

18 kwietnia 2011

Opracowanie cykliczne



Rynek akcji

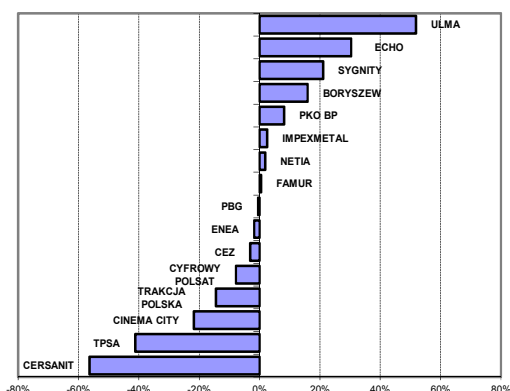
WIG
50 016

Średnie P/E 2011 13,3

Średnie P/E 2012 11,5

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 1 021 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



*liczone za okres: II kw. '10-I kw. '11 / I kw. '10-IV kw. '10

Zespół Analiz:

Michał Marczak
(+48 22) 697 47 38
michal.marczak@dibre.com.pl

Iza Rokicka
(+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl

Kamil Kliszcz
(+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl

Piotr Grzybowski
(+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl

Maciej Stokłosa
(+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Jakub Szkopek
(48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl

Gabriela Borowska
(48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl

Piotr Zybała
(48 22) 697 47 01
piotr.zybała@dibre.com.pl

Prognozy wyników kwartalnych

I Q 2011

Banki. Naszym zdaniem tylko cztery spółki w ramach naszego sektora finansowego zdołają poprawić swój zysk netto Q/Q. Są to PKO BP, PZU, ING BSK oraz Kredyt Bank. W przypadku pozostałych za spadek wyniku netto będą odpowiadać głównie słabsze Q/Q przychody, w tym zarówno wynik odsetkowy jak i prowizyjny.

Paliwa. Wyniki rafinerii zostaną wsparte wysokimi zyskami z przeszacowania zapasów, które w Orlenie szacujemy na 800 mln PLN a w Lotosie na 282 mln PLN. Po oczyszczeniu zyski będą raczej rozczarowujące. Dobrej jakości zysków spodziewamy się natomiast w PGNiG, mimo obniżki taryfy.

Energetyka. Wysoka baza w obrocie utrudni raportowanie dodatnich dynamik EBIT w polskich spółkach. Na zysku netto znacznych wzrostów oczekujemy po Tauronie i PGE w związku z wykupem udziałów mniejszościowych. Wyniki CEZ obciążą spadek cen i podatek od uprawnień emisyjnych.

Telekomunikacja. Wyniki telekomów nie powinny istotnie różnić się od wypracowanych w poprzednim kwartale. Kluczową niewiadomą pozostaje to, czy TP uda się wreszcie przełamać erozję bazy ADSL. Wierzymy że tak.

Media. Pierwszy kwartał był trudnym okresem zarówno na rynku reklamowym jak i w branży kinowej, a Cyfrowy Polsat ponosił z kolei koszty związane z rozwojem usługi dostępu do internetu. W związku z tym wszystkie spółki mediowe zanotowały w 1Q2011 słabsze wyniki finansowe.

Informatyczne. Pierwszy kwartał 2011 roku był bardzo udany dla branży IT. Oczekujemy, że każdej ze spółek uda się poprawić zeszłoroczne rezultaty. Na szczególną uwagę zasługuje skokowa poprawa w Sygnity, a także Asseco Poland, gdzie wzrost EBIT nastąpił mimo końca wdrożenia w PKO BP.

Górnictwo i metale. Rekordowo wysoki wynik KGHM i bardzo dobre wyniki Bogdanki, mimo spadku wolumenu produkcji. Sektorowi nadal sprzyjają wysokie ceny surowców na rynkach światowych, również w kolejnych kwartałach.

Przemysł. Wyrażna poprawa wyników będzie mieć miejsce w Kernelu, Centrum Klima, Impexmetal i Boryszewie. Poprawa wyników w Kopexie i Famurze będzie niewystarczająca, co negatywnie może zaskoczyć rynek.

Budownictwo. Zimowy kwartał. Wyniki poprawić mogą Budimex (możliwe rozwiązanie części rezerw), Polimex (niska baza) i Ulma (poprawa stawek dzierżawy). Pięć spółek pokaże wyniki gorsze, niż w roku ubiegłym.

Deweloperzy. Spodziewamy się bardzo dobrych wyników Echo Investment (duża dodatnia wycena nieruchomości). Uwagę zwracają też słabe wyniki Dom Development i Polnord (b. mało przekazanych mieszkań w Q1 2011).

Handel. 1Q nie wpływa istotnie na wynik roczny spółek handlowych. Poza poprawą r/r wyników LPP spodziewamy się zadowolających, ale gorszych wyników r/r w pozostałych spółkach.

Banki

 Banki Analityk: Iza Rokicka BZ WBK P/E 2011 15,6 P/E 2012 12,2 P/BV 2011 2,3 P/BV 2012 2,0 Zawieszona Cena bieżąca 226,1 PLN Cena docelowa -									
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	498	424	17%	1 811	1 822	-1%	1 980	1 811	9%
NIM	3,73%	3,08%	-	3,21%	3,40%	-	3,25%	3,21%	-
Wynik prowizyjny	336	332	1%	1 402	1 345	4%	1 452	1 402	4%
WNDB	874	833	5%	1 703	3 492	-51%	1 772	1 703	4%
Koszty operacyjne	-443	-414	7%	-1 817	-1 729	5%	-1 825	-1 817	0%
Wynik operacyjny*	436	419	4%	1 698	1 773	-4%	1 927	1 698	14%
Saldo rezerw	-95	-70	35%	-299	-421	-29%	-156	-299	-48%
Zysk brutto	342	349	-2%	1 402	1 357	3%	1 774	1 402	27%
Zysk netto	257	233	10%	1 058	974	9%	1 355	1 058	28%

* przed kosztami rezerw

Słaby wynik handlowy przełoży się na spadek zysku netto Q/Q

Prognozujemy zysk netto na poziomie 257 mln PLN. Chociaż oczekujemy spadku na we wszystkich głównych liniach przychodowych Q/Q, to gorszy wynik handlowy w znacznej mierze stoi za spadkiem zysku netto Q/Q o 4%.

Prognozowany marginalny spadek wyniku odsetkowego (o 1% Q/Q) wiąże się głównie z zawyżoną bazą 4Q gdzie bank wykazał odsetki ze sprzedanych kredytów z utratą wartości. Uważamy, że BZ WBK nie będzie w stanie powtórzyć bardzo mocnego wyniku prowizyjnego i handlowego z 4Q. W wyniku prowizyjnym oczekujemy niższych Q/Q przychodów z tytułu kredytów, działalności maklerskiej oraz funduszy inwestycyjnych. Słaby wynik handlowy to głównie konsekwencja niższej aktywności klientów w zakresie produktów departamentu skarbu. W kosztach operacyjnych spodziewamy się spadku o 3% Q/Q na konto wysokiej sezonowo bazy 4Q. Uważamy, że saldo rezerw poprawi się o 8% Q/Q do 95 mln PLN, co przełoży się na koszt ryzyka na poziomie 116pb. -9pb. Q/Q.

 Banki Analityk: Iza Rokicka Getin P/E 2011 16,5 P/E 2012 12,8 P/BV 2011 2,2 P/BV 2012 1,9 Trzymaj Cena bieżąca 14,99 PLN Cena docelowa 12,70 PLN									
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	352	288	22%	1 635	1 273	28%	1 960	1 635	20%
NIM	2,95%	3,13%	-	3,49%	3,09%	-	3,70%	3,49%	-
Wynik prowizyjny	190	113	69%	541	556	-3%	564	541	4%
WNDB	722	550	31%	2 862	2 521	14%	3 288	2 862	15%
Koszty operacyjne	-279	-203	37%	-1 047	-933	12%	-1 198	-1 047	14%
Wynik operacyjny*	403	346	16%	1 746	1 545	13%	2 012	1 746	15%
Saldo rezerw	-220	-282	-22%	-871	-1 055	-17%	-880	-871	1%
Zysk brutto	183	64	187%	874	485	80%	1 132	874	29%
Zysk netto	135	110	23%	652	421	55%	850	652	30%

* przed kosztami rezerw

Zysk netto najprawdopodobniej bez zysku ze sprzedaży Open Finance

Oczekujemy, że zysk netto Getin Holdingu wyniesie 135 mln PLN, -10% Q/Q. W naszych prognozach nie zakładamy zysku z tytułu sprzedaży i rewaluacji Open Finance (w sumie ok 600 mln PLN), gdyż dostrzegamy ryzyko, że transakcja zostanie dopiero wykazana w wynikach za 2Q 2011. Mimo, że sprzedaż i przydział akcji Open Finance w ramach pierwotnej ofert publicznej miał miejsce w marcu, sama rejestracja podniesienia kapitału nastąpiła dopiero w kwietniu.

Oczekujemy, że Getin Holding po raz kolejny zaraportuje silny wzrost salda kredytów i depozytów, odpowiednio o 2% i 4% Q/Q. Pomimo tego, oczekujemy tylko 1% wzrostu Q/Q wyniku odsetkowego do 352 mln PLN. Uważamy, że marża odsetkowa banku uciarlała na konto znacznej zmienności kursów walut na początku 1Q. W przychodach poza-odsetkowych oczekujemy płaskiego Q/Q wyniku prowizyjnego, spadku wyniku handlowego o 39% Q/Q (droższe swapy) oraz 5% wzrostu wyniku z tytułu ubezpieczeń netto. Zwracamy uwagę, że prognozujemy znaczne pogorszenie Q/Q wyniku na pozostałych przychodach/kosztach netto, gdzie Getin Holding w 4Q 2010 wykazał zysk z tytułu rewaluacji Fioletu. Oczekujemy 3% wzrostu Q/Q kosztów operacyjnych w związku ze zwiększonymi wydatkami na marketing. W rezerwach oczekujemy wyniku płaskiego Q/Q, czyli salda rezerw na poziomie 220 mln PLN i kosztu ryzyka w wysokości 252pb. (-16pb. Q/Q).

		Banki		Handlowy			Trzymaj		
		Analityk: Iza Rokicka		P/E 2011 P/E 2012	15,0 12,8	P/BV 2011 P/BV 2012	2,0 1,8	Cena bieżąca Cena docelowa	104,0 PLN 94,0 PLN
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	359	373	-4%	1 510	1 497	1%	1 606	1 510	6%
NIM	3,87%	3,96%	-	3,80%	3,99%	-	3,81%	3,80%	-
Wynik prowizyjny	168	149	12%	714	655	9%	765	714	7%
WNDB	617	603	2%	2 648	2 563	3%	2 823	2 648	7%
Koszty operacyjne	-359	-325	11%	-1 412	-1 375	3%	-1 461	-1 412	3%
Wynik operacyjny*	265	274	-3%	1 273	1 184	7%	1 402	1 273	10%
Saldo rezerw	-46	-77	-41%	-144	-243	-41%	-70	-144	-51%
Zysk brutto	219	197	11%	1 129	943	20%	1 331	1 129	18%
Zysk netto	178	151	18%	903	755	20%	1 065	903	18%

* przed kosztami rezerw

Zysk netto po presją Q/Q z powodu spadającego wyniku odsetkowego i rosnących rezerw

Prognostujemy, że zysk netto Handlowego spadnie o 9% Q/Q do 178 mln, głównie z powodu rosnących rezerw. Uważamy, że po tym jak bank pod koniec 4Q 2010 zmniejszył swój portfel papierów dłużnych Q/Q o 5 mld PLN, wynik odsetkowy spadnie o 4% Q/Q do 359 mln PLN. Prognostujemy, że wynik prowizyjny spadnie o 4% Q/Q z powodu niższych przychodów z tytułu działalności powierniczej oraz z kart. Z drugiej strony, oczekujemy poprawy w wyniku handlowym (gdzie nie zakładamy strat na działalności własnej) i w pozostałych przychodach/kosztach netto (gdzie nie spodziewamy się żadnych transakcji jednorazowych względem 12,5 mln PLN rezerwy na działalność w leasingu w 4Q 2010). Prognostujemy, że koszty operacyjne będą sezonowo mocne (+2% Q/Q) za sprawą kosztów osobowych (+6% Q/Q). Sądymy, że saldo rezerw wzrośnie znacząco Q/Q, o 33 mln PLN do 46 mln PLN, po tym jak w 4Q 2010 bank dokonał znacznego uwolnienia rezerw w segmencie korporacyjnym. Zakładamy, że rezerwy na segment korporacyjny wyniosą 8 mln PLN, a na segment detaliczny 38 mln PLN.

		Banki		ING BSK			Trzymaj		
		Analityk: Iza Rokicka		P/E 2011 P/E 2012	12,6 11,5	P/BV 2011 P/BV 2012	1,8 1,6	Cena bieżąca Cena docelowa	871,0 PLN 850,0 PLN
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	429	390	10%	1 733	1 628	6%	1 816	1 733	5%
NIM	2,66%	2,56%	-	2,69%	2,62%	-	2,71%	2,69%	-
Wynik prowizyjny	250	228	10%	1 060	987	7%	1 104	1 060	4%
WNDB	695	645	8%	2 869	2 683	7%	3 000	2 869	5%
Koszty operacyjne	-403	-394	2%	-1 640	-1 583	4%	-1 694	-1 640	3%
Wynik operacyjny*	296	260	14%	1 259	1 097	15%	1 338	1 259	6%
Saldo rezerw	-52	-48	9%	-185	-204	-9%	-152	-185	-18%
Zysk brutto	255	219	16%	1 120	934	20%	1 235	1 120	10%
Zysk netto	207	178	16%	896	753	19%	988	896	10%

* przed kosztami rezerw

Spadek rezerw Q/Q stoi za wzrostem zysku netto

Prognostujemy, że zysk netto ING BSK wzrośnie o 8% Q/Q i 16% R/R do 207 mln PLN. Za wzrostem wyniku netto Q/Q stoi niższe saldo rezerw w segmencie korporacyjnym. Oczekujemy stabilizacji marży odsetkowej Q/Q na poziomie 2,66% i wzrostu salda kredytów o 2% Q/Q. W konsekwencji prognozujemy wzrost wyniku odsetkowego o 2% Q/Q do 429 mln PLN. W wyniku prowizyjnym spodziewamy się 2% spadku Q/Q spowodowanego głównie niższymi przychodami z tytułu kart po sezonowo mocnym 4Q. Chociaż spodziewamy się, że przychody ogółem wykażą solidną 3% dynamikę Q/Q, największą kontrybucję przyniosą pozostałe przychody/koszty netto, gdzie spodziewamy się poprawy aż o 17 mln PLN Q/Q do 5 mln PLN (w 4Q 2010 bank dokonał rewaluacji in minus budynku w wysokości 11 mln PLN). W kosztach operacyjnych prognozujemy 3% wzrostu Q/Q spowodowanego wyższym wzrostem kosztów administracyjnych (82% Q/Q) niż spadkiem kosztów osobowych (-27% Q/Q). W saldzie rezerw oczekujemy 14% poprawy Q/Q do 52 mln PLN po tym jak zwyczajowo bank mocniej dorezerwuje segment korporacyjny w 4Q.



Banki

Analityk:
Iza Rokicka

Kredyt Bank

Akumuluj

P/E 2011 14,0 P/BV 2011 1,5
P/E 2012 10,5 P/BV 2012 1,3
Cena bieżąca 17,05 PLN
Cena docelowa 17,40 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	294	277	6%	1 222	1 128	8%	1 313	1 222	7%
NIM	2,70%	2,81%	-	2,75%	2,74%	-	2,75%	2,75%	-
Wynik prowizyjny	85	80	6%	349	330	6%	374	349	7%
WNDB	399	385	4%	1 713	1 588	8%	1 835	1 713	7%
Koszty operacyjne	-235	-225	4%	-985	-928	6%	-1 042	-985	6%
Wynik operacyjny*	174	176	-1%	775	703	10%	842	775	9%
Saldo rezerw	-85	-98	-13%	-363	-472	-23%	-294	-363	-19%
Zysk brutto	90	79	14%	415	235	77%	550	415	33%
Zysk netto	72	60	21%	332	186	78%	440	332	33%

* przed kosztami rezerw

Nadchodzi poprawa w zakresie rezerw

Prognozujemy, że zysk netto Kredyt Bank wzrośnie o 26% Q/Q i 21% R/R do 72 mln PLN. Poprawa wynika z oczekiwanego spadku salda rezerw.

Sądzimy, że na konto przeprowadzonej kampanii promocyjnej depozytów w 1Q trudno będzie Kredyt Bankowi obronić marżę odsetkową osiągniętą w 4Q 2010. Oczekujemy spadku o 5pb. Q/Q do 2,7%. W konsekwencji oczekujemy marginalnego spadku wyniku odsetkowego o 1% Q/Q do 294 mln PLN. W przychodach poza-odsetkowym oczekujemy zarówno spadku w wyniku prowizyjnym (na konto sezonowo mocnego wyniku w kartach oraz gorszego wyniku w zakresie sprzedaży funduszy inwestycyjnych) jak i w wyniku handlowym (z powodu niższej sprzedaży walutowych kredytów hipotecznych). Chociaż nasza prognoza zakłada, że przychody ogółem spadną o 1% Q/Q, oczekujemy większego spadku w zakresie kosztów, o 3% Q/Q. Sądzimy, że już w 1Q bank wykaże znaczącą poprawę w zakresie kosztu ryzyka i salda rezerw. Oczekujemy salda rezerw na poziomie 85 mln PLN, -24% Q/Q, co przełoży się na 124pb kosztu ryzyka, -40pb. Q/Q. W naszej opinii poprawa w zdecydowanej części pochodzić będzie z segmentu korporacyjnego.



Banki

Analityk:
Iza Rokicka

Millennium

Redukuj

P/E 2011 15,5 P/BV 2011 1,6
P/E 2012 11,5 P/BV 2012 1,4
Cena bieżąca 5,70 PLN
Cena docelowa 5,10 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	275	233	18%	1 160	1 010	15%	1 344	1 160	16%
NIM	2,35%	2,07%	-	2,38%	2,20%	-	2,54%	2,38%	-
Wynik prowizyjny	149	148	1%	601	565	6%	629	601	5%
WNDB	449	422	6%	1 923	1 714	12%	2 146	1 923	12%
Koszty operacyjne	-275	-255	8%	-1 147	-1 083	6%	-1 220	-1 147	6%
Wynik operacyjny*	175	169	4%	779	633	23%	930	779	19%
Saldo rezerw	-40	-83	-52%	-220	-225	-2%	-178	-220	-19%
Zysk brutto	135	85	58%	559	408	37%	752	559	35%
Zysk netto	108	68	59%	447	326	37%	602	447	35%

* przed kosztami rezerw

Oczekujemy spadku zysku Q/Q z powodu niepowtarzalnie wysokiego wyniku handlowego

Oczekujemy zysku netto na poziomie 108 mln PLN, -3% Q/Q, ale +59% R/R. Chociaż sądzimy, że saldo rezerw może poprawić się Q/Q, uważamy spadek wyniku handlowego może przeważać i w konsekwencji spowodować niższy wynik Q/Q.

Uważamy, że gwałtowny wzrost stóp rynkowych w 1Q nie przełoży się na poprawę marży odsetkowej w 1Q z powodu wysokiego udziału depozytów terminowych w strukturze depozytów (69%). Wręcz przeciwnie, uważamy, że presja na marżę kredytową spowoduje spadek marży odsetkowej Q/Q o 5pb. do 2,35%. W konsekwencji oczekujemy tylko płaskiego Q/Q wyniku odsetkowego (skorygowanego o punkty swapowe) na poziomie 275 mln PLN. Sądzimy, że Millennium zaraportuje wzrost wyniku prowizyjnego Q/Q w wyniku sezonowo mocnych przychodów z tytułu ubezpieczenia. Z drugiej strony, sądzimy że bardzo wysoki wynik handlowy z 4Q 2010 nie jest powtarzalny. Zakładamy spadek o 50% Q/Q do 25 mln PLN. W kosztach operacyjnych prognozujemy sezonowy spadek Q/Q (o 4%). W końcu oczekujemy, że saldo rezerw poprawi się Q/Q i spadnie o 10% Q/Q do 40 mln PLN. W konsekwencji koszt ryzyka ukształtuje się na poziomie 43pb, -6pb. Q/Q.



Banki

Analitik:
Iza Rokicka

Pekao

Trzymaj

P/E 2011 15,0 P/BV 2011 2,2
P/E 2012 13,4 P/BV 2012 2,1
Cena bieżąca 176,0 PLN
Cena docelowa 155,0 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 074	1 005	7%	4 571	4 104	11%	4 887	4 571	7%
NIM	3,20%	3,11%	-	3,17%	3,10%	-	3,22%	3,17%	-
Wynik prowizyjny	573	572	0%	2 554	2 368	8%	2 730	2 554	7%
WNDB	1 807	1 748	3%	7 901	7 193	10%	8 432	7 901	7%
Koszty operacyjne	-910	-904	1%	-3 756	-3 649	3%	-3 911	-3 756	4%
Wynik operacyjny*	907	862	5%	4 223	3 563	19%	4 602	4 223	9%
Saldo rezerw	-135	-141	-4%	-504	-538	-6%	-422	-504	-16%
Zysk brutto	791	742	7%	3 812	3 102	23%	4 277	3 812	12%
Zysk netto	639	603	6%	3 079	2 525	22%	3 457	3 079	12%

* przed kosztami rezerw

Najniższa dynamika wzrostu zysku netto R/R w sektorze bankowym

Prognostujemy, że zysk netto Pekao wyniesie 639 mln PLN. Oznacza to tylko marginalną poprawę R/R (o 6%) oraz spadek (choć też marginalny) Q/Q (o 1%).

