

PROGNOZY WYNIKÓW 2Q 2013



Analicycy:
Maciek Bobrowski
Krzysztof Pado
Krzysztof Zarychta
Krzystian Brymora

25 LIPIEC 2013

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

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

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
AGORA.....	7
ARCTIC PAPER.....	8
ARMATURA	9
ATM GRUPA.....	10
ATREM.....	11
BARLINEK.....	12
BIPROMET	13
BOGDANKA.....	14
BUDIMEX	15
BUMECH.....	16
CERAMIKA NOWA GALA.....	17
CIECH.....	18
CINEMA CITY	19
COAL ENERGY	21
CYFROWY POLSAT	22
ERBUD	24
FAMUR	25
FASING	26
FERRO.....	27
FORTE.....	28
GPW	29
GRAJEWO	31
GRUPA AZOTY	32
HARPER HYGIENICS	33
INTROL.....	34
IZOSTAL	35
JSW.....	36
KĘTY.....	37
KGHM	38
KOPEX.....	40
LOTOS.....	41
MOSTOSTAL ZABRZE	42
NWR	43
PATENTUS	44
PKN ORLEN	45
POLICE	47
POLIMEX.....	48
RAWLPLUG (KOLENER).....	49
RONSON	50
ROPCZYCE.....	51
ROVESE (CERSANIT).....	52
SELENA FM	53
ŚNIEŻKA	54
STALPROFIL.....	55
SYNTHOS	56
TESGAS	57
TVN.....	58
ZAKŁADY AZOTOWE PUŁAWY.....	59
ZETKAMA.....	60

PODSUMOWANIE

Budownictwo

Spodziewamy się kontynuacji słabych rezultatów branży w 2Q'13 (aczkolwiek już bez dużych odpisów). Okres 2Q'12 był ostatnią prostą przed Euro2012 i od czerwca branża weszła w ujemne dynamiki przerobu, jednocześnie doszło do spektakularnych upadłości (czerwiec: PBG, lipiec: Polimex). Spółki nadal muszą radzić sobie ze spadającymi portfelami zamówień (przy nadal dużej konkurencji na wielu przetargach, szczególnie tych mniejszych). Ogłoszone przez GDDKiA przetargi to na razie głównie „dzielenie skóry na niedźwiedziu”. Do podpisywania umów dojdzie przy korzystnym scenariuszu w okolicach połowy przyszłego roku. Wartość wydatków na drogi z nowej perspektywy na razie nie poraża wielkością: 5,2 mld PLN w 2014 oraz 11,9 mld PLN w 2015, gdy w latach 2010-12 rynek drogowo-mostowy był wart 25-30 mld PLN/rok.

Mimo emisji akcji (konwersja obligacji, emisje gotówkowe dla ARP i ING OFE) nadal ciężko w naszej ocenie wygląda sytuacja Polimexu (duże zapotrzebowanie na kapitał obrotowy). Wyraźnie słabsze r/r (po oczyszczeniu 2Q'12 z PNI) są wyniki Budimexu, aczkolwiek spółka wygląda nadal bardzo solidnie na tle branży (szczególnie pod względem gotówki). Przeciętnych wyników oczekujemy po Erbudzie i Mostostalu Zabrze, w obydwu przypadkach lepiej ma wyglądać 2H'13. Porównywalnych r/r spodziewamy się po Introlu. Duże kontrakty (Rzeszów, Konin) do wyników będą kontrybuować głównie w 2014 roku (w 1Q'14 spodziewamy się największego zapotrzebowania na kapitał obrotowy).

Materiały budowlane

Spółki muszą mierzyć się ze słabym popytem. W opinii zarządów Polska należy do najsłabszych obecnie krajów w regionie. Nadal dobrze radzi sobie rynek rosyjski, aczkolwiek tu też widoczna jest już zadyszka. Po stronie kosztowej większość podmiotów korzysta na spadku cen surowców. Aczkolwiek część nich sięga już poziomów, gdy produkcja przestaje być opłacalna (np. aluminium, biel tytanowa). Efekt spadających cen surowców jest w pewnym stopniu niwelowany przez słaby kurs PLN.

Na plus w 2Q'13 naszym zdaniem wyróżni się Armatura (niska baza, ekspozycja na ceny miedzi i aluminium), Lepszego kwartału r/r spodziewany się także po Selenie FM. Porównywalnych rezultatów na poziomie EBITDA oczekujemy po Śnieżce i Ferro. Słabo wygląda natomiast Nowa Gala. Po słabym 1Q'13, oczekujemy poprawy po Rovesu, znakiem zapytania są tu jednak wyniki przejętych niedawno podmiotów (brak danych porównywalnych, start-up'owy charakter).

Paliwa

Opublikowane już wyniki PKN były słabsze od konsensusu. Wyraźnie spadek r/r (na bazie oczyszczonego rezultatu EBITDA LIFO), to pokłosie niższych marż rafineryjnych, petrochemicznych i jak i dyferencjału. Wyniki Lotosu będą dodatkowo obciążone przez koszty remontu (koszty bezpośrednie jak i utracona marża przerobowa za kwiecień, per saldo wpływ szacujemy na -150-160 mln PLN). Sama baza wyników raportowanych za 2Q'12 jest zaniżona przez

odpis na Yme (koszty odpisu ujęte w segmencie upstream). Prawdopodobnie w 2H'13 wpływ na wyniki będzie mieć ujęcie ugody z SBM (choć nie wykluczalibyśmy, że stanie się to już w 2Q'13 – raport półroczny jest poddawany przeglądowi przez biegłego rewidenta).

W 3Q'13 marże rafineryjne wchodzą na relatywnie niskich poziomach (porównywalnych z słabym 2011 rokiem). Dodatkowo polskim rafineriom szkodzi ujemny dyferencjał Brent-Ural.

Chemia

W segmencie nawozowym oczekujemy silniejszego spadku przychodów producentów nawozów wieloskładnikowych jak Police. Produkcja nawozów fosforowych i potasowych wg GUS spadła o 5,5% r/r, a światowe notowania NPK i DAP straciły odpowiednio 11% r/r i 13% r/r. Wolumen produkcji nawozów azotowych (Tarnów, Puławy) spadł o 3,8% r/r, a ceny były zróżnicowane. W przypadku mocznika i siarczanu amonu spadły o 20-30% r/r, co szczególnie negatywnie wpłynie na wyniki zakładów w Tarnowie (27% w strukturze sprzedaży) i Kędzierzynie (20%). Ceny saletry amonowej za to nieznacznie wzrosły (+1,2% r/r) poprawiając wyniki głównie w Puławach (32%). Podobne tendencje obserwowaliśmy także na marżach.

Na wyniki Tarnowa i ZAK wpłynie słaba koniunktura w segmencie tworzywowym i OXO. Szacujemy, że wolumeny poliamidów spadły o ponad 7% r/r przy 12% r/r spadku cen. W przypadku OXO dynamiką spadku wolumenów szacujemy na poziomie 1Q'13 (spadek o 15-40% r/r). Słabe wyniki na produkcji kaprolaktamu w Puławach zneutralizuje blisko 40% r/r wzrost melaminy. Tam też wyniki będą relatywnie najlepsze. W Policach dalej oczekujemy straty na bieli tytanowej.

Spadek przychodów w Ciechu (-24% r/r) będzie wynikał z zaprzestania działalności Zachemu. Spółka za to powinna poprawić marżę (EBITDA porównywalna z oczyszczonymi wynikami 2Q'12), jednak wskazujemy na to, że skala tej poprawy może być pewnym rozczarowaniem dla inwestorów. Czynnikiem ryzyka są m.in. dane GUS o produkcji sody (-12% r/r) czy słabsze wyniki Organika Sarzyna (trudna sytuacja na rynku żywic, nowa ustawa o ŚOR). Rozczarowani mogą też być akcjonariusze Synthosu. Przez dramatyczny spadek cen butadienu w Azji w ostatnich miesiącach wyniki spółki będą najgorsze od 1Q'10, a utrzymywanie cen poniżej 1000 USD/t rodzi ryzyko dla wyników 2H'13. Niemniej w naszej opinii sytuacja niskich notowań butadienu, zdecydowanie poniżej kosztów produkcji, jest sytuacją przejściową.

Reasumując, relatywnie najlepsze wyniki w Grupie Azoty powinny pokazać Puławy (42% EBITDA całej grupy), gdzie przez blisko 40% wzrost cen melaminy część tworzywowa nie zainfekuje tak wyniku jak w Tarnowie i ZAK. Na tym tle przyzwoity wynik pokażą Police, choć może on nie spełnić oczekiwań rynku. Szczególnie rozczarowani mogą być akcjonariusze Synthosu, gdzie wynik oprócz słabego rynku obniży jednorazowo

wydarzenia. Niemniej dalej podtrzymujemy, że spółka osiągnie dotek wyników. Mimo poprawy marż wyniki Ciechu mogą naszym zdaniem nie spełnić oczekiwań rynku. Czynnikiem ryzyka pozostaje niższy wolumen sody i słabsze wyniki Organika Sarzyna.

Branża przetwórców drewna

W 2Q'13 produkcja sprzedana wyrobów z drewna, korka i wikliny wg GUS wzrosła o 8,8% r/r, a produkcja sprzedana mebli o 8,3% r/r. Oczekujemy więc poprawy sprzedaży spółek z branży drzewnej. Szczególniej poprawy spodziewamy się w Forte (sprzedaż +6,1% r/r), niewykluczone że pozytywnie zaskoczy także Grajewo i Barlink. Producent płyt drewnopochodnych miał za sobą pierwszy kwartał w pełni bez aktywów rosyjskich, ale sprzedaż w Polsce powinna być tylko nieznacznie niższa r/r (spadek cen płyt o 3,4% r/r, utrzymanie wolumenu). W przypadku Barlinka oczekujemy utrzymania sprzedaży r/r, choć nasze założenia odnośnie wolumenu (stagnacja r/r) są konserwatywne na tle danych o produkcji płyt podłogowych (kategoria uwzględnia także panele) wg GUS (+12,3% r/r).

Ceny drewna w 2Q'13 kształtowały się na poziomie tych z 2H'12 i 1Q'13, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. W relacji do rekordowo drogiego surowca w 1H'12 będzie to oznaczać jednak spadek kosztów rzędu 15-18% r/r (ok. -12% w przypadku drewna odpadowego- Grajewo). Przebieg ostatnich aukcji systemowych i wyników e-drewno wskazują na utrzymanie tych cen także w 2H'13 (zgodnie z oczekiwaniami). Nieznaczny spadek (-5,8%) obserwowaliśmy na drewnie dębowym, co powinno pozytywnie wpłynąć na marżę Barlinka w 1Q'14. Spółka najwięcej skorzysta na niższych kosztach surowcowych, bo dopiero teraz efektywnie odczuwa obniżki z 2H'12, co szczególnie będzie widoczne w wynikach 2H'13. Niższy koszt drewna poprawi marżę w Grajewie, ale efekt ten wygaśnie w 2H'13. Przy poprawie popytu w branży meblowej spółka zneutralizuje go w 4Q'13 zapowiedzianą podwyżką płyt (+3%). Ta negatywnie odbije się na marży Forte, choć do tego czasu spółka będzie zadziwiać dynamiką przyrostu EPS o ponad 50% r/r.

Zaskakująco słabe wyniki zakładów celulozowych Rottneros w 2Q'13 będą główną przyczyną rozczarowujących wyników grupy Arctic Paper. Na działalności papierniczej EBITDA spadnie z 38 mln PLN rok wcześniej do niecałych 11 mln PLN przez wysokie ceny celulozy BHKP (+5,4% r/r, +42 USD/t) i słabszy popyt na papiery. Niemniej przed słabym kwartałem w tej części biznesu grupy ostrzegaliśmy już w maju'13. Inwestorzy mogą czuć się za to rozczarowani wynikami przejętego niedawno Rottnerosa.

Reasumując pozytywne zaskoczeń w sektorze upatrujemy w wynikach Forte i Barlinka. Niewykluczone, że inwestorzy będą także zadowoleni z wyników Grajewa, bowiem nasz scenariusz spadku wolumenów się nie ziścił, a wyniki mogą przekroczyć nasze prognozy. Rozczarowani mogą być inwestorzy wynikami Arctic Paper, choć reakcja na nie powinna być spokojna. Przed słabym kwartałem w segmencie papierów ostrzegaliśmy już w maju'13, a Rottneros podał wyniki już 18 lipca

Sektor górniczy

W naszej ocenie 2Q'13 był ponownie bardzo wymagający dla spółek górniczych i wszyscy przedstawiciele branży odnotują regres wyników r/r. W przypadku Bogdanki spółka powinna odczuć istotną presję przychodową ze względu na prawdopodobnie niższy zrealizowany wolumen sprzedaży oraz jednostkową cenę. Z kolei dla JSW kluczowe będą przede wszystkim ceny, które w ujęciu rocznym dla poszczególnych produktów spółki spadły o 20-30%; w konsekwencji szacowana przez nas niższa EBITDA powinna wynieść aż 43%. Jeszcze gorzej zaprezentuje się NWR. W przypadku tej spółki spodziewamy się trzycyfrowych spadków wyników oraz wysokiej straty netto. W przypadku KGHM, 2Q'13 będzie dla spółki porównywalny pod kątem kosztowym (podatek od kapalin) niemniej spółka powinna odnotować niższe przychody, za sprawą niższej ceny miedzi (w PLN -12,2% r/r), srebra (w PLN -24,4% r/r) oraz gorszego wolumenu sprzedaży. Z kolei Coal Energy, przy relatywnie niskim wolumenie produkcji oraz sprzedaży i presji cenowej, pogłębi prawdopodobnie stratę EBIT z poprzedniego kwartału.

Otoczenie dla węgla kamiennego w 2Q'13 nie uległo poprawie i sytuacja sektora w naszej ocenie pozostaje trudna. W przypadku węgla energetycznego ceny w 2Q'13 w Europie dalej spadały - Russia Baltic -23% q/q, na koniec 2Q'13=68,5 USD/t), a CIF ARA -4,5% q/q do 79,4 USD/t). Dyferencjał spadku węgla z Rosji vs. ARA dobrze pokazuje presję eksportową naszych wschodnich sąsiadów i trudności z alokacją surowca na krajowym i azjatyckim rynku. Z kolei w przypadku węgla koksowego 2Q'13 przebiegnie relatywnie podobnie do 1Q'13 (hard=170 USD/t), niemniej obecnie ceny spotowe zeszyły już w rejon 130 USD/t, co przełoży się na bardzo wymagające 2H'13 dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej.

W przypadku miedzi, po ostatnich negatywnych zawirowaniach dla tego metalu, obecnie cena wróciła w rejon 6950 USD/t, korygując do ok. 6% zapoczątkowaną na początku czerwca przecenę.

Media

Sytuacja na rynku reklamy w 2Q'13 była nadal trudna i w niektórych obszarach obserwowaliśmy wręcz pogłębienie negatywnych tendencji. Było to w szczególności widać w obszarze prasy codziennej (co dotknie Agorę), czy reklamy zewnętrznej. Na tym tle relatywnie dobrze zachowywał się jednak obszar reklamy tv. W horyzoncie średnioterminowym jesteśmy nadal umiarkowanie pozytywnie nastawieni do spółek z branży media/rozrywka i liczymy, że w 2H'13 sytuacja na rynku reklamy ulegnie poprawie.

Zakładamy, że TVN będzie najlepszą propozycją z ekspozycją na rynek reklamy tv. Dobre wyniki oglądalności powinny korzystnie wpłynąć na rezultaty spółki za 2Q'13 i jesteśmy też optymistycznie nastawieni do perspektyw tego podmiotu także na 2H'13. Na tle dobrych danych z TVN słabiej może wyglądać segment nadawania w Cyfrowym Polsacie. Obawiamy się, że słabe wyniki oglądalności głównego kanału Polsatu będą odczuwalne także w 2H'13.

Działalność kinowa reprezentowana na GPW wykaże solidne wzrosty r/r, jednak należy mieć na uwadze że porównanie będzie odbywało się przy niskiej bazie z 2Q'12 (efekt Euro2012).

Spółki powiązane z górnictwem / przemysł

Uważamy, że spośród analizowanych spółek z sektora, najlepsze rezultaty swojej działalności w 2Q'13 mogą przedstawić Famur, Patentus, Zetkama oraz Ropczyce. Famur powinien rozliczyć jeszcze w 2Q'13 część kontraktów eksportowych, a grupa Patentus dalej korzystać na postępującej poprawy spółek zależnych. Zetkama nie powinna mieć problemu z realizacją prognoza na 2013 rok, zwłaszcza w otoczeniu słabej PLN i napływającym backlogu w armaturze i automotive. Wracamy do prognoz dla Ropczyc, w przypadku których spodziewamy się kolejnego kwartału poprawy rentowności i wysokich przychodów. Po przeciwnej stronie wyróżniamy Kopex – ze względu na słaby backlog w 2Q'13 oraz kontrakty o niskiej rentowności, Bipromet – mocny spadek przychodów r/r, brak backlogu w elektrofiltrach i instalacjach, a także Fasing, ze względu na wysoką bazę 2Q'12 i obecnie niska sprzedaż. Umiarkowanie pozytywnie powinny zostać odebrane wyniki Atremu oraz Bumechu. W przypadku tej pierwszej spółki spodziewamy się drugiego kwartału zysków i wzrostu przychodów, a w przypadku producenta kombajnów poprawy EBITDA r/r. Odczyty produkcji przemysłowej w Polsce w 2Q'13 pozostały generalnie słabe, choć pozytywnie należy wyróżnić odczyt czerwcowy. I tak w kwietniu wzrost wyniósł +2,7% r/r podczas gdy w maju było to już -1,8% r/r. W czerwcu wskaźnik był równy +3,0%. Z kolei odczyty przemysłowych PMI dla Polski wciąż znajdowały się poniżej 50 pkt. (odpowiednio 46,9 pkt., 48,0 pkt. i 49,3 pkt.).

Kolejny raz słabe jakościowo wyniki powinni pokazać dystrybutorzy stali. Podtrzymujemy naszą negatywną ocenę tego segmentu rynku i podkreślamy, że szczególnym ryzykiem obarczone są podmioty o słabym bilansie. Z grona dystrybutorów stali, liderem pod względem sytuacji płynnościowej powinien zostać Stalprofil. Niemniej zwracamy uwagę, że dotychczasowe dobre postrzeganie grupy Stalprofil w 2012 roku wynikało z dywersyfikacji przychodów i wyników dzięki działalności w obszarze handlu i infrastruktura. Wysokie wolumeny izolacji rur stalowych były możliwe dzięki realizacji przez Gaz System dużego projektu inwestycyjnego budowy sieci gazociągów. Obecnie obawiamy się, że grupa Stalprofil w 2H'13 wejdzie w okres co najmniej kilku kwartałów mniejszego zapotrzebowania na usługi izolacji, aż do rozpoczęcia przez Gaz System kolejnego dużego projektu inwestycyjnego budowy gazociągów.

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			
		1Q'12	1Q'13P			1Q'12	1Q'13P			1Q'12	1Q'13P			1 mc	3mc	6mc	YTD
AGORA	14 sie 13	25.8	28.9	12%	2.2	4.0	83%	0.6	0.9	41%	-7.7%	23.9%	-15.8%	-26.2%			
AGORA	15 sie 13	21.0	20.5	-2%	-2.1	-4.6	---	-1.0	-3.9	---	-7.7%	23.9%	-15.8%	-26.2%			
ARCTIC PAPER	30-sie-13	38.0	10.4	-73%	7.7	-20.3	---	8.0	-22.1	---	-13.0%	-40.5%	-46.0%	-40.6%			
ARMATURA	27 sie 13	-4.4	5.6	---	-6.4	3.6	---	-1.9	2.1	---	-4.8%	12.1%	20.6%	29.5%			
ATM GRUPA	30-sie-13	4.3	6.1	40%	-0.4	1.1	---	-0.3	0.8	---	-2.7%	3.6%	6.7%	41.2%			
ATREM	30 sie 13	-4.4	1.0	---	-5.1	0.3	---	0.6	0.1	-75%	-4.3%	25.4%	-2.8%	7.7%			
BARLINEK	30-sie-13	20.2	24.3	20%	6.2	9.4	52%	-3.9	-1.8	---	4.4%	45.1%	33.7%	32.2%			
BIPROMET	26 sie 13	2.0	0.8	-60%	1.7	0.5	-71%	1.5	0.5	-67%	6.8%	-6.9%	-5.5%	-10.3%			
BOGDANKA	29 sie 13	199.0	175.0	-12%	119.0	92.0	-23%	99.0	71.0	-28%	-7.9%	-11.5%	-23.6%	-23.5%			
BUDIMEX	30 sie 13	34.3	53.9	57%	19.2	46.0	140%	-15.0	32.9	---	5.5%	27.7%	39.7%	37.7%			
BUMECH	30 sie 13	7.7	8.7	13%	4.3	3.8	-12%	1.9	1.9	0%	-6.9%	-16.0%	-4.3%	-3.4%			
CERAMIKA NOWA GALA	02 wrz 13	6.3	6.0	-5%	3.1	2.4	-23%	2.1	1.0	-52%	-4.4%	-6.5%	-33.3%	-33.7%			
CIECH	30-sie-13	-242.2	90.6	---	-303.3	38.6	---	-348.1	-16.9	---	4.6%	18.8%	13.6%	15.1%			
CINEMA CITY*	30-sie-13	10.8	12.5	17%	3.0	4.6	20%	2.2	2.3	0%	-0.5%	14.4%	10.0%	14.4%			
COAL ENERGY**	23 lis 13	19.5	-4.1	---	17.4	-7.0	---	13.3	-8.1	---	-41.1%	-44.3%	-81.3%	-77.4%			
CYFROWY POLSAT	28-sie-13	269.8	254.9	-6%	213.1	192.4	-10%	99.5	83.6	-16%	15.3%	31.9%	28.1%	33.5%			
ERBUD	27 sie 13	9.2	6.5	-29%	6.7	4.5	-33%	4.7	1.8	-62%	7.1%	25.6%	46.5%	45.8%			
FAMUR	30 sie 13	145.5	138.8	-5%	116.9	94.6	-19%	78.4	69.3	-12%	-2.0%	16.8%	18.0%	13.8%			
FASING	30 sie 13	8.7	5.4	-38%	6.5	2.7	-58%	4.8	1.6	-67%	-5.1%	-12.7%	-13.6%	-22.8%			
FERRO	20 sie 13	6.4	6.2	-3%	5.8	5.7	-2%	2.2	3.2	45%	-16.5%	6.4%	6.2%	7.7%			
FORTE	30-sie-13	8.4	13.4	60%	4.7	9.3	98%	4.9	7.6	55%	2.8%	47.4%	58.6%	78.3%			
GPW	31-lip-13	35.7	28.2	1%	31.4	22.6	1%	25.9	20.5	-8%	-7.1%	6.2%	1.2%	1.1%			
GRAJEWO	29-sie-13	57.2	24.2	-58%	37.7	13.8	-63%	5.2	4.0	-23%	6.2%	23.8%	17.5%	41.2%			
GRUPA AZOTY	30-sie-13	172.0	202.1	18%	112.2	111.7	0%	89.4	78.6	-12%	4.5%	13.3%	21.3%	28.0%			
HARPER	30 sie 13	7.5	7.2	-4%	5.7	5.4	-5%	2.9	3.6	24%	13.3%	66.5%	104.0%	135.8%			
INTROL	29 sie 13	5.9	6.4	8%	4.6	4.9	7%	2.2	3.5	59%	-2.5%	3.9%	43.2%	55.1%			
IZOSTAL	28-sie-13	8.9	6.4	-28%	7.7	5.3	-31%	4.9	4.0	-18%	-10.4%	-1.6%	-22.3%	-20.0%			
JSW	09 sie 13	654.0	373.0	-43%	397.0	86.0	-78%	283.0	56.0	-80%	1.1%	-21.5%	-28.8%	-28.3%			
KĘTY	08 sie 13	62.7	52.7	-16%	41.5	31.9	-23%	31.8	38.4	21%	-5.2%	5.0%	6.3%	2.5%			
KGHM	30 sie 13	2 194.0	1 339.0	-39%	1 999.0	1 121.0	-44%	1 544.0	819.0	-47%	-6.6%	-21.3%	-38.7%	-39.5%			
KOPEX	30 sie 13	83.1	51.5	-38%	54.1	19.1	-65%	45.6	7.9	-83%	-11.5%	-9.2%	-38.0%	-41.5%			
LOTOS	13 sie 13	-696.8	45.9	---	-861.4	-120.5	---	-528.8	-166.6	---	0.2%	-7.0%	-9.7%	-12.4%			
MS ZABRZE	30 sie 13	9.4	6.8	-28%	3.5	3.1	-11%	0.0	1.9	---	-1.5%	12.2%	1.6%	13.2%			
NWR*	22 sie 13	101.6	6.1	-94%	58.3	-33.9	---	26.0	-45.0	---	-24.1%	-65.0%	-81.2%	-82.3%			
PATENTUS	31 sie 13	1.5	3.4	127%	0.8	2.3	188%	0.3	1.5	400%	-1.0%	18.8%	8.9%	2.6%			
PKN ORLEN	23 lip 13	918.4	397.7	-57%	375.4	-137.1	---	-5.2	-206.9	---	-2.8%	-8.6%	-13.0%	-9.1%			
POLICE	30-sie-13	57.9	50.2	-13%	37.9	28.5	-25%	25.4	22.8	-10%	-3.1%	23.6%	83.0%	99.4%			
POLIMEX	30 sie 13	18.5	2.7	-85%	-6.8	-15.7	---	-40.5	-23.3	---	-59.5%	-43.3%	-70.2%	-72.6%			
RAWLPLUG (KOELNER)	02-wrz-13	19.3	13.5	-30%	12.6	6.9	-45%	5.1	1.4	-73%	20.6%	37.8%	-0.6%	-0.1%			
RONSON	09-sie-13	2.2	6.0	173%	2.1	5.9	181%	3.0	5.8	93%	-1.5%	59.8%	45.6%	61.7%			
ROP CZYCE	28 sie 13	3.8	6.0	58%	2.0	4.0	100%	1.9	2.5	32%	16.1%	35.4%	26.3%	17.4%			
ROVESE	31 sie 13	45.0	55.0	22%	12.8	12.7	-1%	22.7	-12.1	---	15.9%	31.9%	38.7%	33.8%			
SELENA FM	30 sie 13	18.0	23.8	32%	11.8	17.5	48%	7.0	10.9	56%	7.1%	19.7%	48.3%	72.5%			
STALPROFIL	30-sie-13	11.8	11.3	-5%	9.4	8.7	-8%	4.3	4.3	1%	-0.6%	9.8%	1.0%	-6.3%			
SYNTHOS	30-sie-13	279.2	143.5	-49%	240.8	104.4	-57%	117.0	93.5	-20%	-0.5%	-3.5%	-15.4%	-18.7%			
ŚNIEŻKA	29 sie 13	25.2	25.9	3%	21.1	21.6	2%	14.7	15.8	7%	7.8%	16.9%	12.9%	20.4%			
TESGAS	30 sie 13	-21.7	0.7	---	-22.5	0.0	---	-48.7	0.0	---	-3.4%	13.5%	-15.1%	1.5%			
ZAP	30-sie-13	109.3	84.7	-23%	84.0	56.5	-33%	119.9	49.1	-59%	9.5%	10.0%	14.4%	4.8%			
ZETKAMA	27 sie 13	10.2	10.6	4%	8.0	8.4	5%	6.9	6.4	-7%	12.5%	33.3%	32.7%	41.4%			

* dane w mln EUR

** dane w mln USD

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

			2012	2013P	2014P	
Kurs [PLN]	7.4	P/E	---	---	---	Analitik: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	376.9	EV/EBITDA	4.8x	4.3x	5.0x	
		EV/EBIT	---	---	---	

Okres 2Q'13 był dość wymagający dla mediów Agory. Obawiamy się, że dane rynkowe z segmentu dzienników pokażą rekordową dynamikę spadku r/r, co będzie miało negatywny wpływ na wyniki tego segmentu. Tym bieżący rok przyniesie prawdopodobnie dalszą erozję wyników tego obszaru biznesowego, pomimo wprowadzonych oszczędności kosztowych.

