30%).

Portfel na 2015 wygląda w miarę bezpiecznie (chociaż naszym zdaniem może być trudno o powtórzenie marży z 2014 roku). Głównym wyzwaniem jest obecnie zbudowanie backlogu na 2016 rok. Struktura przychodów to obecnie około 60/40 na korzyść kolejnictwa (vs drogi). Nowego rozdania kontraktów ze strony PKP PLK rynek spodziewa się w 2015 (fizyczne prace ruszyłyby prawdopodobnie dopiero w okolicach połowy 2016). Kolejne miesiące opóźnień w tym zakresie mogą implikować obniżenie założeń prognoz wyników Trakcji na 2016 rok.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13*	4Q'14P	zmiana r/r	2013*	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	587,8	550,0	-6,4%	1 675,0	1 588,9	-5,1%	1 588,7	0,0%	1 392,1	-12,4%
Wynik brutto na sprzedaży	29,8	52,1	74,7%	108,3	150,9	39,3%	136,5	-9,5%	113,9	-16,6%
EBITDA	15,8	37,1	134,8%	73,6	106,8	45,1%	94,9	-11,2%	79,7	-16,0%
EBIT	9,8	31,6	220,5%	50,5	83,4	65,2%	72,2	-13,4%	57,6	-20,3%
Zysk brutto	13,2	27,5	108,6%	33,0	67,5	104,7%	59,8	-11,4%	47,0	-21,4%
Zysk netto	24,3	21,9	-9,7%	37,7	54,7	45,0%	48,5	-11,4%	38,1	-21,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5,1%	9,5%		6,5%	9,5%		8,6%		8,2%	
Marża EBITDA	2,7%	6,8%		4,4%	6,7%		6,0%		5,7%	
Marża EBIT	1,7%	5,7%		3,0%	5,2%		4,5%		4,1%	
Marża zysku netto	4,1%	4,0%		2,3%	3,4%		3,1%		2,7%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * dane nie są porównywalne – przychody z konsorcjantami*

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

VOXEL

			2013	2014P	2015P
Kurs [PLN]	9,0	P/E	31,3	121,3	14,3
MC [mln PLN]	94,5	EV/EBITDA	9,2	8,9	5,7
		EV/EBIT	24,5	27,5	11,0
		P/BV	0,9	0,9	0,8

Spodziewamy się bardzo dobrego wyniku EBITDA w 4Q'14 na podstawowej działalności spółki (usługi medyczne). Do wyników zaczęły kontrybuować placówki PET w Białymstoku i Brzozowie. Kwartał przyniósł także rozliczenie nadwykonań oraz aneksowanie kontraktów. Zakładany wzrost przychodów to głównie pochodna segmentu IT (Alteris). Pytaniem jest jak zwykle wynik tego podmiotu – zakładamy, że w 4Q'14 udało się osiągnąć dodatnią EBITDA (zwracamy jednak uwagę na kolejny rok słabych wyników i wysoką wartość firmy ujętą w aktywach).

W 2015 roku spodziewamy się wyraźnej poprawy wyników w segmencie usług medycznych. Głównym czynnikiem jest całoroczna kontrybucja nowych placówek PET w Białymstoku i Brzozowie (w sumie około 0,5-0,6 mln PLN przychodów na miesiąc, wcześniej pracownie generowały jedynie koszty na poziomie kilkaset tys PLN kwartalnie). Spółka ma jeszcze jedną niezakontraktowaną placówkę w Katowicach. Brak konieczności ponoszenia na obecnym etapie znaczących nakładów inwestycyjnych powinien przełożyć się na wyraźną redukcję zadłużenia. Niekorzystną tendencją na rynku jest mocny spadek cen FDG oraz badań PET. Przewagą Voxela są własne placówki PET co pozwala lepiej rozłożyć koszty stałe i konkurować ceną FDG przy zleceniach zewnętrznych.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	25,7	38,9	51,5%	103,2	108,3	4,9%	113,6	4,9%
Wynik brutto na sprzedaży	7,4	9,7	32,3%	26,3	27,9	6,4%	34,6	23,8%
EBITDA	4,3	6,2	44,6%	16,4	16,8	2,3%	23,6	40,9%
- usługi med. + radiofarmaceutyki	*2,1*	*5,3*	*147,8%*	*14,9*	*18,2*	*21,8%*	*23,2*	27,5%
- produkty IT i wyposażanie	*2,0*	*0,7*	*-62,0%*	*1,0*	*-1,9*	-	*0,0*	-
- pozostałe	*0,2*	*0,1*	*-22,2%*	*0,4*	*0,4*	*0,2%*	*0,4*	0,0%
EBIT	1,7	3,1	85,6%	6,1	5,4	-11,8%	12,3	126,6%
Zysk brutto	0,9	2,1	137,6%	2,6	1,0	-63,1%	8,1	745,7%
Zysk netto	0,6	1,5	145,0%	3,0	0,8	-74,2%	6,6	745,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	28,6%	25,0%		25,4%	25,8%		30,4%	
Marża EBITDA	16,7%	15,9%		15,9%	15,5%		20,8%	
Marża EBIT	6,6%	8,1%		5,9%	5,0%		10,8%	
Marża zysku netto	2,5%	4,0%		2,9%	0,7%		5,8%	

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, handel

Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

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

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).

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.

Nota prawna:

Opracowanie jest wyłącznie materiałem informacyjnym i reklamowym. 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 4Q'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 11.02.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 11.02.2015 roku.

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