Oczekujemy niewielkiego wzrostu wyniku odsetkowego Q/Q o 1%. Przy płaskim saldzie kredytów i depozytów Q/Q, uważamy, że silny wzrost stóp rynkowych Q/Q przełoży się na lekką poprawę marży odsetkowej, o 3pb Q/Q do 3,2%. Sądymy, że zarówno wynik prowizyjny jak i wynik handlowy spadną Q/Q. Pierwszy głównie z powody niższych Q/Q przychodów z kart oraz rachunków, a drugi w wyniku niższej aktywności klientów w obszarze produktów departamentu skarbu (w tym wynik z wymiany). Prognostujemy, że koszty operacyjne poprawią się Q/Q o 2%. Oczekujemy 7% spadku Q/Q w kosztach osobowych. Uważamy, że koszt ryzyka zostanie utrzymany na niskim poziomie. Oczekujemy 67pb., co przełoży się na saldo rezerw w wysokości 135 mln PLN, +6% Q/Q.



Banki

Analitik:
Iza Rokicka

PKO BP

Kupuj

P/E 2011 13,4 P/BV 2011 2,4
P/E 2012 10,9 P/BV 2012 2,1
Cena bieżąca 46,25 PLN
Cena docelowa 53,00 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 801	1 474	22%	7 650	6 516	17%	8 628	7 650	13%
NIM	4,21%	3,77%	-	4,32%	4,00%	-	4,45%	4,32%	-
Wynik prowizyjny	794	725	9%	3 236	3 143	3%	3 343	3 236	3%
WNDB	2 685	2 317	16%	11 281	10 022	13%	12 380	11 281	10%
Koszty operacyjne	-1 102	-1 014	9%	-4 523	-4 249	6%	-4 856	-4 523	7%
Wynik operacyjny*	1 623	1 332	22%	6 948	5 948	17%	7 730	6 948	11%
Saldo rezerw	-393	-425	-8%	-1 544	-1 868	-17%	-1 053	-1 544	-32%
Zysk brutto	1 230	903	36%	5 404	4 079	32%	6 677	5 404	24%
Zysk netto	980	720	36%	4 301	3 217	34%	5 314	4 301	24%

* przed kosztami rezerw

Konsekwentny wzrost zysków Q/Q

Prognostujemy, że zysk netto PKO BP wzrośnie o 36% R/R i 13% Q/Q do 980 mln PLN. W naszej opinii głównymi czynnikami poprawy będą wynik odsetkowy oraz saldo rezerw.

W naszej opinii, silny wzrost stóp rynkowych w 1Q 2011 zostanie pozytywnie odzwierciedlony w marży depozytowej, a w konsekwencji w marży odsetkowej PKO BP. Zakładamy, że marża odsetkowa poprawi się o 10pb. Q/Q do 4,21%, co przełoży się na silny 4% wzrost Q/Q wyniku odsetkowego. W przychodach poza-odsetkowych spodziewamy się 3% spadku Q/Q w wyniku prowizyjnym (po sezonowo mocnym 4Q w kredytach i ubezpieczeniach oraz kartach) oraz 34% poprawy Q/Q w wyniku handlowym (wyłącznie w wyniku niskiej bazy). Sądymy, że koszty operacyjne spadną o 5% Q/Q po sezonowo mocnym 4Q. Oczekujemy, że saldo rezerw spadnie o 8% Q/Q do 393 mln PLN, co przełoży się na koszt ryzyka na poziomie 120pb (-13pb. Q/Q). Sądymy, że poprawa będzie widoczna w segmencie korporacyjnym. Dostrzegamy ryzyko, że rezerwy w segmencie detalicznym zwiększą się Q/Q, po tym jako bank rozwiązał netto 7 mln PLN rezerw na portfel kredytów hipotecznych w 4Q 2010.

Ubezpieczyciele



Ubezpieczyciele

Analityk:
Iza Rokicka

PZU

Akumuluj

P/E 2011 13,2 P/BV 2011 2,2
P/E 2012 12,0 P/BV 2012 2,1

Cena bieżąca 364,1 PLN
Cena docelowa 390,0 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym	4 006	3 928	2%	15 236	14 544	5%	16 018	15 236	5%
Ubezpieczenia majątkowe	2 369	2 322	2%	8 361	8 032	4%	8 798	8 361	5%
Ubezpieczenia na życie	1 638	1 605	2%	6 876	6 513	6%	7 219	6 876	5%
Odszkodowania i świadczenia netto	-2 289	-2 459	-7%	-10 753	-10 299	4%	-11 169	-10 753	4%
Koszty	-839	-824	2%	-3 452	-3 515	-2%	-3 626	-3 452	5%
Wynik techniczny	381	162	136%	925	383	142%	1 111	925	20%
Wynik na działalności lokacyjnej	393	911	-57%	2 291	2 782	-18%	2 417	2 291	6%
Zysk brutto	744	982	-24%	3 077	3 029	2%	3 371	3 077	10%
Zysk netto	596	807	-26%	2 493	2 439	2%	2 731	2 493	10%

Konsekwentna poprawa rentowności w segmencie majątkowym

Prognozujemy, że zysk netto PZU wzrośnie Q/Q o 5% do 596 mln PLN dzięki konsekwentnej poprawie rentowności w segmencie majątkowym, i nawet pomimo gorszego wyniku na działalności inwestycyjnej. Nasza prognoza wyniku netto zakłada, że spółka uwolni 150 mln PLN rezerw typu P (vs. 124 mln w 4Q 2010 oraz 223 mln PLN w 1Q 2010)

Oczekujemy 2% wzrostu w składce przypisanej brutto, zarówno w segmencie majątkowym jak i w życiowym. Sądzymy, że wskaźnik wypłat w segmencie życiowym zostanie utrzymany na niezmiennym poziomie Q/Q 78,8%, po skorygowaniu o rozwiązanie rezerw typu P. Z drugiej strony uważamy, że wskaźnik szkodowości w segmencie majątkowym może się jeszcze poprawić, do poziomu 61,4%. Pomogą w tym podwyżki cen polis komunikacyjnych przeprowadzone w trakcie 2010. Co do kosztów uważamy, że zarówno koszty akwizycji jak i koszty administracyjne spadną Q/Q po sezonowo mocnym 4Q. Sądzymy, że wynik na działalności inwestycyjnej spadnie zarówno Q/Q jak i R/R. Oczekujemy gorszego wyniku z tytułu zmiany netto wyceny do wartości godziwej aktywów i zobowiązań w zakresie instrumentów kapitałowych jak i dłużnych.

Paliwa, chemia



Chemia

Analityk:
Kamil Kliszczyk

Ciech

Trzymaj

P/E 2011 28,4 EV/EBITDA 2011 5,3 **Cena bieżąca 27,7 PLN**
P/E 2012 12,8 EV/EBITDA 2012 5,0 **Cena docelowa 30,1 PLN**

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	1 166,0	962,0	21,2%	4 010,5	3 960,3	1,3%	3 998,3	4 010,5	-0,3%
EBITDA	101,1	100,6	0,5%	420,5	382,0	10,1%	443,9	420,5	5,6%
marża	8,7%	10,5%	-	10,5%	9,6%	-	11,1%	10,5%	-
EBIT	41,8	41,7	0,3%	188,7	144,2	30,9%	205,3	188,7	8,8%
Zysk brutto	7,0	6,2	11,7%	81,2	52,7	-	136,5	81,2	68,0%
Zysk netto	5,7	-2,8	-	49,8	20,5	-	110,5	49,8	-

Wyniki podobne r/r, ale o znacznie lepszej jakości

W 1Q'2011 skonsolidowany wynik operacyjny Ciechu powinien być nominalnie zbliżony do ubiegłorocznego, ale spodziewamy się znacznie lepszej jakości tych zysków. Przypominamy bowiem, że w 1Q'2010 udało się wypracować prawie 42 mln PLN EBIT głównie dzięki przychodom ze sprzedaży CO₂ i kawern, które sięgnęły ponad 20 mln PLN. Te jednorazowe elementy były zaksięgowane w segmencie sodowym, stąd mimo wyższych cen i wolumenów zakładamy porównywalny wynik operacyjny w tym obszarze w ujęciu r/r (25 mln PLN). W segmencie organicznym spodziewamy się spadku zysków r/r (15,5 mln PLN vs. 28 mln PLN) z powodu znacznego pogorszenia rentowności na sprzedaży TDI zarówno w związku ze spadkiem cen rynkowych przy rosnących surowcach jak i problemami z dostawami nitrozy z ZAT do własnej instalacji TDA w Zachemie. Pozytywnym katalizatorem dla tej dywizji będą wyższe zyski w kategorii środków ochrony roślin oraz żywic, ale nie pozwolą one na zneutralizowanie negatywnego wpływu TDI. Dobrych wyników oczekujemy po segmencie agrochemicznym (16 mln PLN vs. 7 mln PLN) i przypominamy, że większa ich część nie jest księgowana w Fosforach Gdańskich, ale na poziomie dywizji. Na poziomie działalności finansowej ujemne saldo może sięgnąć -35 mln PLN, na co obok odsetek złoży się jeszcze prowizja od kredytu konsorcyjnego amortyzowana proporcjonalnie do jego zapadalności. Obniżenia kosztów odsetkowych w związku ze spadkiem salda kredytów (spłata i emisja akcji) spodziewamy się dopiero w 2Q.



Rafinerijny

Analityk:
Kamil Kliszczyk

Lotos

Sprzedaj

P/E 2011 12,3 EV/EBITDA 2011 6,8 **Cena bieżąca 47,99 PLN**
P/E 2012 6,6 EV/EBITDA 2012 5,5 **Cena docelowa 28,4 PLN**

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	6 113,2	3 911,6	56,3%	25 514,4	19 680,9	29,6%	26 803,0	25 514,4	5,1%
EBITDA	549,5	146,1	276,0%	1 809,3	1 155,8	56,5%	2 109,9	1 809,3	16,6%
marża	9,0%	3,7%	-	7,1%	5,9%	-	7,9%	7,1%	-
EBIT	420,9	66,4	534,3%	1 060,3	769,1	37,9%	1 310,9	1 060,3	23,6%
Zysk brutto	560,5	4,1	-	809,2	718,3	12,7%	1 317,9	809,2	62,9%
Zysk netto	454,0	25,5	-	505,0	653,7	-22,7%	941,4	505,0	86,4%

Hydrocracker zneutralizuje efekt słabego makro, wysoki efekt LIFO

W 1Q'2011 roku w ramach nowych instalacji 10+ pracował już hydrocracking i dlatego spodziewamy się, że w ujęciu q/q uda się Spółce zneutralizować z nawiązką negatywny efekt pogorszenia otoczenia makro. Wynik operacyjny segmentu rafinerijnego według LIFO szacujemy w tym kontekście na poziomie 107 mln PLN vs. 89,7 mln PLN w 4Q'2010 i -31 mln PLN w 1Q'2010. Znaczna poprawa r/r wynikać będzie z zaawansowania programu 10+ i braku tak dużego jak rok temu udziału ciężkich olejów opałowych w strukturze uzysków. Sezonowy brak sprzedaży asfaltów może być jednak również odczuwalny, podobnie jak oczekiwany wzrost amortyzacji (+10 mln PLN q/q). Oczywiście z uwagi na wzrost cen ropy zysk segmentu zostanie wzmocniony przeszacowaniem zapasów, które szacujemy na 282 mln PLN oraz operacyjnymi dodatnimi różnicami kursowymi (około 30 mln PLN). W segmencie detalicznym prognozujemy pogłębienie się straty operacyjnej z poprzedniego roku w związku z presją na marże na stacjach (-8 mln PLN vs. -4,5 mln PLN). W obszarze wydobywczym od lutego zakładamy już konsolidację przejętej Geonafty, której zysk za 2 miesiące szacujemy na 10 mln PLN. Łącznie z Petrobaltikiem EBIT tego obszaru powinien więc sięgnąć 39 mln PLN (przypominamy że słaby rezultat w 4Q wynikał w dużej mierze z odpisu na odwierty w kwocie 48 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej saldo szacujemy na +140 mln PLN, na co złożą się przeszacowanie kredytów w USD na kwotę 85 mln PLN (znaczną część przeszacowania kredytów zgodnie z sygnalizowanym w raporcie za 4Q przyjęciem rachunkowości zabezpieczeń zostanie rozliczona przez kapitał) oraz zyski z hedgingu walutowego (73 mln PLN) i hedgingu stopy procentowej (10 mln PLN). Ostatecznie zysk netto powinien więc sięgnąć 454 mln PLN.


Rafineryjny

Analitik:

Kamil Kliszc

PGNiG

Kupuj

P/E 2011 12,5
P/E 2012 10,4

EV/EBITDA 2011 5,5
EV/EBITDA 2012 4,5

Cena bieżąca 3,79 PLN
Cena docelowa 4,40 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	7 028,5	6 622,2	6,1%	23 126,7	21 281,2	8,7%	23 926,7	23 126,7	3,5%
EBITDA	1 295,8	1 582,2	-18,1%	4 097,1	4 411,4	-7,1%	5 097,1	4 097,1	24,4%
marża	18,4%	23,9%	-	17,7%	20,7%	-	21,3%	17,7%	-
EBIT	884,6	1 216,3	-27,3%	2 453,4	2 886,7	-15,0%	3 193,0	2 453,4	30,1%
Zysk brutto	874,6	1 225,4	-28,6%	2 335,2	2 935,7	-20,5%	3 185,7	2 335,2	36,4%
Zysk netto	707,7	987,7	-28,3%	1 733,7	2 454,1	-29,4%	2 088,4	1 733,7	20,5%

Bardzo dobry wynik w dystrybucji i na wydobyciu

PGNiG mimo obniżki taryfy i pogorszenia rentowności na gazie z importu powinien wypracować w 1Q'2011 około 885 mln PLN zysku operacyjnego. Będzie to możliwe dzięki sezonowo wysokim wynikom w dystrybucji (485 mln PLN EBIT vs 520 mln PLN w 1Q'2010- spadek r/r to efekt cieplejszego stycznia i zakładanych niższych wolumenów) oraz znacznej poprawie rezultatu w obszarze wydobywczym. Lepszy wynik upstreamu (296 mln PLN EBIT) będzie osiągnięty przy wyższych cenach ropy i braku jednorazowych odpisów aktywów i sezonowego wzrostu kosztów, które obniżyły zyski w 4Q. Standardowe rezerwy na nietrafione odwierty szacujemy na 50 mln PLN. W obszarze handlu gazem po obniżce taryfy i wzroście cen gazu rosyjskiego oraz zaksięgowaniu dyskonta z kontraktu jamalskiego w poprzednim okresie należy oczekiwać spadku wyniku operacyjnego. Będzie on jednak częściowo zamortyzowany przez hedging towarowy (opcje i swapy na oleje opałowe), na którym wynik odniesiony do 1Q szacujemy na 150 mln PLN. Ostatecznie więc EBIT w tym segmencie wyniesie naszym zdaniem 104 mln PLN vs 389 mln PLN w 4Q'2010 i 446 mln PLN w 1Q'2010 (wówczas wyniki obciążał jeszcze odpis na należności od ZAK). Na poziomie działalności finansowej nie zakładamy jakichś istotnych pozycji, stąd zysk netto powinien sięgnąć 707 mln PLN.


Rafineryjny

Analitik:

Kamil Kliszc

PKN Orlen

Sprzedaj

P/E 2011 14,1
P/E 2012 13,3

EV/EBITDA 2011 6,7
EV/EBITDA 2012 6,6

Cena bieżąca 57,2 PLN
Cena docelowa 41,6 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	23 191,1	17 442,1	33,0%	99 520,8	83 547,4	19,1%	96 665,0	99 520,8	-2,9%
EBITDA	1 669,4	1 064,9	56,8%	4 847,5	5 545,7	-12,6%	4 933,3	4 847,5	1,8%
marża	7,2%	6,1%	-	4,9%	6,6%	-	5,1%	4,9%	-
EBIT	1 073,4	463,9	131,4%	2 164,6	3 123,0	-30,7%	2 191,6	2 164,6	1,2%
Zysk brutto	1 127,3	790,9	42,5%	2 291,5	3 070,5	-25,4%	2 402,1	2 291,5	4,8%
Zysk netto	908,1	592,9	53,2%	1 737,0	2 371,7	-26,8%	1 843,5	1 737,0	6,1%

Wysoki EBIT dzięki przeszacowaniu zapasów

W 1Q'2011 głównym czynnikiem determinującym wyniki Orlenu będzie przeszacowanie zapasów, które wzmacni EBIT segmentu rafineryjnego o około 800 mln PLN. EBIT LIFO w tym obszarze wyniesie jednak tylko 122 mln PLN, na co wpływ obok słabych marż i presji na zużycia własne będzie miał rozpoczęty remont instalacji w Płocku (większa część kosztów z nim związanych pojawi się prawdopodobnie w 2Q). Słabo wypadnie naszym zdaniem także obszar detaliczny, gdzie wyraźna presja na marże na stacjach benzynowych oraz niekorzystne warunki atmosferyczne spowodują spadek wyniku operacyjnego do 63 mln PLN z 75 mln PLN rok wcześniej i 87 mln PLN w 1Q'2009. Segment petrochemiczny powinien wypracować znacznie lepszy wynik w ujęciu q/q (238 mln PLN vs. 117 mln PLN), co będzie wynikać zarówno z poprawy marż benchmarkowych (również w nawozach) oraz zaniżonej przez odpisy aktywów bazy odniesienia (około 50 mln PLN). Częściowo poprawa makro będzie zneutralizowana przez wysokie koszty energii opartej o pochodne ropy. Na poziomie działalności finansowej oczekujemy obok kosztów odsetkowych, dodatnich różnic kursowych (około 118 mln PLN- ujemne przeszacowanie kredytów w EUR z nawiązką zrekompensowane przez dodatnie różnice na zobowiązaniach handlowych), co po uwzględnieniu zysków z Polkomtela zapewni dodatnie saldo na poziomie około 50 mln PLN. Ostatecznie zysk netto wyniesie więc 908 mln PLN.


Chemia

Analityk:
Kamil Kliszcz

Police

Sprzedaj

P/E 2011	11,9	EV/EBITDA 2011	8,1	Cena bieżąca	13,74 PLN
P/E 2012	21,4	EV/EBITDA 2012	11,0	Cena docelowa	9,70 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	642,5	419,8	53,0%	2 515,6	2 022,6	24,4%	2 212,8	2 515,6	-12,0%
EBITDA	73,2	11,7	524,7%	168,0	79,8	110,6%	124,0	168,0	-26,2%
marża	11,4%	2,8%	-	6,7%	3,9%	-	5,6%	6,7%	-
EBIT	55,2	-7,8	-	94,5	5,4	-	52,7	94,5	-44,2%
Zysk brutto	50,5	-2,3	-	86,6	5,2	-	48,2	86,6	-44,4%
Zysk netto	50,5	-2,4	-	86,6	27,4	215,8%	48,2	86,6	-44,4%

Wysokie marże nawozowe plus sezonowość

W 1Q'2011 spotowe benchmarkowe spready liczone do kosztów surowcowych dla mocznika i nawozów NPK nieco się obniżyły q/q (w przypadku DAP spadek w PLN wyniósł nawet ponad 7%), ale powinno zostać to zneutralizowane przez sezonowy wzrost cen na rynku krajowym (średnio około 6-7% w przypadku polifoski i fosforanu amonu) oraz towarzyszący temu dodatni efekt LIFO. Spodziewamy się również zbliżenia do pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych linii NP i NPK, które w 4Q'2010 pracowały odpowiednio na 92% i 96%. Obciążeniem może być natomiast segment bieli tytanowej, której ceny na początku roku spadły o ponad 15%, ale ze względu na jego wagę nie zmieni on naszym zdaniem wyników w sposób istotny. Zwracamy uwagę, że zakładany wzrost EBIT q/q z 30 mln PLN do 55 mln PLN to głównie efekt zaniżonej bazy 4Q, w którym Spółka zawiązała dodatkowe rezerwy i dokonała odpisów aktywów na kwotę netto -19 mln PLN. W 1Q nie zakładamy takich zdarzeń jednorazowych. Na poziomie działalności finansowej nie oczekujemy istotnych zmian q/q, a na naszą prognozę zysku netto wpływa dodatkowo brak podatku dochodowego w związku z wykorzystywaniem tarczy podatkowej strat z lat ubiegłych. Ostatecznie Spółka powinna na tym poziomie wypracować ponad 50 mln PLN. W kolejnych kwartałach spodziewamy się już jednak pogorszenia wyników, szczególnie w 2H'2011.