Umiarowanie pozytywnych danych oczekujemy ze strony segmentu kino. Z uwagi na bardzo niską bazę z 2Q'12 spodziewamy się wzrostu sprzedanych biletów do ok. 1.46 mln szt. Średnia cena biletu będzie nadal pod presją wynikającą z agresywnej polityki konkurencji, niemniej liczymy na pozytywny wpływ relatywnie wysokiej sprzedaży na filmy 3D. Na tle słabych danych z rynku reklamy OOH (jak podała Izba rynek spadł o ok. 18% r/r), liczymy na poprawę r/r rezultatów segmentu reklamy zewnętrznej. Będzie to jednak również związane z niską bazą z 2Q'12 (w trakcie Euro2012 w szczególności ucierpiały wpływy Agory). Pozytywnych danych oczekujemy też ze strony internetu, co jednak będzie bardziej zasługą niskich kosztów niż zwiększenia przychodów.

Prognozy wyników Agory [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13	zmiana r/r	2012P	2013P	2014P
Przychody	283.1	270.7	-4%	1138.6	1071.7	1069.1
Sprzedaż usług reklamowych	175.7	145.9	-17%	636.3	543.2	533.2
Sprzedaż wydawnictw	38.3	38.5	1%	159.3	136.9	119.5
Sprzedaż biletów do kin	21.5	25.4	18%	134.0	140.6	153.2
Pozostała sprzedaż	47.6	60.9	28%	209.0	250.9	263.1
Koszty operacyjne	280.9	266.7	-5%	1151.6	1080.0	1084.7
Materiały i energia	59.4	55.6	-6%	244.3	217.0	192.9
AmortyzacjaQ	23.6	24.9	5%	93.1	99.7	101.2
Koszty pracownicze	79.9	72.0	-10%	321.2	289.1	296.1
Niegotówkowe koszty	0.9	0.0	-100%	2.5	0.1	0.1
Reprezentacja i reklama	22.9	18.6	-19%	81.2	75.1	83.2
Inne	94.2	95.6	1%	409.3	399.0	411.2
EBITDA	25.8	28.9	12%	80.1	91.3	85.6
EBIT	2.2	4.0	83%	-13.0	-8.3	-15.6
Prasa codzienna	21.4	15.3	-28%	62.3	46.6	39.5
Czasopisma	0.4	1.2	212%	-7.7	4.4	5.3
Internet	3.3	5.2	59%	7.4	13.6	13.2
Radio	2.6	2.8	---	2.8	4.0	4.5
Reklama Zewnętrzna	1.5	2.0	37%	4.2	-0.6	0.2
Helios	-6.4	-4.4	---	6.1	3.6	6.5
Zysk (strata) netto	0.6	0.9	41%	-8.1	-7.4	-13.7
Marża EBITDA	9.1%	10.7%		7.0%	8.5%	8.0%
Marża EBIT	0.8%	1.5%		-1.1%	-0.8%	-1.5%
Marża zysku netto	0.2%	0.3%		-0.7%	-0.7%	-1.3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ARCTIC PAPER

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	3,6	P/E	8,8	-	4,7
MC [mln PLN]	249,4	EV/EBITDA	3,4	4,1	2,3
		EV/EBIT	15,4	56,7	5,5
		P/BV	0,3	0,3	0,3

Wyniki za 2Q'13 18 lipca opublikował już Rottneros. Niestety okazały się one mocno rozczarowujące. Mimo wysokich cen celulozy NBSK (851 USD/t, +3,4% q/q, +0,6% r/r) i poprawie wolumenowej sprzedaży (87,8 tys. ton, +3,3% q/q, +6,6% r/r) spółka zaraportowała ujemną EBITDA (-1 mln SEK wobec 50 mln PLN SEK zysku przed rokiem) przy sprzedaży 369 mln SEK (-2,4% r/r). Tak dużego spadku zysków nie tłumaczy nawet umocnienie SEK/USD (-21 mln SEK) czy jednorazowe koszty związane z odejściem byłego prezesa (-12 mln SEK). My oczekiwaliśmy EBITDA na poziomie 33,7 mln SEK przy sprzedaży 381 mln SEK (zaskoczenie -3% r/r). Oprócz kosztów związanych ze zmianą zarządu na rozbieżności z naszą prognozą wpłynął blisko 27% r/r wzrost cen energii, czego nie zakładaliśmy w prognozach (-10 mln SEK), a także zmiana struktury sprzedaży (większy udział tańszej celulozy półchemicznej). Ostatni czynnik rodzi także ryzyko rozczarowań w kolejnych kwartałach.

Rozczarowujące wyniki Rottneros są główną przyczyną obniżenia naszej prognozy dla Arctic Paper. Jeszcze w maju oczekiwaliśmy skonsolidowanej EBITDA na poziomie 28,5 mln PLN przy przychodach 769 mln PLN (w tym Rottneros ok. 16 mln PLN EBITDA, 153 mln PLN przychodów-sprzedaż na zewnątrz grupy). W samym Arctic Paper oczekiwaliśmy 12,8 mln PLN EBITDA przy 616 mln PLN sprzedaży. Obecnie nasza prognoza została obniżona do 10,9 mln PLN EBITDA i 611 mln PLN sprzedaży wskutek wzrostu cen energii w Szwecji (+27% r/r), nieznacznej korekty kursów walutowych i cen celulozy, a także niższego wolumenu sprzedaży. W okresie kwiecień-maj'13 dostawy papierów graficznych w Europie spadły o 11,6% r/r (CWF) i 4,5% r/r (UWF). Do tej pory spółce udało się utrzymać wolumen na poziomie z 2012 roku. W 2Q'13 zakładamy, że wolumen spadł o ok. 2% r/r do 187 tys. ton.

W kolejnych kwartałach oczekujemy poprawy jednostkowych wyników Arctic Paper w miarę spadku cen celulozy. W 2Q'13 cena BHKP ukształtowała się na poziomie 813,5 USD/t (max 821 USD/t w czerwcu) i obecnie (23 lipiec) spadła do 806 USD/t. Spadkom sprzyja osłabienie globalnych nastrojów na rynkach surowcowych, niższy popyt z sektora papierniczego przy wyraźniej wyższej podaży (start w 3Q'13 nowego projektu 1,5 mln ton w Urugwaju). Szacujemy, że średnia cena w 3Q'13 spadnie do 790 USD/t, a w 4Q'13 do 760 USD/t (każde 10 USD/t przekłada się na ok. 11 mln PLN marży w skali roku). Z drugiej strony ceny NBSK powinny utrzymać się na dotychczasowych poziomach 850-860 USD/t przez korzystniejszy bilans rynku, co będzie wspierać wyniki Rottnerosa. Niestety do tej pory spółka rozczarowywała wypracowując po półroczu zaledwie 9 mln SEK EBITDA (ok. 4,5 mln PLN). Na konferencji poświęconej przejściu szwedzkich zakładów zarząd Arctic Paper szacował zyski spółki na 80 mln SEK przy cenie NBSK 820 USD/t.

Prognozy wyników na 2Q'2013 [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2Q'13P LFL	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2013P LFL	zmiana r/r
Przychody	632,4	772,2	22,1%	611,0	-3,4%	2 600,7	3 174,3	22,1%	2 575,2	-1,0%
Zysk brutto na sprzedaży	97,1	79,4	-18,2%	66,7	-31,4%	154,2	403,0	161,3%	315,7	104,7%
EBITDA	38,0	10,4	-72,5%	10,9	-71,3%	103,0	134,1	30,2%	96,0	-6,8%
EBIT	7,7	-20,3	-	-12,5	-	-20,3	9,8	-	-1,1	-
Zysk brutto	1,6	-26,6	-	-16,8	-	-60,2	-14,9	-	-23,4	-
Zysk netto	8,0	-22,1	-	-16,8	-	-102,6	-15,9	-	-23,4	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,4%	10,3%		10,9%		5,9%	12,7%		12,3%	
Marża EBITDA	6,0%	1,4%		1,8%		4,0%	4,2%		3,7%	
Marża EBIT	1,2%	-2,6%		-2,0%		-0,8%	0,3%		0,0%	
Marża zysku netto	1,3%	-2,9%		-2,8%		-3,9%	-0,5%		-0,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. LFL- tylko Arctic Paper, bez konsolidacji Rottneros

Analityk:

Krzysztof Brymora

krysztof.brymora@bdm.pl

tel.: 032 208 14 35

ARMATURA

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	1,50	P/E	-	32,3	19,3
MC [mln PLN]	121,5	EV/EBITDA*	39,7	10,8	9,2
		EV/EBIT*	-	20,2	15,0
		P/BV	0,6	0,6	0,6

*EV nie uwzględnia potencjalnej wartości gruntów do sprzedaży (około 50 mln PLN), uwzględnia natomiast factoring jako zadłużenie odsetkowe (34,5 mln PLN na koniec 4Q'12)

Za 1Q'13 opublikowane rezultaty były minimalnie słabsze niż nasze szacunki przedstawione w poprzednim periodyku. Odbudowy wyników oczekujemy właśnie od 2Q'13 (dodatkowo bardzo niska baza za 2012 rok). Spółce powinny sprzyjać znaczące spadki cen podstawowych surowców. Ceny miedzi i aluminium wyrażone w PLN były o 12% niższe r/r i 8% niższe q/q. Spodziewamy się, że dzięki dobremu 2Q'13 w całym półroczu uda się spółce odnotować dodatnią dynamikę sprzedaży oraz wyjść na break-even na poziomie netto. W 2Q'13 oczekujemy 68,8 mln PLN przychodów oraz 2,1 mln PLN zysku netto.

Po publikacji wyników rocznych zarząd przestawił oczekiwania na poziomie ok. 18 mln PLN EBITDA (wobec -2,9 mln PLN w 2012 bez uwzględniania salda pozostałej działalności operacyjnej, z uwzględnieniem 11,8 mln PLN kosztów reorganizacji ujętych na poziomie operacyjnym). Główne ryzyka związane są z ekspozycją na kursy walut (import w USD) oraz surowców (aluminium, mosiądz). W naszych prognozach podtrzymujemy nieznacznie ostrożniejsze podejście do prognozy EBITDA niż spółka. Przyrost sprzedaży jest efektem planowanego wzrostu w segmencie grzejników (jednorazowy duży spadek w 4Q'12) oraz kontrybucji do wyników nowego obszaru ceramiki sanitarnej (spółka zakłada, że segment w 2013 będzie stanowił 6% sprzedaży ogółem). W segmentach baterii i zaworów spodziewamy się stagnacji/spadku rynku. Dla wyników rocznych, podobnie jak w większości producentów materiałów budowlanych, sezonowo kluczowy będzie 3Q.

Od 1Q'13 spółka zmieniła układ prezentacji wyników według segmentów. Dotychczas podziału na segmenty dokonywano według klasyfikacji kosztowej (wg głównego surowca: armatura, zawory – produkty oparte na mosiądzu, grzejniki, odlewy – produkty oparte głównie na aluminium). W związku z pojawieniem się w ofercie ceramiki sanitarnej (na razie w dość niewielkiej ilości) obecnie segmentacja sporządzana jest według specyfiki produktów i kanałów dystrybucji (produkty wyposażenie łazienek: armatura, ceramika oraz produkty dla firm instalacyjnych: grzejniki, zawory, produkty B2B). Niestety utrudnia to analizę ze względu na brak danych porównawczych oraz umieszczenie ceramiki w segmencie produktów o innym bazowym surowcu.

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	65,4	68,8	5,3%	117,9	119,0	1,0%	253,6	267,3	5,4%	295,8	10,6%
Wynik brutto na sprzedaży	8,1	16,0	97,3%	20,0	25,2	25,6%	35,8	55,6	55,2%	63,8	14,9%
EBITDA	-4,4	5,6	-	-1,2	6,4	-	5,0	17,3	246,8%	20,9	21,0%
EBIT	-6,4	3,6	-	-5,2	2,4	-	-2,8	9,2	-	12,8	39,1%
Zysk brutto	-8,7	2,2	-	-7,4	0,1	-	-7,9	4,2	-	7,0	67,5%
Zysk netto	-1,9	2,1	-	-0,2	0,0	-	-2,7	3,8	-	6,3	67,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,4%	23,3%		17,0%	21,1%		14,1%	20,8%		21,6%	
Marża EBITDA	-6,7%	8,1%		-1,0%	5,4%		2,0%	6,5%		7,1%	
Marża EBIT	-9,7%	5,2%		-4,4%	2,0%		-1,1%	3,4%		4,3%	
Marża zysku netto	-2,8%	3,1%		-0,2%	0,0%		-1,0%	1,4%		2,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ATM GRUPA

			2011	2012	2013P	2014P	
Kurs [PLN]	1.34	P/E	52.1x	---	---	23.8x	<u>Analitik:</u> Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	116.1	EV/EBITDA	5.1x	7.7x	4.9x	4.3x	
		EV/EBIT	149.3x	---	---	48.8x	

W zakresie produkcji tv ATM Grupa w 2013 roku będzie nadal działała w bardzo trudnych warunkach. W modelu zrezygnowaliśmy z produkcji „Galerii”, a realizacja dwóch telenowel w studiu wrocławskim była jednym z warunków trwałej poprawy kondycji obszaru produkcji tv. Umiarkowanie pozytywnie spoglądamy jednak na perspektywę 2014 roku i zwracamy uwagę, że już dziś główne anteny sugerują, że można oczekiwać powolnej odbudowy budżetów na programming.

W 2013 roku spodziewamy się, że przychody segmentu nadawanie przekroczą 15 mln PLN. Utrzymujemy założenie niskokosztowego profilu biznesowego. Tym samym liczymy, że spółka już w 2Q'13 może pokazać pierwszy dodatni wynik EBIT. W ramach całego 2013 roku prognozujemy, że EBIT wyniesie ok. 0.1 mln PLN.

Prognozy wyników na 2Q'2013

Razem Atm Grupa	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P	2014P*
Przychody	25.94	29.38	13.2%	110.20	111.61	127.89
EBITDA	4.33	6.07	40.1%	13.44	19.60	27.98
EBIT	-0.41	1.07	---	-4.95	-2.62	5.93
Saldo finansowe	-0.27	-0.32	---	-1.13	-0.88	-0.77
Wynik netto	-0.34	0.75	---	-4.92	-3.27	4.98
marża EBITDA	17%	21%		12.2%	17.6%	21.9%
marża EBIT	-2%	4%		-4.5%	-2.3%	4.6%
Segment produkcji tv	2Q'12	2Q'13	zmiana r/r	2012	2013P	2014P
Przychody	25.94	25.40	-2.1%	103.95	96.30	106.58
EBITDA	4.73	5.54	17.1%	14.13	18.28	24.51
EBIT	-0.01	0.84	---	-3.66	-2.73	3.66
marża EBITDA	18%	22%		13.6%	19.0%	23.0%
marża EBIT	0%	3%		-3.5%	-2.8%	3.4%
Odpis na utratę wartości firmy	-0.54	0.00		-3.95	-6.00	0.00
Segment nadawania (ATM Rozrywka TV)	2Q'12	2Q'13	zmiana r/r	2012	2013P	2014P
Przychody	0.00	3.97	---	6.25	15.31	21.31
EBITDA	-0.40	0.53	---	-0.69	1.31	3.46
EBIT	-0.40	0.23	---	-1.29	0.11	2.26
marża EBITDA	---	13%		---	-11.0%	8.6%
marża EBIT	---	6%		---	-20.6%	0.7%

* Główne założenia dla efektu wzrostu wyniku EBIT w segmencie produkcji tv w 2014 roku vs 2013 rok:

- Poprawa rezultatów centrum produkcyjnego na Wawrze (+0.3 mln PLN)
- Mniejsze odpisy w skali całego roku (+6.0 mln PLN)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ATREM

			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	4,05	P/E	8,0	-	37,1	23,3
MC [mln PLN]	37,4	EV/EBITDA	4,8	-	8,3	7,1
		EV/EBIT	6,7	-	26,6	17,3
		P/BV	0,5	0,6	0,6	0,6

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami 1Q'13 zapisał się dla spółki wynikiem zero/plus (spółka wypracowała EBIT=218 tys. PLN). Pozytywnie oceniamy przyrost gotówki w spółce i dodatnie przepływy operacyjne (CFO +1,7 mln PLN, gotówka netto=5,6 mln PLN). Uważamy, że 2Q'13 może wypaść dla Atremu relatywnie podobnie. Szacujemy, iż przychody będą zbliżone do 25 mln PLN. Zgodnie z przedstawionymi w raporcie za 1Q'13 danymi na temat backlogu, obecny portfel zamówień wynosi 105 mln PLN. Zakładamy, że w okresie 2-4Q'13 Atrem skonszumuje ok. 85 mln PLN, co powinno pozwolić na wypracowanie w 2 H'13 ok. 60 mln PLN przychodów ze sprzedaży i przy zakładanej podobnej rentowności operacyjnej ewentualną poprawę wyników. Oczekujemy, że szczególnie dobrze Atrem może radzić sobie w segmencie wysokich napięć, zwłaszcza w świetle zapowiadanych nakładów inwestycyjnych spółek energetycznych w obszarze dystrybucji. Przy zakładanej marży brutto na sprzedaży ok. 14% spodziewamy się, że spółka wypracuje 250 tys. PLN EBIT. EBITDA powinna w tej sytuacji być zbliżona do 1 mln PLN. Przy naszych całorocznych szacunkach Atrem powinien wypracować 4,2 mln PLN EBITDA oraz około 1 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	27,62	25,00	-9,5%	129,35	105,08	-18,8%	110,33	5,0%
Wynik brutto na sprzedaży	0,69	3,56	419,3%	9,48	15,54	64,0%	16,32	5,0%
EBITDA	-4,42	0,97	-	-10,42	4,19	-	4,92	17,5%
EBIT	-5,14	0,25	-	-13,33	1,31	-	2,02	54,1%
Zysk (strata) netto	0,57	0,14	-	-12,08	1,01	-	1,61	59,5%
Marża brutto na sprzedaży	2,5%	14,3%		7,3%	14,8%		14,8%	
Marża EBITDA	-16,0%	3,9%		-8,1%	4,0%		4,5%	
Marża EBIT	-18,6%	1,0%		-10,3%	1,2%		1,8%	
Marża zysku netto	2,1%	0,6%		-9,3%	1,0%		1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Zarychta

zarychta@bdm.pl

tel.: 032 208 14 38

BARLINEK

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	1,1	P/E	-	14,1	7,7
MC [mln PLN]	279,5	EV/EBITDA	9,2	6,1	4,9
		EV/EBIT	36,1	13,1	9,2
		P/BV	0,7	0,7	0,6

Wyniki 2Q'13 powinny potwierdzić, że spółka znajduje się na ścieżce odbudowy marż. Od strony przychodowej spodziewamy się porównywalnej sprzedaży r/r na poziomie ok. 170 mln PLN. Zakładamy przy tym, że wolumen sprzedaży desek ogółem nie zmienił się, co jest dość konserwatywne biorąc pod uwagę dane o produkcji GUS. Wg nich produkcja płyt podłogowych z drewna (uwzględnia również panele podłogowe, których Barlinek nie produkuje) wzrosła w 2Q'13 o 12,3% r/r. W strukturze sprzedaży deski szacujemy, że spadł udział litej kosztem wielowarstwówki (+2,8% r/r), w tym szczególnie deski jednolamelowej, co wpłynie na ograniczenie przychodów ze sprzedaży, ale powinno poprawić marże (mniejszy udział drogiego drewna dębowego w produkcji jednolamelówki).

Dzięki korzystniejszej strukturze sprzedaży i niższym kosztom drewna szacujemy, że spółka poprawi marże na poziomie brutto ze sprzedaży z 34,2% do 35,6%. W 2Q'13 spółka korzystała z drewna zakupionego w przetargach na 2H'12, kiedy średnia cena sosny spadła o 15-18% h/h. Uwzględniając strukturę zakupową średni jednostkowy koszt zakupu drewna powinien spaść o ok. 6% r/r. Efekt niższych cen drewna na marży powinien być dobitnie widoczny w 2H'13. W okresie 2H'12 spółka bowiem korzystała z rekordowo drogiego drewna zakupionego na przetargach na 1H'12. Od 2014 roku spółka powinna także odczuwać nieznaczny spadek cen dębu, jaki obserwowaliśmy na aukcjach systemowych na 2H'13 (średnie ceny spadły o 5,8% h/h). W przypadku sosny nie oczekujemy zmian. Potwierdzeniem naszych założeń są notowania surowca na ostatnich aukcjach systemowych i e-drewno.

Reasumując w 2Q'13 oczekujemy ok. 24,3 mln PLN EBITDA i nieznacznej straty netto (1,8 mln PLN). Pozytywnie na marże wpłyną także efekty restrukturyzacji objawiające się m.in. niższymi kosztami sprzedaży i zarządu. Strata netto będzie wynikać z ujemnych różnic kursowych w kwocie 3 mln PLN (przeszacowanie wartości kredytów denominowanych w euro).

Prognozy wyników na 2Q'2013 [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	170,7	169,6	-0,6%	331,3	334,8	1,1%	691,0	694,9	0,6%	711,9	2,4%
Wynik brutto na sprzedaży	58,4	60,3	3,2%	111,1	115,6	4,1%	226,1	254,6	12,6%	274,9	8,0%
EBITDA	20,2	24,3	19,9%	37,0	46,9	26,8%	80,5	111,0	37,9%	123,5	11,3%
EBIT	6,2	9,4	52,1%	9,0	17,2	91,1%	20,6	51,6	150,3%	66,3	28,5%
Wynik brutto	2,6	-1,9	-	-11,2	5,0	-	-32,7	22,7	-	38,4	68,9%
Wynik netto	-3,9	-1,8	-	-16,0	3,1	-	-35,5	19,9	-	36,5	83,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	34,2%	35,6%		33,5%	34,5%		32,7%	36,6%		38,6%	
Marża EBITDA	11,9%	14,3%		11,2%	14,0%		11,7%	16,0%		17,4%	
Marża EBIT	3,6%	5,6%		2,7%	5,1%		3,0%	7,4%		9,3%	
Marża zysku netto	-2,3%	-1,1%		-4,8%	0,9%		-5,1%	2,9%		5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

BIPROMET

			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	5,2	P/E	7,3	8,2	18,3	15,3
MC [mln PLN]	32,2	EV/EBITDA	2,1	3,2	6,8	6,1
		EV/EBIT	2,5	3,9	11,3	9,3
		P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5

Pierwszy kwartał 2013 roku okazał się zdecydowanie bardziej wymagający dla Biprometu vs. nasze oczekiwania. W wynikach skonsolidowanych spółka uwzględniła stratę zależnej PBK w wysokości ponad 1,1 mln PLN, niemniej nawet oceniając jednostkowy EBIT i przychody (odpowiednio 340 tys. PLN i 8,4 mln PLN), jest to i tak istotnie mniej vs. 1Q'12 (1,9 mln PLN i 12,7 mln PLN). Sygnalizowane odejście (wymuszone z braku zamówień) od usług instalacyjnych i elektrofiltrów (AM Mittal) oraz skupienie się tylko na usługach projektowych bardzo silnie przekłada się na uzyskiwaną sprzedaż spółki. Dlatego decydujemy się ponownie zrewidować w dół nasze prognozy wyników Biprometu na rok 2013. Oczekujemy, że w 2Q'13 Bipromet wypracuje ok. 10,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży. Przy zakładanej marży brutto powinien wygenerować tym samym 1,5 mln PLN zysku brutto na sprzedaży. Główne realizowane kontrakty to: wykonanie prac związanych z budową instalacji do produkcji wapiennych wyrobów drobnziarnistych w Wierzbicy (7,1 mln PLN), wykonie zadania pt.: „E-2 Bezpieczeństwo Energetyczne Zakładu - projekt koncepcyjny” dla KGHM (720 tys. PLN) oraz wykonanie instalacji centralnego ogrzewania w w Katowicach (250 tys. PLN). Silną stroną spółki pozostaje gotówka, której stan po 1Q'13 wynosi 11 mln PLN (+RM netto ok. 4 mln PLN), co obecnie powinno wzmacniać saldo z działalności finansowej. Po uwzględnieniu podatku dochodowego spodziewamy się zysku netto bliskiego 500 tys. PLN (-67% r/r).

Prognozy wyników na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln PLN]

	1Q'12	2Q'13P*	zmiana r/r	2012	2013P*	zmiana r/r	2014P*	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	16,1	10,0	-37,9%	66,8	38,4	-42,6%	42,2	10,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	2,6	1,5	-42,0%	12,7	5,7	-55,4%	6,3	11,0%
EBITDA	2,0	0,8	-58,6%	6,7	3,1	-53,3%	3,5	11,3%
EBIT	1,7	0,5	-69,9%	5,5	1,9	-65,7%	2,3	22,2%
Zysk (strata) netto	1,5	0,5	-66,8%	3,9	1,8	-55,2%	2,1	19,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,1%	15,0%		19,0%	14,8%		14,9%	
Marża EBITDA	12,5%	8,3%		10,0%	8,2%		8,3%	
Marża EBIT	10,5%	5,1%		8,2%	4,9%		5,4%	
Marża zysku netto	9,4%	5,0%		5,9%	4,6%		5,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wylęczone wyniki PBK

Analitik:

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

BOGDANKA

			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	106,0	P/E	16,3	12,4	12,5	10,0
MC [mln PLN]	3 605	EV/EBITDA	8,5	6,0	6,0	4,9
		EV/EBIT	14,5	11,0	11,7	8,6
		P/BV	1,7	1,6	1,5	1,4

Bogdanka wyprodukowała w 2Q'13 4,05 mln ton węgla. Po stronie sprzedażowej, należy oczekiwać jednak podobnego cyklu zapasów vs. rok 2012, tj. intensywnego wzrostu zwałów do końca półroczia. W tej sytuacji założyliśmy, że sprzedaż w 1Q'13 wyniesie 1,94 mln ton węgla, a zapasy zwiększą się do 300 tys. ton vs. 190,9 tys. ton z końca 4Q'12. W 2Q'12 spółka zrealizowała prawdopodobnie najwyższą historycznie cenę węgla; według informacji przekazywanych przez zarząd, spółce powinno udać się utrzymać ten poziom (my zakładamy spadek o 1,0%) i dopiero od 3Q'13 należy oczekiwać ewentualnych obniżek. Podsumowując, w naszej ocenie przychody wyniosą niewiele ponad 460 mln PLN. Szacujemy, że cash cost wyniesie 145 PLN/t, a EBITDA będzie zbliżona do 180,4 mln PLN. Po stronie salda finansowego założyliśmy, że odsetki od krótkoterminowych kredytów (obecnie 65 mln PLN) spółka rozliczy przez koszty finansowe, co ukształtuje saldo na poziomie +1,5 mln PLN. Uwzględniając podatek dochodowy oczekujemy 80 mln PLN zysku netto.