Chemia

Analityk:
Kamil Kliszcz

ZA Puławy

Trzymaj

P/E 2011	15,5	EV/EBITDA 2011	7,4	Cena bieżąca	122,0 PLN
P/E 2012	13,4	EV/EBITDA 2012	6,7	Cena docelowa	106,1 PLN

(mln PLN)	IIIQ10/11P	IIIQ09/10	zmiana	1-3Q10/11P	1-3Q09/10	zmiana	2010/11P	2009/10	zmiana
Przychody	789,9	599,3	31,8%	1 886,9	1 497,7	26,0%	2 587,8	2 055,9	25,9%
EBITDA	161,1	63,3	154,6%	171,2	25,1	582,4%	246,6	82,2	200,1%
marża	20,4%	10,6%	-	9,1%	1,7%	-	9,5%	4,0%	-
EBIT	140,2	44,0	218,6%	109,8	-28,4	-	161,5	15,2	963,7%
Zysk brutto	144,2	49,1	193,8%	121,1	-8,4	-	161,5	46,4	248,0%
Zysk netto	115,4	39,0	195,5%	94,1	-9,1	-	130,8	35,5	268,1%

Odzwierciedlenie bardzo sprzyjającej koniunktury

W III-cim kwartale obrotowym ZA Puławy w końcu powinny wygenerować wyniki w pełni odzwierciedlające obserwowaną na benchmarkach sprzyjającą koniunkturę zarówno w nawozach jak i chemikaliach. Przypominamy, że powodem gorszych wyników w poprzednich okresach były w dużej mierze czynniki jednorazowe i przestoje remontowe (w 2Q'2010'11 można je szacować nawet na 50 mln PLN). W tym kwartale dodatkowo obserwowaliśmy znaczny wzrost cen nawozów na rynku krajowym (saletra +20% q/q, a mocznik +15%), które tradycyjnie z opóźnieniem odzwierciedlają tendencje na rynku globalnym. W połączeniu z lekką obniżką taryfy gazowej i rekordowymi marżami na melaminie i kaprolaktamie pozwoli to naszym zdaniem na wygenerowanie aż 140 mln PLN zysku operacyjnego. Dodatkowym czynnikiem uwzględnionym w naszych szacunkach jest sprzedaż jednostek redukcji emisji NOx za kwotę 25 mln PLN. Zakładamy, że jeszcze w 1Q'2011 nie będzie widać wpływu nowej instalacji mocznika, zarówno jeśli chodzi o poziom amortyzacji jak i wolumenów. W przypadku tego produktu można jednak oczekiwać wzrostu sprzedaży, gdyż w ostatnich kwartałach była ona blokowana przez prace instalacyjne na nowej linii. Na poziomie działalności finansowej nie spodziewamy się istotnych pozycji stąd po opodatkowaniu zysk netto powinien sięgnąć 115 mln PLN.

Energetyka



Energetyka

Analitik:
Kamil Kliszcz

CEZ

Trzymaj

P/E 2011 10,5 EV/EBITDA 2011 6,9 **Cena bieżąca 145,5 PLN**
P/E 2012 9,6 EV/EBITDA 2012 6,5 **Cena docelowa 129,5 PLN**

(mln CZK)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	52 580,2	53 886,0	-2,4%	200 950,5	198 848,0	1,1%	213 791,8	200 950,5	6,4%
EBITDA	25 908,5	27 331,0	-5,2%	86 396,5	89 089,0	-3,0%	92 612,8	86 396,5	7,2%
marża	49,3%	50,7%	-	43,0%	44,8%	-	43,3%	43,0%	-
EBIT	19 793,5	21 691,0	-8,7%	61 787,1	65 057,0	-5,0%	67 383,8	61 787,1	9,1%
Zysk brutto	19 970,1	21 463,0	-7,0%	57 606,3	58 949,0	-2,3%	63 220,2	57 606,3	9,7%
Zysk netto	15 987,7	17 455,0	-8,4%	45 863,3	47 232,0	-2,9%	50 293,6	45 863,3	9,7%

Niższe ceny energii i podatek od CO₂ obciążą wyniki

W 1Q'2011 wyniki CEZ będą słabsze niż przed rokiem o czym zadecyduje przede wszystkim segment wytwórczy, gdzie spodziewamy się spadku EBIT z 15,4 mld CZK do 12,9 mld CZK. Pogorszenie będzie efektem znacznego spadku cen energii (-10%) w związku z zabezpieczeniem sprzedaży na poziomie 52 EUR/MWh wobec 54 EUR/MWh w 2010 roku i umocnieniem czeskiej waluty. Częściowo tylko zostanie to zamortyzowane przez produkcję z rumuńskich farm wiatrowych i zyski z przeszacowania certyfikatów CO₂ z uwagi na wzrost notowań o 2 EUR/t (Spółka przez rachunek wyników wycenia jednak tylko pozycję tradingową więc prognoza obciążona jest dużym ryzykiem). Lepszych rezultatów niż przed rokiem spodziewamy się po segmencie dystrybucyjnym (5,1 mld CZK vs. 4,4 mld CZK) z uwagi na wyższe taryfy uwzględniające rekompensaty dla operatorów sieci dotyczące 2009 roku. W obszarze wydobywczym zakładamy niewielki spadek zysku operacyjnego (0,7 mld CZK vs. 0,9 mld CZK) w związku z niższymi cenami węgla brunatnego i wyższą amortyzacją. Ostatecznie skonsolidowany EBIT powinien wynieść 19,8 mld CZK. Na poziomie działalności finansowej obok tradycyjnych pozycji odsetkowych, dodatnich różnic kursowych (1,1 mld CZK) oraz przeszacowania opcji MOL (0,7 mld CZK) uwzględniamy wprowadzony przez rząd podatek od darmowych uprawnień CO₂, który szacujemy na ponad 900 mln CZK (nie stanowi on kosztu uzyskania przychodu).



Energetyka

Analitik:
Kamil Kliszcz

Enea

Trzymaj

P/E 2011 12,9 EV/EBITDA 2011 4,6 **Cena bieżąca 19,80 PLN**
P/E 2012 11,5 EV/EBITDA 2012 4,1 **Cena docelowa 21,43 PLN**

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	2 402,9	2 021,4	18,9%	7 882,6	7 837,0	0,6%	8 458,3	7 882,6	7,3%
EBITDA	385,3	389,7	-1,1%	1 417,4	1 347,5	5,2%	1 610,2	1 417,4	13,6%
marża	16,0%	19,3%	-	18,0%	17,2%	-	18,2%	16,3%	-
EBIT	220,6	226,6	-2,6%	725,5	694,3	4,5%	900,3	725,5	24,1%
Zysk brutto	255,5	272,0	-6,1%	834,9	795,5	4,9%	941,2	834,9	12,7%
Zysk netto	207,0	218,2	-5,1%	676,3	620,8	8,9%	762,4	676,3	12,7%

Wyniki zbliżone r/r dzięki dystrybucji i Kozienicom

Wyniki operacyjne Enei w 1Q'2011 powinny być porównywalne do analogicznego okresu roku 2010, ale spodziewamy się innej ich struktury. W związku z zaostrzającą się konkurencją na rynku detalicznym zakładamy znaczny spadek zysków w segmencie obrotu, który rok temu wypracował aż 55 mln PLN na poziomie EBIT. Oczekujemy, że tym razem zyski będą minimalne i zbliżą się do tych raportowanych w 4Q'2010 (6 mln PLN). Będzie to jednak zneutralizowane wyższą rentownością w obszarze dystrybucji i wytwarzaniu. W segmencie sieciowym w związku z wyższymi taryfami i wzrostem zwrotu z WRA prognozujemy zwiększenie EBIT ze 126 mln PLN na 135 mln PLN. Poprawy r/r spodziewamy się także w Elektrowni Kozienice, gdzie wyższe ceny energii oraz mniejsza liczba dni remontowych (w 1Q'2010 około miesiąc wyłączony był jeden z bloków 560 MW) pozwolą na wzrost wyniku z 56 mln PLN na 95 mln PLN mimo podwyżki cen węgla (nie zakładamy wpływów z tytułu rekompensat KDT). Na poziomie działalności finansowej saldo powinno sięgnąć ponad 30 mln PLN, na co złożą się przede wszystkim odsetki od gotówki oraz wynik konsolidowany z Elektrociepłowni Białystok (przypominamy że słabszy rezultat na tym poziomie w 4Q'10 wynikał z odpisów na aktywach). Ostatecznie na poziomie zysku netto Enea powinna wypracować 207 mln PLN.

		Energetyka		PGE			Kupuj		
		Analityk: Kamil Kliszcz		P/E 2011 P/E 2012	11,5 10,3	EV/EBITDA 2011 EV/EBITDA 2012	5,2 4,6	Cena bieżąca Cena docelowa	23,20 PLN 26,73 PLN
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	7 465,7	5 340,1	39,8%	22 398,2	20 476,5	9,4%	24 499,9	22 398,2	9,4%
EBITDA	2 006,1	1 991,7	0,7%	7 984,6	6 834,0	16,8%	9 083,4	7 984,6	13,8%
marża	26,9%	37,3%	-	35,6%	33,4%	-	37,1%	35,6%	-
EBIT	1 352,7	1 335,3	1,3%	5 090,0	4 185,3	21,6%	5 967,5	5 090,0	17,2%
Zysk brutto	1 364,3	1 375,0	-0,8%	5 248,5	4 276,3	22,7%	5 899,5	5 248,5	12,4%
Zysk netto	1 080,1	899,1	20,1%	3 774,5	2 991,9	26,2%	4 208,4	3 774,5	11,5%

Obligo giełdowe spowoduje skok przychodów

Na wyniki PGE na poziomie przychodów bardzo istotnie wpłynie realizacja strategii sprzedaży energii poprzez giełdę, gdyż spowoduje to wzrost sprzedaży wyłączanej dotychczas jako międzysegmentowa. Obniży to również skonsolidowaną marżę w ujęciu procentowym, ale nie będzie miało wpływu na nominalne zyski. W segmencie wytwórczym spodziewamy się utrzymania wyników oczyszczonych o KDT-y w ujęciu r/r, gdyż zakładamy że 5-6% wzrost ceny energii zostanie w dużej mierze skonsumowany przez wyższe koszty. Zmiana sposobu księgowania rekompensat (szacujemy na 175 mln PLN) pozwoli jednak na wypracowanie dodatniej dynamiki raportowanego EBIT (1,05 mld PLN vs. 0,92 mld PLN). Wzrost w relacji do 1Q'2010 powinien zostać również wygenerowany w segmencie dystrybucji, gdzie podwyższona taryfa zapewni poprawę zysku operacyjnego r/r o około 35 mln PLN do 207 mln PLN. Gorzej w porównaniu r/r wypadną natomiast obszary sprzedaży detalicznej (26 mln PLN vs. 82 mln PLN) oraz hurtowej (24 mln PLN vs. 109 mln PLN). Będzie to pochodną konkurencji na rynku detalicznym oraz zawyżonej bazy w hurcie (rozwiązanie rezerw na spory handlowe na 47 mln PLN) i wspomnianej zmianie kanału sprzedaży energii z elektrowni PGE. W segmencie energii odnawialnej oczekujemy powtórzenia wyniku z 1Q'2010 gdyż wzrost cen zielonych certyfikatów może zostać zneutralizowany przez niższe wolumeny (wysoka baza z 1Q'2010). Na poziomie działalności finansowej saldo może być lekko ujemne z uwagi na koszty zwijania dyskonta (około 42 mln PLN) tylko częściowo zneutralizowane przez dodatnie różnice kursowe (17 mln PLN). Po uwzględnieniu zysków z Polkomtela oraz udziałów mniejszości (25 mln PLN) zysk netto powinien sięgnąć 1,08 mld PLN.

		Energetyka		Tauron			Kupuj		
		Analityk: Kamil Kliszcz		P/E 2011 P/E 2012	12,0 10,3	EV/EBITDA 2011 EV/EBITDA 2012	4,2 3,8	Cena bieżąca Cena docelowa	6,27 PLN 8,87 PLN
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	4 212,3	3 794,3	11,0%	14 685,2	15 428,9	-4,8%	15 848,2	14 685,2	7,9%
EBITDA	851,9	822,7	3,6%	2 833,0	2 758,0	2,7%	3 182,2	2 833,0	12,3%
marża	20,0%	21,7%	-	19,3%	17,9%	-	20,1%	19,3%	-
EBIT	507,5	476,0	6,6%	1 360,4	1 399,3	-2,8%	1 608,7	1 360,4	18,3%
Zysk brutto	477,5	449,7	6,2%	1 218,2	1 257,3	-3,1%	1 429,1	1 218,2	17,3%
Zysk netto	377,8	291,8	29,4%	918,2	858,7	6,9%	1 067,8	918,2	16,3%

Wysoka baza w segmencie obrotu, ale lepiej na dystrybucji

Tauron, podobnie jak pozostałe spółki sektora, również odczuje w 1Q'2011 znaczny spadek wyników w segmencie obrotu w związku z zaostrzającą się konkurencją (EBIT 48 mln PLN vs. 84 mln PLN rok temu). Ten ubytek zysku uda się jednak w pełni zrekompensować w pozostałych segmentach. W obszarze wytwarzania przy podobnych jak w 1Q'2010 rekompensatach KDT (74 mln PLN) wynik operacyjny powinien być lepszy (211 mln PLN vs. 185 mln PLN) głównie dzięki wyższemu wolumenowi i cenie energii. Po kilku słabych kwartałach lepszy wynik powinien raportować również segment wydobywczy (16 mln PLN), gdzie w styczniu uporano się już z uskokiem na złożu, który generował dodatkowe koszty operacyjne (znaczącej poprawy w tym obszarze można więc oczekiwać dopiero w 2Q). W dystrybucji również oczekujemy wzrostu zysków (EBIT 172 mln PLN vs. 117 mln PLN rok wcześniej), co będzie bezpośrednio związane z wyższą taryfą oraz oszczędnościami na kosztach wynagrodzeń po pierwszym etapie programu dobrowolnych odejść. Na poziomie działalności finansowej oczekujemy znacznej poprawy salda w ujęciu q/q, gdyż w 4Q zostało ono obciążone kosztami prowizji od wcześniejszej spłaty kredytu na kwotę 30 mln PLN. Zysk netto ostatecznie wyniesie 377 mln PLN, a znaczny wzrost r/r to kwestia niskich wyłączeń dla akcjonariuszy mniejszościowych (wykup udziałów od MSP).

Telekomunikacja

		Telekomunikacja		Netia		Trzymaj			
									
		Analitik: Michał Marczak		P/E 2011 P/E 2012	18,9 14,9	EV/EBITDA 2011 EV/EBITDA 2012	3,8 3,6	Cena bieżąca Cena docelowa	5,31 PLN 5,40 PLN
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	401,2	387,0	3,7%	1 614,0	1 575,9	2,4%	1 685,0	1 614,0	4,4%
EBITDA	98,7	93,5	5,5%	381,4	368,8	3,4%	398,2	381,4	4,4%
marża	24,6%	24,2%	-	23,6%	23,4%	-	23,6%	23,6%	-
EBIT	22,7	19,6	16,1%	104,1	70,1	48,4%	132,0	104,1	26,8%
Zysk brutto	23,7	17,4	36,1%	121,5	73,6	65,1%	154,5	121,5	27,2%
Zysk netto	19,2	14,3	33,9%	109,3	61,2	78,6%	139,0	109,3	27,2%

Dobra EBITDA, słaby wzrost bazy abonenckiej

Nadal uważamy, że spółka będzie miała problem ze wzrostem przychodów w średnim okresie. W prognozie na 1Q2011 zakładamy 1,8% wzrost sprzedaży q/q, który jest efektem pozyskanych w poprzednich miesiącach abonentów szerokopasmowego dostępu do internetu. Problem z tym, że liczba nowych przyłączy z kwartału na kwartał będzie malała (agresywna polityka cenowa TP) i to pozostaje największym czynnikiem ryzyka w przypadku spółki. Nasycanie się rynku wraz z pojawieniem się nowych konkurentów (LTE) będzie wywierał presję na marżę, jeszcze jednak nie w 1H2011. Nadal kurczyć będą się przychody generowane przez abonentów we własnej sieci (erozja bazy; -1,5 tys.), co jest zbieżne z tendencjami również dla innych operatorów (spadek ARPU). Zakładany przez nas wzrost marży EBITDA do blisko 25% to efekt niższych kosztów sprzedaży wynikających z akwizycji nowych abonentów oraz przenoszenia abonentów z BSA/WLR do LLU. Wśród rosnących kosztów należy wymienić przede wszystkim wydatki związane z opłatami na rzecz innych operatorów. W 2Q2011 w kosztach pojawia się dodatkowe wydatki związane z kosztami rebrandingu.

		Telekomunikacja		TPSA		Trzymaj			
									
		Analitik: Michał Marczak		P/E 2011 P/E 2012	18,4 16,9	EV/EBITDA 2011 EV/EBITDA 2012	4,8 4,5	Cena bieżąca Cena docelowa	17,65 PLN 17,60 PLN
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	3 787,5	3 873,0	-2,2%	15 483,4	15 616,2	-0,9%	15 395,2	15 483,4	-0,6%
EBITDA	1 342,5	1 415,0	-5,1%	5 787,3	4 734,0	22,3%	5 874,1	5 787,3	1,5%
marża	35,4%	36,5%	-	37,4%	30,3%	-	38,2%	37,4%	-
EBIT	402,5	474,0	-15,1%	2 059,9	947,0	117,5%	2 204,4	2 059,9	7,0%
Zysk brutto	297,5	359,0	-17,1%	1 587,0	495,2	220,5%	1 724,2	1 587,0	8,6%
Zysk netto	240,9	285,0	-15,5%	1 283,5	166,4	671,2%	1 394,6	1 283,5	8,7%

Jeśli nie teraz to kiedy?

Największą niewiadomą wyników pozostaje liczba nowych przyłączy w obszarze ADSL i to czy spółka po wprowadzeniu w październiku 2010 roku nowej oferty cenowej odwróci negatywny trend w tym obszarze (zakładaliśmy, że nastąpi to już w 4Q2010). W naszej prognozie zakładamy, że liczba przyłączy netto w całym szerokopasmowym dostępie do internetu zwiększy się o 21 tys. z czego 3 tys. w ADSL. Nie uchroni to jednak spółkę przed spadkiem przychodów w transmisji danych do 628 mln PLN (-1,8% r/r). Nadal negatywne trendy utrzymują się w tradycyjnych usługach głosowych (erozja bazy abonenckiej PSTN (-200 tys. q/q), co przełoży się na 10% spadek przychodów tej linii biznesowej. W przypadku telefonii komórkowej spodziewamy się wzrostu bazy abonenckiej o 80 tys. kart SIM, co jednak przy sezonowym spadku ARPU powinno oznaczać spadek przychodów do 1,73 mld PLN (-3% q/q, ale +3% r/r). W prognozie nie zakładamy jednorazowych zdarzeń, takich jak tworzenie istotnych dodatkowych rezerw.

Media



Media

Analityk:
Piotr Grzybowski

Agora

P/E 201119,4EV/EBITDA 20117,2

P/E 201215,4EV/EBITDA 20126,2

Akumuluj

Cena bieżąca26,0 PLN

Cena docelowa28,9 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	295,6	248,1	19,2%	1 268,5	1 116,7	13,6%	1 345,4	1 268,5	6,1%
EBITDA	33,4	36,5	-8,5%	185,4	167,3	10,8%	202,4	185,4	9,2%
marża	11,3%	14,7%	-	14,6%	15,0%	-	15,0%	14,6%	-
EBIT	10,9	16,7	-34,7%	86,6	84,9	2,0%	103,3	86,6	19,2%
Zysk brutto	9,7	18,8	-48,3%	86,7	87,9	-1,4%	108,8	86,7	25,5%
Zysk netto	7.7	21.7	-64.7%	68.2	71.9	-5.2%	85.7	68.2	25.7%

Trudny początek roku

Wyniki Agory za pierwsze trzy miesiące 2011 roku będą stały pod znakiem słabości rynku reklamowego, rosnących kosztów działalności oraz nie najlepszego okresu w branży kinowej. Z pierwszym problemem spółka poradziła sobie w 1Q2011 bardzo dobrze notując mimo niekorzystnego otoczenia tylko 0,6% spadku wpływów reklamowych (do 158,4 mln PLN). Na dynamikę tą składać się będzie 17% wzrost przychodów w segmencie internetowym, 2% wzrost w segmencie outdooru, 8% wzrost w segmencie radia, 10,5% spadek w segmencie czasopism oraz 12% spadek w segmencie prasy. Słabiej sytuacja wyglądała w naszej opinii w segmencie kinowym, który dołożył do skonsolidowanego wyniku operacyjnego zaledwie 3,5 mln PLN. Czynnikiem, który spowoduje pogorszenie wyników w Agorze będą jednak koszty. Na wzrost kosztów pierwszego kwartału częściowo wpływ będzie miał przy tym program motywacyjny, którego koszty rozpoznawane będą w naszej opinii głównie w pierwszym półroczu 2011 roku, podczas gdy rok wcześniej Agora rozpoznawała je przede wszystkim w drugim półroczu. Grupą kosztową która w największym stopniu wpłynie na obniżenie wyniku operacyjnego w spółce będą materiały i energia, gdzie widoczny będzie wzrost cen papieru. Oczekujemy wzrostu tych kosztów bez uwzględniania konsolidacji Heliosa o około 3,0 mln PLN oraz o 17,5 mln PLN z włączeniem segmentu kinowego. Wzrostu kosztów oczekujemy też w odniesieniu do reprezentacji i reklamy (+8,1% r/r do 28,0 mln PLN). W rezultacie powyższych czynników zysk operacyjny okresu sięgnie 10,9 mln PLN. Saldo finansowe wyniesie -1,0 mln PLN, a obciążenie podatkowe 1,8 mln PLN, co implikuje wynik netto na poziomie 7,7 mln PLN.



Media

Analitik:

Piotr Grzybowski

Cinema City

Akumuluj

P/E 201113,9

EV/EBITDA 20118,1

P/E 201210,7

EV/EBITDA 20126,6

Cena bieżąca38,0 PLN

Cena docelowa42,9 PLN

(mln EUR)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	65,3	70,1	-6,8%	270,9	234,5	15,5%	317,9	270,9	17,4%
EBITDA	14,0	20,3	-31,0%	61,6	56,2	465,6%	75,5	61,6	22,6%
marża	21,4%	28,9%	-	22,7%	24,0%	-	23,7%	22,7%	-
EBIT	7,7	15,4	-49,9%	41,2	36,4	13,1%	53,3	41,2	29,6%
Zysk brutto	6,9	14,6	-52,9%	41,5	34,1	21,6%	54,0	41,5	30,1%
Zysk netto	6,1	12,7	-52,3%	35,0	30,5	14,9%	45,5	35,0	30,0%

Nierówna walka z zeszłorocznym sukcesem

1Q2011 przyniesie znaczące pogorszenie wyników finansowych w Cinema City w porównaniu do ubiegłego roku, za czym stać będzie brak hitów kinowych porównywalnych do *Avatara* i *Alicji w Krainie Czarów*, które zadecydowały o osiągnięciach 1Q2010. Rozpoczęcie konsolidacji Palace Cinema, choć w istotny sposób wpływać będzie na osiągnięcia przyszłych okresów, w pierwszym kwartale nie będzie w stanie zrekompensować spadku wyniku w ramach „starej” struktury Grupy. Prognozujemy spadek liczby sprzedanych biletów w ramach starych aktywów spółki o 12% i około 1,5 mln biletów sprzedanych w nowo nabytych kinach połączone z 15% spadkiem średniej ceny biletów (efekt małej ilości sprzedanych biletów na seanse 3D oraz nieznacznie niższe średniej ceny sprzedaży biletów w kinach Cinema Palace). Przełoży się to na przychody ze sprzedaży biletów w wysokości 40,8 mln EUR. Wpływy z działalności barowej wyniosą według naszych szacunków 13,7 mln EUR, a przychody reklamowe 5,3 mln EUR. Ponadto oczekujemy przychodów z działalności dystrybucyjnej na poziomie 4,9 mln EUR. Marża brutto na sprzedaży wyniesie 18,2% (mała liczba biletów sprzedanych na seanse 3D, niższa rentowność kin Palace Cinema). Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży wyniosą 4,2 mln EUR, co implikuje zysk operacyjny w wysokości 7,7 mln EUR. Ponadto oczekujemy salda na działalności finansowej na poziomie 0,8 mln EUR. Zysk netto pierwszego kwartału wyniesie 6,1 mln EUR.


Media

Analityk:
Piotr Grzybowski

Cyfrowy Polsat Trzymaj

P/E 2011 15,1 EV/EBITDA 2011 9,2
P/E 2012 14,9 EV/EBITDA 2012 7,9

Cena bieżąca 16,09 PLN
Cena docelowa 15,30 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	382,8	374,0	2,4%	1 528,8	1 482,5	3,1%	1 578,9	1 528,8	3,3%
EBITDA	107,8	122,9	-12,3%	449,3	406,9	10,4%	479,2	449,3	6,6%
marża	28,2%	32,9%	-	29,4%	27,5%	-	30,3%	29,4%	-
EBIT	82,2	106,9	-23,1%	354,2	325,8	8,7%	358,3	354,2	1,2%
Zysk brutto	81,2	106,4	-23,7%	354,1	321,3	10,2%	358,9	354,1	1,3%
Zysk netto	65,8	86,1	-23,6%	286,8	258,5	11,0%	290,7	286,8	1,3%

Internet źródłem spadku wyników

Wyniki finansowe jakie opublikuje za pierwszy kwartał Cyfrowy Polsat będą słabsze od ubiegłorocznych osiągnięć z uwagi na uruchomioną w 2Q2010 usługę szerokopasmowego dostępu do Internetu oraz rosnącego udziału wynajmowanych dekoderek w obecnej bazie abonenckiej (wpływ obniżenie EBIT i zysku netto). Wartość przychodów abonamentowych szacujemy na 363,5 mln PLN. Przychody z usług telekomunikacyjnych szacujemy na 7,3 mln PLN. Koszty licencji programowych wyniosą 102,1 mln PLN. Koszty dystrybucji i marketingu (efekt dołączenia nowej usługi) wzrosną do 72,4 mln PLN. Koszty przesyłu sygnału spadną nieznacznie do 19,5 mln PLN (umocnienie złotego + renegotiacja stawek za system warunkowego dostępu), a koszty wynagrodzeń sięgną 20,9 mln PLN. Inne koszty operacyjne (ich główna składowa to opłata za dostęp do infrastruktury) wzrosną r/r o 51% do 36,7 mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniesie -9,9 mln PLN, a jego główną pozycją będzie 9,5 mln PLN odpisów na należności. Wynik operacyjny pierwszego kwartału wyniesie przy takich założeniach 82,2 mln PLN. Saldo na działalności finansowej prognozujemy na poziomie -1,0 mln PLN, a podatek dochodowy w wysokości 15,4 mln PLN. Przekładać się to będzie na 65,8 mln PLN zysku netto.


Media

Analityk:
Piotr Grzybowski

TVN

Trzymaj

P/E 2011 31,7 EV/EBITDA 2011 10,8
P/E 2012 17,6 EV/EBITDA 2012 8,6

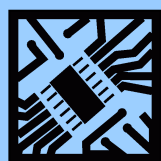
Cena bieżąca 17,32 PLN
Cena docelowa 18,10 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	588,0	548,4	7,2%	2 753,9	2 493,8	10,4%	3 058,3	2 753,9	11,1%
EBITDA	124,2	98,1	26,6%	755,7	610,7	23,7%	915,7	755,7	21,2%
marża	21,1%	17,9%	-	27,4%	24,5%	-	29,9%	27,4%	-
EBIT	54,9	40,0	37,1%	499,0	363,8	37,2%	664,6	499,0	33,2%
Zysk brutto	-12,6	86,4	-	324,5	118,0	175,1%	473,2	324,5	45,8%
Zysk netto	-29,1	63,9	-	280,8	42,5	560,8%	394,5	280,8	40,5%

Słaby kwartał w segmencie telewizyjnym

Oczekujemy, że poprawa wyniku operacyjnego jaka nastąpi w TVN w pierwszym kwartale odbędzie się głównie za sprawą malejącej straty operacyjnej platformy cyfrowej 'n'. Prognozujemy, że 'n' zanotuje 2,5 mln PLN pozytywnego wyniku EBITDA (przed rokiem 25,9 mln PLN straty EBITDA). Przychody reklamowe wzrosną o 4,2% do 315,0 mln PLN. Spodziewamy się przy tym, że przychody segmentu internetowego wzrosną o 16% do 50 mln PLN, a segmentu telewizyjnego o 2,4%. Przychody z opłat subskrypcyjnych w płatnej telewizji wyniosą 164 mln PLN (całość przychodów 'n' zakładamy na poziomie 174 mln PLN). Z uwagi na wzbogacenie ramówki wiosennej oczekujemy wzrostu kosztów programowych do 165 mln PLN (produkcja własna i amortyzacja licencji programowych). Wynik operacyjny wyniesie 54,9 mln PLN. Saldo na działalności finansowej wyniesie -67,5 mln PLN, na jego wartość złoży się 75,8 mln PLN kosztów odsetkowych oraz 5,4 mln PLN zysku z tytułu różnic kursowych. Pozytywne różnice kursowe mimo umocnienia euro zostaną osiągnięte dzięki korzystnie zawartemu kontraktowi forward, który przyniesie około 35 mln PLN zysku. Różnice kursowe z tytułu biblioteki programowej wyniosą około 4 mln PLN. Około 4 mln PLN wyniosą również koszty wykupu starego długu obligacyjnego. Mimo straty brutto prognozujemy 16,5 mln PLN obciążenia podatkowego. Wynika ono z braku tarczy podatkowej na stratach ponoszonych przez ITI Neovision oraz braku płatności kuponowej dla długu obligacyjnego (koszty odsetkowe nie będą zatem stanowiły kosztu uzyskania przychodów). W efekcie starta netto okresu wyniesie 29,1 mln PLN.

IT


IT

Analitik:
Piotr Grzybowski

AB

P/E 10/11 8,1
P/E 11/12 9,2

EV/EBITDA10/11 6,5
EV/EBITDA11/12 6,7

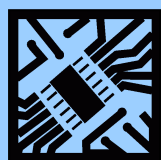
Akumuluj

Cena bieżąca 25,6 PLN
Cena docelowa 27,6 PLN

(mln PLN)	IIIQ10/11P	IIIQ09/10	zmiana	I-IIIQ10/11	I-IIIQ09/10	zmiana	2010/11P	2009/10	zmiana
Przychody	754,8	658,6	14,6%	2 664,8	2 227,5	19,6%	3 071,7	2 882,1	6,6%
EBITDA	12,2	9,6	27,9%	57,4	43,2	33,1%	73,8	66,3	11,4%
marża	1,6%	1,5%	-	2,2%	1,9%	-	2,4%	2,3%	-
EBIT	10,0	7,7	30,8%	50,9	37,1	37,1%	66,1	58,3	13,4%
Zysk brutto	9,0	7,8	16,5%	51,4	35,4	45,3%	58,3	45,4	28,4%
Zysk netto	7,2	5,9	22,2%	43,0	27,2	58,1%	48,6	35,2	38,3%

Dalsza poprawa wyników

AB opublikuje bardzo dobre wyniki finansowe za pierwszy kwartał, a motorem napędowym dla rezultatów będzie dynamiczny wzrost obrotów zwłaszcza na rynku polskim. Prognozujemy, że po 22,1% wzroście sprzedaży w czwartym kwartale przychody w ciągu pierwszych trzech miesięcy 2011 roku wzrosły o 14,6% r/r. Na poziomie marży brutto spodziewamy się lekko ujemnego wpływu różnic kursowych (-1,2 mln PLN), przy czym efekt walutowy powinien być pozytywny na rynku polskim i ujemny na rynku czeskim. Koszty ogólne działalności wyniosą 24,2 mln PLN, a saldo na pozostałej działalności operacyjnej prognozujemy w wysokości 3,5 mln PLN. Implikuje to wynik operacyjny na poziomie 10 mln PLN. Saldo działalności finansowej będzie wsparte różnicami kursowymi z pozycji zabezpieczających, które szacujemy na 1,2 mln PLN (zniesienie negatywnego wpływu waluty obniżającego marżę brutto). Zmniejszy to jego ujemną wartość do 1,0 mln PLN. Obciążenie podatkowe wyniesie według naszych szacunków 1,8 mln PLN, co pozwoli na osiągnięcie 7,2 mln PLN zysku netto.


IT

Analitik:
Piotr Grzybowski

Action

P/E 2011 10,3
P/E 2012 8,9

EV/EBITDA 2011 7,4
EV/EBITDA 2012 6,6

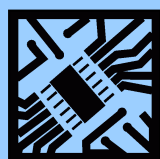
Akumuluj

Cena bieżąca 19,35 PLN
Cena docelowa 18,16 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	540,3	483,2	11,8%	2 320,1	2 160,7	7,4%	2 545,5	2 320,1	9,7%
EBITDA	14,5	13,7	6,2%	53,8	48,8	10,2%	59,4	53,8	10,5%
marża	2,7%	2,8%	-	2,3%	2,3%	-	2,3%	2,3%	-
EBIT	11,5	10,8	6,8%	44,8	37,2	20,5%	50,3	44,8	12,4%
Zysk brutto	10,5	9,9	6,3%	39,9	33,2	20,0%	46,1	39,9	15,5%
Zysk netto	8,3	8,0	3,6%	32,3	26,4	22,6%	37,3	32,3	15,5%

Udany kwartał

Pierwszy kwartał 2011 roku był w wykonaniu Actionu stosunkowo dobrym okresem. Spodziewamy się 11,8% r/r wzrostu przychodów Grupy. Marża brutto będzie pod niewielkim wpływem ujemnych różnic kursowych (oczekujemy około -1,5 mln PLN strat na walutach na tym poziomie), jednak dzięki poprawie wyników w spółkach zależnych Actionowi uda się osiągnąć 8,1% rentowności. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu zakładamy na poziomie 33,8 mln PLN. Na poziomie salda na działalności operacyjnej (+1,0 mln PLN) przewidujemy dorobienie strat na różnicach kursowych poniesionych na poziomie rentowności brutto. Pozwoli to spółce wypracować 11,5 mln PLN zysku operacyjnego. Prognozujemy 1,0 mln PLN kosztów finansowych netto oraz 2,0 mln PLN obciążenia podatkowego. Zysk mniejszości wyniesie 0,2 mln PLN. Przełoży się to na 8,3 mln PLN zysku netto.


IT

Analityk:
Piotr Grzybowski

ASBIS

Akumuluj

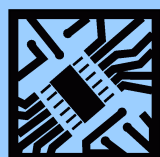
P/E 2011 8,6 EV/EBITDA 2011 5,3
P/E 2012 5,3 EV/EBITDA 2012 4,0

Cena bieżąca 3,40 PLN
Cena docelowa 4,32 PLN

(mln USD)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	363,4	331,0	9,8%	1 490,8	1 435,1	3,9%	1 620,0	1 490,8	8,7%
EBITDA	4,6	2,6	80,4%	19,0	12,4	52,9%	25,1	19,0	32,0%
marża	1,3%	0,8%	-	1,3%	0,9%	-	1,5%	1,3%	-
EBIT	3,9	1,8	110,4%	16,0	9,4	69,6%	22,0	16,0	37,6%
Zysk brutto	1,5	0,3	477,6%	9,9	2,2	345,9%	15,9	9,9	60,4%
Zysk netto	1,1	0,1	744,5%	7,8	0,9	738,4%	12,6	7,8	62,2%

Poprawa wyniku przy niewielkim udziale walut

Pierwszy kwartał był naszym zdaniem stosunkowo udanym okresem dla Asbisu. Spółka kontynuowała wzrost przychodów, choć odbywał się on w dużo niższym tempie niż w roku ubiegłym (9,3% vs. 22,9% wzrostu sprzedaży w 2010 roku). Marża brutto wyniesie według naszych szacunków 4,7% i będzie nieznacznie wsparta przez różnice kursowe wynikające z korzystnego otoczenia walutowego pierwszego kwartału. Wpływ walut na rentowność brutto szacujemy na około 1,2 mln USD. Koszty ogólne działalności sięgną 13,4 mln USD. Przełoży się to na 3,9 mln USD zysku operacyjnego. Ujemne saldo na działalności finansowej wyniesie 2,4 mln USD i będzie pochodną kosztów obsługi zadłużenia spółki oraz różnic kursowych wynikających z pozycji zabezpieczających (szacujemy je na około 0,9 mln USD). Obciążenie podatkowe wyniesie 0,3 mln USD, a zysk netto okresu 1,1 mln USD.


IT

Analityk:
Piotr Grzybowski

Asseco Poland

Kupuj

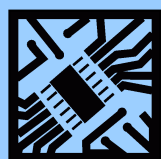
P/E 2011 10,8 EV/EBITDA 2011 7,3
P/E 2012 10,1 EV/EBITDA 2012 7,3

Cena bieżąca 53,15 PLN
Cena docelowa 65,30 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	1146,0	690,6	65,9%	3 389,2	3 237,7	4,7%	3 616,2	3 389,2	6,7%
EBITDA	206,5	151,3	36,5%	663,2	695,0	-4,6%	692,0	663,2	4,3%
marża	18,0%	21,9%	-	19,6%	21,5%	-	19,1%	19,6%	-
EBIT	164,5	121,3	35,6%	537,0	569,0	-5,6%	563,1	537,0	4,9%
Zysk brutto	168,0	133,9	25,5%	564,0	499,0	13,0%	609,7	564,0	8,1%
Zysk netto	95,1	95,5	-0,4%	383,0	415,1	-7,7%	409,0	383,0	6,8%

Dobre wyniki na horyzoncie

Pierwszy kwartał przyniesie kolejne bardzo dobre wyniki w Asseco Poland. Będzie to też pierwszy pełny kwartał konsolidacji Formula Systems. Przychody Grupy wyniosą 1146,0 mln PLN (około 412 mln PLN obrotów doda konsolidacja izraelskiej spółki). Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na poziomie 29,7%. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu szacujemy w wysokości 176,0 mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej sięgnie -1,0 mln PLN. W rozbiciu na poszczególne spółki oczekujemy, że w jednostce dominującej mimo wchłonięcia Asseco Systems zakończenie jednej z umów wdrożeniowych w PKO BP spowoduje spadek wyniku operacyjnego do 78,0 mln PLN. Lekkiej poprawy wyników spodziewamy się w Asseco Spain jednak będzie ona wynikać wyłącznie z konsolidacji Neocomplusa (bez konsolidacji nowych aktywów spodziewamy się spadku wyniku w Hiszpanii). Bardzo dobre wyniki pokaże naszym zdaniem Asseco Central Europe, gdzie spółka dokonywała migracji systemów w związku z przejęciem czeskiej giełdy przez Wiener Borse (prognozujemy 4,9 mln EUR wyniku operacyjnego). Niewielkiej poprawy wyników spodziewamy się też w Asseco South Eastern Europe (10,1 mln PLN zysku operacyjnego) i w Asseco Business Solution (10,5 mln PLN zysku operacyjnego). W konsekwencji skonsolidowany wynik operacyjny wyniesie 164,5 mln PLN. Saldo działalności finansowej szacujemy na +3,5 mln PLN. Prognozowany wynik netto Grupy Asseco to 95,1 mln PLN.


IT

Analityk:
Piotr Grzybowski

Comarch

Trzymaj

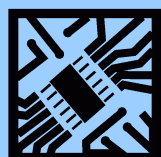
P/E 2011 17,1 EV/EBITDA 2011 7,4
P/E 2012 14,6 EV/EBITDA 2012 6,3

Cena bieżąca 92,70 PLN
Cena docelowa 88,00 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	165,7	145,7	13,7%	803,5	761,7	5,5%	852,7	803,5	6,1%
EBITDA	11,1	8,4	32,8%	86,1	64,0	34,5%	97,8	86,1	13,6%
marża	6,7%	5,7%	-	10,7%	8,4%	-	11,5%	10,7%	-
EBIT	2,1	-3,1	-	47,1	23,5	100,7%	59,3	47,1	26,0%
Zysk brutto	3,1	-2,0	-	51,6	23,7	117,7%	65,2	51,6	26,4%
Zysk netto	4,4	-0,1	-	43,6	43,4	0,5%	51,2	43,6	17,4%

Dobre wyniki mimo strat w Comarch SuB

W pierwszym kwartale Comarch poprawił wyniki mimo oczekiwanych przez nas dalszych problemów jakie Grupa napotyka w Niemczech. Prognozujemy, że spółka zależna Comarch Software und Beratung, mimo zapowiadanej przez Zarząd rentowności operacyjnej w skali całego roku w pierwszym kwartale nie poprawi osiąganego wyniku i zanotuje 1,1 mln EUR straty, co wraz z amortyzacją rozwiązań Comarch SuB dokonywanych na poziomie skonsolidowany przełoży się na około 6,8 mln PLN negatywnego wpływu na zysk operacyjny Grupy. Nieco lepiej niż przed rokiem poradzą sobie spółki celowe, które zmniejszą generowaną stratę operacyjną do 1,9 mln PLN. Dużo lepsze wyniki zanotuje jednak jednostka dominująca i to ona przesądzi o pozytywnych rezultatach kwartału. Szacujemy, że skonsolidowana marża brutto wyniesie 17,5%, przy kosztach ogólnych działalności wynoszących 24,6 mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na -0,3 mln PLN. Jednocześnie spodziewamy się rozwiązania aktywa podatkowego i w związku z tym powstania obciążenia podatkowego w wysokości 0,4 mln PLN. W rezultacie wynik netto okresu sięgnie 4,4 mln PLN.