Od 3Q'13 w Bogdancie powinna ruszyć czwarta ściana wydobywcza (2XStefanów, 2XBogdanka), co powinno pozwolić spółce na skokowy wzrost wydobycia do 2,267 mln ton. Dodatkowo wolumen sprzedaży powinien zostać wzmocniony zakładanym zejściem z zapasów (szacujemy -150 tys. ton). Założyliśmy spadek średniej ceny o 3% r/r (spółka negocjuje obecnie jeszcze 2 umowy, których finał powinien przypaść na sierpień 2013), co ukształtuje przychody na poziomie 553 mln PLN. Przy względnie stabilnych kosztach rodzajowych, cash cost wg nas spadnie do 140 PLN/t, EBITDA wzrośnie do poziomu 209 mln PLN, a zysk netto będzie równy 100 mln PLN. Tym samym 3Q'13 powinien być dla spółki najlepszym kwartałem w 2013 roku. W 4Q'13 wolumen sprzedaży powinien być bowiem niższy (spółka sygnalizuje, że nie chce zejść z zapasami do zera – zakładamy poziom 50 tys. ton eop) oraz wypłaci dodatkowe pensje. Szacujemy obecnie EBITDA 4Q'13=135 mln PLN. Podsumowując, cały 2013 rok powinien wypaść relatywnie podobnie vs. 2012 rok z zyskiem netto=287 mln PLN i EBITDA=691 mln PLN

Prognozy wyników na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln PLN]

	2Q12	2Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	477	452	-5,3%	1 836	2 031	10,6%	2 716	33,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	176	134	-23,7%	505	541	7,1%	859	58,8%
EBITDA	199	175	-11,9%	658	726	10,3%	1 052	44,9%
EBIT	119	92	-22,6%	357	377	5,6%	685	81,6%
Zysk netto	99	71	-28,0%	290	307	6,1%	556	80,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,9%	29,7%		27,5%	26,6%		31,6%	
Marża EBITDA	41,7%	38,8%		35,8%	35,7%		38,7%	
Marża EBIT	25,0%	20,4%		19,5%	18,6%		25,2%	
Marża zysku netto	20,8%	15,8%		15,8%	15,1%		20,5%	
Produkcja węgla [tys. ton]	2 180	2 030	-6,9%	7 785	8 512	9,3%	11 422	34,2%
Sprzedaż [tys. ton]	2 082	1 898	-8,8%	7 796	8 531	9,4%	11 422	33,9%
Zapasy [tys. ton]	126	150	19,4%	18,3	0,0	-	0,0	-
Średnia cena [PLN/t]	233	229	-1,5%	237	229	-3,3%	229	0,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

BUDIMEX

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	95,5	P/E	13,1	15,7	22,0
MC [mln PLN]	2 438,1	EV/EBITDA	5,2	8,1	10,7
		EV/EBIT	6,7	9,4	13,1
		P/BV	5,6	5,1	5,0

Spółka opublikowała wybrane dane za 2Q'13 w dniu 24 lipca. Kwartał przyniósł, podobnie jak w 1Q'13, znaczny spadek przychodów, na poziomie skonsolidowanym do 1,23 mld PLN. Sezon budowlany zaczął się późno ze względu na długą zimę, dodatkowo czerwiec także nie rozpieszczał pogodą (spore opady deszczu). Spółka musi radzić sobie także z wyraźnie niższym backlogiem, aczkolwiek pod tym względem pozyskiwanie nowych kontraktów w 2Q'13 było całkiem dobre. Problemem są jednak kolejne miesiące, gdzie brakuje raczej na horyzoncie większych tematów (rozstrzygnięcie nowych przetargów z GDDKiA to temat na przyszły rok). Spadek jest widoczny zarówno w segmencie budowlanym (zakładamy -37% r/r w związku z niższym backlogiem), jak i (w mniejszym zakresie) w deweloperce (95 przekazanych mieszkań w 2Q'13 vs 168 w 2Q'12 i 204 w 1Q'13). Na poziomie marży brutto spółka wypracowała 7,9% (w tym 7,2% w budowlance), wobec 8,4% rok temu i 9,8% w 1Q'13 (bardzo wysoka kontrybucja segmentu deweloperskiego). Zysk na sprzedaży spadł o blisko połowę do 52,7 mln PLN. Na poziomie EBIT (46,0 mln PLN) widoczna jest wyraźna poprawa, jednak ma to związek z niską bazą z ubiegłego roku, kiedy dokonano odpisu na PNI. Na poziomie netto Budimex wypracował 32,9 mln PLN (konsensus 31,2 mln PLN). Jest to wyraźnie poniżej wyniku, którego oczekiwaliśmy w rekomendacji z maja (44,1 mln PLN). Wpływ na to miały słabe warunki pogodowe w 2Q'13 (opóźnienia na kontraktach, częściowo przerób przesunie się na 2H'13) oraz ujemne saldo z pozostałej działalności oraz koszty finansowe.

Pozycja gotówkowa na koniec 2Q'13 wynosi +650 mln PLN. Wynik jest bardzo pozytywnym zaskoczeniem. Korygując o dywidendę (113 mln PLN), pozycja w zasadzie nie zmieniła się vs 1Q'13 (758 mln PLN). Zwykle 2Q był okresem sezonowego dołka na pozycji gotówkowej. Uważamy, że w związku z niskim fakturowaniem w 2Q'13 (niskie płatności dla podwykonawców) odpływ kapitału obrotowego może pojawić się w większym zakresie w 3Q'13. Spółka w portfelu ma około 5,4 mld PLN. GDDKiA ogłosiła dużą liczbę przetargów na kolejne lata (w sumie zaplanowano uruchomienie przetargów na 717 km za około 35 mld PLN), jednak podpisywania umów można się spodziewać dopiero głównie w 2/3Q'14, co będzie owocować słabszym r/r przerobem w 2014 roku.

Wyniki za 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13	zmiana r/r	1H'12	1H'13	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	1 800,4	1 234,6	-31,4%	2 883,8	2 087,7	-27,6%	6 077,7	4 773,7	-21,5%	3 865,7	-19,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	151,5	98,1	-35,3%	229,3	181,6	-20,8%	459,9	393,6	-14,4%	306,7	-22,1%
Zysk na sprzedaży	93,2	52,7	-43,4%	121,3	91,5		242,1	201,5		141,8	
EBITDA	34,3	53,9	57,3%	84,7	103,7	22,5%	233,1	229,5	-1,5%	169,1	-26,3%
EBIT	19,2	46,0	139,6%	56,4	88,6	57,0%	182,4	197,9	8,5%	138,5	-30,0%
Zysk (strata) brutto	10,2	44,1	332,4%	58,6	87,2	48,9%	202,6	192,1	-5,2%	137,0	-28,7%
Zysk (strata) netto	-15,0	32,9	-319,6%	22,1	67,9	207,2%	186,0	155,6	-16,3%	110,9	-28,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,4%	7,9%		8,0%	8,7%		7,6%	8,2%		7,9%	
Marża EBITDA	1,9%	4,4%		2,9%	5,0%		3,8%	4,8%		4,4%	
Marża EBIT	1,1%	3,7%		2,0%	4,2%		3,0%	4,1%		3,6%	
Marża zysku netto	-0,8%	2,7%		0,8%	3,3%		3,1%	3,3%		2,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

BUMECH

			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	6,1	P/E	7,2	8,4	6,2	5,5
MC [tys. PLN]	50,7	EV/EBITDA	4,9	3,9	3,3	3,2
		EV/EBIT	8,4	7,3	7,4	7,0
		P/BV	1,0	0,8	0,7	0,6

Pierwszy kwartał 2013 okazał się słaby i gorszy od naszych oczekiwań (słaba sprzedaż kombajnów, odpis na materiały, trudności w drążeniu na jednej z kopalni). W przedstawionej w sprawozdaniu opinii zarządu należy obecnie oczekiwać zwiększonej sprzedaży kombajnów oraz jej kumulacji w 2H'13. Spodziewamy się poprawy w 2Q'13 w ujęciu EBITDA przy zbliżonych przychodach. W spółce istotnie zwiększyła się bowiem na przestrzeni ostatnich kwartałów amortyzacja (obecnie prawie 5 mln PLN kwartalnie), co może negatywnie wpływać na zysk brutto na sprzedaży, EBIT i zysk netto. W segmencie produkcji oraz dzierżawy zakładamy 23 sztuki AM50 w dzierżawie oraz sprzedaż 1 sztuki (gotówka). W przypadku segmentu drążenia Bumech powinien pracować na 6 przodkach, a przychody z tego tytułu szacujemy na 16,5 mln PLN. Sprzedaż usług serwisowych szacujemy na 2 mln PLN. Jeśli Bumech nie odnotuje większych problemów w segmencie drążenia i poprawi marżę q/q oraz r/r, przy jednoczesnej zwiększonej sprzedaży w segmencie produkcji i dzierżaw kombajnów, to oczekujemy zysku operacyjnego oraz EBITDA odpowiednio na poziomach 3,8 mln PLN oraz 8,7 mln PLN. Po uwzględnieniu ujemnego salda z działalności finansowej (szacujemy -1,5 mln PLN) oraz podatku dochodowego spodziewamy się zysku netto zbliżonego do 1,9 mln PLN. Bumech posiada zapełniony backlog na pozostałą część 2013 roku oraz częściowo na 2014 rok (dotyczący dzierżaw i drążenia). Podtrzymujemy naszą prognozę przyszłorocznych wyników niemniej zwracamy uwagę na potencjalne ryzyko spadku stawek z mb drążenia, w związku z istotną presją na tą część górniczego capexu występującą u KW oraz KHW, co może w przyszłości skłonić nas do ewentualnej rewizji prognoz.

Prognozy wyników na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	27,0	26,0	-3,7%	108,1	118,2	9,3%	124,1	5,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	6,6	5,7	-13,2%	26,2	24,0	-8,3%	25,1	4,7%
EBITDA	7,7	8,7	13,0%	30,9	36,1	16,7%	37,2	3,2%
EBIT	4,3	3,8	-12,5%	16,6	16,3	-1,9%	17,2	5,7%
Zysk (strata) netto	1,9	1,9	-2,0%	6,0	8,1	35,2%	9,2	12,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	24,3%	21,9%		24,2%	20,3%		20,2%	
Marża EBITDA	28,5%	33,5%		28,6%	30,5%		30,0%	
Marża EBIT	16,1%	14,6%		15,4%	13,8%		13,9%	
Marża zysku netto	7,0%	7,2%		5,6%	6,9%		7,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

CERAMIKA NOWA GALA

			2012*	2013P*	2014P*
Kurs [PLN]	1,30	P/E	8,5	21,0	11,3
MC [mln PLN] (56,1 mln akcji)	72,9	EV/EBITDA	4,8	5,1	4,8
		EV/EBIT	11,1	14,7	12,2
		P/BV	0,3	0,3	0,3

Ostatnie kwartały są bardzo słabe dla Ceramiki. Wyraźnie obniżył się popyt na rynku krajowym. Stabilna jest sytuacja na rynkach eksportowych, jednak ich udział jest mały w skali całej sprzedaży (<20% udziału). W 1Q'13 spółka miała stratę operacyjną, na co wpływ miało ograniczenie produkcji w ramach przestojów remontowych (wykorzystanie mocy na poziomie 69%, najniższe od 1Q'10, w 2012 remonty przeprowadzono w 2Q'12). W 2Q'13 spodziewamy się sezonowego ożywienia, jednak prognozowane wyniki są niższe r/r. Zakładamy 7% spadek sprzedaży i wynik netto w okolicach 1,0 mln PLN. Utrzymuje się presja na ceny, której nie da się zrekompensować w całości przez oszczędności na kosztach gazu i energii.

Spółka wycofała się z planu budowy nowej fabryki płytek (wartość projektu 180 mln PLN) ze względu na słabe otoczenie gospodarcze i awersję do zwiększania zadłużenia w takich warunkach. W zamian w latach 2014-15 ma zostać przeprowadzony mniejszy program inwestycyjny, zwiększający moce o 1 mln mkw (nowy zakład miał dać około 4 mln mkw płytek/rok, wobec 8-9 mln mkw mocy produkcyjnych obecnie).

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	58,1	54,0	-7,0%	108,7	97,4	-10,4%	213,7	199,3	-6,7%	201,3	1,0%
Wynik brutto na sprzedaży	14,3	12,2	-14,9%	25,9	19,2	-26,0%	51,3	43,8	-14,6%	45,9	4,8%
EBITDA	6,3	6,0	-5,7%	13,1	7,7	-41,0%	26,8	21,8	-18,4%	23,8	8,8%
EBIT	3,1	2,4	-23,2%	5,3	0,6	-88,0%	11,4	7,6	-33,9%	9,3	23,2%
Zysk brutto	1,8	1,0	-46,6%	2,7	-1,6	-159,2%	6,1	2,9	-52,4%	5,4	85,8%
Zysk netto	2,1	1,0	-53,4%	3,2	-0,9	-127,5%	7,2	2,9	-59,7%	5,4	85,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	24,6%	22,5%		23,8%	19,7%		24,0%	22,0%		22,8%	
Marża EBITDA	10,9%	11,0%		12,1%	8,0%		12,5%	11,0%		11,8%	
Marża EBIT	3,1%	1,8%		2,5%	-1,6%		2,8%	1,5%		2,7%	
Marża zysku netto	3,5%	1,8%		2,9%	-0,9%		3,4%	1,5%		2,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

CIECH

			2012*	2013P	2014P
Kurs [PLN]	24,4	P/E	-	32,7	24,9
MC [mln PLN]	1 285,9	EV/EBITDA	7,8	6,0	5,6
		EV/EBIT	23,5	12,4	11,9
		P/BV	1,5	1,4	1,3

*- do wyników oczyszczonych

Okres 2Q'13 jest sezonowo słabszy w sodzie i organicze, niemniej w przypadku dywizji organicznej spodziewamy się przesunięcia ok. 1,5 tys. ton wolumenu ŚÓR z 1Q'13 w związku z trwającą zimą w marcu. Niemniej przez słaby rynek żywic epoksydowych i poliestrowych (ceny -15% r/r) nie uda się poprawić ubiegłorocznych rezultatów. Na niekorzyść spółki może działać nowa ustawa o środkach ochrony roślin, która weszła w życie pod koniec kwietnia. Nowe prawo m.in. określa możliwość stosowania danego środka do jego terminu ważności, przy czym terminu tego nie będzie można przedłużać jak dotychczas. Efektem ma być zmniejszenie zapasów ŚÓR przez rolników, co krótkoterminowo może niekorzystnie wpływać na sprzedaż spółki. Spodziewamy się oczyszczonej EBITDA segmentu na poziomie 22,2 mln PLN vs 37,6 mln PLN w 2Q'12. W przypadku segmentu sodowego wciąż liczymy na poprawę marży (EBITDA 73,9 mln PLN vs 55,5 mln PLN w 2Q'12), aczkolwiek wskazujemy na możliwość kolejnego rozczarowania. Wyniki samej elektrociepłowni SDC będą odpowiadać za ok. 5,6 mln PLN ubytku marży. Na sprzedaży sody oczekujemy ok. 7% spadku wolumenu (-4,6% w 1Q'13), choć dane GUS o produkcji w tym okresie wskazują nawet na blisko 12% spadek sprzedaży. Poprawa marży ma wynikać z podwyżki cen sody (5% r/r) i niższego kosztu węgla w polskich elektrociepłowniach (-10% r/r). Wynik netto grupy obciążą ujemne różnice kursowe w kwocie 21,2 mln PLN (-14,1 mln PLN w 1Q'13) związane z przeszacowaniem zadłużenia denominowanego w euro. W rezultacie spółka zanotuje stratę rzędu 16,9 mln PLN.

Prognozy wyników na 2Q'2013 [mln PLN]

	2Q'12	2Q'12 Adj.	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12 Adj.	1H'13P*	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana	2014P	zmiana r/r
Przychody	1 119,9	1 119,9	854,2	-23,7%	2 292,6	1 847,7	-19,4%	4 378,0	3 455,1	-21,1%	3 220,7	-6,8%
Wynik brutto na sprzedaży	157,7	157,7	137,8	-12,6%	334,1	303,7	-9,1%	596,5	580,1	-2,7%	594,7	2,5%
EBITDA	-242,2	92,6	90,6	-2,2%	213,0	201,3	-5,5%	40,3	404,9	904,0%	413,7	2,2%
EBIT	-303,3	31,6	38,8	22,7%	89,3	97,0	8,6%	-196,3	196,9		195,3	-0,8%
Wynik brutto	-343,3	-8,4	-16,9		-15,3	-2,9		-457,2	28,2		63,9	126,5%
Wynik netto	-348,1	-13,3	-16,9		-16,6	8,3		-430,6	39,4		51,7	31,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,1%	14,1%	16,1%		14,6%	16,4%		13,6%	16,8%		18,5%	
Marża EBITDA	-21,6%	8,3%	10,6%		9,3%	10,9%		0,9%	11,7%		12,8%	
Marża EBIT	-27,1%	2,8%	4,5%		3,9%	5,3%		-4,5%	5,7%		6,1%	
Marża zysku netto	-31,1%	-1,2%	-2,0%		-0,7%	0,4%		-9,8%	1,1%		1,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Adj- wyniki oczyszczone głównie o odpisy aktywów trwałych w 2Q'12w kwocie 345,5 mln PLN. *- oczyszczone o rozwiązanie rezerw związanych z Zachemem w 1Q'13.

Analityk:

Krzysztof Brymora

krysztof.brymora@bdm.pl

tel.: 032 208 14 35

CINEMA CITY

			2012	2013P	2014P	2015P
Kurs [PLN]	29.5	P/E	14.0	16.1	13.9	11.7
MC [mln PLN]	1 510	EV/EBITDA	9.6	8.3	7.4	6.6
		EV/EBIT	20.5	16.7	14.0	12.2
		P/BV	1.4	1.3	1.1	1.1

Po spadku sprzedaży wolumenowej biletów w ujęciu r/r w 1H'12, okres 2Q'13 będzie czwartym z rzędu kwartalnym odczytem, kiedy to Cinema City powinno wykazać wzrost sprzedaży. Zgodnie z naszymi szacunkami w 2Q'13 spółka powinna sprzedać o niespełna 3% więcej biletów niż w 2Q'12. Jest to nieznacznie mniej niż wcześniej oczekiwaliśmy, głównie ze względu na słabsze odbicie r/r na rynku polskim.

W Polsce okres 2Q'13 przyniósł wzrost frekwencji r/r jednak odbyło się to przy bardzo niskiej bazie (m.in. efekt Euro2012). Spadek frekwencji r/r zanotowano w kwietniu, wysoka dynamika wzrostu dotyczyła zwłaszcza oglądalności w maju, lepszą oglądalność r/r zanotowano także w czerwcu. Odbudowa wartości rynku pod względem wolumenów jest jednak mniejsza niż wcześniej oczekiwaliśmy. W przypadku multipleksów Cinema City obawiamy się słabszych odczytów niż dane całego rynku polskiego i tym samym utratę udziałów w rynku. Z zebranych przez nas danych sprzedażowych wynika, że w 2Q'13 nie było zdecydowanych liderów sprzedażowych decydujących w istotny sposób o wyniku kwartalnym (podobnie było w 2Q'12). Do najpopularniejszych tytułów należy zaliczyć: Iron Man (3D), Krudowie (3D), Układ Zamknięty czy Kac Vegas III.

Zwracamy jednak uwagę na strukturę sprzedaży w 2Q'13. W omawianym okresie dostrzegamy wysoki udział wpływów ze sprzedaży biletów 3D, tym samym liczymy na dobre dane o średniej cenie biletów (pomimo wciąż licznych ofert promocyjnych). W grupie 12 najpopularniejszych tytułów w polskim box office w 2Q'13 znalazło się 5 pozycji w formacie 3D.

Zestawienie najpopularniejszych tytułów w Polsce w 2Q'13 w okresie weekendowym

Lp.	Tytuł	2Q'12	Lp.	Tytuł	2Q'13
1	Nietykalni	345	1	Iron Man 3D	366
2	The Avengers 3D	276	2	Krudowie 3D	365
3	American Pie: zjazd absolwentów	216	3	Układ zamknięty	332
4	Królewna Śnieżka i łowca	195	4	Kac Vegas III	296
5	Nad życie	185	5	Szybcy i wściekli 6	275
6	Faceci w czerni 3 3D	158	6	Tajemnica Zielonego Królestwa 3D	240
7	Goryl Śnieżek w Barcelonie	151	7	Oszukane	230
8	Dyktator	145	8	Wielki Gatsby 3D	139
9	Igrzyska śmierci	135	9	Niepamięć	108
10	Gniew tytanów 3D	126	10	Intruz	98
11	Mroczne cienie	102	11	Iluzja	87
12	Battleship: bitwa o ziemię	88	12	Człowiek ze stali 3D	87
	Frekwencja na top 12 [tys.]	2 123		Frekwencja na top 12 [tys.]	2 624
	Udział top 12 we frekwencji za 2Q'11	74%		Udział top 12 we frekwencji za 1Q'13	76%
	Frekwencja na filmy 3D (w top 12)	639		Frekwencja na filmy 3D (w top 12)	1 198

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

Pozostawiamy nasze wcześniejsze założenia frekwencyjne na 2H'13 bez istotnych zmian. W okresie 3-4Q'13 liczymy, że multiplexy Cinema City sprzedają łącznie odpowiednio 9.7 i 10.2 mln biletów. Uważamy, że nasze założenia frekwencyjne na 2H'13 są konserwatywne i liczymy, że będziemy mogli je podnieść w górę. W zakresie średniego wpływu z barów kinowych zdecydowaliśmy się na nieznaczne podniesienie założeń z 1.57 do 1.58 EUR/widza w 3Q'13 oraz z 1.54 na 1.55 EUR/widza. W przypadku wpływów reklamowych nie spodziewamy się istotnej poprawy w 2H'13 i w skali półrocza liczymy się z nieznacznym spadkiem w relacji r/r.

Ogółem w 2Q'13 zakładamy wzrost przychodów w segmencie kinowym do 62.64 mln EUR, z kolei w samym segmencie kinowym do 55.8 mln EUR (+5% r/r). Średnią cenę biletu szacujemy ostrożnie na 4.52 EUR. Średni przychód na 1 widza w barach kinowych zakładamy na poziomie 1.65 EUR. Na poziomie EBITDA oczekujemy poprawy wyniku o prawie 16% r/r do 12.5 mln EUR. Wynik EBIT zakładamy na poziomie 4.6 mln EUR. Na poziomie netto spodziewamy się 2.3 mln EUR.

Prognoza wyników w ujęciu kwartalnym [mln EUR]

CCIINT	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody	62.49	58.60	74.92	84.65	71.30	62.64	74.54	82.87	267.46	280.65	291.34	307.28
EBITDA	13.4	10.8	17.6	18.4	15.9	12.5	17.5	19.4	50.1	60.2	65.3	71.3
marża EBITDA	21.5%	18.4%	23.5%	21.7%	22.3%	20.0%	23.5%	23.4%	18.7%	21.5%	22.4%	23.2%
EBIT	6.3	3.0	10.1	10.3	8.1	4.6	9.2	10.6	24.7	29.7	32.5	37.6
marża EBIT	10.0%	5.1%	13.5%	12.1%	11.3%	7.3%	12.4%	12.7%	9.2%	10.6%	11.1%	12.2%
Kina	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2011	2012P	2013	2014
Przychody	57.1	53.1	69.3	73.8	63.9	55.8	67.7	70.8	243.8	253.3	258.2	272.5
Bilety	38.1	34.2	46.2	47.2	41.9	35.5	44.6	45.4	160.5	165.7	167.4	175.7
Bary kinowe	12.0	11.5	15.8	16.5	14.2	12.9	15.3	15.9	52.3	55.7	58.3	61.5
Reklama	7.1	7.4	7.2	10.2	7.8	7.4	7.8	9.6	31.1	31.9	32.5	35.3
EBITDA	12.3	9.3	16.7	16.0	13.8	10.3	14.9	16.0	47.5	54.2	55.0	59.6
marża EBITDA	21.5%	17.4%	24.0%	21.7%	21.6%	18.5%	22.0%	22.6%	19.5%	21.4%	21.3%	21.9%
EBIT	5.8	2.2	9.7	8.9	7.0	3.4	8.0	8.9	23.3	26.6	27.3	31.3
marża EBIT	10.2%	4.1%	14.0%	12.0%	10.9%	6.2%	11.8%	12.5%	9.6%	10.5%	10.6%	11.5%
Frekwencja zannualizowana [na 1 ekran]	39.3	38.6	38.7	39.4	39.4	39.1	38.6	38.0	40.3	39.4	38.0	37.1
Liczba sprzedanych biletów [mln szt.]	8.5	7.6	9.7	10.5	9.1	7.8	9.7	10.2	35.5	36.3	36.8	37.8
Przychód z barów na 1 widza [EUR]	1.40	1.51	1.62	1.57	1.56	1.65	1.58	1.55	1.47	1.53	1.58	1.63
Dystrybucja	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2011	2012P	2013	2014
Przychody	4.8	5.1	5.0	10.0	5.7	5.3	5.2	10.3	21.8	24.9	26.6	27.4
EBITDA	0.9	1.3	1.0	1.7	1.0	1.2	1.5	2.2	2.0	4.8	5.8	6.5
marża EBITDA	18.1%	26.1%	19.3%	16.6%	17.5%	21.8%	28.0%	21.4%	9.1%	19.3%	21.9%	23.5%
EBIT	0.2	0.6	0.4	0.8	0.1	0.2	0.3	0.6	0.8	2.0	1.2	1.5
marża EBIT	3.5%	11.4%	8.8%	8.1%	1.8%	4.0%	5.0%	6.0%	3.8%	8.0%	4.5%	5.5%
Nieruchomości, inne	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2011	2012P	2013	2014
Przychody	0.5	0.4	0.7	0.8	1.7	1.5	1.6	1.7	1.9	2.4	6.5	7.3
EBITDA	0.3	0.2	0.0	0.7	1.1	1.0	1.1	1.2	0.7	1.2	4.4	5.2
marża EBITDA	53.4%	54.8%	2.7%	85.4%	64.3%	68.4%	68.4%	68.4%	34.3%	49.8%	67.3%	71.5%
EBIT	0.3	0.2	0.0	0.6	1.0	0.9	1.0	1.1	0.6	1.1	4.0	4.8
marża EBIT	50.5%	51.1%	0.4%	74.2%	58.5%	61.8%	62.2%	62.5%	31.4%	44.2%	61.2%	66.0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Maciek Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel.: 032 208 14 12

COAL ENERGY

			2011/2012	2012/2013P	2013/2014P
Kurs [PLN]	2,0	P/E	0,7	-	-
MC [mln USD]	27,8	EV/EBITDA	0,6	5,0	-
		EV/EBIT	0,7	14,6	-
		P/BV	0,2	0,2	0,3

Wyniki 1Q'13 (kalendarzowo) okazały się słabsze od naszych oczekiwań. Produkcja spółki wciąż znajduje się pod istotną presją (obligo=80 tys. ton miesięcznie) i przy relatywnie stabilnej bazie kosztowej Coal Energy wchodzi w naszej opinii w okres strat. Według ostatnich przedstawionych przez spółkę informacji, Coal Energy zakończył 2Q'13 (kalendarzowo) z produkcją węgla energetycznego na poziomie 169 tys. ton, koksowego na poziomie 41 tys. ton oraz odzyskał 29 tys. ton węgla z chałd (dla porównania: 375 tys. ton, 76 tys. ton oraz z chałd 105 tys. ton w 2Q'12). Przy takim słabszym wolumenie produkcji (i prawdopodobnie również sprzedaży) oraz przy zakładanej przez nas dalszej presji na ceny spodziewamy się niższych przychodów q/q i r/r na poziomie 14,4 mln USD. Według naszych szacunków przy takich przychodach zysk brutto na sprzedaży wyniesie -1,0 mln USD. Zwracamy uwagę, że w ostatnim raporcie spółka wskazuje, iż dokonała odpisu na cześć posiadanej gotówki, zdeponowanej w zależnej spółce zlokalizowanej na Cyprze (Nertera Investments Limited and Coal Energy Trading Limited accounts in Laiki Bank, odpis miała miejsce 18 maja 2013 – 2,344 mln USD). W tej sytuacji, przy naszych poprzednich założeniach, spodziewamy się straty EBIT na poziomie -7,0 mln USD, a straty netto zbliżonej do 8,1 mln USD. Zrewidowaliśmy nasze oczekiwania dotyczące wyników spółki w roku obrotowym 2013/2014, korygując wolumen sprzedaży oraz cenę. Obecnie uważamy, że przy przychodach 70,6 mln USD Coal Energy prawdopodobnie zanotuje ok. 15,6 mln USD straty EBIT.

Prognozy wyników na 2Q'13 i 2012/2013 i 2013/2014 rok [mln USD]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2011/2012	2012/2013P	zmiana r/r	2013/2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	49,1	14,4	-70,7%	165,5	118,5	-28,4%	70,6	-40,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	21,1	-1,0	-104,8%	70,0	25,7	-63,2%	-2,1	-108,2%
EBITDA	19,5	-4,1	-121,1%	62,0	17,2	-72,3%	-4,1	-124,1%
EBIT	17,4	-7,0	-140,2%	53,5	5,8	-89,1%	-15,6	-368,4%
Zysk (strata) netto	13,3	-8,1	-160,7%	38,4	-2,9	-107,6%	-17,9	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	43,0%	-7,0%		42,3%	21,7%		-3,0%	
Marża EBITDA	39,8%	-28,6%		37,5%	14,5%		-5,9%	
Marża EBIT	35,4%	-48,5%		32,4%	4,9%		-22,2%	
Marża zysku netto	27,1%	-56,2%		23,2%	-2,5%		-25,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.,

Analityk:

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

CYFROWY POLSAT

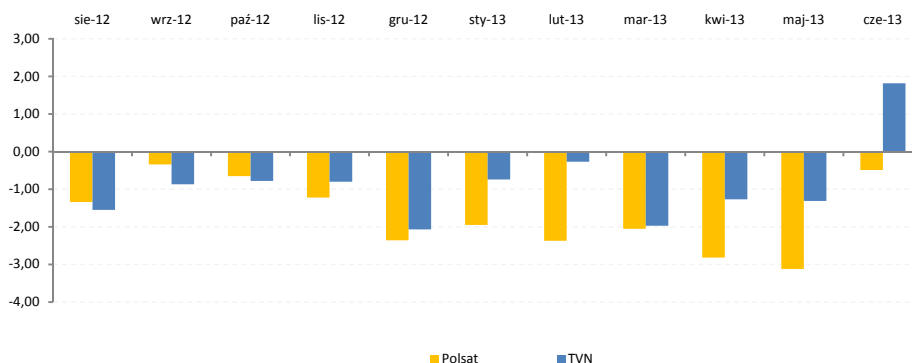
			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	21.9	P/E	47.6	12.8	16.4	12.6
MC [mln PLN]	7 629	EV/EBITDA	13.7	9.3	9.4	8.5
		EV/EBIT	18.0	12.2	12.6	11.5

Ogółem w 2013 roku założyliśmy, że spółka wypracuje wynik EBITDA na poziomie 989.2mln PLN, EBIT równy 734.6 mln PLN oraz wynik netto na poziomie 464.5 mln PLN. W 2014 roku wg naszych założeń dojdzie do umiarkowanej poprawy wyniku EBITDA do 1 050 mln PLN, wyniku EBIT do 775.5 mln PLN oraz zysku netto do 607.7 mln PLN.

Segment nadawania i produkcji

Pomimo oznak poprawy sytuacji na szerokim rynku reklamy tv obawiamy się, że rok 2013 będzie wymagający dla TV Polsat. Z odczytów widać, że spada oglądalność głównego kanału, czego nie rekompensują w wystarczającym stopniu stacje tematyczne. Liczymy się zatem z tym, że wpływy reklamowe segmentu będą słabsze niż odczyty rynkowe.

Porównanie erozji utraty udziału w oglądalności kanału głównego Polsatu na tle największych anten w Polsce wypada negatywnie dla spółki. W szczególności widać to jeśli nałoży się kanał główny Polsatu z kanałem głównym TVN. Obecna sytuacja wymusi prawdopodobnie na spółce wprowadzenie istotnych zmian w ramówce jesiennej, gdyż dalsza trwała szybka utrata oglądalności kanału głównego może mieć istotne negatywne konsekwencje dla przyszłych wyników segmentu. Tym samym zakładamy w modelu, że koszty po stronie kontentu od 3Q'13 będą wyższe r/r nawet w sytuacji słabego rynku reklamowego.

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

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

W modelu uwzględniamy sprzedaż RSTV oraz przejęcie Polskie Media (TV4 i TV6). Obie zmiany kapitałowe będą miały wpływ na rezultaty segmentu nadawanie i produkcja tv od 3Q'13. Warunki transakcji nabycia Polskie Media oceniamy umiarkowanie pozytywnie. Spółka zwiększy swój udział w oglądalności, jednak pogorszy swoje wskaźniki odzwierciedlające wartość wpływów z reklamy/sponsoringu do udziałów w oglądalności. W 2014 roku przejęty podmiot powinien poprawić swoje wyniki za sprawą wyższych wpływów reklamowych (wzrost oglądalności) oraz spadku kosztów transmisji sygnału i tym samym mieć dodatnią kontrybucję także na poziomie EBIT i netto. Szacujemy, że oglądalność kanałów Polsatu po dodaniu TV4 i TV6 wzrośnie o ok. 3.6-3.7 pkt %. Tym samym udział w rynku wszystkich stacji Polsatu powinien w 2014 wg nas wynosić ok. 25% (w przypadku grupy kanałów TVN spodziewamy się, że będzie to ponad 22%).

Segment klientów indywidualnych

Utrzymujemy większość naszych podstawowych założeń dla segmentu klientów indywidualnych. Ze względu na skalę prowadzonej działalności oraz coraz wyższe nasycenie rynku płatnej tv, w nadchodzących okresach baza abonentów wg nas może podlegać erozji co będzie wynikiem: i) pogarszającej się sytuacji makroekonomicznej w Polsce (wzrost bezrobocia, niska dynamika wzrostu płac realnych), ii) łatwego dostępu do naziemnej tv cyfrowej (DTT), iii) docelowego uszczelnienia pobierania powszechnych opłat abonamentowych, których miesięczna wysokość może wynosić tyle ile wynosi ARPU w pakiecie mini, co naszym zdaniem może istotnie zwiększyć odpływ części klientów o dużej wrażliwości cenowej do „bezpłatnego” sygnału cyfrowego. Z dzisiejszej perspektywy mniejsze znaczenie przykładamy do ryzyka zaostrenia konkurencji ze strony nc+.

W kolejnych kwartałach przyjęliśmy wzrost churn do poziomu ok. 10% na koniec 2013 roku. Obawiamy się że presja ze strony „darmowej” oferty tv cyfrowej będzie widoczna w kolejnych odczytach. W 2Q'13 neutralizować mogą to nowi klienci z nct+, niemniej w 2H'13 zakładamy już wyraźniejszą erozję bazy abonentów.

Sprzedż usług transmisji danych LTE obecnie jest ciągle trochę poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań. Zakładamy, że na koniec 2013 roku liczba abonentów LTE przekroczy pułap 272 tys. osób (penetracja bazy abonentów tv na poziomie ok. 7.8%). W okresie 2014-2015 liczymy na utrzymanie wysokiej dynamiki przyrostu klientów korzystających z LTE i w modelu przyjmujemy przyrost bazy do 487 tys. osób na koniec 2015 roku (penetracja bazy tv na poziomie niespełna 15%). Docelowo w modelu liczba abonentów LTE nie przekracza 20% bazy abonentów usługi tv.

Założenia do wyników na lata 2013-2014

	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2011	2012	2013	2014
Przychody	719.2	669.2	713.8	644.5	750.6	697.1	742.2	668.3	779.5	2365.9	2778.2	2887.0	3036.7
od klientów indywidualnych	415.5	424.7	427.9	434.9	447.4	452.0	450.3	453.8	460.0	1594.9	1734.8	1816.1	1865.6
z reklamy i sponsoringu	256.4	201.6	238.4	162.8	249.8	184.2	224.9	161.3	266.5	634.2	852.6	837.0	954.0
od operatorów kablowych i satelitarnych	22.9	23.3	23.6	23.8	23.0	24.9	25.0	25.1	25.2	61.1	93.7	100.2	102.7
ze sprzedaży sprzętu	4.7	2.7	6.2	2.6	7.3	13.1	15.6	5.6	4.5	16.5	18.8	38.8	7.8
pozostałe	19.7	16.9	17.8	20.4	23.2	22.9	26.4	22.3	23.3	59.2	78.4	94.9	106.7
Koszty operacyjne	600.1	464.6	499.7	444.9	562.5	513.0	541.7	490.2	582.3	1799.6	1971.7	2127.1	2230.8
Koszty licencji programowych	109.4	100.1	97.1	77.3	85.7	99.2	102.1	99.2	96.1	414.7	360.3	396.6	408.6
Koszty dystrybucji, marketingu, obsługi	88.2	71.5	71.8	73.7	95.7	79.0	83.3	80.5	101.8	312.0	312.7	344.6	355.2
Prod. tv wł i zewn + amort praw sport	113.2	78.6	104.9	66.0	102.0	75.6	103.5	73.1	118.8	270.6	351.5	371.0	432.3
Amortyzacja i utrata wartości	53.5	54.4	56.7	60.2	71.7	60.7	62.6	65.3	66.1	174.9	243.1	254.7	275.3
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	51.3	40.6	40.3	38.9	58.6	43.1	41.5	43.0	59.0	148.8	178.4	186.6	195.7
Koszty przesyłu sygnału	34.4	33.7	36.2	39.4	40.4	38.0	38.9	34.8	34.0	114.7	149.7	145.7	136.2
Amortyzacja licencji filmowych	36.7	28.0	24.6	28.1	31.4	32.7	25.7	31.1	38.8	93.2	112.1	128.2	150.9
Koszt własny sprzedanego sprzętu	8.8	5.5	7.6	7.0	16.1	25.9	27.2	9.2	7.3	33.5	36.2	69.7	11.1
Inne koszty	37.3	35.6	41.0	37.6	41.9	36.7	56.9	53.9	60.5	137.5	156.1	207.9	265.5
EBITDA	203.0	257.4	269.8	257.9	247.2	245.3	254.9	234.8	254.2	735.2	1032.2	989.2	1050.8
EBIT	149.5	203.0	213.1	197.7	175.4	184.6	192.4	169.5	188.1	560.3	789.2	734.6	775.5
Saldo finansowe	-71.1	42.5	-100.9	0.1	-38.1	-76.2	-92.9	-28.0	-1.1	-370.4	-96.4	-198.2	-60.5
Wynik brutto	79.1	246.3	112.9	198.3	138.2	109.1	99.5	141.5	187.0	192.1	695.6	537.2	715.0
Wynik netto	78.4	205.1	99.5	172.1	121.6	95.1	83.6	123.1	162.7	160.2	598.3	464.5	607.7
Marża EBITDA	28.2%	38.5%	37.8%	40.0%	32.9%	35.2%	34.3%	35.1%	32.6%	31.1%	37.2%	34.3%	34.6%
Marża EBIT	20.8%	30.3%	29.8%	30.7%	23.4%	26.5%	25.9%	25.4%	24.1%	23.7%	28.4%	25.4%	25.5%
Marża netto	10.9%	30.6%	13.9%	26.7%	16.2%	13.6%	11.3%	18.4%	20.9%	6.8%	21.5%	16.1%	20.0%
Segment usług dla klientów indywidualnych													
Przychody	428.2	434.4	445.4	450.5	473.3	482.0	481.3	475.8	481.7	1642.5	1803.7	1920.9	1955.7
EBITDA	95.5	165.4	164.5	172.0	130.1	164.7	157.1	162.6	142.4	482.0	632.0	626.8	664.9
EBIT	55.0	122.3	118.4	121.7	69.0	112.5	102.3	107.2	86.5	342.8	431.4	408.5	430.1
Marża EBITDA	26.7%	37.1%	37.8%	38.2%	27.5%	34.2%	32.6%	34.2%	29.6%	29.3%	35.0%	32.6%	34.0%
Marża EBIT	17.3%	27.2%	27.5%	27.0%	14.6%	23.3%	21.3%	22.5%	18.0%	20.9%	23.9%	21.3%	22.0%
Segment usług nadawania i produkcji tv*													
Przychody	321.6	262.4	295.8	220.9	310.8	245.2	285.7	217.3	322.6	794.9	1089.9	1070.8	1177.6
EBITDA	101.6	92.0	105.3	85.9	117.1	80.6	97.8	72.2	111.8	253.2	400.2	362.5	385.9
EBIT	89.9	82.0	95.5	76.6	107.0	72.7	90.0	62.3	101.6	221.2	361.1	326.7	345.4
Marża EBITDA	31.6%	35.1%	35.6%	38.9%	37.7%	32.9%	34.2%	33.2%	34.7%	31.9%	36.7%	33.8%	32.8%
Marża EBIT	28.0%	31.3%	32.3%	34.7%	34.4%	29.6%	31.5%	28.7%	31.5%	27.8%	33.1%	30.5%	29.3%

*- segment konsolidowany od kwietnia 2011 roku

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Maciek Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel.: 032 208 14 12

ERBUD

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	20,4	P/E	15,0	15,9	12,2
MC [mln PLN]	257,6	EV/EBITDA	4,5	4,6	3,8
		EV/EBIT	5,6	5,9	4,7
		P/BV	1,0	1,0	0,9

W 2Q'13 spodziewamy się słabszych r/r wyników Erbudu, jednak na tle branży wyniki powinny wyglądać w miarę poprawnie. 2H'13 (dobra kontrakcja nowych umów w 2Q'13) powinien przynieść odbudowę wyników na tyle, by możliwe było powtórzenie rezultatów z 2012 roku (m.in. lepsze wyniki w kubaturze na rynku krajowym, słabiej w deweloperce). Rezultaty nie powinny być obciążane przez kontrakt na lotnisko w Modlinie (2,8 mln PLN zawiązanych rezerw w 2012). Natomiast spółka będzie zmuszona dochodzić na drodze sądowej zwrotu kosztów poniesionych na wymianę nawierzchni pasa (12,5 mln PLN, z czego połowa została pobrana z gwarancji podwykonawcy, kwota będzie więc „zawieszona” w należnościach).

Po 2Q'13 backlog spółki szacujemy na około 1,5 mld PLN, z czego połowa przypada na 2H'13. Erbud nadal skupia się na kontraktach kubaturowych (biura, obiekty handlowe i mieszkalne). Do backlogu wchodzi tę coraz odważniej zlecenia z sektora energetycznego (spalarnia śmieci w Koninie, instalacja nawęglania dla Dalkii).

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	369,0	343,5	-6,9%	603,4	549,9	-8,9%	1 384,5	1 331,3	-3,8%	1 366,8	2,7%
Wynik brutto na sprzedaży	20,1	17,9	-11,0%	40,1	35,8	-10,8%	84,1	79,7	-5,2%	88,2	10,6%
EBITDA	9,2	6,5	-28,9%	17,9	10,2	-43,1%	36,9	36,5	-1,2%	42,0	15,0%
EBIT	6,7	4,5	-32,2%	14,2	6,8	-51,7%	29,4	28,5	-3,1%	33,7	18,3%
Zysk brutto	6,4	2,5	-60,5%	10,8	3,4	-68,9%	23,5	21,7	-7,7%	27,9	28,5%
Zysk netto	4,7	1,8	-63,0%	7,9	2,1	-73,5%	17,2	16,3	-5,6%	21,3	30,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5,4%	5,2%		6,6%	6,5%		6,1%	6,0%		6,5%	
Marża EBITDA	2,5%	1,9%		3,0%	1,8%		2,7%	2,7%		3,1%	
Marża EBIT	1,8%	1,3%		2,4%	1,2%		2,1%	2,1%		2,5%	
Marża zysku netto	1,3%	0,5%		1,3%	0,4%		1,2%	1,2%		1,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

FAMUR

			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	5,20	P/E	23,9	8,7	12,3	13,0
MC [mln PLN]	2 503	EV/EBITDA	10,2	5,2	5,9	6,0
		EV/EBIT	17,3	7,1	10,0	10,5
		P/BV	3,9	2,7	2,9	2,9

Obecny backlog Famuru szacujemy na ponad 300 mln PLN (poprzednio 825 mln PLN). Do tej kwoty należy jednak doliczyć około 150 mln PLN – 200 mln PLN przychodów segmentu kombajnów chodnikowych. Z kluczowych obecnie kontraktów Famuru należy wymienić: dostawę kompleksu dla KW za 54,3 mln PLN, dostawę 122 sekcji dla KHW za 19,3 mln PLN oraz realizację dostawy 177 sztuk sekcji dla PKW (50,3 mln PLN).

W samym drugim kwartale oczekujemy, że Famur będzie kończył rozliczenie: dostaw dla PG Silesia (dostawa kompleksu za 77,2 mln PLN) oraz części sprzedaży eksportowej zdobytej w roku 2012 (Kazachstan). Te dwa czynniki powinny w naszej ocenie istotnie wpłynąć na relatywnie dobry 2Q'13 i utrzymanie silnych wyników spółki r/r. Spodziewamy się przychodów na sprzedaży zbliżonych do 368,5 mln PLN. Oczekujemy, że podobnie jak w 1Q'13 Famur będzie generował wyższą amortyzację r/r, co negatywnie wpłynie na poziom marży brutto na sprzedaży, niemniej będzie niezauważalne na poziomie marż EBITDA. Spodziewamy się nawet, że podobnie jak w 1Q'13 – zwłaszcza w obecnym otoczeniu słabej PLN – spółka będzie w stanie ponownie poprawić marżę EBITDA i wyniesie ona o 37,7%. Na poziomie salda z działalności finansowej negatywnie na wynik netto powinno wpłynąć przeszacowanie krótkich forwardów – oczekujemy straty w wysokości 3,2 mln PLN. Po uwzględnieniu podatku dochodowego spodziewamy się wyniku netto jednostki dominującej na poziomie 69,3 mln PLN.

Przy naszych szacunkach całoroczne przychody Famuru ulegną obniżeniu o 9,2%, a EBIT spadnie o 27,5% do poziomu 253 mln PLN. Zysk netto będzie zbliżony do 187 mln PLN (-31,2% r/r).

Prognoza na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	401,6	368,5	-8,2%	1 471,5	1 335,4	-9,2%	1 335,4	0,0%
Zysk brutto na sprzedaży	147,4	128,7	-12,7%	502,9	402,1	-20,0%	402,1	0,0%
EBITDA	145,5	138,8	-4,6%	477,3	427,6	-10,4%	417,2	-2,4%
EBIT	116,9	94,6	-19,1%	349,3	253,2	-27,5%	239,8	-5,3%
Zysk netto	78,4	69,3	-11,7%	271,4	186,6	-31,2%	187,8	0,6%
Marża zysku ze sprzedaży	36,7%	34,9%		34,2%	30,1%		30,1%	
Marża EBITDA	36,2%	37,7%		32,4%	32,0%		31,2%	
Marża EBIT	29,1%	25,7%		23,7%	19,0%		18,0%	
Marża zysku netto	19,5%	18,8%		18,4%	14,0%		14,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

FASING

			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	20,3	P/E	5,5	5,1	9,6	8,6
MC [mln PLN]	63,0	EV/EBITDA	3,7	3,8	5,6	5,2
		EV/EBIT	5,3	5,7	11,2	9,8
		P/BV	5,5	5,1	9,6	8,6

Wyniki 1Q'13 okazały się znacznie słabsze od naszych oczekiwań. Przede wszystkim rozczarowała postawa Beckera oraz spółki w Chinach. Przychody oby dwu tych podmiotów spadły do 12,5 mln PLN z 21,4 mln PLN w 1Q'12. Kiepsko poradził sobie również MOJ, który wygenerował 200 tys. PLN straty EBIT vs. tyleż zysku w 1Q'12. Częściowo dwucyfrowe spadki wyników należy również tłumaczyć bardzo wysoką bazą, która również będzie ciężać spółce w ocenie 2Q'13. I tak spodziewamy się, że 2Q'13 może być dla spółki także wymagający, lecz nieco lepszy. Dla Fasingu jednostkowego zakładamy wolumen produkcji łańcuchów/ogniw/pozostałe odpowiednio: 1650t/30t/35t. Prawdopodobnie w 1Q'13 spółka odczuła presję na ceny w Polsce (również przełożyło się na spadek przychodów w 1Q'13), co powinno mieć miejsce również w 2Q'13. Przy naszych szacunkach jednostkowy Fasing powinien wypracować 22,7 mln PLN przychodów oraz 2,0 mln PLN EBIT (wyniki relatywnie zbliżone do 1Q'13). Z kolei dla MOJa ponownie zakładamy stratę w wysokości ponad 200 tys. PLN EBIT. Obecny model biznesowy tej spółki nie zapewnia dodatniej rentowności; ewentualnej zmiany upatrujemy po połączeniu z Osowcem. W przypadku Beckera i Shandongu oczekujemy poprawy na poziomie przychodów i wyniku vs. bardzo słaby 1Q'13 i zakładamy 18,8 mln PLN sprzedaż oraz 1,1 mln PLN EBIT. Podsumowując nasze szacunki, spodziewamy się, że cała grupa wypracuje w 2Q'13 46,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży przy 2,7 mln PLN EBIT. EBITDA powinna przekroczyć 5,4 mln PLN, a zysk netto 1,6 mln PLN. Korygujemy nasze oczekiwania wynikowe na 2H'13 (zakładamy obecnie, iż spółka odnotuje relatywnie podobne poziomy wyników vs. 2Q'13) i cały 2013 rok, który powinien dla grupy zakończyć się ok. 179 mln PLN przychodów i 21,6 mln PLN EBITDA.

Prognozy wyników na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [tys. PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmian r/r
Przychody	57,1	46,0	-19,5%	209,5	178,9	-14,6%	191,0	6,8%
Zysk brutto na sprzedaży	15,4	11,8	-23,2%	61,3	50,7	-17,3%	52,6	3,7%
EBITDA	8,7	5,4	-38,2%	29,7	21,6	-27,3%	23,0	6,5%
EBIT	6,5	2,7	-58,9%	19,9	10,8	-45,7%	12,1	11,8%
Zysk netto	4,8	1,6	-66,2%	12,3	6,6	-46,7%	7,3	11,2%
Marża brutto na sprzedaży	26,9%	25,7%		29,3%	28,3%		27,5%	
Marża EBITDA	15,2%	11,6%		14,2%	12,1%		12,0%	
Marża EBIT	11,3%	5,8%		9,5%	6,0%		6,3%	
Marża zysku netto	8,4%	3,5%		5,9%	3,7%		3,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.,

Analityk:

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

FERRO

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	6,40	P/E	7,8	7,8	7,3
MC [mln PLN]	135,6	EV/EBITDA	8,0	7,6	7,0
		EV/EBIT	8,6	8,1	7,5
		P/BV	0,8	0,7	0,7

Od 3Q'12 spółka notuje ujemne dynamiki sprzedaży. Odpowiadają za to dwa główne rynki, czyli Polska i Czechy. Nie spodziewamy się zmiany tendencji w 2Q'13, aczkolwiek ujemna dynamika może trochę wyhamować względem 1Q'13 (-8,7%). Na poziomie marż spółce sprzyjają spadające ceny surowców – efekt jest częściowo neutralizowany przez mocny kurs USD.

W ocenie spółki rynek pozostaje trudny. W przedstawionych w 1Q'13 oczekiwaniach na 2013 zarząd Ferro zakładał jednocyfrowy spadek przychodów r/r (spadek w Polsce, płasko w Czechach, wzrosty na Słowacji i w Rumuni) oraz możliwość dalszego pogorszenia rentowności. W tym drugim obszarze spółkę mogą wspierać jednak spadające ceny podstawowych surowców.

Spółka jest nisko wyceniana na poziomie P/E. Jednak już EV/EBITDA nie wygląda tak atrakcyjnie, co uwypukla strukturę aktywów spółki (bardzo duży poziom wartości niematerialnych, niski poziom środków trwałych, co implikuje stosunkowo niską amortyzację – zakład chiński konsolidowany jest metodą praw własności). Dług netto/EBITDA=3,5x po 1Q'13.

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	73,0	69,7	-4,5%	140,3	131,2	-6,5%	276,1	263,2	-4,7%	274,0	4,1%
EBITDA	6,4	6,2	-2,3%	15,2	15,5	2,1%	30,2	30,1	-0,3%	31,4	4,2%
EBIT	5,8	5,7	-3,0%	14,2	14,5	1,8%	28,1	28,0	-0,3%	29,1	3,7%
Zysk brutto	2,7	4,0	45,0%	9,2	10,6	15,2%	20,9	21,4	2,4%	23,0	7,5%
Zysk netto	2,2	3,2	43,6%	7,2	8,5	16,6%	17,4	17,3	-0,6%	18,6	7,5%
Marża EBITDA	8,7%	8,9%		10,8%	11,8%		10,9%	11,4%		11,5%	
Marża EBIT	8,0%	8,1%		10,1%	11,0%		10,2%	10,6%		10,6%	
Marża zysku netto	3,1%	4,6%		5,2%	6,4%		6,3%	6,6%		6,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

FORTE

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	22,2	P/E	15,4	11,5	10,9
MC [mln PLN]	530,6	EV/EBITDA	9,8	7,4	7,1
		EV/EBIT	13,4	9,4	9,1
		P/BV	1,5	1,4	1,3

W 1Q'13 spółka kolejny raz pokazała, że potrafi zwiększać sprzedaż nawet na spadkowym rynku. W istocie 1Q'13 główny rynek niemiecki był słabszy o ok. 11% r/r (Polska 0% r/r), a spółka zaraportowała 6,5% wzrost sprzedaży. Oczekujemy, że i w minionym kwartale sytuacja była podobna, choć w ostatnich miesiącach rynek w Niemczech przyspieszył do ok 3% r/r, a w Polsce do 8,3% r/r w 2Q'13. W rezultacie zakładamy ok. 6,3% r/r wzrost wolumenu ogółem (6% r/r w Niemczech i 8% r/r w Polsce). Przy wzroście cen mebli o ok. 1,7% r/r (Niemcy) i umocnieniu złotówki o 1,4% r/r (EUR/PLN 4,2 vs 4,26 w 2Q'12) spółka powinna zaraportować ponad 6% wzrost sprzedaży.

W 2Q'13 oczekujemy także poprawy marż, na co wpływ będą miały głównie niższe ceny płyt wiórowych. Ich notowania na rynku niemieckim spadły o 3,4% r/r. Niemniej od września Pfeleiderer już zapowiedział podwyżki w odpowiedzi na rosnący popyt z sektora. Szacujemy je na ok 3%, co negatywnie wpłynie na marżę spółki w 4Q'13. Do tego czasu jednak Forte powinno utrzymać wysoką dynamikę wzrostu wyników finansowych. W samym 2Q'13 szacujemy że EBITDA sięgnie 13,4 mln PLN (+60,3% r/r), a zysk netto 7,6 mln PLN (+53% r/r).

Prognozy wyników na 2Q'2013 [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	116,3	123,0	5,7%	263,3	279,5	6,1%	560,5	595,7	6,3%	629,3	5,7%
Wynik brutto na sprzedaży	36,3	40,3	11,1%	83,8	94,3	12,6%	181,8	199,4	9,7%	212,7	6,6%
EBITDA	8,4	13,4	60,3%	23,6	35,4	49,9%	57,2	74,9	30,9%	77,0	2,7%
EBIT	4,7	9,3	100,0%	16,1	27,3	69,4%	41,7	58,7	40,6%	60,2	2,6%
Wynik brutto	4,5	9,3	105,9%	16,0	26,8	67,9%	41,7	58,1	39,4%	60,2	3,6%
Wynik netto	4,9	7,6	53,0%	14,0	21,3	52,1%	34,5	46,3	34,1%	48,8	5,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	31,2%	32,8%		31,8%	33,7%		32,4%	33,5%		33,8%	
Marża EBITDA	7,2%	10,9%		9,0%	12,7%		10,2%	12,6%		12,2%	
Marża EBIT	4,0%	7,6%		6,1%	9,8%		7,4%	9,9%		9,6%	
Marża zysku netto	4,2%	6,1%		5,3%	7,6%		6,2%	7,8%		7,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

GPW

			2011	2012P	2013P	2014P
Kurs [PLN]	39.8	P/E	12.5x	15.7x	15.7x	17.4x
MC [mln PLN]	1 670	EV/EBITDA	9.9x	11.6x	11.8x	12.0x
		EV/EBIT	11.1x	13.1x	14.1x	15.1x

W 2Q'12 sytuacja odwrotnie niż w 1Q'13 była korzystniejsza dla rynku finansowego i trudna dla rynku towarowego z uwagi na czasowe wygaszenie handlu świadectwami pochodzenia.

Szacujemy, że obroty akcjami i innymi instrumentami udziałowymi w 2Q'13 wzrosły r/r o ok. 40%, wolumen obrotu instrumentami pochodnymi o ponad 5% r/r. Tym samym oczekujemy, że przychody z tych dwóch pozycji w 2Q'13 wzrosły odpowiednio do 27.6 mln PLN i 5.7 mln PLN. Ogółem wpływy z obsługi obrotu na rynku finansowym szacujemy na poziomie 52.5 mln PLN, czyli niemal identyczne jak w 1Q'13 i wyższe w ujęciu r/r o ponad 2%.

Natomiast w przypadku rynku towarowego uwzględniamy niskie wolumeny handlu RPM do zaledwie 4 TWh (od kwietnia niemal wygaszenie handlu na certyfikatach żółtych i czerwonych), co miało negatywny wpływ na poziom wpływów z obsługi obrotu jak i prowadzenia rejestru oraz rozliczenia transakcji. Dlatego obawiamy się, że przychody z rynku towarowego w 2Q'13 wyniosą zaledwie 11 mln PLN.

W 2H'13 na rynku finansowym nie oczekujemy poprawy sytuacji i liczymy się ze spadkiem obrotów akcjami i innymi instrumentami udziałowymi w porównaniu do 1H'13, w ujęciu r/r powinny być jednak one wyższe o ponad 6.5%. W przypadku rynku towarowego kluczowe znaczenie będzie miało wznowienie handlu na certyfikatach żółtych i czerwonych oraz przyjęcie obligo dla handlu gazem. W Parlamencie trwają końcowe prace nad wprowadzeniem dalszego wsparcia dla producentów energii elektrycznej i ciepła w jednostkach wysokosprawnej kogeneracji. Ma to zapobiec trwałym i negatywnym skutkom ekonomicznym dla producentów wysokosprawnej kogeneracji, do czasu wprowadzenia tzw. trójpaku. Dlatego obecnie proponuje się przedłużenie dotychczasowego funkcjonującego systemu wsparcia. Mamy zatem nadzieję, że już w 4Q'13 lub najpóźniej w 1Q'14 wolumeny na rynku towarowym powrócą do rzędu wielkości obserwowanych w poprzednich okresach (w kwartale wprowadzenia nowych przepisów można oczekiwać znowu wyższych wolumenów związanych z niemal zanikiem handlu w okresie 2-3Q'13).