IT

Analityk:
Piotr Grzybowski

Sygnity

Akumuluj

P/E 2011 14,5 EV/EBITDA 2011 6,7
P/E 2012 10,5 EV/EBITDA 2012 5,1

Cena bieżąca 21,25 PLN
Cena docelowa 22,0 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	112,7	104,2	8,2%	568,9	524,0	8,6%	650,9	568,9	14,4%
EBITDA	0,7	-10,0	-	38,9	-7,5	-	47,6	38,9	22,4%
marża	0,6%	-9,6%	-	6,8%	-1,4%	-	7,3%	6,8%	-
EBIT	-5,1	-17,5	-	12,7	-34,3	-	28,3	12,7	123,0%
Zysk brutto	-8,1	-19,3	-	7,2	-43,8	-	24,6	7,2	239,8%
Zysk netto	-8,1	-17,1	-	5,9	-42,8	-	20,0	5,9	239,8%

Pierwszy kwartał wyraźnej poprawy

Pierwszy kwartał standardowo przyniesie w Sygnity straty zarówno na poziomie operacyjnym jak i poziomie netto. Osiągnięty wynik będzie jednak znacząco lepszy od ubiegłorocznych osiągnięć, przede wszystkim za sprawą oszczędności poczynionych w ramach programu restrukturyzacyjnego. Choć z uwagi na prowadzoną jeszcze w pierwszych miesiącach roku redukcję zatrudnienia wyniki 1Q2011 nie pokażą pełnej skali możliwych w tym roku oszczędności to spodziewamy się, że baza kosztowa zostanie obniżona o około 10 mln PLN. Wraz z niewielkim wzrostem przychodów (zakładamy wzrost sprzedaży o 8,2% r/r do 112,7 mln PLN), pozwoli to na powiększenie marży brutto na sprzedaży do 16,4% (rok temu 13%) oraz obniżenia kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu do 24,0 mln PLN (spadek o 7,5 mln PLN r/r). W konsekwencji strata operacyjna Sygnity za pierwszy kwartał wyniesie 5,1 mln PLN, przy 17,5 mln PLN straty rok wcześniej. Saldo na działalności finansowej prognozujemy na poziomie -3,0 mln PLN oraz zakładamy neutralny wpływ podatku dochodowego. Przełoży się to na 8,1 mln PLN straty netto spółki.

Górnictwo i metale



Metale

Analitik:
Michał Marczak

KGHM

Trzymaj

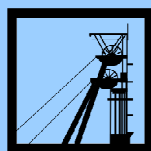
P/E 2011 6,2 EV/EBITDA 2011 6,6
P/E 2012 10,3 EV/EBITDA 2012 7,9

Cena bieżąca 193,7 PLN
Cena docelowa 188,5 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	4 459,2	3 274,5	36,2%	17 990,7	15 945,0	12,8%	14 632,8	17 990,7	-18,7%
EBITDA	2 141,3	1 060,7	101,9%	8 359,0	6 253,6	33,7%	5 315,7	8 359,0	-36,4%
marża	48,0%	32,4%	-	46,5%	39,2%	-	36,3%	46,5%	-
EBIT	1 984,8	906,1	119,0%	7 725,6	5 638,1	37,0%	4 662,4	7 725,6	-39,6%
Zysk brutto	1 978,8	898,8	120,2%	7 695,6	5 605,6	37,3%	4 632,4	7 695,6	-39,8%
Zysk netto	1 602,8	725,4	121,0%	6 233,4	4 568,6	36,4%	3 752,3	6 233,4	-39,8%

Rekordowy kwartał

1Q2011 to najwyższe średnie kwartalne ceny miedzi (9 629 USD/t, +11,8% q/q) oraz srebra (1 038 USD/kg +20,3% q/q) w historii. W drugim kwartale średnie ceny miedzi utrzymują się na poziomie zbliżonym do 1Q (-0,9% q/q), gwałtownie rośnie natomiast średnia cena srebra (+23% q/q). Zakładamy, że kwartalna sprzedaż miedzi wyniesie 124 tys. ton, tj. o 2,5% więcej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (27 tys. ton będzie pochodziło z produkcji na bazie wsadów obcych, 21,8% łącznej sprzedaży; 39 tys. ton będzie objęta transakcjami zabezpieczającymi). Zakładamy również istotny spadek sprzedaży srebra (roczna prognoza zarządu zakłada -18% r/r) do 267 ton (-18,3% r/r). Całkowity jednostkowy koszt produkcji miedzi powinien wynieść 13 400 PLN/t i będzie o 3% wyższy w ujęciu q/q, głównie za sprawą niższego wolumenu sprzedaży srebra oraz wyższym wydatkom związanym z zakupem wsadów obcych (cena jednostkowa i wyższy wolumen). Na koniec 1Q2011 cena miedzi była o 1,8% niższa w stosunku do końca 2010, co powinno oznaczać dodatni wynik na wycenie otwartych pozycji zabezpieczających cenę Cu, stratę na niewielkim wolumenie srebra i zysk na zabezpieczeniach walutowych. Łącznie wynik na wycenie zabezpieczeń szacujemy na +80 mln PLN.



Górnictwo węgla

Analitik:
Michał Marczak

LW Bogdanka

Akumuluj

P/E 2011 15,4 EV/EBITDA 2011 5,7
P/E 2012 10,6 EV/EBITDA 2012 3,8

Cena bieżąca 126,0 PLN
Cena docelowa 138,6 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	300,9	294,1	2,3%	1 526,0	1 230,4	24,0%	1 986,5	1 526,0	30,2%
EBITDA	113,0	95,3	18,7%	546,9	414,5	31,9%	750,9	546,9	37,3%
marża	37,6%	32,4%	-	35,8%	33,7%	-	37,8%	35,8%	-
EBIT	76,0	62,2	22,3%	359,9	276,5	30,2%	517,1	359,9	43,7%
Zysk brutto	77,5	65,8	17,8%	360,2	288,2	25,0%	522,6	360,2	45,1%
Zysk netto	61,2	52,8	16,1%	278,1	230,4	20,7%	403,4	278,1	45,1%

Ceny rosną nieco szybciej niż koszty

Pierwsze półrocze będzie charakteryzowało się nieco niższą produkcją niż w ujęciu r/r, co będzie efektem braku wydobycia z użyciem kompleksu strugowego, który zwiększał wolumen i jednocześnie pozwalał na obniżenie kosztu jednostkowego. W dużej mierze efekt ten będzie zamortyzowany wyższymi cenami węgla. W prognozie zakładamy, że spółka wyprodukuje 1 330 tys. ton węgla energetycznego, tj. o 5% mniej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku a sprzedaż obniży się o 1,5% (zakładamy dodatkową sprzedaż części zapasów, zejście z 138 do 118 tys. ton). Cena jednostkowa sprzedaży wyniesie 215,3, tj. +3,7% w ujęciu r/r i 3% q/q. Jednostkowy koszt produkcji szacujemy na 165 PLN/t. Koszt jednostkowy będzie wyższy w ujęciu r/r o 3,3% i będzie efektem niższego wolumenu produkcji oraz spadku efektywności wydobycia (więcej kamienia w urobku).

Przemysł



Przemysł spożywczy

Analitik:
Jakub Szkopek

Astarta

P/E 2011 7,7 EV/EBITDA 2011 5,9
P/E 2012 14,7 EV/EBITDA 2012 7,9

Sprzedaj

Cena bieżąca 80,0 PLN
Cena docelowa 63,6 PLN

(mln UAH)	IQ2011P	IQ2010	Zmiana	2011P	2010P	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	550,0	421,0	30,7%	2 164,5	2 086,1	3,8%	2 253,3	2 164,5	4,1%
EBITDA	306,8	232,2	32,1%	944,6	1220,9	-22,6%	687,8	944,6	-27,2%
marża	55,8%	55,2%	-	43,6%	58,5%	-	30,5%	43,6%	-
EBIT	259,3	192,5	34,7%	757,6	1046,3	-27,6%	503,7	757,6	-33,5%
Zysk brutto	237,5	191,9	23,8%	708,1	976,4	-27,5%	471,8	708,1	-33,4%
Zysk netto	243,5	198,6	22,6%	675,5	963,5	-29,9%	353,7	675,5	-47,6%

Wynik znacznie lepszy niż w 4Q10

W 1Q11 zakładamy, że Spółka sprzeda około 60 tys. ton cukru wobec 43 tys. ton sprzedanych w 1Q10 oraz 60 tys. ton sprzedanych w 4Q10. W 1Q10 średnio cena cukru na Ukrainie kształtowała się na poziomie 7 577 UAH/T (+5,5% r/r). W przypadku roślin uprawnych spodziewamy się, że Spółce uda się sprzedać około 40 tys. ton wobec 54 tys. ton sprzedanych w analogicznym okresie roku ubiegłego. Zakładamy, że w 1Q11 Spółka nadal odczuwać będzie utrudnienia związane ze sprzedażą zbóż na lokalnym rynku, co wynika z obowiązywania kwot eksportowych. To powoduje, że handlarze zbożem nie mogą oszacować, ile towaru uda się fizycznie wyeksportować – wstrzymują się z zakupem ziarna na własny rachunek. W 1Q11 średnio ceny zbóż kształtowały się następująco: pszenica 1 959 UAH/T (+52,7% r/r), jęczmień 2 027 UAH/T (81,9% r/r), słonecznik 4 545 UAH/T (+46,6% r/r), kukurydza 1 786 UAH/T (37,4% r/r) i soja 3 738 UAH/T (+25,1% r/r). Szacujemy, że w 1Q11 Spółka sprzeda 13 tys. ton mleka (+25% r/r) wobec 10,4 tys. ton w 1Q10. W pierwszym kwartale bieżącego roku średnie ceny mleka znajdowały się na poziomie 2 647 UAH/T i były o 8,3% r/r niższe. Rosnące ceny mleka na przestrzeni 1Q11 (+17,0%) będą miały pozytywny wpływ na wielkość przeszacowania aktywów biologicznych związanych z żywym inwentarzem (całkowity efekt szacujemy na +56,2 mln UAH). Zakładamy również, że wzrastające ceny zbóż będą miały pozytywny efekt na przeszacowanie aktywów biologicznych produkcji roślinnej (20,0 mln UAH). Na poziomie działalności finansowej w 1Q11 całkowity efekt na rewaluacji portfela kredytów szacujemy na -0,15 mln UAH (na przestrzeni 1Q11 UAH umocniła się do USD o 0,02%). Podobnie, jak w 1Q10 spodziewamy się, że obciążenie podatkiem od osób prawnych będzie ujemne (reżim podatku FAT).



Przemysł

Analitik:
Jakub Szkopek

Boryszew

P/E 2011 19,60 EV/EBITDA 2011 10,1
P/E 2012 15,33 EV/EBITDA 2012 8,14

Akumuluj

Cena bieżąca 1,15 PLN
Cena docelowa 1,2 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	977,7	671,8	45,5%	4 110,0	3 133,8	31,2%	4 174,7	4 110,0	1,6%
EBITDA	71,8	49,4	45,4%	334,4	272,0	22,9%	382,0	334,4	14,2%
marża	7,3%	7,3%	-	8,1%	8,7%	-	9,1%	8,1%	-
EBIT	47,7	29,5	61,7%	238,2	192,3	23,9%	288,3	238,2	21,0%
Zysk brutto	38,1	22,6	68,7%	201,0	151,6	32,6%	257,6	201,0	28,2%
Zysk netto	22,8	8,4	171,1%	132,4	90,4	46,5%	169,3	132,4	27,8%

Pobicie 1Q10 gwarantowane

W 1Q11 Spółka korzystać będzie na sprzyjającym otoczeniu w przemyśle europejskim oraz dobrych warunkach pogodowych zanotowanych w styczniu i marcu. Spodziewamy się, że wolumen sprzedaży sięgnie 48,9 tys. ton w Grupie Impexmetalu (+11,0% r/r), 6,7 tys. ton w Boryszew (+1,5% r/r), 1,8 tys. ton w Elana Energetyka (+5,9% r/r), 1,1 tys. ton w Elana PET (+1,8% r/r), 5,0 tys. ton w NPA Skawina (+28,2% r/r) i 8,4 tys. ton w Boryszew ERG (-1,2% r/r). Wartości obrotu sprzyjać ponadto będą wysokie notowania metali na rynkach światowych (aluminium 7225 PLN/T +14,2% r/r, ołów 7506 PLN/T +16,3% r/r, cynk 6913 PLN/T +3,9% r/r, miedź 27824 PLN/T +33,0% r/r). Spodziewamy się, że segment automotive wypracuje 169,1 mln PLN vs. 130,1 mln PLN w 4Q10 i 64,6 mln PLN w 3Q09 (1Q11 będzie pierwszym kwartałem, w którym obecne będą wszystkie podmioty dawnej Grupy Maflow). Spodziewamy się, że segment automotive wypracuje 8,2 mln PLN EBIT, Grupa Impexmetal 30,0 mln PLN i pozostałe spółki Boryszew 9,5 mln PLN (Boryszew, Elana Energetyka, Elana PET, Torlen, NPA Skawina, Boryszew ERG, Elimer, Nylonbor). Spodziewamy się, że Spółka w pozostałej działalności operacyjnej zanotuje dodatni wynik związany ze sprzedażą certyfikatów CO2 w Elanie Energetyka w wysokości 2,7 mln PLN (w sumie w 1Q10 saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wyniosło 8 mln PLN z czego największe przypadło na wynik na sprzedaży aktywów trwałych 3,4 mln PLN, odwrócenie odpisów aktualizujących 2,9 mln PLN i dotacji 1,5 mln PLN). Na poziomie przychodów i kosztów finansowych uwzględniamy wycenę transakcji hedgingowych (-0,3 mln PLN).


**Materiały
budowlane**

Analityk:
Jakub Szkopek

Centrum Klima **Kupuj**

P/E 2011	12,67	EV/EBITDA 2011	8,15	Cena bieżąca	14,85 PLN
P/E 2012	10,31	EV/EBITDA 2012	6,69	Cena docelowa	17,3 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	22,3	17,0	30,6%	111,3	84,5	31,7%	128,1	111,3	15,1%
EBITDA	2,6	2,0	27,4%	15,8	10,3	53,5%	18,9	15,8	19,8%
marża	11,6%	11,9%	-	14,2%	12,2%	-	14,7%	14,2%	-
EBIT	1,8	1,5	19,1%	12,6	7,9	59,4%	15,4	12,6	22,0%
Zysk brutto	1,8	1,6	14,4%	12,3	8,4	47,1%	15,1	12,3	22,9%
Zysk netto	1,5	1,3	15,0%	10,0	6,6	50,2%	12,3	10,0	22,9%

Pierwszy kwartał sygnalizujący poprawę

Spodziewamy się, że I kwartał 2011 r. będzie pierwszym, który zasygnalizuje poprawę wyników sprzedażowych jak i operacyjnych. Na wzrost wyników sprzedażowych w 1Q11 pozytywny wpływ miały znacznie bardziej sprzyjające warunki pogodowe niż te, jakie zanotowano w analogicznym okresie roku ubiegłego. To z kolei przyczyniło się do większego zaawansowania prac budowlanych (sprzedaż w Grupie PSB w 1Q11 wzrosła o 34% r/r). Nie bez znaczenia będą również wzrastające ceny metali używanych do produkcji przewodów wentylacyjnych (średnie ceny stali w 1Q11 wzrosły o 18,8% r/r aluminium +14,2% r/r oraz miedzi o 33,0% r/r). Spodziewamy się, że sprzedaż na dystrybucji wzrośnie o 27,9% r/r, a na produkcji o 37,6% r/r. Wyższe wolumeny sprzedaży oraz wzrost cen produkowanego asortymentu naszym zdaniem przyczynią się do poprawy marży zysku brutto na sprzedaży oraz na dystrybucji względem 4Q10 (spodziewamy się marży zysku brutto ze sprzedaży na produkcji na poziomie 24,5% vs. 19,4% w 4Q10 oraz na dystrybucji na poziomie 25,0% vs. 8,9% w 4Q10). Według naszych szacunków Spółka w 1Q11 powinna wypracować wynik lepszy niż w roku ubiegłym na każdym poziomie w granicach 15-30% r/r.


**Materiały
budowlane**

Analityk:
Jakub Szkopek

Cersanit

Redukuj

P/E 2011	19,71	EV/EBITDA 2011	10,2	Cena bieżąca	12,04 PLN
P/E 2012	15,89	EV/EBITDA 2012	8,81	Cena docelowa	10,4 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	360,6	299,6	20,3%	1 675,8	1 531,5	9,4%	1 806,1	1 675,8	7,8%
EBITDA	62,0	54,1	14,6%	331,8	253,5	30,9%	374,3	331,8	12,8%
marża	17,2%	18,1%	-	19,8%	16,6%	-	20,7%	19,8%	-
EBIT	33,0	25,3	30,7%	208,6	142,0	46,9%	244,3	208,6	17,1%
Zysk brutto	1,7	69,7	-97,6%	163,2	128,5	27,0%	202,4	163,2	24,0%
Zysk netto	0,7	58,7	-98,9%	132,2	103,0	28,3%	163,9	132,2	24,0%

Poprawa wyniku na poziomie EBIT?

Na sprzedaż w 1Q11 pozytywny wpływ miały znacznie bardziej sprzyjające warunki pogodowe niż te, jakie zanotowano w analogicznym okresie roku ubiegłego. To z kolei przyczyniło się do większego zaawansowania prac budowlanych (sprzedaż w Grupie PSB w 1Q11 wzrosła o 34% r/r). Spodziewamy się, że większy zakres wykonywanych prac remontowych będzie miał wpływ na zwiększenie wolumenu sprzedaży o 8,6% r/r w ramach płytek ceramicznych i 25,1% r/r w ramach ceramiki sanitarnej. Średnio w 1Q11 ceny w kategorii płytek ceramicznych, wyposażenia łazienek i kuchni wzrosły o 6,5% r/r i 3,8% q/q. Zakładamy, że w Cersanicie ceny płytek ceramicznych wzrosły o 5% r/r, a artykułów sanitarnych o 4% r/r (niższa dynamika cen wynika ze spodziewanej sprzedaży części starej kolekcji po okazyjnych cenach). Wzrosty cen zanotowane w niektórych sieciach sprzedażowych w 1Q11 oraz spodziewana mniejsza ilość starej kolekcji powinny przyczynić się do wzrostu rentowności brutto ze sprzedaży, którą szacujemy na poziomie 37,1% (vs. 35,1% w 4Q10 oraz 39,7% w 1Q10). Również część działalności operacyjnej, jaką Spółka prowadzi na rynkach wschodnich powinna być nieznacznie bardziej widzialna za sprawą umocnienia się rubla do złotówki o średnio 3,5% względem 4Q10 (wciąż jednak rubel był o 4,1% słabszy do złotówki niż w rekordowych 2Q10 i 3Q10). W przypadku hrywny, ta była w 1Q11 o 1,4% słabsza względem złotówki i o 8,4% słabsza niż w 2Q10 i 3Q10 (kiedy kursy walutowe powodowały, że wyniki aktywów zagranicznych były bardziej widoczne w ogólnych rezultatach). Na poziomie pozostałych kosztów i przychodów finansowych negatywny efekt na wynik będzie miał efekt rewaluacji portfela kredytów w walutach obcych. W sumie na przestrzeni 1Q10 o 6,1% osłabił się kurs hrywny do złotówki, powodując ujemne przeszacowanie kredytu w Cersanit Invest na Ukrainie. Całkowity negatywny efekt przeszacowania portfela kredytów szacujemy na poziomie 19,1 mln PLN.


**Przemysł
elektromaszynowy**

Famur

Sprzedaj

 Analityk:
Jakub Szkopek

 P/E 2011 23,65 EV/EBITDA 2011 11,3
P/E 2012 19,02 EV/EBITDA 2012 9,68

Cena bieżąca 3,69 PLN
Cena docelowa 2,3 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	248,9	162,8	52,8%	752,2	885,4	-15,0%	791,4	752,2	5,2%
EBITDA	46,1	19,0	142,5%	153,4	140,5	9,2%	174,8	153,4	14,0%
marża	18,5%	11,7%	-	20,4%	15,9%	-	22,1%	20,4%	-
EBIT	29,2	11,3	159,3%	97,2	94,1	3,3%	118,6	97,2	22,0%
Zysk brutto	28,1	24,8	13,4%	93,8	103,6	-9,5%	116,4	93,8	24,1%
Zysk netto	21,4	21,0	1,9%	75,1	79,8	-5,9%	93,4	75,1	24,4%

Spadek wyniku względem 4Q10

W 1Q11 Spółka nie informowała o wykonywaniu żadnego większego kontraktu na dostawę obudów zmechanizowanych bądź całego kompleksu (za wyjątkiem modernizacji obudowy dla OKD za 20-30 mln PLN). Szacujemy, że w 1Q11 przychody segmentu maszyn górniczych wzrosną o 34,4% r/r, a innych urządzeń dla górnictwa wzrosną o 32,6% r/r. Wysokiej dynamiki spodziewamy się w segmencie urządzeń dźwigowych i przeładunkowych (+385,4%), co jest efektem akwizycji Spółki Zamet Industry. W segmencie odlewów szacujemy, że Spółka utrzyma wzrostowy trend obrotu, obserwowany od początku 2010 roku i przychody w 1Q11 wzrosną o 16,0% r/r. W pozostałych przychodach ze sprzedaży uwzględniamy sprzedaż węgla w ramach rozliczenia obligacji węglowych na kwotę 30 mln PLN, jakie Spółka objęła od KHW. W segmentach związanych z maszynami górniczymi uwzględniamy 3,5 mln PLN kosztów amortyzacji nowego zakładu Famur-2 oraz 0,4 mln PLN dodatkowych kosztów osobowych (w sumie nowy zakład zwiększył zatrudnienie o 100 osób). Na poziomie pozostałych kosztów i przychodów finansowych uwzględniamy -0,9 mln PLN wynikające z aktualizacji wartości transakcji zabezpieczających ryzyko walutowe (w sumie na koniec 4Q10 Spółka posiadała otwarte pozycje walutowe na sprzedaż EUR wycenione na 66,9 mln PLN) oraz dodatkowych odsetek wynikających z kredytu inwestycyjnego na 142 mln PLN na zakup Remagu (1,8 mln PLN). W wynikach za 1Q11 uwzględniamy również konsolidowany od 1Q11 Remag. Zakładając, że producent kombajnów chodnikowych w całym 2011 roku powtórzy wyniki 2009 roku – 167,9 mln PLN przychodów ze sprzedaży, 41,9 mln PLN EBITDA, 30,4 mln PLN EBIT i 22,4 mln PLN zysku netto, to wynik Grupy Famur w 1Q11 zostanie wzmocniony w kwocie 41,9 mln PLN na poziomie przychodów, 10,5 mln PLN EBITDA, 7,6 mln PLN EBIT i 5,6 mln PLN zysku netto.