W strukturze kosztów najbliższe kwartały powinny przynieść wzrost amortyzacji związany z systemem UTP. Liczymy się też z wzrostem wykazywanych w RZIS kosztów pracowniczych (część z nich była ujmowana na bilansie w wartość wdrożenia UTP) oraz rosnącymi kosztami usług obcych (także pochodna wdrożenia UTP, oraz efekt zaniżonych pozycji w 4Q'12-1Q'13).

Dlatego w skali 2013 roku obawiamy się, że spółka nie zdoła poprawić wyniku EBITDA. Wg naszych założeń EBITDA może spaść z 141.8 do 138.1 mln PLN. Wynik netto zakładamy na poziomie 106.1 mln PLN, czyli zbliżonym do rezultatu z 2012 roku.

W obecnej aktualizacji raportu zdecydowaliśmy się na korektę in minus dla rynku finansowego. Obawiamy się, że przyszły 2014 rok pod względem wielkości obrotów może być trudniejszy niż obecny. Perspektywa szybkiej odbudowy wyników spółek jest wg nas daleka, dodatkowo kluczowym ryzykiem są zmiany w zasadach funkcjonowania OFE. Obecnie przyjmujemy, że przyszłoroczne obroty akcjami mogą spaść o 3% r/r z brakiem perspektywy szybkiej istotnej odbudowy w kolejnych latach. Zatem na obecnym etapie jeszcze nie zakładamy w pełni ryzyka wyraźnego „wygaszenia” obrotów w konsekwencji deformacji roli OFE i tym samym mniejszej atrakcyjności krajowego rynku akcji dla inwestorów zagranicznych

W 2014 roku dla rynku finansowego przyjęliśmy spadek przychodów z 203.2 do 197.4 mln PLN, dla rynku towarowego zakładamy powrót wolumenów z tytułu handlu certyfikatami żółtymi i czerwonymi oraz wpływy z handlu gazem wynikające z wprowadzenia obligo. Tym samym przy wyższych w ujęciu r/r kosztach operacyjnych, wynik EBITDA spółki na 2014, wg naszych założeń, może spaść z 138.1 do 134.3 mln PLN.

Szczegółowe założenia do modelu na lata 2013-2015

	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13P	3Q'13P	4Q'13P	2012	2013P	2014P	2015P
Przychody	60.9	63.9	70.1	65.7	74.1	79.4	64.6	62.6	69.8	273.8	276.3	276.6	279.6
Rynek finansowy	58.8	57.0	51.3	49.9	50.0	52.5	52.5	48.7	49.5	208.1	203.2	197.4	199.8
Przychody z obsługi obrotu	43.7	42.2	36.5	35.8	35.5	38.2	38.2	34.2	35.0	150.1	145.6	141.0	142.7
Przychody z obsługi emitentów	5.6	5.3	5.5	5.2	5.5	5.7	5.7	5.8	5.9	21.5	23.2	21.9	22.6
Przychody ze sprzedaży informacji	9.5	9.4	9.3	8.8	8.9	8.6	8.6	8.6	8.5	36.5	34.4	34.5	34.5
Rynek towarowy	0.8	6.1	17.8	14.8	23.9	26.1	11.0	12.9	19.4	62.6	69.5	75.5	75.9
Przychody z obsługi obrotu	0.8	2.7	7.1	7.2	13.2	11.9	6.0	6.7	9.5	30.2	34.1	33.8	32.2
En. elektryczna	0.3	0.7	2.3	2.8	5.3	3.1	3.1	2.6	3.3	11.1	12.1	12.1	10.0
Prawa majątkowe	0.0	1.2	3.1	2.7	4.8	7.2	1.2	2.4	4.5	11.8	15.3	11.1	11.0
Inne opłaty od uczestników rynku	0.5	0.7	1.7	1.7	3.1	1.6	1.7	1.7	1.7	7.2	6.6	6.6	6.7
Obrót gazem	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	4.0	4.6
Prowadzenie rejestru świadectw	0.0	2.1	6.0	4.4	4.0	7.9	1.9	2.6	4.6	16.5	17.0	18.7	19.6
Rozliczenie transakcji	0.0	1.4	4.7	3.1	6.7	6.3	3.2	3.6	5.1	15.9	18.2	18.9	19.4
Pozostałe przychody	1.4	0.8	1.0	1.0	0.2	0.7	1.0	1.0	1.0	3.0	3.7	3.8	3.9
Koszty operacyjne	35.2	35.0	39.3	34.4	39.7	36.8	41.6	41.3	41.9	148.5	161.7	169.0	173.0
Amortyzacja	3.9	4.0	4.3	4.1	4.2	3.7	5.6	6.7	7.0	16.6	22.9	28.2	29.4
Koszty pracownicze	15.2	13.6	15.1	14.9	16.3	17.2	15.6	15.8	15.8	59.9	64.5	66.7	69.1
Czynsze i inne opłaty	1.8	2.3	2.5	2.1	3.0	2.5	2.6	2.6	2.6	9.9	10.3	10.3	10.6
Opłaty i podatki	1.8	5.2	5.5	4.8	4.0	4.8	4.8	4.8	4.8	19.5	19.3	19.7	20.2
Usługi obce, inne koszty	12.5	10.0	12.0	8.5	12.2	8.6	13.0	11.5	11.7	42.7	44.8	44.0	43.8
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	1.4	6.7	0.6	0.1	-7.5	0.5	-0.4	0.2	0.2	-0.1	0.5	-1.6	-1.6
EBITDA	31.0	39.6	35.7	35.4	31.1	46.7	28.2	28.1	35.0	141.8	138.1	134.3	134.3
EBIT	27.1	35.7	31.4	31.3	26.9	43.1	22.6	21.4	28.1	125.3	115.2	106.0	104.9
Saldo finansowe	1.6	-0.9	-0.3	-1.2	-1.3	0.9	-0.3	-0.5	-0.5	-3.7	-0.4	-0.5	1.1
Udział w zyskach stowarzyszonych	2.0	4.6	1.7	2.0	0.9	4.6	1.8	1.6	1.6	9.2	9.6	8.2	8.2
Wynik netto	24.5	33.5	26.7	25.9	20.1	42.1	20.5	19.1	24.8	106.2	106.5	95.8	95.1
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	24.4	33.1	25.9	25.6	21.1	42.0	20.5	19.0	24.7	105.8	106.1	95.4	94.7
przypadający udz. niekontrolującym	0.1	0.4	0.8	0.3	-1.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4
Rynek finansowy													
Obroty akcjami i innymi instr. udz. [mld PLN]	58.0	59.8	43.6	52.7	49.4	71.4	61.3	53.1	55.7	205.5	241.5	234.2	241.2
Wolumen obrotu instr. pochodnymi [mln szt.]	3.70	2.80	3.20	2.70	2.63	3.17	3.37	3.44	3.53	11.33	13.50	14.17	15.24
Obroty instrumentami dłużnymi [mld PLN]	216.2	262.6	251.7	296.4	253.8	222.7	227.6	233.0	238.8	1064.5	922.2	946.0	981.5
Rynek towarowy													
Wolumen obrotu RDN [TWh]	5.0	4.9	5.4	4.6	5.7	5.9	4.9	4.7	5.4	17.4	20.9	21.2	21.5
Wolumen obrotu RTT [TWh]	34.6	8.5	21.3	28.6	59.7	29.9	31.9	26.0	33.0	114.4	120.8	90.9	73.2
Wolumen obrotu RPM [TWh]	11.1	18.9	15.7	11.6	16.6	23.7	4.0	8.0	15.0	49.1	50.7	51.4	52.5
Wolumen obrotu gazem [TWh]	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.5	2.4	0.0	3.4	66.3	75.9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

GRAJEWO

			2012	2013P*	2014P
Kurs [PLN]	18,7	P/E	16,5	18,1	15,3
MC [mln PLN]	928,0	EV/EBITDA	8,2	9,5	7,7
		EV/EBIT	12,3	14,2	11,2
		P/BV	1,5	1,2	1,2

Okres 2Q'13 będzie pierwszym kwartałem po sprzedaży rosyjskich aktywów. W 1Q'13 spółka konsolidowała jeszcze wyniki z Rosji praktycznie przez cały styczeń, co dało 21,8 mln PLN przychodów i 2,4 mln PLN EBIT. Przychody w samym Grajewie spadły wówczas o 2,2% r/r. Szacujemy, że i 2Q'13 przyniesie podobną dynamikę, choć wskazujemy na możliwość pozytywnego zaskoczenia. Może ono wynikać po stronie wolumenów. Wg GUS produkcja płyt wiórowych w 2Q'13 wzrosła o 1% r/r. Wcześniej szacowaliśmy spadek na poziomie 5-6% r/r. Ceny płyt na rynku niemieckim spadły przeciętnie o 3,4% r/r, niemniej od września Pfeleiderer zapowiedział wprowadzenie podwyżek w odpowiedzi na wzrost popytu z sektora meblowego. Szacujemy je na ok. 3%, co powinno poprawić marże w 4Q'13. W 2Q'13 na marże pozytywnie wpłynie niższy koszt drewna rzędu -12% r/r, papieru i energii. Z drugiej strony presje na marże wywierają wciąż koszty żywic klejowych z uwagi na wzrosty notowań metanolu i melaminy. Niemniej w relacji do danych LFL oczekujemy zdecydowanej poprawy marży brutto z 14,9% przed rokiem do 17,9%. Wyniki operacyjne kolejny raz obciążą koszty konsultingu związane z opracowaniem nowej strategii (4 mln PLN, podobne koszty spółka poniosła w 1Q'13 i poniesie w 3Q'13). W rezultacie oczekujemy ok. 24,2 mln PLN EBITDA wobec 19,5 mln PLN przed rokiem (LFL) i 4 mln PLN zysku netto wobec 13,1 mln PLN straty przed rokiem (LFL). Wynik netto zostanie obciążony ujemnymi różnicami kursowymi w kwocie 0,6 mln PLN.

Prognozy wyników na 2Q'2013 [mln PLN]

	2Q'12	2Q'12 LFL	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'12 LFL	1H'13P*	zmiana r/r	2012	2012 LFL	2013P*	zmiana r/r
Przychody	412,1	321,5	311,6	-3,1%	861,7	684,0	666,0	-2,6%	1 789,9	1 432,3	1 337,3	-6,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	87,0	47,9	55,7	16,4%	166,1	100,0	112,3	12,3%	358,1	251,5	253,2	0,7%
EBITDA	57,2	19,5	24,2	24,5%	104,9	46,5	49,1	5,6%	230,2	120,4	126,3	4,9%
EBIT	37,7	9,0	13,8	53,0%	65,5	25,1	28,2	12,4%	153,2	76,6	84,3	10,1%
Wynik netto	5,2	-13,1	4,0	-	17,9	-12,5	17,3	-	56,1	17,1	51,4	200,9%
Marża zysku brutto	21,1%	14,9%	17,9%		19,3%	14,6%	16,9%		20,0%	17,6%	18,9%	
Marża EBITDA	13,9%	6,1%	7,8%		12,2%	6,8%	7,4%		12,9%	8,4%	9,4%	
Marża EBIT	9,1%	2,8%	4,4%		7,6%	3,7%	4,2%		8,6%	5,3%	6,3%	
Marża netto	1,3%	-4,1%	1,3%		2,1%	-1,8%	2,6%		3,1%	1,2%	3,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *- bez uwzględniania zysku na sprzedaży aktywów rosyjskich w kwocie 134,9 mln PLN brutto (91 mln PLN netto). LFL- wyniki porównywalne, bez uwzględniania fabryk rosyjskich. Wynik 2013 roku uwzględnia ok. 12 mln PLN jednorazowych kosztów konsultingu związanych z opracowaniem nowej strategii spółki (ok. 4 mln PLN kwartalnie w 1-3Q'13).

Analityk:

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

GRUPA AZOTY

			2012	2013P*	2014P
Kurs [PLN]	68	P/E	14,8	12,3	11,0
MC [mln PLN]	6 745,3	EV/EBITDA	7,7	6,4	5,8
		EV/EBIT	12,6	9,9	8,3
		P/BV	1,2	1,0	0,9

Okres 2Q'13 będzie pierwszym, w którym spółka w pełni skonsoliduje wyniki Puław. Same Puławy dodadzą do skonsolidowanego wyniku 84,7 mln PLN EBITDA i ponad 1 mld PLN przychodów ze sprzedaży. Porównywalnie (LFL) oczekujemy spadku przychodów o ok. 22% r/r do 1,49 mld PLN, na cołoży się spadek wolumenów i cen głównych produktów. W 2Q'13 oczekujemy ok. 7,2% r/r spadku wolumenu poliamidów i kaprolaktamu (dane o produkcji GUS w 2Q'13) oraz ok. 3,8% r/r spadku wolumenów nawozów azotowych (mocznika, saletry amonowej i saletrzaku) i ok. 5,5% spadku wolumenów nawozów wieloskładnikowych (Police). Nie zakładamy większej poprawy sytuacji w plastyfikatorach i alkoholach OXO (ZAK), gdzie w 1Q'13 wolumeny spadły o odpowiednio 45% r/r i 16% r/r. Zwracamy tutaj uwagę, że spółka mogła mieć problemy ze sprzedażą na ważnym dla niej rynku tureckim, gdzie trwały zamieszki. W przypadku cen głównych produktów notowania poliamidu spadły o 12% r/r, kaprolaktamu o 10% r/r, siarczanu amonu o 23% r/r, saletrzaku o 5% r/r, plastyfikatorów o 8% r/r, a OXO o 13% r/r. Nieznacznie wzrosły tylko notowania saletry amonowej. W Policach notowania NPK obniżyły się o 11% r/r, DAP o 13% r/r. Ceny bieli tytanowej spadły o 25% r/r.

W 2Q'13 oczekujemy także pogorszenia marż r/r. Teoretyczne marże na produkcji poliamidów i kaprolaktamu spadły o ok. 26% r/r (licząc w PLN). Marże na produkcji mocznika czy siarczanu amonu spadły o ponad 50% r/r, na plastyfikatorach aż o 73% r/r. Poprawiły się jedynie marże w przypadku saletry amonowej (+9% r/r), co szczególnie będzie widoczne w jednostkowych wynikach Puław. Tam też wyniki będą relatywnie najlepsze w grupie. Z drugiej strony najsłabszych spodziewamy się w ZAK. W Policach marże na nawozach NPK i DAP obniżyły się odpowiednio o 15% r/r i 19% r/r, a na moczniku o 56% r/r (także w ZAK). O 29% r/r spadła marża na produkcji amoniaku, a o 12% r/r na bieli tytanowej. Niemniej przez niższy wolumen DAP i bieli spółka ograniczy dotychczas generowane straty.

Reasumując w całej grupie oczekujemy 202 mln PLN EBITDA i 78,6 mln PLN zysku netto przy 2,5 mld PLN przychodów ze sprzedaży. W porównaniu z 2Q'12 wyniki będą słabsze r/r w każdej spółce z grupy, z tym że relatywnie najlepsze powinny pokazać Puławy, dzięki poprawie marży na saletrze amonowej i podwyżce cen melaminy (84,7 mln PLN EBITDA, 49,1 mln PLN zysku netto). W Policach przychody spadną o ponad 17% r/r, a EBITDA o ponad 13% r/r (50,2 mln PLN).

Prognozy wyników na 2Q'2013 [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2Q'13P LFL	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2013P LFL	zmiana r/r
Przychody	1 908,9	2 501,7	31,1%	1 494,6	-21,7%	7 098,7	10 499,9	47,9%	6 434,03	-9,4%
Zysk brutto na sprzedaży	259,5	347,4	33,9%	181,3	-30,1%	991,1	1 752,5	76,8%	908,23	-8,4%
EBITDA	172,0	202,1	17,5%	117,3	-31,8%	611,3	1 269,6	107,7%	552,97	-9,5%
EBIT	112,2	111,7	-0,4%	55,2	-50,8%	371,7	887,7	138,8%	304,62	-18,1%
Zysk brutto	114,6	111,0	-3,2%	50,3	-56,1%	384,4	929,8	141,9%	330,34	-14,1%
Zysk netto	89,4	78,6	-12,1%	33,0	-63,1%	294,4	722,7	145,5%	233,74	-20,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	13,6%	18,2%		9,5%		51,9%	91,8%		47,6%	
Marża EBITDA	9,0%	10,6%		6,1%		32,0%	66,5%		29,0%	
Marża EBIT	5,9%	5,9%		2,9%		19,5%	46,5%		16,0%	
Marża zysku netto	4,7%	4,1%		1,7%		15,4%	37,9%		12,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. LFL- dane porównywalne, bez konsolidacji Puław

Analityk:

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

HARPER HYGIENICS

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	4,13	P/E	31,9	23,4	11,0
MC [mln PLN]	263,0	EV/EBITDA	13,4	12,8	6,5
		EV/EBIT	19,2	18,0	8,7
		P/BV	5,5	4,4	3,2

Ostatnie dynamiczne wzrosty kursu akcji wiążemy z dyskontowaniem przez rynek planowanego pod koniec roku oddania do użytku inwestycji w nową linię do produkcji włókien dla chusteczek nawilżanych (Arvell). Spółka zapowiada, że będzie dzięki temu mogła wyraźnie zwiększyć generowaną marżę brutto ze sprzedaży. Przy obecnych cenach surowców spodziewane jest +10% w skali całej grupy w 2014 roku, co dałoby ponad +20 mln PLN wyniku brutto ze sprzedaży (koszty surowcowe są o około 30% niższe niż przy obecnej technologii, segment chusteczek dla dzieci stanowił 40% przychodów w 2012 roku). W dłuższym terminie należy brać pod uwagę, że wyłączność spółki na korzystanie z technologii jest ograniczona czasowo (do 6 lat w Polsce i 3,5 roku w CEE).

Celem spółki na 2013 rok jest kilkuprocentowy wzrost sprzedaży (m.in. w segmencie chusteczek dziecięcych oraz rozwój rynków eksportowych) a także dwucyfrowy przyrost zysku netto. W wynikach 2Q'13 nie spodziewamy się „większych” rewelacji. Spodziewamy się wypracowania porównywalnych przychodów r/r oraz nieznacznej poprawy rentowności (wycięcie w ubiegłym roku części słabo rentownych kontraktów). W wynikach 2Q'12 ujęte było dodatnie saldo z tytułu pozostałej działalności operacyjnej (+0,7 mln PLN).

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	59,5	59,7	0,5%	112,5	112,7	0,2%	233,6	240,6	3,0%	250,9	4,3%
Wynik brutto na sprzedaży	17,6	18,0	2,1%	32,9	34,1	3,7%	69,9	72,9	4,2%	96,1	31,8%
EBITDA	7,5	7,2	-4,2%	10,8	12,2	13,1%	23,4	25,3	8,3%	46,9	85,2%
EBIT	5,7	5,4	-6,4%	7,3	8,5	16,7%	16,3	18,0	10,5%	35,3	96,5%
Zysk brutto	3,1	3,8	21,4%	3,3	5,8	78,0%	8,8	11,9	35,3%	29,4	147,0%
Zysk netto	2,9	3,6	22,2%	3,3	5,2	56,8%	8,3	11,3	36,4%	23,8	111,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,6%	30,1%		29,2%	30,2%		29,9%	30,3%		38,3%	
Marża EBITDA	12,6%	12,1%		9,6%	10,8%		10,0%	10,5%		18,7%	
Marża EBIT	9,7%	9,0%		6,5%	7,5%		7,0%	7,5%		14,1%	
Marża zysku netto	4,9%	6,0%		3,0%	4,7%		3,5%	4,7%		9,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

INTROL

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	7,00	P/E	13,0	11,2	10,9
MC [mln PLN]	189,7	EV/EBITDA	7,1	7,2	7,1
		EV/EBIT	8,8	9,1	8,9
		P/BV	1,6	1,5	1,4

W maju spółka opublikowała prognozę na 2013 roku, zakładając wypracowanie 367 mln PLN przychodów 62,5 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży oraz 17,0 mln zysku netto. Nasze założenia z rekomendacji z marca 2013 były bardziej konserwatywne. Dodatkowo w czerwcu spółka podpisała kontrakt na budowę bloku kogeneracyjnego w Rzeszowie dla PGE (wpływ na przychody w 2013 roku szacujemy na 10 mln PLN). Spodziewamy się, że wyniki w kolejnych kwartałach 2013 roku powinny być porównywalne r/r (bardzo wysoka baza jest głównie za 4Q'12 – tutaj wpływ może mieć już wycena dużych nowych kontraktów). Powinno to pozwolić nawet na przekroczenie prognozy przychodów, do marż podchodzimy nadal konserwatywnie.

Największe kontrakty z backlogu spółki (Rzeszów, Konin) będą kontrybuować do rezultatów w większym zakresie dopiero w 2014 roku. Wtedy też można spodziewać się wzrostu przychodów. W obecnej strukturze działalności grupy, to właśnie segment usług jest polem, w którym Introl jest w stanie zwiększać skalę działalności. Segmenty produkcji i handlu generują w miarę powtarzalne przychody. Przejściowo będzie wiązać się to z zwiększeniem kapitału obrotowego (największego zapotrzebowania na kapitał obrotowy spodziewamy się w połowie 1Q'14 w związku z koniecznością zakupu silników do inwestycji w Rzeszowie).

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	99,3	99,3	0,0%	165,5	186,1	12,4%	365,4	387,6	6,1%	435,0	12,3%
Wynik brutto na sprzedaży	14,6	14,7	0,8%	24,6	26,8	9,2%	61,4	61,8	0,8%	66,2	7,0%
EBITDA	5,9	6,4	8,8%	9,0	10,5	17,2%	28,9	28,6	-1,3%	29,7	3,8%
EBIT	4,6	4,9	6,7%	6,3	7,5	19,3%	23,2	22,5	-3,1%	23,5	4,2%
Zysk brutto	3,2	4,6	42,0%	3,7	6,9	89,7%	18,8	21,8	16,0%	22,3	2,3%
Zysk netto	2,2	3,5	57,1%	2,5	5,2	111,0%	14,3	16,7	16,1%	17,1	2,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,7%	14,8%		14,8%	14,4%		16,8%	16,0%		15,2%	
Marża EBITDA	5,9%	6,4%		5,4%	5,7%		7,9%	7,4%		6,8%	
Marża EBIT	4,6%	4,9%		3,8%	4,0%		6,4%	5,8%		5,4%	
Marża zysku netto	2,2%	3,5%		1,5%	2,8%		3,9%	4,3%		3,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

IZOSTAL

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	6.0	P/E	9.7	12.8	20.3
MC [mln PLN]	196.5	EV/EBITDA	6.2	7.2	11.3
		EV/EBIT	7.2	8.9	15.1

Pierwsza połowa 2013 roku powinna być udana dla spółki z uwagi na wysoką kontraktację izolacji zewnętrznej i wewnętrznej (efekt wygranych wcześniej przetargów na dostawę rur izolowanych dla inwestycji realizowanych przez Gaz System). Porównanie wyników za sam 2Q'13 będzie odbywało się jednak przy wysokiej bazie, zatem należy oczekiwać spadku rezultatów. Zakładamy, że wynik EBITDA spółki w 2Q'13 spadł z 8.9 do ok. 6.4 mln PLN.

Obawiamy się, że wraz z zakończeniem 2Q'13 spółka weszła w okres co najmniej kilku kwartałów, kiedy będzie wykazywała ujemną dynamikę wolumenów izolacji. W szczególności obawiamy się o wyniki spółki w 1H'14. Nasza obecna prognoza zakłada, że wynik EBITDA Izostalu może spaść z 24.2 mln PLN w 2013 roku do ok. 15.4 mln PLN. Zwracamy uwagę, że w 2H'13 oczekujemy istotnego zwiększenia stanu środków pieniężnych, co będzie konsekwencją uwolnienia kapitału obrotowego w związku z zakończeniem i rozliczeniem kontraktów z Gaz Systemu.

Kluczowe znaczenie dla odbudowy rezultatów spółki po 2014 roku będzie miało rozpoczęcie dostaw rur izolowanych dla Gaz Systemu na inwestycje przewidziane do 2018 roku. Podobnie jak to było wcześniej inwestycje te w większości będą współfinansowane ze środków UE (harmonogram rzeczywistych dostaw rur) oraz skład przyszłego konsorcjum podmiotów, które będą rywalizowały z Izostalem w przetargach na poszczególne odcinki (obawiamy się, że presja konkurencyjna będzie odczuwalna).

Prognozy wyników Izostalu [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	
Przychody	105.7	90.1	-14.8%	459.4	357.0	-22.3%	294.7	-17.5%
Koszty	95.6	80.6	-15.7%	407.9	321.5	-21.2%	271.1	-15.7%
Wynik brutto na sprzedaży	10.1	9.5	-6.4%	51.5	35.5	-31.2%	23.6	-33.4%
Koszty sprzedaży	0.4	1.2	200.1%	7.8	4.7	-39.6%	3.7	-20.7%
Koszty zarządu	2.7	2.9	5.3%	12.4	11.3	-8.9%	7.8	-30.7%
EBITDA	8.9	6.4	-27.9%	33.8	24.2	-28.5%	15.4	-36.3%
EBIT	7.7	5.3	-31.4%	29.1	19.6	-32.9%	11.5	-41.4%
Wynik netto	4.9	4.0	-18.1%	20.3	15.3	-24.4%	9.7	-36.9%
marża brutto na sprzedaży	9.6%	10.5%		11.2%	9.9%		8.0%	
marża EBITDA	8.4%	7.1%		7.3%	6.8%		5.2%	
marża EBIT	7.3%	5.9%		6.3%	5.5%		3.9%	
marża netto	4.6%	4.5%		4.4%	4.3%		3.3%	
izolacja zewnętrzna [tys.m ²]	66.8	140.0		660.8	505.0		350.0	
izolacja wewnętrzna [tys. m ²]	89.7	105.0		566.9	394.8		262.5	
razem izolacja [tys. m ²]	156.5	245.0		1227.7	899.8		612.5	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

JSW

			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	65,0	P/E	4,1	7,8	55,4	-
MC [mln PLN]	7 632	EV/EBITDA	1,7	2,3	4,4	7,6
		EV/EBIT	2,3	4,2	29,1	-
		P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9

Korygujemy nasze prognozy dla wyników 2Q'13 oraz całego 2013 roku. Konserwatywnie zrewidowaliśmy również ceny produktów JSW na rok 2014, co implikuje stratę EBIT i netto. W przypadku 2Q'13 zmniejszyliśmy nasze oczekiwania w stosunku do segmentu koksu, ze względu na zakładaną przez nas mniejszą sprzedaż węglopochodnych oraz mniejszy wolumen. Dodatkowo doszacowaliśmy koszty usług obcych w segmencie węgla (zwiększona intensyfikacja robót korytarzowych). Na 2014 skorygowaliśmy cenę hard na 145 USD/t (poprzednio 160 USD/t).

W segmencie węgla spodziewamy się produkcji spółki na poziomie 3,35 mln ton oraz dalszego zejścia z zapasów (65 tys. ton steam oraz 200 tys. coking), co ukształtuje łączną sprzedaż segmentu na poziomie 3,6 mln ton. W przypadku coking zrealizowane ceny powinny ukształtować się na poziomie nieco wyższym vs. 1Q'13 (zakładamy podwyżkę hard do 168 USD/t vs. 165 w 1Q'13) i łączną sprzedaż zewnętrzną segmentu równą 942 mln PLN. Zgodnie z przekazywanymi przez spółkę informacjami zakładamy, że w 2Q'13 zarząd zdecyduje się wypłacić extra bonus dla załogi (w miejsce nagrody z zysku) w wysokości 90 mln PLN oraz deputat (ponad 120 mln PLN), co podniesie pozycję kosztów świadczeń pracowniczych q/q o 62 mln PLN. Oczekujemy słabszej postawy segmentu koksu, ze względu na zakładany przez nas spadek przychodów z węglopochodnych oraz mniejszą zrealizowaną sprzedaż. W rezultacie szacujemy EBITDA segmentu na 52 mln PLN vs. 94 mln PLN w 1Q'13. W 1Q'13 dobrze kontrybuował segment pozostaje (głównie SEJ i sprzedaż ciepła); w 2Q'13 oczekujemy sezonowej obniżki przychodów do 80 mln PLN i wyniku EBITDA do 14 mln PLN. Szacujemy, że cała grupa wypracuje w 2Q'13 2,001 mld PLN przychodów ze sprzedaży oraz 373 mln PLN EBITDA (-31,1% r/r). Zysk netto powinien być zbliżony do 56 mln PLN.

Prognoza wyników na poziomie skonsolidowanym na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	2 279	2 001	-12,2%	8 821	8 106	-8,1%	7 599	-6,2%
węgiel	988	942	-4,7%	4 135	3 567	-13,7%	3 102	-13,1%
koks	1 216	980	-19,4%	4 308	4 128	-4,2%	4 088	-1,0%
pozostałe	75	80	7,4%	378	410	8,5%	410	0,0%
Koszty działalności operacyjnej	1 881	1 915	1,8%	7 410	7 864	6,1%	7 781	-1,1%
Zysk na sprzedaży	398	86	-78,4%	1 411	241	-82,9%	241	0,0%
Saldo pozostałej dz. Operacyjnej	-2	0	-100,0%	-103	-31	-69,5%	-50	59,7%
EBITDA	654	373	-43,0%	2 373	1 377	-42,0%	940	-31,7%
EBIT	397	86	-78,3%	1 307	210	-83,9%	-231	-210,2%
węgiel	345	86	-75,1%	1 267	78	-93,9%	-379	-589,1%
pozostałe	51	0	-99,9%	85	132	55,6%	148	11,6%
Saldo z dz. Finansowej	-8	-13	56,8%	-33	-21	-38,0%	-55	165,4%
Wynik brutto	388	73	-81,1%	1 273	189	-85,1%	-286	-251,2%
Wynik netto	283	56	-80,0%	981	138	-86,0%	-247	-279,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analitik:

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

KĘTY

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	148,0	P/E	11,7	12,4	12,4
MC [mln PLN]	1 365,4	EV/EBITDA	7,2	7,5	6,8
		EV/EBIT	11,3	12,1	10,6
		P/BV	1,3	1,3	1,3

Spółka opublikowała wstępne prognozy wyników za 2Q'13 pod koniec czerwca. Wyniki (przychody: 375 mln PLN, EBITDA: 52 mln PLN, netto: 39 mln PLN) na nieco rozczarowujące na poziomie marży EBITDA. Rok wcześniej spółka wypracowała odpowiednio 387,5 / 62,7 / 31,8 mln PLN. Za spadek wyniku odpowiadają segmenty Usług Budowlanych (SUB, słaba kondycja branży budowlanej) oraz Wyrobów Wyciskanych (SWW, presja na marże, ze strony wysokich premii za surowiec). Wysoki wynik netto to zasługa one-offa w postaci rozpoznanie aktywa podatkowego (+14,2 mln PLN). Prognoza roczna spółki zakłada wypracowanie 1,68 mld PLN sprzedaży oraz 222,5 mln PLN EBITDA. Uważamy, że przy realizacji wyników po 1H'13 i obecnych cenach aluminium (oraz premiach producentów surowca) trudno będzie ją wykonać, aczkolwiek spółce może udać zmieścić się w 10% widełkach odchylenia.

Dywidenda za 2012 rok (6,0 PLN/akcję) jest nieco wyższa od naszych wcześniejszych założeń (5,5 PLN). Spodziewamy się, że w 2014 spółka będzie mogła wypłacić znacznie wyższą dywidendę (zakładane przez nas 9,0 PLN implikuje div yield > 6%) w związku z zakończeniem okresu dużych nakładów inwestycyjnych.

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	387,5	374,5	-3,4%	737,3	708,9	-3,9%	1 568,1	1 535,6	-2,1%	1 621,3	5,6%
EBITDA	62,7	52,7	-16,0%	109,9	97,8	-11,1%	224,2	214,8	-4,2%	232,5	8,2%
EBIT	41,5	31,9	-23,1%	69,1	57,5	-16,8%	142,1	132,9	-6,4%	148,5	11,7%
Zysk brutto	35,9	29,9	-16,8%	66,4	51,7	-22,2%	136,8	120,8	-11,7%	137,3	13,7%
Zysk netto	31,8	38,4	20,6%	55,8	55,4	-0,6%	117,0	111,4	-4,8%	111,2	-0,2%
Marża EBITDA	16,2%	14,1%		14,9%	13,8%		14,3%	14,0%		14,3%	
Marża EBIT	10,7%	8,5%		9,4%	8,1%		9,1%	8,7%		9,2%	
Marża zysku netto	8,2%	10,3%		7,6%	7,8%		7,5%	7,3%		6,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KGHM

			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	108,0	P/E	2,0	4,5	7,5	7,9
MC [mln PLN]	21 800	EV/EBITDA	0,6	2,7	4,0	4,5
		EV/EBIT	0,7	3,3	5,4	6,3
		P/BV	0,9	1,0	0,9	0,9

Przede wszystkim nie oczekujemy, iż KGHM wzmocni swoją sprzedaż zejściem z zapasów wyrobów gotowych i spodziewamy się, że produkcja hutnicza będzie równa wolumenowi sprzedaży. Przy produkcji ze wsadów obcych na poziomie 37 tys. ton oczekujemy wolumenu sprzedaży miedzi równego 145 tys. ton. W przypadku srebra produkcję i sprzedaż szacujemy na 290 ton. Przy średnich cenach miedzi i srebra odpowiednio 7,159 tys. USD/t oraz 819,4 USD/kg oczekujemy przychodów ze sprzedaży na poziomie 4,48 mld PLN. Drugi kwartał 2013 roku będzie częściowo porównywalny pod kątem podatku od kopalin (spółka nalicza daninę od 18 kwietnia 2012), niemniej za sprawą istotnie niższych przychodów ze sprzedaży (spółka w 2Q'12 dodatkowo wzmocniła dodatkowo wolumen sprzedaży miedzi o 9 tys. ton, a srebra o 4 tony) spodziewamy się spadku EBITDA do poziomu 1,34 mld PLN (-39,0%). Po uwzględnieniu salda z działalności finansowej (oczekujemy jedynie -9 mln PLN z tytułu odwracania dyskonta zobowiązania; spółka spłaciła krótkie kredyty walutowe w 1Q'13) oraz podatku dochodowego (efektywny CIT=27,4%) szacujemy zysk netto zbliżony do 819 mln PLN.

W 3Q'13 KGHM zaplanował przestój remontowy w HM Głogów II, co powinno (przy zakładanych przez nas cenach względnie zbliżonych vs. 2Q'13, tj. 7,3 tys. USD) ograniczyć wolumen produkcji i sprzedaży do poziomu 126 tys. ton; w rezultacie wyniki 3Q'13 wg nas będą istotnie niższe r/r (EBITDA=871 mln PLN vs. 1,221 mld PLN w 2Q'13 i 1,692 mld PLN w 3Q'12). Ostatni kwartał 2013 roku powinien być już lepszy na wolumenie sprzedaży i przy cenach metali z 3Q'13 oczekujemy wzrostu EBITDA do 1,107 mld PLN. Niemniej przy naszych założeniach cenowych uważamy, że KGHM nie zrealizuje swojej prognozy wyników na 2013 roku. W efekcie spodziewamy się korekty prognoz po wynikach 2Q'13. Oczekujemy całorocznej EBITDA=4,6 mld PLN vs. 5,3 mld PLN w prognozie zarządu.

Jednostkowa prognoza wyników spółki na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P KGHM j.	zmiana r/r	2013P BDM i.	zmiana r/r	2014P BDM i.	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	5 287	4 483	-15,2%	20 737	18 930	-8,7%	17 509	-15,6%	16 471	-5,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	2 076	1 342	-35,4%	7 951	-	-	4 612	-42,0%	4 370	-5,3%
EBITDA	2 194	1 339	-39,0%	7 198	5337	-	4 668	-35,1%	4 617	-1,1%
EBIT	1 999	1 121	-43,9%	6 426	-	-	3 782	-41,1%	3 678	-2,7%
Zysk (strata) netto	1 544	819	-46,9%	4 868	3 204	-34,2%	2 613	-46,3%	2 636	0,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	39,3%	29,9%		38,3%	-		26,3%		-	
Marża EBITDA	41,5%	29,9%		34,7%	28,2%		26,7%		28,0%	
Marża EBIT	37,8%	25,0%		31,0%	-		21,6%		22,3%	
Marża zysku netto	29,2%	18,3%		23,5%	16,9%		14,9%		16,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W przypadku KGHM International oczekujemy nieco wyższych wolumenów sprzedaży vs. 1Q'13, tj. miedź na poziomie 23,6 tys. ton oraz nikiel na poziomie 3,0 mln lb, co przy niższych cenach metali powinno wygenerować dla spółki ok. 265 mln USD przychodów. Konserwatywnie założyliśmy wzrost kosztu C1 do poziomu 2,15 USD/lb (z 1,99 USD/lb w 1Q'13). Przy amortyzacji zbliżonej do 30 mln USD spodziewamy się EBITDA równego 73 mln USD.

Skonsolidowana prognoza wyników spółki na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	7 003	5 875	-16,1%	26 705	23 059	-13,7%	21 906	-5,0%
EBITDA	2 292	1 637	-28,6%	8 047	5 885	-26,9%	5 654	-3,9%
EBIT	1 863	1 261	-32,3%	6 594	4 364	-33,8%	4 040	-7,4%
Zysk (strata) netto	1 342	905	-32,6%	4 803	2 920	-39,2%	2 771	-5,1%
Marża EBITDA	32,7%	27,9%		30,1%	25,5%		25,8%	
Marża EBIT	26,6%	21,5%		24,7%	18,9%		18,4%	
Marża zysku netto	19,2%	15,4%		18,0%	12,7%		12,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analityk:

Krzysztof Zarychta
 zarychta@bdm.pl
 tel.: 032 208 14 38

KOPEX

			2011	2012	2013P	2014P*
Kurs [PLN]	10,0	P/E	6,0	13,9	9,1	
MC [mln PLN]	741	EV/EBITDA	4,6	6,2	5,4	
		EV/EBIT	7,1	13,5	10,8	
		P/BV	0,3	0,3	0,3	

* w trakcie aktualizacji

Spółka odnotowała bardzo słaby 1Q'13; oczekujemy, że również 2Q'13 będzie dla Kopexu bardzo wymagający. Kluczowy backlog spółki (kontrakty w Argentynie) przypadają bowiem do realizacji od 2H'13, co obecnie może wywierać istotny wpływ na sprzedaż w 2Q'13. Dodatkowo sam zarząd spółki przyznaje, iż spodziewa się spadku przychodów ze sprzedaży w 2Q'13 o ok. 20% q/q. Prawdopodobnie, więc należy oczekiwać jednego z najniższych poziomów przychodów od czasu 2Q'08. Zakładając ok. 30% spadek przychodów w segmencie górnictwa podziemnego spodziewamy się, iż grupa wypracuje w 2Q'13 ok. 313 mln PLN przychodów ze sprzedaży (bez uwzględniania segmentu sprzedaży energii). Główne realizowane kontrakty to prawdopodobnie m.in.: głębienie szybu Bzie (JSW), dostawa kompleksu (Rosja), serwis kombajnów ścianowych (KW). Również jak sygnalizuje zarząd, prawdopodobnie stratę odnotuje ponownie segment przemysłu, związany ze spółkami serbskimi. Przy takim poziomie sprzedaży i innych czynnikach oczekujemy, iż istotnie powinien również ucierpieć zysk operacyjny (ujemny efekt dźwigni, presja na przetargach) i spodziewamy się ok. 19 mln PLN EBIT. Zakładamy poprawę sprzedaży i rentowności operacyjnej od 2H'13, wraz z uruchomieniem kontraktów zagranicznych (Australia, Serbia), co powinno pozwolić spółce w całym 2013 roku wypracować 133 mln PLN EBIT.

Prognozy wyników na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln PLN]*

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	442,9	314,0	-29,1%	1 671,7	1 489,6	-10,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	105,4	48,4	-54,1%	409,3	293,0	-28,4%
EBITDA	83,1	51,5	-38,0%	236,2	263,3	11,5%
EBIT	54,1	19,1	-64,8%	109,3	132,6	21,3%
Zysk netto	45,6	7,9	-82,7%	53,1	83,6	57,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	23,8%	15,4%		24,5%	19,7%	
Marża EBITDA	18,8%	16,4%		14,1%	17,7%	
Marża EBIT	12,2%	6,1%		6,5%	8,9%	
Marża zysku netto	10,3%	2,5%		3,2%	5,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, *bez segmentu obrotu energią

Analitik:

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

LOTOS

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	36,13	P/E	5,1	28,0	8,2
MC [mln PLN]	4 692,3	EV/EBITDA	11,5	9,1	6,1
		EV/EBIT	37,1	21,0	11,1
		P/BV	0,5	0,5	0,5

Wyniki 2Q'13 będą wyraźnie obciążone kosztami przestoju remontowego a dodatkowo nadrobieniu strat za kwiecień nie sprzyjało słabsze r/r otoczenie makro w kolejnych miesiącach. W segmencie rafineryjnym (po oczyszczeniu z wyceny zapasów i operacyjnych różnic kursowych) spodziewamy się wyniku EBIT w okolicach zera. Spodziewamy się negatywnego wpływ przestoju remontowego na poziomie około -150-160 mln PLN. Negatywnie zadziałają koszty bezpośrednie remontu oraz brak marży na przerobie (efekt częściowo zneutralizowany przez 45 mln PLN niezrealizowanej marży na zapasach wyprodukowanych w 1Q'13, która przesunęła się na 2Q'13). Według naszych szacunków (na podstawie danych Bloomberg) w każdym miesiącu 2Q'13 marża rafineryjna spółki była słabsza r/r. Marżę szacujemy na 3,7 USD/bbl wobec 6,5 USD/bbl rok wcześniej (za blisko połowę spadku odpowiada skurczenie się dyferencjału Brent- Ural) i 4,5 USD/bbl w 1Q'13. Na raportowane wyniki znaczący wpływ będzie wycena zapasów (spadek średniokwartalnej ceny ropy Ural o około 9 USD, nieznacznie rekompensowane przez umocnienie USD o 0,04 PLN). Spodziewamy się, że na poziomie skonsolidowanym spółka może zaraportować stratę na poziomie EBIT. W 2Q'12 znaczący wpływ na wyniki raportowane miał odpis na projekcie Yme, w skutek czego strata EBIT wyniosła aż 861 mln PLN. Na poziomie salda finansowego oprócz standardowych kosztów obsługi zadłużenia, negatywny wpływ powinny mieć różnice kursowe (umocnienie USD vs PLN o 0,06 PLN na koniec kwartału).

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	8 384,1	6 509,2	-22,4%	16 216,4	13 686,6	-15,6%	33 111,0	30 044,5	-9,3%	29 352,2	-2,3%
EBITDA	-696,8	45,9	-106,6%	-112,5	189,2	-268,2%	967,7	1 181,7	22,1%	1 545,1	30,8%
EBITDA LIFO	-492,2	135,8	-127,6%	-140,6	434,5	-409,0%	1 022,6	1 404,3	37,3%	1 774,7	26,4%
EBITDA LIFO skoryg.	444,7	135,8	-69,5%	776,8	434,5	-44,1%	1 986,4	1 410,7	-29,0%	1 774,7	25,8%
EBITDA LIFO skoryg. ex/FX	536,0	120,5	-77,5%	869,6	451,3	-48,1%	2 017,6	1 427,6	-29,2%	1 774,7	24,3%
EBIT	-861,4	-120,5	-	-442,4	-146,1	-67,0%	301,1	511,1	69,7%	850,2	66,4%
EBIT LIFO	-656,8	-30,6	-	-470,5	99,2	-121,1%	356,0	733,7	106,1%	1 079,8	47,2%
EBIT LIFO skorg	280,1	-30,6	-	446,9	99,2	-77,8%	1 319,8	740,1	-43,9%	1 079,8	45,9%
EBIT LIFO skorg ex/FX	371,4	-45,9	-	539,7	116,0	-78,5%	1 351,0	757,0	-44,0%	1 079,8	42,7%
Zysk (strata) brutto	-1 287,7	-220,9	-	-550,7	-441,2	-	361,2	222,3	-38,5%	712,9	220,8%
Zysk (strata) netto	-528,8	-166,6	-	68,2	-313,9	-	923,0	167,6	-81,8%	571,9	241,2%
Marża EBITDA	-8,3%	0,7%		-0,7%	1,4%		2,9%	3,9%		5,3%	
Marża EBITDA LIFO	-5,9%	2,1%		-0,9%	3,2%		3,1%	4,7%		6,0%	
Marża EBITDA LIFO skoryg.	5,3%	2,1%		4,8%	3,2%		6,0%	4,7%		6,0%	
Marża EBITDA LIFO skoryg. ex/FX	6,4%	1,9%		5,4%	3,3%		6,1%	4,8%		6,0%	
Marża EBIT	-10,3%	-1,9%		-2,7%	-1,1%		0,9%	1,7%		2,9%	
Marża zysku netto	-6,3%	-2,6%		0,4%	-2,3%		2,8%	0,6%		1,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

MOSTOSTAL ZABRZE

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	1,33	P/E	---	29,1	23,1
MC [mln PLN]	198,3	EV/EBITDA	10,1	8,8	7,1
		EV/EBIT	61,2	23,7	15,0
		P/BV	0,8	0,8	0,7

Spółka przechodzi przez proces restrukturyzacji. Scalona ma zostać część spółek zależnych. Na sprzedaż wystawione są nieruchomości o wartości kilkudziesięciu mln PLN (proces sprzedaży był anonsowany już jednak wielokrotnie). Spółka nie jest zadłużona, jednak problemy z rentownością (w 2012 spółka miała stratę EBIT) nie ułatwiają negocjacji z bankami (w 2Q'13 na wysokość przerobu wpłynął ograniczony dostęp do limitów gwarancyjnych). Spółka posiada szerokie kompetencje w zakresie budownictwa energetycznego i przemysłowego (głównie w zakresie produkcji i montażu konstrukcji stalowych). Portfel zleceń w maju wynosił ponad 700 mln PLN. W ostatnich miesiącach udało się pozyskać m.in. kontrakty dla KGHM (umowa ramowa na prace w Hucie Głogów) czy BASF (147 mln PLN - wykonanie instalacji procesowej dla produkcji katalizatorów dla mobilnego systemu redukcji NOx). Mostostal Zabrze celuje także w średnie kontrakty energetyczne (o wartości kilkuset mln PLN), gdzie może być członkiem konsorcjum jak i podwykonawcą.

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	189,3	140,1	-26,0%	333,0	260,2	-21,9%	661,2	605,3	-8,5%	635,2	4,9%
Wynik brutto na sprzedaży	15,1	12,3	-18,9%	27,8	22,3	-19,7%	48,8	49,3	0,8%	58,7	19,2%
EBITDA	9,4	6,8	-27,0%	25,5	11,6	-54,3%	19,9	23,3	16,9%	28,1	20,5%
EBIT	3,5	3,1	-11,4%	15,4	4,6	-70,1%	3,3	8,7	163,5%	13,3	52,9%
Zysk brutto	0,6	2,6	309,5%	10,3	5,2	-49,4%	-7,2	8,4	-216,6%	10,6	26,0%
Zysk netto	0,0	1,9	-	5,4	2,8	-48,1%	-11,5	6,8	-	8,6	26,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,0%	8,8%		8,3%	8,6%		7,4%	8,1%		9,2%	
Marża EBITDA	4,9%	4,9%		7,6%	4,5%		3,0%	3,9%		4,4%	
Marża EBIT	1,9%	2,2%		4,6%	1,8%		0,5%	1,4%		2,1%	
Marża zysku netto	0,0%	1,4%		1,6%	1,1%		-1,7%	1,1%		1,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

NWR

			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [EUR]	0,7	P/E	1,5	-	-	-
MC [mln EUR]	194,0	EV/EBITDA	1,3	3,0	-	10,4
		EV/EBIT	2,1	12,0	-	-
		P/BV	0,3	0,3	0,4	0,5

Według przedstawionych przez spółkę benchmarków na 2Q'13 należy oczekiwać, że średnie ceny steam/coking/coke ukształtowały się na poziomach 51/100/240 EUR/t co oznacza zmianę o odpowiednio -21,3%/-32,0%/-19,5% w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego. Dodatkowo po stronie wolumenów spodziewamy się – zgodnie z komunikatem spółki -, że NWR uplasuje na rynku w 2Q'13 1,045 mln ton węgla koksowego, 1,474 mln ton węgla energetycznego oraz 149 tys. ton koksu. Do oceny kosztów na 2Q'13 założyliśmy cash cost na poziomie 86 EUR/t, co w naszej ocenie zaimplikuje w spółce na poziomie EBIT stratę w wysokości 33,9 mln EUR. Po uwzględnieniu salda z działalności finansowej (ujemne, ponad 643 mln EUR długu netto) oraz zerowej stawki podatku dochodowego oczekujemy straty netto bliskiej 45,0 mln EUR. Z przekazanych przez NWR informacji wynika, że spółka zamierza w 2013 roku zrealizować produkcję na poziomach 9,00-10,00 mln ton węgla oraz 700 tys. ton. Znamy zakontraktowane ceny na 3Q'13, które spadają q/q do 92 EUR/t coking (-8%), 232 EUR/t coke (-3%) oraz steam (60 EUR/t, +19% q/q, w 2Q'13 NWR sprzedał dodatkowo 380 tys. ton miałów i węgla o niższej wartości energetycznej). Przy takiej ścieżce cen i równie słabych perspektywach na 4Q'13, korygujemy nasze całoroczne szacunki i oczekujemy straty EBITDA'13 równej -22 mln EUR oraz straty netto'13 równej 233,5 mln EUR.

Prognoza wyników NWR na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln EUR]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2012P	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	347,4	244,1	-29,7%	1 299,4	929,2	-28,5%	955,8	2,9%
EBITDA	101,6	6,1	-94,0%	223,1	-22,2	-109,9%	80,6	-463,3%
EBIT	58,3	-33,9	-158,2%	56,1	-185,7	-430,7%	-82,9	-
Zysk netto	26,0	-45,0	-273,2%	-1,2	-233,5	-	-127,3	-
Marża EBITDA	29,2%	2,5%		17,2%	-2,4%		8,4%	
Marża EBIT	16,8%	-13,9%		4,3%	-20,0%		-8,7%	
Marża zysku netto	7,5%	-18,5%		-0,1%	-25,1%		-13,3%	
Sprzedaż zewnętrzna								
węgiel koksowy	1 381	1 045	-24,3%	4 998	4147	-17,0%	4147	0,0%
węgiel energetyczny	1 153	1 474	27,8%	4 727	4710	-0,4%	4710	0,0%
koks	148	149	0,7%	555	578	4,1%	600	3,8%
Średnia cena sprzedaży (EUR/t)								
węgiel koksowy	127	100	-21,3%	124	96	-22,5%	100	4,4%
węgiel energetyczny	75	51	-32,0%	75	59	-21,1%	60	2,1%
koks	298	240	-19,5%	287	237	-17,5%	240	1,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

PATENTUS

			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	1,82	P/E	13,9	6,6	6,5	6,5
MC [tys. PLN]	53,7	EV/EBITDA	10,4	4,7	5,3	5,3
		EV/EBIT	16,2	6,5	7,3	7,2
		P/BV	0,7	0,6	0,6	0,5

Wyniki 1Q'13 oceniamy pozytywnie i były one zbliżone do naszych oczekiwań. Jako istotne w wynikach 1Q'13 dostrzegamy przede wszystkim, iż zależne podmioty Montex oraz Strefa wypracowały 440 tys. PLN EBIT przy 4,7 mln PLN przychodów i po prawie sześciu kwartałach strat pozytywnie oddziałują na wyniki grupy. Oczekujemy, iż podmioty zależne pokażą zysk również w 2Q'12, lepiej r/r powinien także wypaść jednostkowy Patentus. W samym 2Q'13 sprzedaż Strefy i Montexu szacujemy na 6 mln PLN, a w całym roku na 20 mln PLN (w 2012 roku odpowiednio 3,6 mln PLN i 11,4 mln PLN). W przypadku Patentusa spodziewamy się sprzedaży zbliżonej do 17 mln PLN. Według wypowiedzi zarządu spółki z ostatniego czatu inwestorskiego, obecny backlog wynosi ok. 65 mln PLN, podczas gdy rok temu było to 35-40 mln PLN. Podsumowując, w 2Q'13 prognozujemy skonsolidowaną sprzedaż na poziomie 23 mln PLN (+47,2% r/r) oraz EBIT=2,3 mln PLN – zwracamy uwagę, że istotnie na wynik operacyjny powinno wpływać rozliczenie dotacji, które szacujemy na 1,2 mln PLN. Słabą stroną spółki pozostają przepływy operacyjne, które w 1Q'13 wyniosły -11,5 mln PLN. Zadłużenie netto wzrosło do ponad 30 mln PLN. W kolejnych kwartałach KON spółki może dalej znajdować się pod presją i niewykluczony jest dalszy wzrost należności. Dlatego po uwzględnieniu salda z działalności finansowej oraz podatku dochodowego szacujemy zysk netto w 2Q'13 na poziomie 1,5 mln PLN (+403,4% r/r).

Prognozy wyników na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	15,6	23,0	47,2%	109,9	112,3	2,2%	112,3	0,0%
Zysk brutto na sprzedaży	1,9	3,2	67,4%	15,4	15,7	2,5%	15,7	-0,2%
EBITDA	1,5	3,4	120,4%	14,8	15,9	7,1%	16,0	0,7%
EBIT	0,8	2,3	203,8%	10,8	11,6	7,5%	11,7	0,2%
Zysk netto	0,3	1,5	403,4%	8,1	8,3	2,6%	8,3	0,3%
Marża zysku ze sprzedaży	12,3%	14,0%		14,0%	14,0%		14,0%	
Marża EBITDA	9,9%	14,8%		13,5%	14,1%		14,2%	
Marża EBIT	4,9%	10,2%		9,8%	10,3%		10,4%	
Marża zysku netto	1,9%	6,6%		7,3%	7,4%		7,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

PKN ORLEN

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	44,8	P/E	8,2	25,9	13,4
MC [mln PLN]	19 161,4	EV/EBITDA	6,1	7,3	5,9
		EV/EBIT	12,8	18,9	12,4
		P/BV	0,7	0,7	0,7

Spółka opublikowała raport za 2Q'13 w dniu 23 lipca. Skonsolidowane wyniki są słabsze od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego, który zakładał 59 mln PLN wyniku EBIT (raportowany EBIT wyniósł -137 mln PLN). Negatywnym zaskoczeniem jest przede wszystkim wynik segmentu rafineryjnego: -6 mln PLN straty EBIT LIFO, po oczyszczeniu z wpływu sprzedaży zapasów ropy (-144 mln PLN, które ma zostać zniwelowane przez transakcje zabezpieczające). Oprócz niższych r/r marż rafineryjnych (6,0 USD/bbl vs 8,9 USD/bbl w 2Q'12 licząc z dyferencjałem), spółka narzeka także na marże hurtowe. Wynik EBIT detalu (282 mln PLN, +12% r/r) jest nieco wyższy od naszych założeń a EBIT LIFO petrochemii nieznacznie niższy (350 mln PLN, -28% r/r, spadek marży modelowej z 772 do 729 EUR/t). Raportowana strata netto wyniosła 207 mln PLN (-75 mln PLN ujemnego wpływu salda różnic kursowych i transakcji zabezpieczających).

Pozytywnym aspektem są bardzo dobre przepływy z działalności operacyjnej w 2Q'13: (+4,3 mld PLN: sprzedaż zapasów obowiązkowych, wzrost zobowiązań handlowych, spadek zapasów operacyjnych ropy i produktów). Dług netto spadł do 5,2 mld PLN z 8,2 mld PLN w 2Q'12. Zwracamy tu jednak uwagę na jednorazowy charakter dodatnich przepływów. Około 1,1 mld PLN spółka uzyskała ze sprzedaży zapasów obowiązkowych. Kolejne 0,5 mld PLN to dodatni efekt rozliczeń VAT (0,2 mld PLN do zapłaty w 3Q'13). Około +2,2 mld PLN to zmiany per saldo w kapitale pracującym. Tu pozytywny wpływ został osiągnięty głównie z wydłużenia płatności zobowiązań handlowych o 2,0 mld PLN q/q. Zarząd sygnalizował na konferencji wynikowej, że jest efekt przesunięcia płatności za ropę na początek kolejnego miesiąca.