Metale

Impexmetal

Kupuj

 Analityk:
Jakub Szkopek

 P/E 2011 11,59 EV/EBITDA 2011 7,50
P/E 2012 9,60 EV/EBITDA 2012 6,22

Cena bieżąca 5,20 PLN
Cena docelowa 5,9 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	667,8	565,2	18,1%	2 719,5	2 417,6	12,5%	2 618,3	2 719,5	-3,7%
EBITDA	44,7	39,7	12,6%	189,6	169,0	12,2%	206,3	189,6	8,8%
marża	6,7%	7,0%	-	7,0%	7,0%	-	7,9%	7,0%	-
EBIT	30,0	24,0	25,0%	130,9	107,5	21,8%	150,1	130,9	14,7%
Zysk brutto	23,6	22,8	3,7%	107,0	96,1	11,3%	129,4	107,0	20,9%
Zysk netto	20,2	18,3	10,6%	89,7	76,9	16,6%	108,3	89,7	20,7%

Kontynuacja poprawy wyników

W 1Q11 Spółka korzystać będzie na sprzyjającym otoczeniu w przemyśle europejskim oraz dobrych warunkach pogodowych zanotowanych w styczniu i marcu. Spodziewamy się, że wolumen sprzedaży sięgnie 21,3 tys. ton w HAK (+14,2% r/r), 3,5 tys. ton w Hutmenie (+22,9% r/r), 5,6 tys. ton w WM Dziedzice (- 5,1% r/r), 10,5 tys. ton w Baterpolu (+19,3% r/r), 8,0 tys. ton ZM Silesia (+9,6% r/r). Wartości obrotu sprzyjać ponadto będą wysokie notowania metali na rynkach światowych (aluminium 7225 PLN/T +14,2% r/r, ołów 7506 PLN/T +16,3% r/r, cynk 6913 PLN/T +3,9% r/r, miedź 27824 PLN/T +33,0% r/r). Szacujemy, że podobnie, jak we wcześniejszych kwartałach, głównymi aktywami kontrybuującymi do wyników będą HAK (15,0 mln PLN wyniku operacyjnego) oraz Baterpol (10 mln PLN wyniku operacyjnego). Zakładamy, że strata operacyjna zostanie osiągnięta w WM Dziedzice (-0,5 mln PLN) oraz w Hutmenie (-1,0 mln PLN). Zakładamy, że pozostała działalność operacyjna netto odejmie z wyniku 1 mln PLN, wobec +3 mln PLN zanotowanych w 1Q11 (2,8 mln PLN odwrócenia odpisów aktualizujących należności handlowe, 0,9 mln PLN dywidenda z ZUO Sp. z o.o.). Na poziomie związanym z działalnością finansową spodziewamy się negatywnego efektu na poziomie 0,4 mln PLN z tytułu wyceny transakcji zabezpieczających ceny metali (na przestrzeni 1Q11 ceny aluminium wzrosły o 2,9%, ołowiu o 1,4%, miedzi spadły o 6,6%, cynku spadły o 7,6%). Zakładamy, że wynik netto akcjonariuszy niekontrolujących wyniesie -1,1 mln PLN.


**Przemysł
spożywczy**

Analityk:
Jakub Szkopek

Kernel

Akumuluj

P/E 2011	9,85	EV/EBITDA 2011	7,33	Cena bieżąca	72,50 PLN
P/E 2012	9,38	EV/EBITDA 2012	6,22	Cena docelowa	87,7 PLN

(mln USD)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	373,7	269,4	38,7%	1 600,7	1 020,5	56,9%	1964,1	1 600,7	22,7%
EBITDA	82,3	50,2	63,8%	288,5	190,7	51,3%	280,6	288,5	-2,7%
marża	22,0%	18,6%	-	18,0%	18,7%	-	14,3%	18,0%	-
EBIT	74,5	45,4	64,1%	257,4	168,2	53,1%	250,2	257,4	-2,8%
Zysk brutto	69,3	40,0	73,4%	214,4	152,6	40,5%	225,9	214,4	5,4%
Zysk netto	60,6	40,0	51,5%	199,7	153,0	30,5%	210,4	199,7	5,3%

Tanie przerabiane ziarno źródłem wysokich marż

W 1Q11 szacujemy, że Spółka sprzeda 29,3 tys. ton oleju butelkowanego (+11,5% r/r), 160,0 tys. ton oleju słonecznikowego (+87,8% r/r) oraz 200 tys. ton zboża (-73,8% r/r) (Spółka w ramach otrzymanych kwot eksportowych jest w stanie wyeksportować 182 tys. ton zbóż, szacujemy, że pozostałe wyeksportowane 18 tys. ton będzie przedmiotem upraw nie objętych zakazem eksportu). Pozytywnie na wielkość realizowanych przychodów wpływać będą wysokie ceny zbóż w tym pszenicy 282 USD/T (+73,2% r/r), kukurydzy 289 USD/T (+83,5% r/r), soi 470 USD/T (+7,4% r/r), rzepaku 518 USD/T (+42,4% r/r) oraz oleju słonecznikowego 1386 USD/T (+60,0% r/r). Na wyniki operacyjne Kernela pozytywnie wpływać będzie przerabianie tańszego ziarna słonecznika, które Spółka zakupiła w 3Q10 (cena ziarna słonecznika w 3Q10 była o 39,1% r/r niższa). Szacujemy, że w wyniku tego wartość EBITDA na tonę przerobionego słonecznika w 1Q11 sięgnie 160 USD/T (+154,5% r/r). Pozytywnie na wyniki operacyjne w segmencie handlu zbożem działać będzie eksport ziarna objętego kwotami eksportowymi (w 1Q11 dla pszenicy i kukurydzy cena eksportowa była wyższa od ceny krajowej o odpowiednio 14,4% i 28,7%). Spodziewamy się, że w 1Q11 wartość EBITDA na tonę wyeksportowanego ziarna wyniesie 45 USD/T (135,9% r/r).


Metale

Analityk:
Jakub Szkopek

Kęty

Akumuluj

P/E 2011	12,74	EV/EBITDA 2011	7,42	Cena bieżąca	131,0 PLN
P/E 2012	11,60	EV/EBITDA 2012	6,81	Cena docelowa	134,8 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	311,2	247,8	25,6%	1 339,7	1 210,6	10,7%	1 418,0	1 339,7	5,8%
EBITDA	41,9	32,1	30,7%	203,1	177,0	14,8%	217,5	203,1	7,1%
marża	13,5%	12,9%	-	15,2%	14,6%	-	15,3%	15,2%	-
EBIT	23,9	15,2	57,6%	128,9	109,7	17,5%	140,3	128,9	8,9%
Zysk brutto	22,2	20,3	9,6%	117,1	113,3	3,4%	128,6	117,1	9,8%
Zysk netto	16,8	15,0	11,9%	94,9	90,4	5,0%	104,2	94,9	9,8%

Sprzedaży sprzyja pogoda

Zarząd Grupy Kęty w prognozie wyników na 1Q11 spodziewa się, że sprzedaż wyniesie około 300-310 mln PLN (+28% r/r), zysk operacyjny 22-24 mln PLN (+58% r/r) (+30% po uwzględnieniu transakcji zabezpieczających) oraz zysk netto 15-17 mln PLN (+13% r/r). Zarząd zwraca uwagę na wysoką dynamikę SUB (+67% r/r) dzięki wykonywaniu prac nad projektem SKY Tower, oraz segmentu SWW (+30% r/r). SSA i SOG odnotowały 10% r/r wzrost sprzedaży. Wynik na transakcjach zabezpieczających wyniesie +2,6 mln PLN (na przestrzeni 1Q11 cena aluminium w PLN wzrosła o 3,3%), a koszty finansowe około -3,5 mln PLN. Na wzrost wyników operacyjnych w 1Q11 pozytywny wpływ miały znacznie bardziej sprzyjające warunki pogodowe niż te, jakie zanotowano w analogicznym okresie roku ubiegłego. To z kolei przyczyniło się do większego zaawansowania prac budowlanych (sprzedaż w Grupie PSB w 1Q11 wzrosła o 34% r/r). W przypadku Grupy Kęty wykorzystanie mocy produkcyjnych w segmencie wyrobów wyciskanych w 1Q10 wyniosło 70-75% względem 80-90% w kolejnych kwartałach. W 1Q11 obłożenie mocy w SWW może sięgnąć nawet 80-85%. Wysoki poziom przychodów, to efekt wzrostu cen aluminium na rynkach światowych, które w ekwiwalencie złotówkowym były w 1Q11 o 15,3% r/r wyższe. Zwiększenie wykorzystania mocy produkcyjnych powinno przełożyć się na osiągnięcie wyższych rentowności wyników operacyjnych (spodziewamy się, że rentowność EBITDA wzrośnie do 13,5%).


**Przemysł
elektromaszynowy**

 Analityk:
Jakub Szkopek

Kopex

Redukuj

P/E 2011	18,96	EV/EBITDA 2011	8,87	Cena bieżąca	21,00 PLN
P/E 2012	16,54	EV/EBITDA 2012	8,06	Cena docelowa	15,9 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	579,6	633,6	-8,5%	2 224,3	2 367,5	-6,0%	1 889,0	2 224,3	-15,1%
EBITDA	50,7	43,9	15,3%	224,9	178,2	26,3%	246,5	224,9	9,6%
marża	8,7%	6,9%	-	10,1%	7,5%	-	13,0%	10,1%	-
EBIT	28,4	23,4	21,3%	136,0	93,6	45,3%	152,8	136,0	12,4%
Zysk brutto	22,7	13,0	74,6%	111,0	57,0	94,8%	125,7	111,0	13,3%
Zysk netto	14,9	8,9	67,6%	82,4	34,5	138,7%	94,3	82,4	14,5%

Po 1Q11 inwestorzy mogą zwątpić w 100 mln PLN zysku netto w całym 2011 roku

W 1Q11 szacujemy, że przychody ze sprzedaży spadną o 8,5% r/r, głównie za sprawą spadku poziomu obrotu w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (-12,5% r/r) (Spółka w 1Q10 wykonywała kontrakt na dostawę obudów dla kontrahenta chińskiego za 85 mln USD) oraz handlu energią (-36,1% r/r) w związku ze spadającą rentownością działalności polegającej na sprzedaży energii poza granice kraju. W sumie w ramach obudów zmechanizowanych w 1Q11 Spółka wykonywała tylko obudowę na dostawę 150 fabrycznie nowych kompletów sekcji obudowy zmechanizowanej o wartości 27,7 mln PLN netto. Spodziewamy się, że wartość przychodów ma szansę wzrosnąć w segmentach usług górniczych (+31,7% r/r) (w wyniku prac wykonywanych przy szybie Bzie-1 dla JSW), urządzeń dla górnictwa odkrywkowego (+109,2% r/r) (w związku z pracami prowadzonymi nad realizacją prac nad koparką kołową dla PGE KWB Turów za 55,9 mln PLN netto), oraz urządzeń elektrycznych i elektronicznych (+55,8% r/r) (w wyniku spostrzeganego w 4Q10 ożywienia popytu na tego typu urządzenia, oraz wzrostu zamówień z terenu Federacji Rosyjskiej). Poza tym wyższa sprzedaż (+113,9% r/r) powinna być widoczna w segmencie odlewów, w związku z zapowiadaniem przez Zarząd zwiększeniem ilości pozyskanych zamówień. Spodziewamy się, że wynik operacyjny w 1Q11 wyniesie 28,4 mln PLN wobec 23,4 mln PLN zanotowanych w 1Q10. Na poziomie przychodów i kosztów finansowych spodziewamy się pozytywnego efektu w wysokości 0,5 mln PLN, w wyniku wyceny transakcji hedgingowych (na koniec 4Q10 Spółka miała otwarte pozycje zabezpieczające ryzyko walutowe na 8,5 mln USD i 13,9 mln EUR). W sumie spodziewamy się wyniku netto na poziomie 14,9 mln PLN.


Papierniczy

 Analityk:
Michał Marczak

Mondi

Akumuluj

P/E 2011	10,3	EV/EBITDA 2011	7,5	Cena bieżąca	82,4 PLN
P/E 2012	10,8	EV/EBITDA 2012	7,5	Cena docelowa	88,7 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	655,1	474,0	38,2%	2 579,0	2 263,7	13,9%	2 517,9	2 579,0	-2,4%
EBITDA	157,5	69,3	127,3%	593,2	488,1	21,5%	550,1	593,2	-7,3%
marża	24,0%	14,6%	-	23,0%	21,6%	-	21,8%	23,0%	-
EBIT	117,9	31,1	278,9%	440,6	330,7	33,2%	400,3	440,6	-9,1%
Zysk brutto	105,9	16,6	538,5%	425,3	263,7	61,3%	395,6	425,3	-7,0%
Zysk netto	99,6	17,8	460,3%	401,1	249,3	60,9%	382,3	401,1	-4,7%

Dobre wyniki, ale 4Q2010 już się nie powtórzy

W perspektywie najbliższych kwartałów oczekujemy, że spółka będzie generowała ok. 100 mln PLN kwartalnego zysku netto. To wynik bardzo dobry chociaż o ok. 10 mln PLN niższy w porównaniu ze świetnym 4Q2010, kiedy spółka podwyższyła ceny ale jeszcze korzystała z wcześniej zakupionego (relatywnie tanio) drewna. W prognozie na 1Q2011 zakładamy 2% wzrost wolumenu produkcji i sprzedaży w porównaniu z ostatnim kwartałem 2010 roku, głównie papieru makulaturowego na maszynie MP7. Średnia cena papieru wyrażona w PLN w 1Q2011 była o 1,4% wyższa niż w 4Q2010. Na taką średnią po uwzględnieniu struktury produkcji i sprzedaży poszczególnych rodzajów papieru składa się: 1,6% wzrost cen kraftlinera, 3,3% testlinera i 4,5% flutingu. Średni kurs Euro/PLN obniżył się o 0,5%. W związku z rosnącymi cenami makulatury oraz drewna zakładamy spadek marży EBITDA do 24% w porównaniu z 4Q2010. W wynikach nie zakładamy żadnych zdarzeń jednorazowych.

Budownictwo



Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Budimex

Trzymaj

			P/E 2011	12,2	EV/EBITDA 2011	8,3	Cena bieżąca 108,9 PLN		
			P/E 2012	11,6	EV/EBITDA 2012	8,1	Cena docelowa 98,2 PLN		
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	870,2	577,2	50,8%	4 865,0	4 430,3	9,8%	4 718,9	4 865,0	-3,0%
EBITDA	77,3	72,7	6,3%	284,5	352,6	-19,3%	307,6	284,5	8,1%
marża	8,9%	12,6%	-	5,8%	8,0%	-	6,5%	5,8%	-
EBIT	71,9	67,6	6,3%	262,9	331,4	-20,7%	285,5	262,9	8,6%
Zysk brutto	79,2	65,7	20,6%	276,5	331,8	-16,6%	290,1	276,5	4,9%
Zysk netto	64,2	53,3	20,3%	224,0	267,4	-16,2%	235,0	224,0	4,9%

Liczymy na bardzo dobry wynik z uwagi na rozwiązanie znacznych rezerw

Przy okazji wyników za Q4 2010, prezes Budimexu w prasie wyraził przypuszczenie, że Q1 2011 może być lepszy, niż Q1 2010. W ostatnich wywiadach prasowych, prezes przyznał też, że chciałby, aby Budimex w 2011 roku wygenerował wyniki przynajmniej na poziomie roku 2010. Uważamy, że tak dobre wyniki są możliwe jedynie pod warunkiem rozwiązywania części rezerw na straty na kontraktach, które na koniec 2010 roku wyniosły 476,3 mln PLN. Taki scenariusz zakładamy w przypadku wyników Q1 2011.

Zakładamy 660 mln PLN przychodów budownictwa (15% całorocznej prognozy), 118,3 mln PLN przychodów segmentu deweloperskiego i 35,2 mln PLN przychodów pozostałych segmentów. Rentowności w brutto w Grupie spodziewamy się na poziomie 12,7% (budownictwo: 13,5%, działalność deweloperska: 16%, działalność pozostała: 7,3%). Oczekiwana marża brutto działalności budowlanej jest bardzo wysoka, gdyż uwzględnia oczekiwane rozwiązanie rezerw na kwotę 56,7 mln PLN (40% całorocznej prognozy dot. rozwiązanych rezerw).

Zakładamy koszty ogólne na poziomie 37,2 mln PLN, 1,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 7,4 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto.



Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Elektrobudowa Akumuluj

			P/E 2011	12,6	EV/EBITDA 2011	7,8	Cena bieżąca 153,7 PLN		
			P/E 2012	11,3	EV/EBITDA 2012	6,7	Cena docelowa 178,6 PLN		
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	137,2	129,4	6,0%	762,5	786,7	-3,1%	847,1	762,5	11,1%
EBITDA	10,3	9,4	9,5%	76,0	64,0	18,8%	84,8	76,0	11,5%
marża	7,5%	7,3%	-	10,0%	8,1%	-	10,0%	10,0%	-
EBIT	7,3	6,7	9,2%	62,1	53,1	17,0%	69,7	62,1	12,3%
Zysk brutto	7,5	6,4	18,6%	69,7	54,9	27,0%	77,9	69,7	11,8%
Zysk netto	6,1	5,9	2,9%	56,4	45,1	25,3%	63,1	56,4	11,8%

Wynik nieznacznie wyższy od ubiegłorocznego

Przewidujemy, że wynik Q1 2011 będzie nieznacznie wyższy od wyniku roku ubiegłego. Oczekujemy umiarkowanej dynamiki wzrostu przychodów. Prognozujemy rentowność brutto na sprzedaży na poziomie 8,7% (Q1 2010: 8,5%, Q4 2010: 9,2%). Oczekujemy 4,7 mln PLN kosztów ogólnych.

Pozostałe przychody operacyjne wyniosą zgodnie z prognozą 0,1 mln PLN. Wynik z tytułu działalności operacyjnej nie będzie uwzględniał ewentualnej wyceny posiadanych przez Elektrobudowę jednostek funduszy inwestycyjnych. Nie przewidujemy dużych zdarzeń jednorazowych.

Zakładamy pozostałe przychody finansowe na poziomie 0,25 mln PLN. Na tym poziomie Elektrobudowa księguje wyniki spółek rosyjskich. Ostatecznie, wynik netto będzie zbliżony do roku ubiegłego. Wynik Q1 2011 nie powinien wpływać na prognozy wyników spółki w całym 2011 roku. W Q1 2011 firma zrealizuje 18% całorocznej prognozy przychodów. Prognozowana rentowność brutto na poziomie 8,7% jest niższa, niż wynosi nasza całoroczna prognoza (10,9%), różnica ta jednak to typowe dla Elektrobudowy zjawisko sezonowe.


Budownictwo

Analityk:
Maciej Stokłosa

Erbud

Kupuj

P/E 2011 10,3 EV/EBITDA 2011 6,2
P/E 2012 9,3 EV/EBITDA 2012 5,5

Cena bieżąca 39,1 PLN
Cena docelowa 48,7 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	222,9	184,4	20,9%	1 340,6	1 108,1	21,0%	1 362,6	1 340,6	1,6%
EBITDA	6,2	9,4	-34,1%	62,7	33,0	90,0%	68,3	62,7	8,9%
marża	2,8%	5,1%	-	4,7%	3,0%	-	5,0%	4,7%	-
EBIT	4,2	7,9	-47,3%	54,5	24,9	118,9%	60,0	54,5	10,0%
Zysk brutto	4,7	6,0	-22,7%	58,1	23,2	151,0%	64,2	58,1	10,4%
Zysk netto	3,8	4,6	-16,9%	46,8	15,2	207,8%	51,7	46,8	10,5%

Trudno oczekiwać w Q1 2011 rewelacji, ale wpływu na prognozy całoroczne to nie ma

Oczekujemy, że Erbud w Q1 2011 istotnie zwiększy przychody r/r i tendencja ta będzie kontynuowana w kolejnych kwartałach. Przewidujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 8%, w porównaniu do 11,2% w Q1 2010 i 3,2% w Q4 2010. Niższa rentowność brutto na sprzedaży to efekt zakończenia starych kontraktów o bardzo dobrej rentowności. Zakładamy koszty ogólne na poziomie 12,7 mln PLN i 1 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. Ostatecznie, EBIT wyniesie 4,2 mln PLN. Spodziewamy się 0,5 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto i 3,8 mln PLN zysku netto.