Wyniki skonsolidowane za 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	27 955	28 311	1,3%	57 202	55 783	-2,5%	120 102	116 951	-2,6%	109 780	-6,1%
EBITDA	918	398	-56,7%	2 436	1 277	-47,6%	4 284	3 522	-17,8%	4 289	21,8%
EBITDA LIFO	1 776	837	-52,9%	2 556	1 769	-30,8%	4 459	3 940	-11,6%	4 864	23,5%
EBITDA LIFO skoryg	1 760	803	-54,4%	2 563	1 732	-32,4%	5 047	3 900	-22,7%	4 864	24,7%
EBIT	375	-137	-	1 314	204	-84,5%	2 024	1 364	-32,6%	2 036	49,2%
EBIT LIFO	1 233	302	-75,5%	1 434	696	-51,5%	2 199	1 782	-19,0%	2 611	46,5%
EBIT LIFO skoryg	1 217	268	-78,0%	1 441	659	-54,3%	2 787	1 742	-37,5%	2 611	49,9%
Zysk (strata) brutto	98	-264	-	1 630	-148	-	2 624	960	-63,4%	1 839	91,5%
Zysk (strata) netto	-5	-207	-	1 255	-58	-	2 344	741	-68,4%	1 432	93,3%
Marża EBITDA	3,3%	1,4%		4,3%	2,3%		3,6%	3,0%		3,9%	
Marża EBITDA LIFO	6,4%	3,0%		4,5%	3,2%		3,7%	3,4%		4,4%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	6,3%	2,8%		4,5%	3,1%		4,2%	3,3%		4,4%	
Marża EBIT	1,3%	-0,5%		2,3%	0,4%		1,7%	1,2%		1,9%	
Marża zysku netto	0,0%	-0,7%		2,2%	-0,1%		2,0%	0,6%		1,3%	

Źródło: BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane [mln PLN]

	1Q'10	2Q'10	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13
Dated Brent FOB	76,4	78,3	76,9	86,5	105,4	117,0	113,4	109,4	118,6	108,3	109,5	110,1	112,5	102,4
Ural CIF Rotterdam	75,0	76,5	76,0	85,0	102,5	114,1	112,7	109,1	117,3	106,2	108,8	109,0	110,7	101,7
Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl]	1,4	1,8	0,9	1,5	2,9	2,9	0,7	0,3	1,3	2,1	0,7	1,1	1,8	0,7
Modelowa marża rafineryjna [USD/bbl]*	4,0	3,7	3,1	3,3	1,5	1,4	2,7	2,9	3,3	6,8	8,4	4,4	4,1	5,3
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]	629	721	753	667	751	795	663	609	618	772	625	729	737	707
USD/PLN średni	2,9	3,2	3,1	2,9	2,9	2,8	2,9	3,3	3,2	3,3	3,3	3,2	3,1	3,2
USD/PLN [eop]	2,9	3,4	2,9	3,0	2,8	2,8	3,3	3,4	3,1	3,4	3,2	3,1	3,3	3,3
Przerób ropy [tys t]	6 233	6 901	7 406	7 542	6 423	6 765	7 418	7 179	6 656	6 362	7 431	7 491	7 003	6 663
Wykorzystanie mocy:														
Płock	93%	93%	97%	100%	87%	85%	97%	94%	90%	94%	92%	97%	86%	89%
Czechy	74%	85%	93%	90%	69%	87%	74%	79%	71%	79%	93%	86%	80%	80%
Litwa	67%	89%	97%	100%	85%	83%	96%	90%	79%	57%	100%	98%	98%	80%
Sprzedaż produktów [tys t]	7 517	8 545	9 227	8 888	8 070	8 597	9 626	9 153	8 224	8 149	9 627	9 283	8 584	8 705
Rafineria	4 737	5 683	6 075	5 925	5 217	5 545	6 279	5 992	5 111	5 095	6 290	6 087	5 581	5 544
Detal	1 541	1 785	1 940	1 759	1 600	1 836	1 987	1 922	1 732	1 873	1 995	1 867	1 659	1 933
Petrochemia	1 239	1 077	1 212	1 204	1 253	1 216	1 360	1 239	1 381	1 181	1 342	1 329	1 344	1 228
Przychody	17 442	21 068	22 106	22 933	22 674	25 641	28 682	29 974	29 247	27 955	31 654	31 244	27 471	28 311
Rafineria	9 266	11 389	11 803	13 022	12 302	13 682	15 727	16 764	16 063	14 289	17 785	17 738	15 044	15 166
Detal	5 559	7 011	7 466	7 001	6 939	8 407	9 103	9 589	8 916	9 772	10 128	9 324	8 167	9 273
Petrochemia	2 598	2 637	2 816	2 902	3 412	3 527	3 819	3 554	4 246	3 861	3 709	4 153	4 241	3 857
Upstream	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
Funkcje korporacyjne	19	31	21	8	21	25	33	67	22	32	32	29	19	14
EBIT	464	1 123	789	747	1 339	1 009	778	-1 061	939	375	1 448	-738	341	-137
EBIT LIFO	49	682	736	248	450	770	216	-1 720	201	1 234	990	-225	394	302
Rafineria	426	983	462	610	1 028	510	335	229	732	-66	1 136	-875	-34	-562
Rafineria LIFO	51	530	402	141	185	303	-215	-412	48	683	739	-388	35	-150
Detal	75	216	309	224	27	192	181	26	26	252	271	98	37	282
Petrochemia	105	122	142	117	384	521	367	-1 260	346	379	213	267	512	323
Petrochemia LIFO	65	134	149	87	338	489	355	-1 278	292	489	152	293	496	350
Upstream	0	0	0	0	0	0	0	0	-5	-6	0	-9	-6	-4
Funkcje korporacyjne	-142	-198	-124	-204	-100	-214	-105	-56	-160	-184	-172	-219	-168	-176
zdarzenia jednorazowe	35	44	18	-194	49	77	74	-1 586	-23	16	174	-756	5	35
EBIT LIFO adj**	14	638	718	442	401	693	142	-134	224	1 218	816	531	389	267
marża	0,1%	3,0%	3,2%	1,9%	1,8%	2,7%	0,5%	-0,4%	0,8%	4,4%	2,6%	1,7%	1,4%	0,9%
Amortyzacja	601	612	614	596	554	577	614	635	579	543	562	576	538	535
EBITDA	1 065	1 735	1 403	1 343	1 893	1 586	1 392	-426	1 518	918	2 010	-162	879	398
EBITDA LIFO adj**	615	1 250	1 332	1 038	955	1 270	756	501	803	1 761	1 378	1 107	927	802
marża	3,5%	5,9%	6,0%	4,5%	4,2%	5,0%	2,6%	1,7%	2,7%	6,3%	4,4%	3,5%	3,4%	2,8%
Rafineria	343	853	699	638	452	546	45	180	331	938	880	578	282	84
Detal	161	274	383	304	115	275	267	185	127	331	314	263	124	368
Petrochemia	229	240	350	255	489	610	569	303	485	645	322	473	670	523
Upstream	0	0	0	0	0	0	0	0	-4	-6	0	-9	-5	-4
Funkcje korporacyjne	-118	-117	-100	-159	-101	-161	-125	-167	-136	-147	-138	-199	-144	-169
Zysk brutto	791	118	1 463	698	1 375	1 119	-288	1 808	1 532	98	1 667	-673	116	-264
Zysk netto	610	43	1 258	544	1 148	918	-249	1 97	1 244	-40	1 417	-277	149	-207
Dług netto*	10 291	9 752	9 876	7 847	8 456	7 884	9 280	7 589	7 146	8 215	5 873	6 762	8 563	5 171
Dług netto/EBITDA LIFO adj	4,1	2,9	2,5	1,9	1,8	1,7	2,3	2,2	2,1	2,1	1,3	1,3	1,7	1,2

Źródło: BDM S.A., spółka, *bez dyferencjału, **wynik oczyszczony o LIFO oraz wpływ zdarzeń jednorazowych

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

POLICE

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	25,8	P/E	18,6	20,8	23,7
MC [mln PLN]	1 935,0	EV/EBITDA	10,0	10,0	10,7
		EV/EBIT	16,4	17,4	19,7
		P/BV	2,0	1,8	1,7

W 2Q'13 produkcja nawozów fosforowych i potasowych wg GUS spadła o 5,5% r/r. Oczekujemy więc podobnego spadku wolumenów sprzedaży w spółce. Spodziewamy się ok. 223 tys. ton sprzedaży NPK i 81 tys. ton nawozów dwuskładnikowych (DAP). W przypadku mocznika zakładamy spadek wolumenu o ok. 3,8% r/r do 82,7 tys. ton (dane GUS o produkcji nawozów azotowych). Oczekujemy także ponad 17% r/r spadku wolumenu amoniaku i 10% spadku bieli tytanowej. W przypadku cen głównych produktów notowania NPK obniżyły się o 11% r/r, DAP o 13% r/r, mocznika o 29% r/r, amoniaku o 6,7% r/r, a bieli tytanowej o 25% r/r (wszystko w walucie). Spadek sprzedaży pogłębi umocnienie złotówki (EUR/PLN -1,4% r/r, USD/PLN -3,2% r/r). W rezultacie oczekujemy ponad 17% spadku sprzedaży do poziomu 764 mln PLN.

W 2Q'13 teoretyczne marże na produkcji NPK i DAP spadły odpowiednio o 15% r/r i 19% r/r (w PLN). Obniżyły się także marże na produkcji mocznika (-56% r/r), amoniaku (-29% r/r) i bieli tytanowej (-12% r/r) niemniej dynamika spadku wyników operacyjnych spółki powinna być mniejsza niż sprzedaży. Niższy wolumen ograniczy bowiem straty na produkcji DAP i bieli tytanowej. Spodziewamy się więc 50,2 mln PLN EBITDA (-13,3% r/r) i 22,8 mln PLN zysku netto (-10,2% r/r). Z drugiej strony okres 2Q'12 był nienaturalnie słaby pod względem generowanych marż.

Prognozy wyników na 2Q'2013 [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012 2	2013P 2	zmiana r/r	2014P 2	zmiana r/r
Przychody	923,4	764,2	-17,2%	1 649,7	1 489,6	-9,7%	981,2	785,3	-6,6%	867,1	2,9%
Wynik brutto na sprzedaży	80,1	78,1	-2,5%	184,5	168,2	-8,8%	274,0	319,4	16,6%	312,3	-2,2%
EBITDA	57,9	50,2	-13,3%	140,5	111,5	-20,6%	210,9	204,4	-3,1%	191,5	-6,3%
EBIT	37,9	28,5	-24,8%	99,7	68,1	-31,7%	127,8	117,5	-8,1%	104,5	-11,0%
Wynik brutto	22,5	28,2	25,6%	83,4	69,5	-16,6%	117,6	116,5	-1,0%	101,0	-13,3%
Wynik netto	25,4	22,8	-10,2%	75,0	55,0	-26,7%	104,2	93,0	-10,7%	81,8	-12,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,7%	10,2%		11,2%	11,3%		9,2%	11,5%		10,9%	
Marża EBITDA	6,3%	6,6%		8,5%	7,5%		7,1%	7,3%		6,7%	
Marża EBIT	4,1%	3,7%		6,0%	4,6%		4,3%	4,2%		3,6%	
Marża zysku netto	2,8%	3,0%		4,5%	3,7%		3,5%	3,3%		2,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

POLIMEX

			2012	2013P*
Kurs [PLN]	0,20	P/E	-	-
MC [mln PLN]	266,8	EV/EBITDA	-	94,7
		EV/EBIT	-	-
		P/BV	0,6	0,7

Sytuacja spółki, mimo dofinansowania oraz konwersji części obligacji na akcje, nadal jest na tyle ciężka, że nie była ona w stanie uregulować na koniec 1H'13 odsetek od zadłużenia. Gotówkowo Polimex nadal musi dokładać do kontraktów. Spółka notorycznie narusza warunki umowy z wierzycielami (m.in. brak długoterminowych aneksów do kontraktów drogowych, wspomniane niespłacone odsetki, brak emisji akcji).

W 2Q'13 spodziewamy się około 40-45% spadku przychodów (niższy backlog, sprzedaż spółek zależnych, wysoka baza). Na poziomie EBIT i netto zakładamy pojawianie się dalszych strat. W wynikach nie uwzględniamy potencjalnego pojawienia się wyników jednorazowych. Z ostatniego wywiadu z nowym prezesem spółki (Gregor Sobisch) wynika, że Polimex oprócz segmentu drogowego rezygnuje z budownictwa kubaturowego ze względu na niskie marże. Planowane jest także wydzielenie działalności zakładu w Siedlcach i możliwość jego sprzedaży (takie kroki zapowiadano już wcześniej). Obecnie nie jest planowana sprzedaż Torpolu, ale taki ruch jest możliwy w przypadku braku środków finansowych. Prezes zwrócił uwagę, że oprócz sprzedaży aktywów, spółce potrzebny jest solidny zastrzyk gotówki, aby móc uzyskać gwarancje finansowe i wzmocnić kapitał obrotowy. Możliwość objęcia warrantów ma nadal ARP (maksymalnie 256,6 mln akcji), nie udało się natomiast przeprowadzić emisji z prawem poboru ze względu na spadek kursu. Zdaniem zarządu Polimex powinien zacząć generować zyski z podstawowej działalności operacyjnej w 2014 roku, a powrót do całkowitej rentowności spodziewany jest w 2015. Spółka nie podaje jednak jak będzie wyglądać cash flow. Z przekazywanych wcześniej informacji wynikało, że ujemne przepływy generuje np. kontrakt na drogę S69. Polimex ma problem z zakontraktowaniem prac podwykonawczych na autostradzie A1 Stryków – Tuszyn (rezygnacja Strabagu). Problemów płynnościowych nie ma natomiast na kontrakcie w Koźmicach, który ma wyodrębnione finansowanie.

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r
Przychody	1 219,6	670,8	-45,0%	2 122,6	1 203,3	-43,3%	4 110,4	2 535,7	-38,3%
Wynik brutto na sprzedaży	49,1	26,8	-45,3%	-71,3	81,4	---	-635,3	95,3	---
EBITDA	18,5	2,7	-85,6%	-123,1	54,7	---	-1 085,8	10,8	---
EBIT	-6,8	-15,7	131,5%	-172,9	16,9	---	-1 185,1	-63,9	---
Zysk brutto	-24,5	-28,3	15,5%	-225,5	-42,6	---	-1 321,6	-150,4	---
Zysk netto	-40,5	-23,3	-42,6%	-193,0	-46,7	---	-1 242,6	-122,8	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	4,0%	4,0%		-3,4%	6,8%		-15,5%	3,8%	
Marża EBITDA	1,5%	0,4%		-5,8%	4,5%		-26,4%	0,4%	
Marża EBIT	-0,6%	-2,3%		-8,1%	1,4%		-28,8%	-2,5%	
Marża zysku netto	-3,3%	-3,5%		-9,1%	-3,9%		-30,2%	-4,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

RAWLPLUG (KOLENER)

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	9,0	P/E	28,4	-	14,3
MC [mln PLN]	293,0	EV/EBITDA	8,9	10,9	7,4
		EV/EBIT	17,0	10,6	4,9
		P/BV	0,9	0,8	0,8

W 2Q'13 produkcja budowlano-montażowa spadła o 23,8% r/r, a przemysłowa o 0,9% r/r. W rezultacie spodziewamy się ok. 14,6% r/r spadku przychodów w spółce do poziomu 146,4 mln PLN (w 1Q'13 sprzedaż spadła o 16,4% r/r). W relacji do poprzedniego kwartału oczekujemy poprawy marży brutto z 29,8% do 31% wskutek niższych cen stali (-3,1% q/q, -10,7% r/r) i ropy naftowej (-8,2% q/q, -5% r/r). Negatywnie na wyniki wpłynie spadek kursu EUR/USD (-1,5% q/q, +1,8% r/r). W rezultacie spodziewamy się 13,5 mln PLN EBITDA (-30% r/r) i 1,4 mln PLN zysku netto (-72,6%). W 1Q'13 spółka zanotowała stratę netto na poziomie 0,6 mln PLN.

Prognozy wyników na 2Q'2013 [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	171,5	146,4	-14,6%	333,6	282,0	-15,5%	637,9	574,1	-10,0%	581,0	1,2%
Wynik brutto na sprzedaży	53,9	45,4	-15,8%	105,0	85,8	-18,3%	196,0	175,9	-10,3%	195,5	11,2%
EBITDA	19,3	13,5	-29,9%	37,5	23,3	-38,0%	56,5	48,4	-14,4%	66,8	38,1%
EBIT	12,6	6,9	-45,0%	23,7	10,3	-56,6%	29,6	22,2	-24,8%	40,7	82,9%
Wynik brutto	7,5	2,5	-66,5%	17,9	2,8	-84,2%	16,3	5,8	-64,7%	25,3	338,9%
Wynik netto	5,1	1,4	-72,6%	12,8	0,8	-93,9%	10,3	1,8	-82,0%	20,5	1008,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	31,4%	31,0%		31,5%	30,4%		30,7%	30,6%		33,6%	
Marża EBITDA	11,3%	9,2%		11,2%	8,2%		8,9%	8,4%		11,5%	
Marża EBIT	7,4%	4,7%		7,1%	3,6%		4,6%	3,9%		7,0%	
Marża zysku netto	3,0%	0,9%		3,8%	0,3%		1,6%	0,3%		3,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

RONSON

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	1,37	P/E	11,8	17,0	16,2
MC [mln PLN]	373,1	EV/EBITDA	19,8	23,4	22,1
		EV/EBIT	20,4	24,0	22,7
		P/BV	0,8	0,8	0,7

W 2Q'13 spółka zakończyła realizację drugiego etapu Sakury w Warszawie. Szacujemy, że przekazała z tego tytułu ok. 45 mieszkań, co powinno dać ok. 21 mln PLN przychodów ze sprzedaży i 3,1 mln PLN zysku brutto (marża 15%). Ponadto spółka kontynuowała przekazywanie lokali z warszawskich projektów Verdis (18), pierwszego etapu Sakury (6), Naturalis (15) i wysoko marżowego Gemini II (16). Łącznie szacujemy, że przekazała 120 mieszkań, co powinno wygenerować sprzedaż na poziomie 63,5 mln PLN (+83,6% r/r) i 11,8 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży. Na poziomie netto oczekujemy 5,8 mln PLN zysku.

Od trzech ostatnich kwartałów spółka pozytywnie zaskakuje wysoką dynamiką sprzedaży mieszkań. W 2Q'13 sprzedała netto 163 lokale, głównie z warszawskich projektów. W całym półroczu spółka sprzedała już 295 lokali, dlatego cel 500 mieszkań stawiany przez spółkę na początku 2013 roku wydaje się niezagrożony, tym bardziej, że do oferty zostały wprowadzone kolejne etapy dobrze znanych i popularnych wśród nabywców projektów: Sakura III (145 mieszkań), Espresso II (152), Verdis III (78). W rezultacie nasze prognozy wydają się być na ten moment konserwatywne.

Dynamika sprzedaży mieszkań przez giełdowych deweloperów [r/r]

	IQ'11	IIQ'11	IIIQ'11	IVQ'11	IQ'12	IIQ'12	IIIQ'12	IV'12	IQ'13	IIQ'13
Dom Development	16%	37%	42%	10%	-7%	-13%	-21%	-27%	-8%	4%
Budimex Nieruchomości	27%	-43%	-39%	-46%	-57%	-36%	-10%	46%	23%	42%
Robyg	201%	28%	117%	68%	3%	3%	6%	26%	1%	60%
Polnord	139%	121%	-22%	15%	-6%	-41%	-1%	-7%	-25%	19%
JWC (brutto)	-10%	-15%	-28%	-18%	-20%	-39%	-19%	3%	-8%	45%
Gant (brutto)	-14%	-6%	-32%	-12%	74%	-25%	-29%	-17%	-70%	b.d.
Ronson	55%	11%	45%	12%	-27%	-12%	8%	105%	36%	130%
Marvipol	44%	126%	437%	131%	3%	-5%	-20%	-54%	2%	41%
Wikana	-42%	129%	-15%	2%	91%	-30%	-3%	-18%	-23%	-51%
RAZEM	32%	16%	3%	4%	-5%	-23%	-12%	-5%	-14%	16%

Źródło: DM BDM, spółki

Prognozy wyników na 2Q'2013 [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	34,6	63,5	83,6%	41,9	117,7	181,0%	198,2	225,2	14%	236,5	5%
Zysk brutto na sprzedaży	7,1	11,8	66,2%	9,0	26,8	198,8%	49,9	44,1	-12%	40,0	-9%
EBITDA	2,2	6,0	169,9%	-0,6	15,0	-	27,0	22,1	-18%	22,1	0%
EBIT	2,1	5,9	181,2%	-0,8	14,7	-	26,3	21,6	-18%	21,6	0%
Zysk brutto	2,8	5,8	106,2%	0,9	14,6	1516,6%	28,3	21,5	-24%	23,1	7%
Zysk netto	3,0	5,8	95,3%	1,9	14,9	683,1%	31,7	21,9	-31%	23,1	5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,6%	18,6%		21,5%	22,8%		25,2%	19,6%		16,9%	
Marża EBITDA	6,4%	9,4%		-1,3%	12,8%		13,6%	9,8%		9,4%	
Marża EBIT	6,0%	9,2%		-2,0%	12,5%		13,3%	9,6%		9,1%	
Marża zysku netto	8,6%	9,2%		4,6%	12,7%		16,0%	9,7%		9,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

ROP CZYCE

			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	18,0	P/E	13,3	11,5	8,0	6,7
MC [mln PLN]	93,6	EV/EBITDA	11,3	7,8	6,0	5,9
		EV/EBIT	25,5	12,7	9,0	8,8
		P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4

Za spółka udany 1Q'13 oraz 2012 rok. Ropczyce systematycznie dywersyfikują swoją działalność (w ujęciu produktowo – przemysłowym oraz geograficznym, zwiększając eksport). Oczekujemy utrzymania pozytywnych tendencji wynikowych w 2Q'13 oraz w 2013 roku. Uważamy, że spółka powinna w 2013 roku relatywnie utrzymać zdobyte w 2012 roku przychody i jednocześnie poprawiać marże za sprawą: i) postępującej restrukturyzacji wewnętrznej, przekładającej się na zmniejszenie kosztów ogólnych prowadzonej działalności, ii) spadających w 2Q'13 cenach magnezytów (choć wpływ taniejącego surowca oceniamy pozytywnie, może on być jednak niewielki, ze względu na szybką presję odbiorców na ceny wyrobów) oraz niższe ceny energii, iii) wysoką ekspozycją eksportową i słabą złotówkę. Spodziewamy się w 2Q'13 przychodów ze sprzedaży w wysokości 62,3 mln PLN (+5,1% r/r) oraz poprawy EBIT do ok. 4,0 mln PLN (+102% r/r). Przy nieco wyższej sprzedaży pozytywnie na EBIT powinien oddziaływać niższy poziom kosztów ogólnych oraz brak one off, który zaniżył wynik 1Q'12 o blisko 1,0 mln PLN. Po uwzględnieniu salda z działalności finansowej (dług netto=55 mln PLN) oraz podatku dochodowego oczekujemy zysku netto w wysokości 2,5 mln PLN.

Prognozy wyników na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln PLN]

	1Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	59,3	62,3	5,1%	245,6	249,1	1,5%	254,1	2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	10,1	12,5	23,0%	44,2	50,1	13,4%	51,1	2,0%
EBITDA	3,8	6,0	59,3%	19,8	24,0	21,2%	24,3	1,5%
EBIT	2,0	4,0	102,0%	12,2	15,9	30,1%	16,2	1,8%
Zysk netto	1,9	2,5	35,8%	7,2	10,4	43,5%	10,2	-1,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,1%	20,0%		18,0%	20,1%		20,1%	
Marża EBITDA	6,4%	9,7%		8,1%	9,6%		9,6%	
Marża EBIT	3,4%	6,5%		5,0%	6,4%		6,4%	
Marża zysku netto	3,2%	4,1%		2,9%	4,2%		4,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Analitik:

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

ROVESE (CERSANIT)

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	1,95	P/E	-	53,3	25,3
MC [mln PLN]	1 582,3	EV/EBITDA	10,9	9,5	6,8
		EV/EBIT	97,4	37,9	18,1
		P/BV	0,8	0,7	0,7

Od 1Q'13 Rovese będzie konsoliduje przejęte od głównego akcjonariusza podmioty. Wygenerowały one 86,7 mln PLN przychodów oraz 5,3 mln PLN straty netto. Cała grupa miała Rovese miała w 1Q'13 421,3 mln PLN przychodów (+55,5 mln PLN r/r) oraz 7,0 mln PLN zysku netto (przy +12,2 mln PLN wyniosło saldo działalności finansowej). Marża brutto ze sprzedaży sięgnęła historycznie niskiego poziomu niespełna 27,3% (w ostatnich latach nastąpiła erozja z blisko 50% do 32% w 2012 roku). Spodziewamy się utrzymania na razie słabego poziomu rentowności (rynek polski znajduje się nadal pod presją). W 2Q'13 wyniki prawdopodobnie będą też obciążone przez ujemne różnice kursowe.

Przejmowane spółki produkcyjne w Rosji miały według prognoz przedstawionych przez zarząd generować 30% marży EBITDA w 2013 roku. Uważamy takie poziomy za dość optymistyczne. Wszystkie cztery nowe podmioty mają wg założeń w 2013 roku pokazać 606 mln PLN sprzedaży i 110 mln PLN EBITDA (18,2% marży). Głównym ryzykiem, który nadal podkreślamy, jest mała przejrzystość spółki (słaby kontakt z rynkiem).

Ostatni mocny wzrost kursu wiążemy z odreagowaniem zbyt negatywnego sentymentu, który towarzyszył spółce po przejściu aktywów od M. Sołowawa. Jak wcześniej wskazywaliśmy pod koniec 2012 roku przeprowadzona została transakcja zakupu Marazzi Group (spółka posiada dużą ekspozycję na Rosję) przez Mohawk przy poziomie 8x EBITDA'12.

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	432,8	510,0	17,8%	798,6	931,3	16,6%	1 669,0	2 051,5	22,9%	2 125,1	3,6%
Wynik brutto na sprzedaży	142,2	153,0	7,6%	257,7	267,9	4,0%	529,4	625,7	18,2%	699,3	11,8%
EBITDA	45,0	55,0	22,1%	80,4	90,1	12,1%	162,3	225,5	38,9%	299,1	32,7%
EBIT	12,8	12,7	-0,3%	17,9	4,5	-74,8%	18,2	56,4	209,7%	111,7	97,9%
Zysk brutto	34,9	-14,9	-142,7%	3,5	-10,9	-413,4%	-51,9	20,6	-139,8%	77,2	274,1%
Zysk netto	22,7	-12,1	-153,1%	-5,3	-5,0	-4,5%	-62,7	16,7	-126,7%	62,5	274,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,9%	30,0%		32,3%	28,8%		31,7%	30,5%		32,9%	
Marża EBITDA	10,4%	10,8%		10,1%	9,7%		9,7%	11,0%		14,1%	
Marża EBIT	3,0%	2,5%		2,2%	0,5%		1,1%	2,8%		5,3%	
Marża zysku netto	5,3%	-2,4%		-0,7%	-0,5%		-3,8%	0,8%		2,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

SELENA FM

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	13,05	P/E	65,6	11,0	9,3
MC [mln PLN]	296,5	EV/EBITDA	8,3	6,2	5,3
		EV/EBIT	15,9	10,2	8,1
		P/BV	0,8	0,7	0,7

Spodziewamy się całkiem udanego 2Q'13. Spółkę „ciągną” nadal rynki wschodnie oraz powolne ograniczenia strat na w części nierentownych spółek. Korzystne jest także ustabilizowanie się cen podstawowych surowców, co pozwala na poprawę rentowności przy trzymaniu w ryzach kosztów stałych.

Estymujemy, że przychody w 2Q'13 wzrosną o 3,0% do blisko 300 mln PLN. Na poziomie EBITDA spodziewamy się poprawy wyniku do 23,8 mln PLN (zakładamy -1,5 mln PLN na saldzie pozostałej działalności operacyjnej). Na poziomie netto spodziewamy się około 11 mln PLN (zakładamy -2,5 mln PLN z tytułu różnic kursowych oraz 10% efektywną stopę podatkową). Celem spółki na 2013 rok pozostaje kilkuprocentowy wzrost sprzedaży (w zależności od koniunktury) oraz dalsza poprawa rentowności operacyjnej (restrukturyzacja spółek zależnych, stabilne ceny surowców).

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	288,9	297,5	3,0%	475,7	481,7	1,3%	1 060,9	1 073,9	1,2%	1 110,9	3,4%
Wynik brutto na sprzedaży	80,9	83,6	3,4%	131,7	134,2	1,9%	293,0	298,8	2,0%	313,8	5,0%
EBITDA	18,0	23,8	32,4%	17,5	21,8	24,2%	52,4	64,3	22,9%	69,5	8,1%
EBIT	11,8	17,5	48,2%	5,5	9,3	69,6%	27,4	38,9	42,1%	45,0	15,6%
Zysk brutto	10,7	12,1	12,9%	-4,2	4,4	-204,2%	6,5	29,3	347,2%	36,7	25,4%
Zysk netto	7,0	10,9	56,3%	-7,1	2,7	-138,2%	4,5	27,0	494,9%	32,1	18,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	28,0%	28,1%		27,7%	27,9%		27,6%	27,8%		28,3%	
Marża EBITDA	6,2%	8,0%		3,7%	4,5%		4,9%	6,0%		6,3%	
Marża EBIT	4,1%	5,9%		1,2%	1,9%		2,6%	3,6%		4,1%	
Marża zysku netto	2,4%	3,7%		-1,5%	0,6%		0,4%	2,5%		2,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ŚNIEŻKA

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	48,9	P/E	13,5	12,9	12,3
MC [mln PLN]	662,5	EV/EBITDA	9,5	8,4	8,1
		EV/EBIT	12,2	10,7	10,4
		P/BV	3,0	2,8	2,5

W 2Q'13 spodziewamy się wypracowania wyników nieznacznie lepszych r/r. Na poziomie przychodów oczekujemy 190,8 mln PLN (+5% r/r), przy wzroście na wszystkich głównych rynkach spółki. Biorąc pod uwagę niskie ceny podstawowego surowca oraz brak wyraźnej presji na ceny produktów, spodziewamy się, że marża brutto ze sprzedaży przekroczy kolejny raz 36%. Zakładamy jednak, że efekt ten zostanie skonsumowany przez skumulowany w 2Q'13 wzrost kosztów SG&A (planowany znaczny wzrost wydatków na reklamę), co w efekcie przełoży się na wypracowanie porównywalnego wyniku EBIT r/r (21,6 mln PLN vs 21,1 mln PLN w 2Q'12, zakładamy 1,0 mln PLN ujemnego salda na rezerwy). Na poziomie netto oczekujemy około 15 mln PLN zysku (ujmujemy 1,1 mln PLN ujemnych różnic kursowych oraz 14% efektywną stopę podatkową).

Bez większych zmian podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenia dotyczące wyników na 2013 rok na poziomie EBITDA. Nieznacznych zmian dokonujemy w strukturze kosztów: niższe od zakładanych koszty surowcowe, ale wyższe koszty sprzedaży. Na poziomie salda finansowego zakładamy dodatkowe ujemne różnice kursowe ze względu na słaby kurs PLN(vs USD).

Główne ryzyko w najbliższych miesiącach stanowi możliwa zmiana trendu cenowego bieli tytanowej. Po stabilizacji cen na poziomie około 2,4-2,5 EUR/kg w 1H'13 (-20% r/r), najwięksi producenci próbują forsować podwyżki cen (kilka prób w ostatnich miesiącach nie zostało przyjęte przez rynek). Efekt ten może być negatywnie wzmacniany dla spółki w postaci słabego kursu PLN. Dostrzegamy dyskonto z jakim spółka handlowa jest do zachodniej konkurencji, jednak dotyczy ono głównie podmiotów z dużą ekspozycją na rynek amerykański (boom na rynku nieruchomości). „Europejska” Tikkurila handlowana jest na EV/EBITDA'13-15 na poziomie Śnieżki.

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	181,8	190,8	4,9%	289,2	300,1	3,8%	576,5	600,8	4,2%	632,5	5,3%
Wynik brutto na sprzedaży	62,0	69,3	11,7%	97,7	108,8	11,4%	196,8	215,4	9,4%	218,2	1,3%
EBITDA	25,2	25,9	2,8%	37,2	40,9	9,9%	73,1	80,7	10,5%	82,8	2,6%
EBIT	21,1	21,6	2,4%	29,2	31,9	9,4%	56,5	63,4	12,1%	64,7	2,0%
Zysk brutto	17,9	19,9	11,0%	27,1	27,3	0,7%	54,5	58,9	8,2%	62,2	5,5%
Zysk netto	14,7	15,8	7,5%	21,6	22,1	2,1%	45,6	47,7	4,6%	50,2	5,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	34,1%	36,3%		33,8%	36,2%		34,1%	35,9%		34,5%	
Marża EBITDA	13,9%	13,6%		12,9%	13,6%		12,7%	13,4%		13,1%	
Marża EBIT	11,6%	11,3%		10,1%	10,6%		9,8%	10,6%		10,2%	
Marża zysku netto	8,1%	8,3%		7,5%	7,4%		7,9%	7,9%		7,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

STALPROFIL

			2012	2013P	2014P	
Kurs [PLN]	14.0	P/E	15.8x	18.8x	22.6x	Analityk: Maciek Bobrowski bobrowski@bdm.pl tel.: 032 208 14 12
MC [mln PLN]	245	EV/EBITDA	7.4x	8.7x	10.2x	
		EV/EBIT	9.2x	11.8x	14.3x	
		P/BV	0.8x	0.8x	0.8x	

Warunki działania dla dystrybutorów stali w Polsce są nadal niekorzystne i w 2Q'13 było widać dalsze pogłębienie negatywnych tendencji. Tym samym liczymy się z tym, że wyniki Stalprofilu będą odzwierciedlały trudne warunki działania z jakimi boryka się cała branża. Perspektywa średnioterminowa kilku najbliższych kwartałów dla branży wg nas pozostaje negatywna (popyt nadal będzie słaby; kłopoty płynnościowe odbiorców wyrobów stalowych; ścieżka wzrostu cen stali jest mniej prawdopodobna niż ich dalszego spadku).

Zakładamy, że w 2Q'13 wyniki w segmencie infrastruktura będą wyglądały silniej niż segmentu handel (EBITDA segmentów odpowiednio 8.6 i 3.2 mln PLN). Poprawy rezultatów r/r spodziewamy się bowiem w Zrugu oraz niewielkiej erozji wyników w Izostalu (szczegółowy opis znajduje się w osobnym rozdziale). Z kolei w przypadku wyników Stalprofilu jednostkowego zakładamy spadek EBITDA z 4.5 na 2.7 mln PLN. Ogółem na poziomie skonsolidowanym oczekujemy wyniku EBITDA w okolicy 11.3 mln PLN, czyli o niespełna 5% mniej r/r. Na poziomie netto dla akcjonariuszy jed. dominującej spodziewamy się wyniku płaskiego r/r na poziomie ok. 4.3 mln PLN. W skali całego 2013 roku oczekujemy wyniku EBITDA na poziomie 40.6 mln PLN i wyniku netto dla akcjonariuszy jed. dominującej na poziomie 14.6 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że w ostatnich kwartałach istotne pogorszenie wyników w segmencie handel było neutralizowane przez silne rezultaty segmentu infrastruktura. Nadchodzące kwartały, naszym zdaniem, mogą przynieść odwrócenie tej tendencji. Obawiamy się wyraźnie słabszych wolumenów izolacji w 2014 roku, co będzie negatywnie wpływać na wyniki grupy. Dlatego zakładamy, że EBITDA grupy za 2014 rok spadnie do 34.1 mln PLN, a wynik netto przypisany akcjonariuszom jedn. dominującej wyniesie 12.2 mln PLN.

Prognozy wyników Stalprofilu [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	213.2	262.6	23.2%	929.2	958.0	3.1%	899.5	-6.1%
COGS	192.9	241.3	25.1%	835.8	877.3	5.0%	824.8	-6.0%
Wynik na sprzedaży	20.3	21.3	5.1%	93.4	80.7	-13.6%	74.7	-7.4%
Koszty sprzedaży	4.1	4.7	16.1%	21.6	18.6	-14.2%	20.5	10.5%
Koszty zarządu	7.3	7.6	4.4%	31.8	31.7	0.0%	28.7	-9.5%
EBITDA	11.8	11.3	-4.6%	48.2	40.6	-15.8%	34.1	-16.1%
EBIT	9.4	8.7	-7.9%	38.6	30.1	-21.9%	24.2	-19.7%
Wynik netto	6.0	6.0	-0.6%	25.3	20.9	-17.5%	16.1	-22.7%
dla akcjonariuszy dominującej	4.3	4.3	1.3%	17.4	14.6	-15.9%	12.2	-16.7%
udziały niekontrolujące	1.8	1.7	-5.0%	7.9	6.3	-20.8%	4.0	-36.8%
marża brutto na sprzedaży	9.5%	8.1%		10.1%	8.4%		8.3%	
marża EBITDA	5.5%	4.3%		5.2%	4.2%		3.8%	
marża netto	2.8%	2.3%		2.7%	2.2%		1.8%	
Segment handlu	1Q'12	1Q'13	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	109.2	122.5	12.2%	475.4	482.4	1.5%	532.9	10.5%
Wynik brutto na sprzedaży	10.4	10.4	0.8%	41.8	40.4	-3.5%	46.9	16.1%
EBITDA	5.2	3.2	-37.4%	18.9	11.2	-40.9%	15.7	40.3%
sprzedaż stali [tys. ton]	43.1	52.6	22.0%	181.7	203.9	12.2%		
Segment infrastruktury	1Q'12	1Q'13	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	104.0	140.1	34.7%	487.0	509.0	4.5%	366.6	-28.0%
Wynik brutto na sprzedaży	10.4	11.5	10.5%	53.1	42.0	-20.8%	30.1	-28.4%
EBITDA	7.4	8.6	16.7%	29.3	31.2	6.5%	20.7	-33.8%
sprzedaż izolacji [tys. m ²]	156.5	245.0		1227.7	899.8		612.5	
izolacja zewnętrzna	66.8	140.0		660.8	505.0		350.0	
izolacja wewnętrzna	89.7	105.0		566.9	394.8		262.5	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHOS

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	4,4	P/E	9,9	9,9	8,8
MC [mln PLN]	5 822,3	EV/EBITDA	6,2	8,0	7,3
		EV/EBIT	7,4	9,9	8,8
		P/BV	2,0	2,3	2,3

Przez niskie ceny butadienu w Azji i załamanie spotowych cen kauczuków syntetycznych szacujemy, że okres 2Q'13 był najsłabszym kwartałem pod względem wyników od 1Q'10. Spotowe ceny butadienu w Korei spadły w 2Q'13 o 42% r/r i 24% q/q do średniego poziomu 1397 USD/t. Na koniec czerwca notowania spadły do 1120 USD/t (-56% r/r), a obecnie kształtują się na poziomie 815 USD/t (-66% r/r). Na spadek cen butadienu wpłynęła głównie nadpodaż kauczuków (wzrost mocy produkcyjnych w Chinach, opróżnianie magazynów w Quingdao) przy osłabionym popycie. Niskie ceny butadienu spowodowały znaczny spadek terminowych (-19% r/r) i spototowych (-45% r/r) cen kauczuków syntetycznych, a przez wysoką różnicę notowań między Azją i Europą, zdecydowanie obniżyły konkurencyjność Synthosu. Wskutek relatywnie wysokich kosztów nafty (-4,7% r/r) spółka także utraciła marże na produkcji butadienu. Dodatkowo na wyniki wpływ miał przestój związany z sytuacją powodziową w Czechach (nie uwzględniony w prognozie). Szacujemy, że mogło to spowodować 8-12 mln PLN utraty marży. W efekcie oczekujemy ok. 143,5 mln PLN EBITDA (-48,6% r/r) i 93,5 mln PLN zysku netto (-20,1% r/r) przy 1,23 mld PLN przychodów ze sprzedaży (-24,6% r/r).

Obecne ceny butadienu nie pokrywają kosztów jego produkcji (notowania nafty w Japonii 912,5 USD/t), dlatego producenci mogą ograniczać jego podaż kosztem etylenu i propylenu, gdzie marże są zadawalające. Dodatkowo zwracamy uwagę na eksport tańszego butadienu z Azji do Europy, co powinno wyrównywać niekorzystny dla Synthosa spread. Tym samym obecne notowania butadienu traktujemy jako krótkoterminową anomalię spodziewając się szybkiego zwrotu na rynku. Niemniej utrzymywanie się cen butadienu poniżej 1000 USD/t rodzi poważne ryzyko rewizji prognoz wyników spółki w dół w 2H'13.

Prognozy wyników na 2Q'2013 [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	1 627,3	1 227,2	-24,6%	3 259,0	2 660,0	-18,4%	6 206,5	5 986,7	-3,5%	6 000,3	0,2%
Wynik brutto na sprzedaży	281,3	176,8	-37,2%	638,5	406,9	-36,3%	1 040,3	972,4	-6,5%	1 074,4	10,5%
EBITDA	279,2	143,5	-48,6%	597,8	334,4	-44,1%	932,1	810,3	-13,1%	910,9	12,4%
EBIT	240,8	104,4	-56,7%	520,5	257,2	-50,6%	776,1	654,8	-15,6%	752,8	15,0%
Wynik brutto	98,5	105,0	6,6%	364,5	261,4	-28,3%	617,3	661,6	7,2%	742,1	12,2%
Wynik netto	117,0	93,5	-20,1%	351,9	228,3	-35,1%	586,3	588,8	0,4%	660,5	12,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,3%	14,4%		19,6%	15,3%		16,8%	16,2%		17,9%	
Marża EBITDA	17,2%	11,7%		18,3%	12,6%		15,0%	13,5%		15,2%	
Marża EBIT	14,8%	8,5%		16,0%	9,7%		12,5%	10,9%		12,5%	
Marża zysku netto	7,2%	7,6%		10,8%	8,6%		9,4%	9,8%		11,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.. W wynikach nie uwzględniamy jednorazowych kosztów związanych z wstrzymaniem produkcji wskutek powodzi w Czechach w czerwcu 2013 roku. Szacujemy je na 8-12 mln PLN.

Analityk:

Krystian Brymora

krystian.brymora@bdm.pl

tel.: 032 208 14 35

TESGAS

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	3,40	P/E	-	66,3	44,9
MC [mln PLN]	37,6	EV/EBITDA	-	5,6	5,0
		EV/EBIT	-	46,0	32,7
		P/BV	0,5	0,5	0,5

Biznes spółki na przestrzeni ostatnich dwóch lat skurczył się o 2/3. Upadek grupy PBG oznaczał dla Tesgasu utratę zleceń podwykonawczych, na których w dużej mierze opierał się biznes spółki oraz konieczność wycofania się ze spółki PI Czwiertnia (praktycznie w całości bazowała ona na zleceniach od grupy PBG). Obecnie backlog Tesgasu to przede wszystkim umowy bezpośrednio realizowane dla PGNiG a także, w mniejszym stopniu, dla innych podmiotów obecnych na rynku infrastruktury gazowej (Gaz-System, Duon). Rynek budownictwa i serwisu infrastruktury gazowej, mimo koniecznej specjalizacji, także nie oparł się tendencjom widocznym w głównych obszarach budownictwa: mocna presja konkurencyjna i spadek liczby zleceń (większy nacisk na siły własne w PGNiG i Gaz Systemie).

Spodziewamy się, że 2Q'13 nie będzie odbiegał znacząco od wyników prezentowanych w 1Q'13, czyli wyraźny spadek sprzedaży (spodziewamy się o 1/3 r/r do około 12-13 mln PLN) oraz EBIT na granicy break-even. W prognozie zakładamy dokonanie 0,5 mln PLN odpisu na utratę wartości silników do biogazowni Szarlej. W całym 2013 roku spodziewamy się 54,2 mln PLN przychodów oraz 0,6 mln PLN zysku netto. W 2014 nie oczekujemy lepszych wyników, ze względu na niski obecnie backlog. Szacujemy, że na razie spółka ma około 25-26 mln PLN na 2H'13 oraz 7-10 mln PLN na kolejne lata. Zwracamy jednocześnie uwagę, że budownictwo to branża cykliczna i napływ nowych środków unijnych powinien przełożyć się na wyraźne ożywienie w sektorze w latach 2015-16.

Pozycja gotówkowa Tesgasu wygląda bardzo dobrze. Spółka posiadała na koniec 1Q'13 36,5 mln PLN gotówki (+4,0 mln PLN w formie kaucji zabezpieczającej leasing), przy 16,4 mln PLN zadłużenia finansowego. Oczekujemy, że po 2Q'13 gotówka netto pozostanie na zbliżonym poziomie. Głównym ryzykiem pozostają potencjalna zapłata kary (lub ewentualne koszty ugody) z tytułu kontraktu na biogazownię w miejscowości Szarlej (kontrakt został zerwany po upadku PBG, z którym Tesgas był w konsorcjum). Tesgas ma związaną rezerwę na poziomie 6,1 mln PLN (0,54 PLN/akcję). Zamawiający domaga się nawet 24,2 mln PLN, jednak zdaniem spółki (która podpira się ekspertami prawnymi) jest to całkowicie bezzasadne. Mimo, że kontrakt został zerwany blisko rok temu, a Tesgas nie zapłacił żadnej kary, nie toczy się przeciwko niemu postępowanie sądowe.

Prognozy wyników na 2Q'2013

	2Q'12	2Q'13P	zmiana r/r	1H'12	1H'13P	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody	18,4	12,3	-33,2%	41,5	23,9	-42,4%	91,6	54,2	-40,8%	49,5	-8,7%
Wynik brutto na sprzedaży	2,6	2,9	13,0%	8,0	5,1	-37,1%	16,8	10,5	-37,3%	9,8	-6,3%
EBITDA	-21,7	0,7	-	-18,3	1,1	-	-12,3	3,3	-	3,3	0,4%
EBIT	-22,5	0,0	-	-19,8	-0,3	-	-15,4	0,4	-	0,5	26,8%
Zysk brutto	-50,4	0,1	-	-47,8	0,0	-	-42,9	0,5	-	0,8	58,0%
Zysk netto	-48,7	0,0	-	-46,7	-0,1	-	-42,2	0,6	-	0,9	47,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	13,9%	23,5%		19,4%	21,1%		18,3%	19,4%		19,9%	
Marża EBITDA	-117,9%	5,9%		-44,0%	4,6%		-13,4%	6,1%		6,7%	
Marża EBIT	-122,1%	0,1%		-47,7%	-1,3%		-16,9%	0,7%		1,0%	
Marża zysku netto	-264,5%	0,4%		-112,4%	-0,2%		-46,0%	1,1%		1,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

TVN

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	11.0	P/E	7.8x	52.1x	11.3x
MC [mln PLN]	3 782	EV/EBITDA	11.6x	9.6x	8.9x
		EV/EBIT	14.9x	11.7x	10.8x

Liczymy, że TVN będzie beneficjentem umiarkowanej poprawy sytuacji na rynku reklamy tv. Spodziewamy się, że dynamika spadku wartości rynku w 2Q'13 wyniosła niespełna 4%. W kolejnych kwartałach nie spodziewamy się pogłębienia już negatywnych tendencji. Pozytywnie oceniamy wzrost oglądalności głównego kanału TVN (szczególnie silnie wygląda na tle głównego kanału Polsatu), oraz stacji tematycznych. W 2Q'13 spodziewamy się wyniku EBITDA na poziomie ok. 164 mln PLN. w skali całego 2013 roku liczymy, że EBITDA przekroczy 507 mln PLN.

Prognoza wyników w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2012	2013	2014
Przychody	364.9	451.8	310.9	456.7	343.1	435.2	307.3	463.7	1584.3	1549.3	1594.8
Reklama + sponsoring	284.5	360.4	236.5	372.5	264.6	346.3	227.3	376.9	1253.9	1215.2	1245.4
Wpływy abonamentowe	53.9	55.1	53.8	53.9	55.1	55.3	53.3	54.1	216.7	217.8	218.9
Sprzedaż towarów	8.4	7.9	6.6	7.7	6.8	5.9	6.0	6.8	30.7	25.5	26.4
Inne	18.1	28.4	14.0	22.6	16.6	27.6	20.8	25.8	83.0	90.8	104.1
EBITDA adj	89.8	179.1	84.7	137.7	85.1	164.0	77.5	181.2	491.3	507.8	535.6
EBIT adj	72.1	170.1	66.7	74.6	63.7	141.6	54.9	157.9	383.5	418.1	441.5
EBITDA	89.8	179.1	84.7	102.5	98.0	145.0	65.5	173.2	456.0	481.7	520.6
EBIT	72.1	170.1	66.7	65.3	76.6	122.6	42.9	149.9	374.3	392.0	426.5
Saldo finansowe	131.1	-146.7	-13.0	-77.9	-142.6	-150.1	-35.8	-20.3	-106.5	-348.9	-57.4
Wynik brutto	203.2	23.4	53.7	-12.5	-66.0	-27.5	7.0	129.6	267.8	43.1	369.1
Wynik netto	166.0	40.6	48.9	264.6	-45.9	-11.5	3.4	118.5	520.1	64.5	330.3
marża EBITDA	24.6%	39.6%	27.2%	22.4%	28.6%	33.3%	21.3%	37.4%	28.8%	31.1%	32.6%
marża EBIT	19.8%	37.7%	21.5%	14.3%	22.3%	28.2%	13.9%	32.3%	23.6%	25.3%	26.7%
marża netto	45.5%	9.0%	15.7%	57.9%	-13.4%	-2.6%	1.1%	25.5%	32.8%	4.2%	20.7%
Nadawanie i produkcja tv	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2012	2013	2014
Przychody	356.0	443.6	304.3	448.1	336.0	428.2	300.8	456.1	1552.1	1521.1	1565.6
EBITDA	91.7	171.7	97.3	193.2	86.7	165.8	79.0	181.8	553.9	513.4	540.0
EBIT	74.0	154.4	79.4	164.5	65.4	143.9	56.8	159.0	472.3	425.1	447.3
marża EBITDA	25.7%	38.7%	32.0%	43.1%	25.8%	38.7%	26.3%	39.9%	35.7%	33.8%	34.5%
marża EBIT	20.8%	34.8%	26.1%	36.7%	19.5%	33.6%	18.9%	34.9%	30.4%	27.9%	28.6%
Telezakupy	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2012	2013	2014
Przychody	10.2	9.6	7.9	9.3	8.2	7.7	7.3	8.3	37.0	31.4	32.5
EBITDA	-1.0	-0.9	-1.7	-4.7	-1.2	-1.5	-1.2	-0.2	-8.4	-4.1	-2.2
EBIT	-1.1	-1.0	-1.8	-30.8	-1.3	-1.5	-1.2	-0.3	-34.6	-4.3	-2.5
marża EBITDA	-10.0%	-9.5%	-21.6%	-51.1%	-15.0%	-19.0%	-16.0%	-2.7%	-22.6%	-13.0%	-6.9%
marża EBIT	-10.7%	-10.1%	-22.3%	-332.4%	-15.7%	-19.7%	-16.7%	-3.4%	-93.5%	-13.6%	-7.5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

ZAKŁADY AZOTOWE PUŁAWY

			2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	140,0	P/E	5,5	7,2	7,9
MC [mln PLN]	2 676	EV/EBITDA	3,6	4,3	4,7
		EV/EBIT	4,5	5,4	6,1
		P/BV	1,1	1,0	0,9

W obrotowym 4Q'12/13 (kalendarzowy 2Q'13) oczekujemy nieznacznego spadku przychodów (-0,9% r/r) do poziomu nieco ponad 1 mld PLN. Szacujemy, że wolumen na nawozach azotowych spadł o ok. 3,8% r/r, a na kaprolaktamie o ok. 7,2% (dane o produkcji GUS za 2Q'13). W przypadku melaminy nie oczekujemy zmian. Przychody pozwolą utrzymać nieznaczny wzrost cen saletry amonowej (+1,2% r/r) i blisko 40% r/r wzrost notowań melaminy (ok. 11% udział w strukturze sprzedaży spółki).

W 2Q'13 teoretyczne marże na produkcji mocznika spadły o 56% r/r, na RSM o 16% r/r, a na kaprolaktamie o 25% r/r. Wynik zrównoważył wzrost marż na produkcji saletry amonowej o ok. 11% r/r (ok. 25% udział w sprzedaży spółki) i melaminie o ponad 70% r/r. Niemniej nie wystarczy to na poprawę zeszłorocznych rezultatów. Szacujemy, że EBITDA spadnie 22,5% r/r do 84,7 mln PLN. Na poziomie netto w zeszłym roku spółka rozpoznała aktywo podatkowe. W 2Q'13 zysk netto wg nas sięgnął 49,1 mln PLN.

Prognozy wyników na 2Q'2013 [mln PLN]

	4Q'11/12	4Q'12/13P	zmiana r/r	2011/2012	2012/2013P	zmiana r/r	2012 kalendarzowy	2013P kalendarzowy	zmiana r/r
Przychody	1 016,1	1 007,1	-0,9%	3 948,3	3 962,8	0,4%	3 981,8	4 234,4	6,3%
Zysk brutto na sprzedaży	192,1	166,1	-13,5%	1 034,2	815,3	-21,2%	900,1	890,8	-1,0%
EBITDA	109,3	84,7	-22,5%	778,5	491,2	-36,9%	620,5	549,2	-11,5%
EBIT	84,0	56,5	-32,8%	664,0	375,1	-43,5%	504,6	436,1	-13,6%
Zysk brutto	93,0	60,7	-34,8%	686,9	397,1	-42,2%	533,4	449,5	-15,7%
Zysk netto	119,9	49,1	-59,0%	600,6	334,1	-44,4%	486,3	372,8	-23,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	18,9%	16,5%		26,2%	20,6%		22,6%	21,0%	
Marża EBITDA	10,8%	8,4%		19,7%	12,4%		15,6%	13,0%	
Marża EBIT	8,3%	5,6%		16,8%	9,5%		12,7%	10,3%	
Marża zysku netto	11,8%	4,9%		15,2%	8,4%		12,2%	8,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

ZETKAMA

			2011	2012	2013P	2014P
Kurs [PLN]	60	P/E	17,1	12,9	12,3	12,0
MC [mln PLN]	294,3	EV/EBITDA	17,9	8,4	8,1	8,0
		EV/EBIT	29,3	11,0	10,5	10,3
		P/BV	2,7	2,3	1,9	1,7

Pierwszy kwartał wypadł dla spółki pomyślnie i zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Spodziewamy się również dobrych wyników w 2Q'13 oraz pozostałej części 2013 roku. Zetkemie istotnie sprzyja obecna sytuacja makro – obok relatywnie niskich cen surowców (stal, surówka odlewnicza) spółkę dodatkowo wspiera osłabienie PLN (ponad 60% eksport), przy jednoczesnej dobrze zdywersyfikowanej bazie odbiorców w ujęciu przemysłowym i geograficznym. W przypadku analizy wrażliwości na ryzyko walutowe zwracamy uwagę, że wg informacji publikowanych w sprawozdaniu spółki ok. 10% umocnienie EUR i USD vs. PLN przekłada się na „dodatkowe” 2 mln PLN zysku netto. W samym 2Q'13 spodziewamy się sprzedaży spółki na poziomie zbliżonym do 75 mln PLN. Rentowność brutto na sprzedaży powinny wspierać sygnalizowane powyżej surowce oraz ekspozycja na eksport, co powinno pozwolić poprawić spółce marżowość vs. 1Q'13 – szacujemy zysk brutto na 16,9 mln PLN. Po uwzględnieniu kosztów ogólnych oczekujemy zysku EBIT i EBITDA odpowiednio 8,4 mln PLN i 10,6 mln PLN. W 2Q'12 Zetkama odnotowała relatywnie dobre saldo z pozostałej działalności finansowej (+140 tys. PLN), co obecnie może ulec zmianie (szacujemy -416 tys. PLN). Dodatkowo stawka CIT wyniosła 15,2%. Oczekujemy zysku netto w 2Q'13 na poziomie 6,4 mln PLN. Nasza prognoza na 2013 rok nie uwzględnia akwizycji, przy czym ewentualnego potencjalnego rozstrzygnięcia spodziewamy się na przełomie 3-4Q'13.

Prognozy wyników na 2Q'13, 2013 i 2014 rok [mln PLN]

	2Q'12	2Q'13	zmiana r/r	2012	2013P	zmiana r/r	2014P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	71,4	75,0	5,0%	277,2	287,0	3,6%	301,4	5,0%
Zysk brutto na sprzedaży	16,9	16,9	-0,1%	63,3	64,0	1,1%	66,3	3,6%
EBITDA	10,2	10,6	3,8%	38,0	39,7	4,5%	40,5	1,8%
EBIT	8,0	8,4	4,3%	29,0	30,7	5,7%	31,4	2,4%
Zysk (strata) netto	6,9	6,4	-6,4%	22,9	23,9	4,2%	24,4	2,5%
Marża brutto na sprzedaży	23,7%	22,5%		22,8%	22,3%		22,0%	
Marża EBITDA	14,3%	14,2%		13,7%	13,8%		13,4%	
Marża EBIT	11,2%	11,2%		10,5%	10,7%		10,4%	
Marża zysku netto	9,6%	8,6%		8,3%	8,3%		8,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A..

Analityk:

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.pl
tel.: 032 208 14 38

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
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Zarychta

Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-438
e-mail: zarychta@bdm.pl
surowce, energetyka, przemysł ekologiczny

Krzysztof Brymora

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Dariusz Wareluk**

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

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

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

Siłne 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).

Klauzule:

Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony Klientom BDM 25.07.2013 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 25.07.2013 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

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

BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.