W podziale na segmenty działalności, spodziewamy się blisko 170 mln PLN przychodów w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju i rentowności brutto na sprzedaży na poziomie 8,2%. W ramach eksportowej i drogownictwa przychody będą sezonowo niskie (odpowiednio 18 mln PLN i 9,6 mln PLN). Przewidujemy 18,8 mln PLN przychodów z działalności deweloperskiej i 7 mln PLN przychodów w pozostałych segmentach.

Podsumowując, wynik Q1 2011 nie zachwyci, należy jednak pamiętać, że Erbud w Q1 2011 wykona jedynie 16,6% rocznej prognozy przychodów - i przy tak niskich przychodach będzie narażony na efekt dźwigni operacyjnej. Prognozowana w Q1 2011 marża brutto (8%) nie odbiega istotnie od całorocznej prognozy (8,2%).


Budownictwo

Analityk:
Maciej Stokłosa

Mostostal Warszawa

Kupuj

P/E 2011 15,1 EV/EBITDA 2011 6,3
P/E 2012 11,0 EV/EBITDA 2012 4,8

Cena bieżąca 42,8 PLN
Cena docelowa 59,9 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	528,0	528,2	0,0%	2 730,5	2 570,4	6,2%	2 650,4	2 730,5	-2,9%
EBITDA	13,9	32,1	-56,6%	104,8	119,7	-12,4%	132,2	104,8	26,2%
marża	2,6%	6,1%	-	3,8%	4,7%	-	5,0%	3,8%	-
EBIT	4,7	22,8	-79,5%	67,7	84,3	-19,7%	94,2	67,7	39,1%
Zysk brutto	5,9	27,3	-78,5%	79,3	88,0	-9,9%	108,1	79,3	36,4%
Zysk netto	3,1	18,6	-83,1%	57,1	62,5	-8,7%	77,8	57,1	36,4%

Słabe wyniki w Q1 2011, całoroczny wynik zagrożony, niemniej ... spółka jest bardzo tania

Oczekujemy, że wyniki Mostostalu Warszawa za Q1 2011 będą słabe. Nie spodziewamy się wzrostu przychodów r/r. Wyższe przychody zostaną zaprezentowane na poziomie jednostkowym, oczekujemy jednak niższych obrotów w spółkach zależnych (w tym w Mostostalu Płock i Remaku). Oczekujemy relatywnie słabej marży brutto na sprzedaży (4,4%, Q4 2010: 4,7%), za co głównie odpowiedzialny będzie Mostostal na poziomie jednostkowym. W Mostostalu oczekujemy marży brutto na poziomie 3,5% (Q4 2010: 3,6%). W Mostostalu Płock oczekujemy marży na poziomie 9,5%, w Remaku zaś na poziomie 8%. W pozostałych spółkach oczekujemy rentowności brutto na poziomie 6%.

Przewidujemy 23,3 mln PLN kosztów ogólnych, zbliżonego do zera wyniku na sprzedaży oraz 4,5 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych netto. W kwocie tej zawiera się 6 mln PLN zysku Mostostalu Płock, związanego z transakcją sprzedaży 50% udziałów Centromostu i nieruchomości wykorzystywanej przez spółkę. Przewidujemy 1,2 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto i 1,6 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych.

Wynik netto na poziomie 3,1 mln PLN jest niższy, niż w Q4 2010 (5,0 mln PLN) i w Q1 2010, w którym wynik kształtowały jeszcze stare kontrakty budowlane. W Q1 2011 Mostostal zrealizuje 19,3% rocznej prognozy przychodów. Nie widzimy ryzyka dla prognozy całorocznej na poziomie przychodów, może jednak ono wystąpić na poziomie wyniku finansowego (w Q1 2011 marża brutto: 4,4%, prognoza całoroczna: 6,2%). Niemniej, spółka jest bardzo tania.


Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

PBG

Trzymaj

P/E 2011 12,0 EV/EBITDA 2011 7,0
P/E 2012 12,6 EV/EBITDA 2012 7,3

Cena bieżąca 174,1 PLN
Cena docelowa 180,9 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	521,1	469,0	11,1%	2 396,1	2 740,3	-12,6%	2 002,1	2 396,1	-16,4%
EBITDA	41,2	34,4	19,7%	302,0	319,4	-5,5%	266,8	302,0	-11,7%
marża	7,9%	7,3%	-	12,6%	11,7%	-	13,3%	12,6%	-
EBIT	31,0	22,8	35,8%	249,1	272,7	-8,6%	216,2	249,1	-13,2%
Zysk brutto	22,1	22,8	-3,1%	263,0	267,6	-1,7%	244,8	263,0	-6,9%
Zysk netto	16,5	17,8	-7,0%	208,1	224,3	-7,2%	197,8	208,1	-5,0%

Bez rewelacji, duży dodatni wpływ pozostałych przychodów operacyjnych

Oczekujemy, że w Q1 2011 PBG zrealizuje 521,1 mln PLN przychodów. Zgodnie z prognozą, Aprivia w Q1 2011 zrealizuje 8,9% rocznej prognozy przychodów, Hydrobudowa 20%, zaś PBG na poziomie jednostkowym 13,1%. Marżę brutto przewidujemy na relatywnie niskim poziomie 10,7% (Q1 2010: 10,4%, 2010: 12,7%). Niska marża brutto ze sprzedaży wynikać będzie ze struktury przychodów, w której mało będzie prac w segmencie ropy i gazu ziemnego, dużo zaś kontraktów stadionowych. Nie odbiega to od sytuacji w roku ubiegłym.

Przewidujemy 34,5 mln PLN kosztów ogólnych i 21,2 mln PLN wyniku na sprzedaży. Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosą zgodnie z prognozą 10 mln PLN. Zakładamy 9 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto i 1,4 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych. Gdyby nie pozostałe przychody operacyjne, wynik netto PBG byłby jednocyfrowy.

W Hydrobudowie oczekujemy 280 mln PLN przychodów, 18,6 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 6,7%), 3,5 mln PLN zysku na sprzedaży, 7,7 mln PLN EBIT i 3,8 mln PLN zysku netto.


Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Polimex Mostostal Akumuluj

P/E 2011 13,1 EV/EBITDA 2011 7,3
P/E 2012 10,2 EV/EBITDA 2012 6,3

Cena bieżąca 3,56 PLN
Cena docelowa 4,03 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	917,5	771,8	18,9%	5 125,5	4 164,8	23,1%	5 195,1	5 125,5	1,4%
EBITDA	68,7	57,7	19,0%	326,0	308,1	5,8%	356,2	326,0	9,3%
marża	7,5%	7,5%	-	6,4%	7,4%	-	6,9%	6,4%	-
EBIT	38,7	31,9	21,4%	206,0	219,0	-5,9%	235,6	206,0	14,4%
Zysk brutto	24,1	21,7	11,4%	151,7	159,9	-5,1%	195,9	151,7	29,1%
Zysk netto	19,2	16,8	14,0%	142,8	112,7	26,7%	184,4	142,8	29,1%

Poprawa wyników r/r, prognoza całoroczna aktualna

Uważamy, że Q1 2011 przyniesie tak istotny wzrost przychodów, jak i poprawę wyników r/r. Oczekujemy marży brutto na poziomie 10,7% (Q4 2010: 12,2%, 10,5% po skorygowaniu o zdarzenia jednorazowe związane z Coifer). Oczekujemy 57,6 mln PLN kosztów ogólnych. Zakładamy 1,9 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych. W prognozie nie uwzględniamy istotnych zdarzeń jednorazowych. EBIT na poziomie 38,7mln PLN jest o prawie 7 mln PLN wyższy, niż w roku ubiegłym. Należy jednak pamiętać, że na wynik 3 kwartałów 2010 roku wpływały korekty wyników Coifer za lata ubiegłe.

Pozostałe koszty finansowe netto wyniosą zgodnie z prognozą 14,5 mln PLN. Oczekujemy 0,4 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych. Zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 19%.

Podsumowując, w Q1 2011 Polimex powinien zrealizować 17,9% rocznej prognozy przychodów. Oczekiwana rentowność brutto na sprzedaży (10,7%) jest wyższa, niż nasza całoroczna prognoza (8,9%), wynika to jednak z efektu sezonowości. W Q1 2011 na wynik mniejszy wpływ mają segmenty generujące niższą marżę brutto (drogownictwo, budownictwo ogólne). Podtrzymujemy całoroczne prognozy i rekomendację akumuluj.


Budownictwo

Analityk:
Maciej Stokłosa

Rafako

Akumuluj

P/E 2011 15,2 EV/EBITDA 2011 8,6
P/E 2012 14,0 EV/EBITDA 2012 7,9

Cena bieżąca 12,1 PLN
Cena docelowa 13,4 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	276,6	237,1	16,6%	1 418,2	1 188,1	19,4%	1 460,8	1 418,2	3,0%
EBITDA	14,5	17,5	-17,2%	77,5	72,1	7,6%	79,9	77,5	3,1%
marża	5,2%	7,4%	-	5,5%	6,1%	-	5,5%	5,5%	-
EBIT	11,0	14,5	-24,1%	63,7	60,2	5,9%	65,6	63,7	3,0%
Zysk brutto	12,6	13,3	-5,4%	70,7	56,6	25,0%	76,8	70,7	8,5%
Zysk netto	10,0	10,0	-0,1%	56,3	43,6	29,0%	61,1	56,3	8,6%

Wynik zbliżony do roku ubiegłego

Oczekujemy, że wyniki Q1 2011 na poziomie zysku netto będą zbliżone do roku ubiegłego. W Q1 2010 Rafako wygenerowało relatywnie wysoką marżę brutto (11,2%), przy niższych przychodach. W Q1 2011 zakładamy rentowność brutto na sprzedaży na poziomie 10%. Koszty ogólne przewidujemy na poziomie 15,9 mln PLN. W Q1 2010 koszty ogólne wyniosły 12,2 mln PLN, istotny przyrost kosztów wynika m.in. z prac nad przygotowaniem ofert na budowę dużych bloków energetycznych w Polsce.

Pozostałe koszty operacyjne netto prognozujemy na poziomie 0,75 mln PLN, pozostałe przychody finansowe zaś na poziomie 1,6 mln PLN. Zakładamy zysk akcjonariuszy mniejszościowych na poziomie 0,15 mln PLN. Nie przewidujemy, aby istotny wpływ na wyniki Q1 2011 miały zmiany salda rezerw.

Podtrzymujemy prognozy całoroczne. W 2011 roku oczekujemy marży brutto na poziomie 9,3% (Q1 2011P: 10%). W Q1 2011 Rafako zrealizuje 19,5% całorocznej prognozy przychodów.


Budownictwo

Analityk:
Maciej Stokłosa

Trakcja Polska Trzymaj

P/E 2011 11,9 EV/EBITDA 2011 7,5
P/E 2012 10,0 EV/EBITDA 2012 6,4

Cena bieżąca 3,7 PLN
Cena docelowa 3,7 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	66,9	50,3	32,9%	2 409,2	491,2	390,5%	2 520,6	2 409,2	4,6%
EBITDA	0,6	7,0	-91,3%	173,4	54,8	216,5%	181,2	173,4	4,5%
marża	0,9%	14,0%	-	7,2%	11,2%	-	7,2%	7,2%	-
EBIT	-2,0	4,5	-145,2%	127,7	44,1	189,5%	135,5	127,7	6,1%
Zysk brutto	-1,4	5,6	-125,2%	89,8	40,8	120,0%	106,1	89,8	18,2%
Zysk netto	-1,1	3,6	-131,5%	72,2	32,6	121,6%	85,5	72,2	18,4%

Wyższe przychody, niższe marże; Tiltra może pozytywnie zachwiać wynikami

Przewidujemy, że przychody Trakcji Polskiej za Q1 2011 będą niskie, jednak wyższe, niż w ubiegłym roku. Zakładamy, że Trakcja zrealizuje tylko około 7% rocznej prognozy przychodów (z wyłączeniem Tiltry). Przyczyną jest przewidziane na wiosnę wejście w życie dużych kontraktów pozyskanych w 2010 roku. Przewidujemy, że marża brutto na sprzedaży będzie istotnie niższa, niż w roku ubiegłym (Q1 2011: 8,6%, Q4 2010: 12,0%, Q1 2010: 19,4%). Spadek marży wynika z zakończenia starych zleceń o wysokiej rentowności.

Zakładamy, że koszty ogólne w Q1 2011 wyniosą 7,0 mln PLN. Przyjmujemy pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 0,75 mln PLN i pozostałe przychody finansowe netto na poziomie 0,6 mln PLN. Ostatecznie, nasza prognoza zysku netto na Q1 2011 zakłada stratę na poziomie 1,1 mln PLN.

Nie można wykluczyć, że w wynikach Q1 2011 pojawiają się zdarzenia jednorazowe, pozytywnie wpływające na zysk netto. Chodzi o część kosztów poniesionych w związku z akwizycją Tiltry (łącznie koszty rozpoznane w Q4 2010 z tego tytułu to 8,4 mln PLN). Część z kosztów, w wysokości kilku mln PLN, to tzw. performance fee, uzależnione od realizacji połączenia. Scenariusza takiego, z uwagi na trudność prognozowania, nie uwzględniamy w prognozie.


Budownictwo

Analityk:
Maciej Stokłosa

Ulma Construcccion Trzymaj

P/E 2011	13,2	EV/EBITDA 2011	4,4	Cena bieżąca	85,0 PLN
P/E 2012	18,3	EV/EBITDA 2012	4,8	Cena docelowa	85,9 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	55,0	40,3	36,4%	256,0	241,5	6,0%	245,9	256,0	-4,0%
EBITDA	24,7	15,6	58,7%	128,4	103,4	24,2%	115,5	128,4	-10,0%
marża	45,0%	38,7%	-	50,1%	42,8%	-	47,0%	50,1%	-
EBIT	5,2	-0,9	-	52,3	40,9	27,8%	39,6	52,3	-24,4%
Zysk brutto	1,6	-3,6	-	40,7	30,5	33,5%	29,4	40,7	-27,7%
Zysk netto	1,3	-3,2	-	32,9	25,9	27,4%	23,8	32,9	-27,7%

Dodatni wynik w Q1 2011 pomimo zimy

Oczekujemy, że w Q1 2011 Ulma wygeneruje przychody zbliżone do Q2 2010, tzn. na poziomie 55 mln PLN. Zima w Q1 2011 była słabsza, ponadto, realizowane przez spółkę stawki dzierżawy szalunków są lepsze, niż w I połowie 2010 roku. Prognoza zakłada koszty ogólne na poziomie 44,9 mln PLN oraz 10,1 mln PLN zysku brutto na sprzedaży. Przewidujemy amortyzację na poziomie 19,5 mln PLN.

Koszty ogólne w Q1 2011 wyniosą 4,1 mln PLN. Zakładamy 0,8 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto oraz 3,6 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Ostatecznie, oczekiwany wynik w Q1 2011 jest dodatni.

Na wynik Q1 2011 w istotnym stopniu może wpływać poziom przychodów zrealizowanych przez spółkę. Szacujemy, że około 95% kosztów działalności Ulmy to koszty stałe. Nasza prognoza na Q1 2011 zakłada zrealizowanie 22% całorocznej prognozy przychodów. Historycznie proporcja ta się wahała, w zależności od warunków pogodowych w okresie zimowym i tendencji w stawkach dzierżawy (Q1 2010: 18,7%, Q1 2009: 23%, Q1 2008: 27%, Q1 2007: 22,1%).


Budownictwo

Analityk:
Maciej Stokłosa

Unibep

Kupuj

P/E 2011	13,1	EV/EBITDA 2011	9,6	Cena bieżąca	7,75 PLN
P/E 2012	6,9	EV/EBITDA 2012	5,0	Cena docelowa	9,7 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	122,1	125,5	-2,7%	734,6	657,9	11,7%	822,6	734,6	12,0%
EBITDA	3,6	7,7	-52,6%	29,7	35,7	-16,8%	51,2	29,7	72,5%
marża	3,0%	6,1%	-	4,0%	5,4%	-	6,2%	4,0%	-
EBIT	2,0	6,3	-68,3%	24,6	29,8	-17,5%	46,0	24,6	87,2%
Zysk brutto	2,0	5,2	-62,0%	24,8	29,4	-15,6%	46,9	24,8	89,1%
Zysk netto	1,6	3,9	-58,7%	20,0	22,7	-11,9%	37,9	20,0	89,4%

Wynik Q1 2011 pod wpływem zjawiska sezonowości, gorzej, niż w Q1 2010

Oczekujemy, że pomimo łagodniejszej zimy, przychody Q1 2011 będą zbliżone do przychodów Q1 2010. Przewidujemy 92,6 mln PLN przychodów generalnego wykonawstwa w kraju, 13,6 mln PLN przychodów eksportu, 10 mln PLN ze sprzedaży mieszkań i 5,9 mln PLN przychodów pozostałych segmentów. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 6,7%. W Q1 2010 marża brutto była bardzo wysoka i wyniosła 8,8% i związana była z 1) realizacją starych kontraktów budowlanych o wysokiej rentowności (marża brutto segmentu budownictwa w Q1 2010: 10%, Q1 2011P: 6%) 2) większą skalą przychodów z działalności deweloperskiej w Q1 2010.

Wyniki Q1 2011 obniży strata segmentu drogownictwa, -1,2 mln PLN na poziomie EBIT, wynikająca z wstrzymania realizacji robót w okresie zimowym. Zakładamy koszty ogólne na poziomie 6,0 mln PLN oraz 0,1 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. Wynik działalności finansowej będzie w przybliżeniu neutralny.

Ostatecznie, w Q1 2011 oczekujemy 1,6 mln PLN zysku netto, co jest wynikiem gorszym niż w Q1 2010. Uważamy, że Q1 2010, z uwagi na realizację starych zleceń budowlanych, nie jest dobrą bazą porównawczą. W Q1 2011 Unibep zrealizuje 16,6% naszej całorocznej prognozy przychodów (słaby wynik netto z uwagi na efekt dźwigni operacyjnej). Prognozy na rok 2011 pozostają niezagrożone.


Budownictwo

Analityk:
Maciej Stokłosa

ZUE

Kupuj

P/E 2011 9,5
P/E 2012 9,1
EV/EBITDA 2011 4,4
EV/EBITDA 2012 3,6

Cena bieżąca 12,5 PLN
Cena docelowa 19,3 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	46,8	-	-	505,4	392,4	28,8%	535,8	505,4	6,0%
EBITDA	2,8	-	-	46,8	32,4	44,6%	50,3	46,8	7,5%
marża	6,0%	-	-	9,3%	8,2%	-	9,4%	9,3%	-
EBIT	0,7	-	-	38,5	25,6	50,2%	39,6	38,5	2,9%
Zysk brutto	-0,2	-	-	38,1	21,1	80,2%	39,7	38,1	4,1%
Zysk netto	0,0	-	-	29,0	16,8	72,4%	30,1	29,0	4,0%

Z uwagi na bardzo niskie przychody, trudno o zysk w Q1 2011

ZUE jest nowym podmiotem na GPW i nie posiada historii publikacji wyników za pierwszy kwartał. Nasza znajomość firmy pozwala jednak prognozować, że przychody w Q1 2011 nie przekroczą 10% przychodów całego 2011 roku. Powodów jest kilka: 1) spółka zbliża się w rozpoznawaniu przychodów do spływu faktur 2) kontrakty miejskie i kolejowe na dobre rozpoczynają się na wiosnę

Zakładamy, że w Q1 2011 ZUE wygeneruje 9,25% oczekiwanych przychodów całego 2011 roku i 10% rentowności brutto na sprzedaży (prognoza na cały rok 2011: 11%). Zakładamy koszty ogólne na poziomie 3,7 mln PLN. Przyjmujemy pozostałe koszty operacyjne netto w kwocie 0,25 mln PLN i 0,9 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Strata akcjonariuszy mniejszościowych wyniesie zgodnie z prognozą -0,2 mln PLN.

Podsumowując, najistotniejszym parametrem wyniku Q1 2011 będzie poziom marży brutto na sprzedaży. Poziom marży może mieć duży wpływ na prognozowane wyniki całego 2011 roku. Wynik netto za Q1 2011 będzie pochodną skali zaprezentowanych przychodów. W przypadku niższych, niż uwzględnione w prognozie przychodów, wynik netto za Q1 2011 może być ujemny (dźwignia operacyjna).

Deweloperzy



Deweloperzy

Analitik:
Piotr Żybała

BBI Development Kupuj

P/E 2011 22,5 EV/EBITDA 2011 30,4 **Cena bieżąca 0,43 PLN**
P/E 2012 6,9 EV/EBITDA 2012 10,5 **Cena docelowa 0,53 PLN**

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	49,6	0,6	-	53,3	66,6	-20,1%	110,7	53,3	107,9%
EBITDA	32,9	-0,8	-	12,9	29,9	-56,8%	50,7	12,9	293,2%
marża	66,3%	-118,2%	-	24,2%	44,8%	-	45,8%	24,2%	-
EBIT	32,8	-0,8	-	12,7	29,7	-57,2%	50,5	12,7	297,1%
Zysk brutto	32,0	-0,8	-	12,9	25,0	-48,4%	49,9	12,9	286,7%
Zysk netto	25,9	-0,6	-	10,0	13,5	-26,3%	32,6	10,0	226,6%

Kontynuacja przekazania mieszkań i oczekiwana duża rewaluacja nieruchomości

Najistotniejszy wpływ na wyniki Q1 będą miały zyski z przekazywanych mieszkań w inwestycji Dom na Dolnej oraz spodziewana przez nas rewaluacja inwestycji Plac Unii. Sądzymy, że spółka może rozpoznać zysk z około 50% mieszkań będących w zapasach na koniec 2010 r. (Przychody na poziomie 17,3 mln PLN przy marży ok. 23%).

W wynikach Q1 można się również spodziewać znacznej rewaluacji Pl. Unii. Dotychczas spółka dwukrotnie wykazała zysk z rewaluacji tej inwestycji. W Q2 2010 rozpoznano część marży w wysokości 47 mln PLN. Drugie przeszacowanie w wysokości 15 mln PLN nastąpiło w Q4 2010 przy zmianie sposobu konsolidacji inwestycji z pełnej na proporcjonalną. W Q1 2011 spodziewamy się ostatniej dużej rewaluacji (32 mln PLN) spowodowanej podwyższeniem kapitału w spółce celowej powołanej do realizacji Placu Unii. W wyniku podwyższenia kapitału udział BBI Development w projekcie spadnie do docelowych 40%, a w wynikach zostanie wykazana część marży, która nie była uwzględniona w wynikach poprzednich okresów. Możliwy jest też scenariusz, w którym szacowane przez nas przeszacowanie zostanie uwzględnione w wynikach Q4 2010 (korekta sprawozdania).

Spodziewamy się utrzymania kosztów operacyjnych na poziomie zbliżonym do Q4 2010 (4,2 mln PLN). Różnicą w stosunku do wyników Q4 jest natomiast brak odpisów z tytułu sprzedaży nierentownych projektów.



Deweloperzy

Analitik:
Maciej Stokłosa

Dom Development Kupuj

P/E 2011 13,7 EV/EBITDA 2011 12,7 **Cena bieżąca 46,0 PLN**
P/E 2012 8,7 EV/EBITDA 2012 6,6 **Cena docelowa 54,4 PLN**

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	21,0	159,9	-86,9%	625,6	513,7	21,8%	927,2	625,6	48,2%
EBITDA	-13,7	18,0	-	101,3	61,4	64,9%	156,3	101,3	54,4%
marża	-65,1%	11,3%	-	16,2%	12,0%	-	16,9%	16,2%	-
EBIT	-14,3	17,4	-	98,9	59,1	67,5%	153,9	98,9	55,7%
Zysk brutto	-15,6	14,9	-	101,9	51,1	99,4%	159,7	101,9	56,7%
Zysk netto	-12,7	11,8	-	82,5	40,4	104,1%	129,3	82,5	56,7%

Rekordowo niska liczba przekazania źródłem strat, bez wpływu na wyniki całego roku

W Q1 2011 Dom Development przekazał rekordowo niską liczbę lokali (25). Niska liczba przekazania wynika z 1) wstrzymania rozpoczynania nowych inwestycji w okresie „kryzysu finansowego”, 2) bardzo małej liczby sprzedanych, a nie przekazanych lokali na koniec 2010 roku. W efekcie, spółka wygeneruje bardzo niskie przychody (21 mln PLN), co przy marży brutto na poziomie 24,7% (wynik brutto: 5,2 mln PLN) i kosztach ogólnych na poziomie 18,9 mln PLN przyczyni się do powstania 13,8 mln PLN straty na sprzedaży.

Zakładamy pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 0,5 mln PLN i pozostałe koszty finansowe netto na poziomie 1,4 mln PLN. Ostatecznie, oczekiwany poziom straty w Q1 2011 to 12,7 mln PLN.

Uważamy, że znaczenie wyniku Q1 2011 dla oceny perspektyw i atrakcyjności spółki jest znikome. W Q1 2011 Dom Development przekazał jedynie 25 lokali. W Q4 2010 deweloper przekazał 116 mieszkań. Nasza prognoza na rok 2011 zakłada przekazanie 1466 mieszkań, z czego 1340 to lokale, które znajdują się w inwestycjach, których budowa rozpoczęła się po „kryzysie finansowym”. Ostrożnie należy zakładać, że przeważająca większość z tych lokali zostanie przekazana w drugiej połowie 2011 roku. W efekcie, cały zysk 2011 roku zostanie wypracowany w 2-gim półroczu.


Deweloperzy

Analitik:
Piotr Zybala

Echo Investment

Kupuj

P/E 2011	11,1	EV/EBITDA 2011	8,3	Cena bieżąca	5,17 PLN
P/E 2012	5,3	EV/EBITDA 2012	4,5	Cena docelowa	6,17 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	83,2	114,1	-27,1%	400,1	427,8	-6,5%	603,2	400,1	50,8%
EBITDA	146,0	-61,7	-	367,0	169,6	116,4%	681,4	367,0	85,6%
marża	174,5%	-54,1%	-	91,7%	39,7%	-	113,0%	91,7%	-
EBIT	145,1	-62,6	-	361,9	167,6	116,0%	676,2	361,9	86,8%
Zysk brutto	91,8	35,7	157,2%	242,5	137,5	76,3%	507,3	242,5	109,2%
Zysk netto	74,4	29,8	149,9%	196,4	146,9	33,7%	410,9	196,4	109,2%

Duży zysk na wycenie nieruchomości

W Q1 2011 Oczekujemy spadku zysku brutto na sprzedaży o 5% Q/Q. W Q4 2010 spółka wykazała 6,5 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży w obszarze nieprzypisanym do żadnego segmentu. Większość z tych zysków miała charakter jednorazowy, dlatego nie powtórzy się w wynikach Q1. Jest też mało prawdopodobne by, przy lekkim spadku średniego kursu EUR/PLN w Q1, spółce udało się skompensować brak zdarzeń jednorazowych z Q4 2010 wyższymi zyskami z czynszów w Q1 2011. Nie spodziewamy się również poprawy sprzedaży w segmencie mieszkaniowym w stosunku do Q4 2010.

Na koniec Q1 2011 kurs EUR/PLN wyniósł 4,012, co oznacza ok. 1,3% umocnienie EUR Q/Q. Silniejsze EUR wpłynie na wzrost wartości portfela nieruchomości spółki. Na wzrost wartości portfela nieruchomości dodatkowo będzie oddziaływać indeksacja czynszów, która w przypadku większości nieruchomości spółki ma miejsce w Q1. Ostatecznie zysk z aktualizacji wartości nieruchomości szacujemy na 104 mln PLN. Koszty ogólne szacujemy na 16,3 mln PLN (-19% Q/Q; +25% R/R). Przy powyższych założeniach oczekujemy zysku operacyjnego w wysokości 145 mln PLN (znaczący wzrost Q/Q dzięki wspomnianej wycenie nieruchomości inwestycyjnych).

Umocnienie EUR pogorszy natomiast wynik na działalności finansowej, gdyż pojawi się strata na wycenie kredytów walutowych (prognoza: -21 mln PLN) oraz strata na wycenie instrumentów zabezpieczających przyszłe transze kredytów (prognoza: -7 mln PLN). Oczekiwany przez nas zysk brutto wynosi 92 mln PLN.


Deweloperzy

Analitik:
Piotr Zybala

GTC

Akumuluj

P/E 2011	8,0	EV/EBITDA 2011	10,0	Cena bieżąca	21,29 PLN
P/E 2012	5,4	EV/EBITDA 2012	7,7	Cena docelowa	24,03 PLN

(mln EUR)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	37,9	37,1	2,0%	202,1	169,0	19,6%	258,7	202,1	28,0%
EBITDA	24,8	18,7	33,0%	265,5	111,1	138,9%	367,4	265,5	38,4%
marża	65,6%	50,3%	-	131,4%	65,8%	-	142,0%	131,4%	-
EBIT	24,7	18,5	33,3%	265,0	110,6	139,6%	366,9	265,0	38,5%
Zysk brutto	8,0	5,7	39,7%	204,7	45,7	347,5%	295,0	204,7	44,1%
Zysk netto	5,5	6,2	-12,1%	147,7	41,9	252,2%	217,8	147,7	47,5%

Niska rewaluacja przyczyną niskiego zysku

Po dobrych wynikach za Q4 2010 spodziewamy się powrotu zysku netto GTC do poziomów notowanych w pierwszych trzech kwartałach 2010 r. Spółka najprawdopodobniej nie wykaże dużego zysku z rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych, gdyż efekt indeksacji czynszów i kompresji stóp kapitalizacji został w dużej mierze skonsumowany w wynikach Q4. Nie spodziewamy się również istotnego przeszacowania wartości nieruchomości będących obecnie w budowie, stąd szacujemy wynik z aktualizacji wartości nieruchomości na poziomie 5,4 mln EUR.

Prognozujemy przychody na poziomie 37,9 mln EUR, co jest wynikiem bardzo zbliżonym do Q1 2010, lecz stanowi ok. 30% spadek w stosunku do Q4 2010. Przyczyną tego jest spadek obrotów w segmencie mieszkaniowym, który zazwyczaj występuje w Q1. Zysk brutto na sprzedaży powinien pozostać na zbliżonym poziomie do Q4 2010 (prognoza: 25,4 mln EUR). Na taki wynik składa się z jednej strony wzrost zysku z czynszów (prognoza: +5,5% Q/Q), z drugiej natomiast spadek zysku w segmencie mieszkaniowym (prognoza: -81,3% Q/Q). Wzrost zysku z czynszów będzie efektem kilku zdarzeń. Po pierwsze, indeksacja większości czynszów następuje na początku roku, po drugie, ciąglem zmniejszeniu ulega poziom pustostanów w wybranych obiektach, po trzecie, pojawiają się przychody z wynajmu lokali w niedawno oddanych do użytku obiektach. Zakładamy koszty ogólne w wysokości 6,0 mln EUR (+6% R/R; -52% Q/Q). Znaczący spadek kosztów Q/Q wynika z wysokich kosztów rozliczenia akcji fantomowych, które wystąpiły w Q4 2010. Powyższe założenia implikują zysk brutto równy 8,0 mln EUR oraz zysk netto (po uwzględnieniu zysów akcjonariuszy mniejszościowych: 1,0 mln EUR) na poziomie 5,5 mln EUR.


Deweloperzy

Analitik:
Maciej Stokłosa

J.W. Construction Akumuluj

P/E 2011	8,2	EV/EBITDA 2011	7,4	Cena bieżąca	14,7 PLN
P/E 2012	10,8	EV/EBITDA 2012	10,4	Cena docelowa	16,3 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	129,7	118,2	9,6%	528,3	620,0	-14,8%	368,8	528,3	-30,2%
EBITDA	35,1	27,3	28,7%	153,0	155,3	-1,5%	142,3	153,0	-7,0%
marża	27,1%	23,1%	-	29,0%	25,0%	-	38,6%	29,0%	-
EBIT	30,9	24,0	28,7%	136,2	142,4	-4,4%	125,4	136,2	-7,9%
Zysk brutto	24,6	21,7	13,4%	119,0	113,4	5,0%	90,9	119,0	-23,7%
Zysk netto	19,9	17,6	13,1%	96,4	92,0	4,8%	73,6	96,4	-23,7%

Solidny wynik Q1 2011, 398 przekazanych lokali

Przewidujemy, że w Q1 2011 J.W. Construction przekaże 398 lokali, co zapewni wyższe, niż w roku ubiegłym przychody. Oczekujemy rentowności brutto na sprzedaży na poziomie 34,2%. W podziale na segmenty działalności, w ramach sprzedaży mieszkań oczekujemy 120,3 mln PLN przychodów i rentowności brutto na poziomie 35,4%. W pozostałych segmentach oczekujemy 9,4 mln PLN przychodów i 1,8 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży.

Przewidujemy 13 mln PLN kosztów ogólnych i 0,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. W efekcie, EBIT będzie o 6,9 mln PLN wyższy, niż przed rokiem. Oczekujemy 6,3 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. W ubiegłym roku koszty finansowe były niższe (2,3 mln PLN). Wyższe koszty finansowe wynikają z konieczności rozpoznawania kosztów finansowych poniżej EBIT, a nie w kosztach własnych sprzedaży, w przypadku, gdy kredyty finansują gotowe mieszkania, czekające na nabywców.

Ostatecznie, wynik netto na poziomie 19,9 mln PLN jest nieznacznie wyższy r/r. W całym 2011 roku oczekujemy przekazania 1615 lokali. Nasze prognozy całoroczne pozostają aktualne.


Deweloperzy

Analitik:
Piotr Zybala

P.A. Nova

Kupuj

P/E 2011	14,2	EV/EBITDA 2011	14,7	Cena bieżąca	29,95 PLN
P/E 2012	12,1	EV/EBITDA 2012	13,2	Cena docelowa	40,40 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	35,0	30,2	15,9%	181,0	146,5	23,6%	196,8	181,0	8,7%
EBITDA	5,4	9,9	-44,8%	32,3	27,9	15,6%	44,1	32,3	36,5%
marża	15,6%	32,7%	-	17,8%	19,1%	-	22,4%	17,8%	-
EBIT	4,9	9,3	-47,4%	30,0	25,7	16,6%	41,9	30,0	39,7%
Zysk brutto	3,9	9,3	-58,0%	25,9	24,5	5,5%	30,6	25,9	18,1%
Zysk netto	3,2	7,5	-57,8%	21,0	20,2	4,1%	24,8	21,0	18,1%

Brak rozliczeń kontraktów deweloperskich przyczyną umiarkowanych zysków

Przychody spółki w Q1 2011 będą niższe Q/Q. W Q4 2010 PA Nova rozliczyła kilka kontraktów budowlano-deweloperskich realizowanych na zlecenie sieci handlowych. W Q1, z uwagi na brak rozliczenia dużych kontraktów, przychody powinny spaść (prognoza: 35 mln PLN). Niższa będzie również marża brutto na sprzedaży (prognoza: 18%).

Zakładamy niewielki spadek kosztów ogólnego zarządu do poziomu 1 mln PLN (w Q1 zazwyczaj następuje spadek kosztów zarządu) oraz wynik netto z pozostałej działalności operacyjnej równy -0,1 mln PLN. Implikuje to zysk z działalności operacyjnej na poziomie 4,9 mln PLN.

Oczekujemy -1,0 mln PLN z działalności finansowej. Jest to wynik zbliżony do kosztów poniesionych w Q4 2010 i składają się na niego odsetki od kredytów finansujących Galerię Sanova i park handlowy w Chorzowie.


Deweloperzy

Analitik:
Maciej Stokłosa

Polnord

Kupuj

P/E 2011	12,4	EV/EBITDA 2011	11,7	Cena bieżąca	32,4 PLN
P/E 2012	7,3	EV/EBITDA 2012	6,4	Cena docelowa	43,5 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	24,3	42,5	-42,9%	352,9	180,3	95,8%	403,4	352,9	14,3%
EBITDA	1,0	18,3	-94,5%	91,2	50,4	81,0%	143,5	91,2	57,3%
marża	4,2%	43,1%	-	25,9%	28,0%	-	35,6%	25,9%	-
EBIT	0,5	17,8	-97,3%	89,1	48,1	85,1%	141,4	89,1	58,7%
Zysk brutto	-3,9	-	-119,7%	72,7	73,1	-0,5%	140,8	72,7	93,7%
Zysk netto	-3,1	-	-120,6%	58,9	51,6	14,2%	114,1	58,9	93,7%

Mało przekazanych mieszkań w Q1 2011, niepewność co do wycen nieruchomości

Przewidujemy, że Polnord przekaze w Q1 2011 jedynie 58 mieszkań, z czego nawet ponad połowa to mieszkania w inwestycjach, w których Polnord posiada 50% lub mniej udziałów. Tak niska liczba przekazania skutkować będzie niskimi przychodami (21,8 mln PLN z przekazania mieszkań, 2,5 mln PLN z pozostałych usług). Marżę brutto na sprzedaży przewidujemy na poziomie 18,2%. Koszty ogólne wyniosą zgodnie z prognozą 18,2 mln PLN. Efekt redukcji kosztów, zapowiadanych przez nowy zarząd, będzie na dobre widoczny dopiero od Q3 2011.

Przewidywana strata na sprzedaży to 13,8 mln PLN. Zakładamy zysk na wycenie nieruchomości na poziomie 14,9 mln PLN, który spowoduje, że EBIT wyniesie +0,5 mln PLN. Pozostałe koszty finansowe netto zakładamy na poziomie 4,4 mln PLN. Ostatecznie, oczekiwany wynik netto w Q1 2011 jest ujemny.

Oczekujemy, że w całym 2011 roku Polnord przekaze 988 mieszkań. Podobnie jak w przypadku Dom Development, zwiększona liczba wydań, skutkująca poprawą wyników finansowych, nadejdzie w II półroczu 2011 roku.

W kontekście wyniku Q1 2011, dużą niepewnością obarczony jest poziom zysku z wyceny nieruchomości. Zmiana na stanowisku prezesa mogła wpłynąć na zmianę podejścia spółki. O ile prognozy całoroczne są aktualne, wpływ wycen na poszczególne kwartały może być różny.


Deweloperzy

Analitik:
Maciej Stokłosa

Robyg

Kupuj

P/E 2011	15,3	EV/EBITDA 2011	17,2	Cena bieżąca	2,13 PLN
P/E 2012	5,5	EV/EBITDA 2012	5,2	Cena docelowa	2,59 PLN

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	28,3	-	-	234,7	284,8	-17,6%	597,1	234,7	154,5%
EBITDA	1,7	-	-	50,7	47,6	6,6%	150,1	50,7	196,0%
marża	6,1%	-	-	21,6%	16,7%	-	25,1%	21,6%	-
EBIT	1,5	-	-	49,8	46,9	6,2%	149,2	49,8	199,7%
Zysk brutto	1,8	-	-	51,8	47,5	8,8%	154,2	51,8	198,0%
Zysk netto	1,2	-	-	35,7	31,7	12,7%	100,0	35,7	180,0%

Dla organizacji o niskich kosztach ogólnych, mała liczba przekazania nie jest problemem

Oczekujemy, że Robyg w Q1 2011 przekaze jedynie 46 lokali, co pozwoli wygenerować 28,3 mln PLN przychodów. Oczekujemy marży brutto na poziomie 23,2%. Nasza prognoza przewiduje wyższą marżę w całym 2011 roku (30,5%), wynika to jednak ze struktury przekazywanych lokali. W Q1 2011 na wynik spółki istotny wpływ będą miały lokale w starych etapach inwestycji, których koszt budowy był stosunkowo wysoki. Mowa tutaj o inwestycjach Robyg City Apartments - etap 1, Osiedle Zdrowa - etap 1, Nowa Rezydencja Królowej Marysieńki - etap 4.

Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 4,7 mln PLN. W Q1 2011 wartość kosztów programu motywacyjnego, rozliczana w kosztach ogólnych, będzie istotnie niższa, niż w II półroczu 2010. Oczekujemy 0,4 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. Zakładamy 0,3 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto. Nie wykluczamy ewentualnych odchyleń na poziomie kosztów finansowych, gdyż determinuje je skala kapitalizowanych w zapasach kosztów finansowych. Oczekujemy 0,1 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych i 0,4 mln PLN zaksięgowanego podatku.

Podsumowując, z uwagi na niską liczbę przekazania, wynik netto będzie niski. W całym 2011 roku oczekujemy przekazania 447 lokali. Podtrzymujemy prognozy całoroczne i rekomendację kupuj.

Handel

 Handel Eurocash Kupuj									
Analitik: Gabriela Borowska				P/E 2011 22,0 P/E 2012 15,4	EV/EBITDA 2011 11,3 EV/EBITDA 2012 8,9	Cena bieżąca 32,5 PLN Cena docelowa 37,4 PLN			
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	2 067,3	1 540,6	34,18%	13 895,0	6 698,3	107,44%	15 455,3	13 895,0	11,23%
EBITDA	31,0	29,5	5,15%	411,0	194,5	111,29%	521,0	411,0	26,76%
marża	1,50%	1,92%	-	2,96%	2,90%	-	3,37%	2,96%	-
EBIT	13,2	16,3	-18,95%	319,6	145,2	120,11%	422,4	319,6	32,17%
Zysk brutto	7,2	15,0	-52,29%	237,0	129,9	82,39%	343,0	237,0	44,73%
Zysk netto	8,3	13,5	-38,44%	202,0	102,5	97,03%	287,8	202,0	42,48%

Wyniki osłabione przez spółki Premium Distributors

Szacujemy, że segmenty Cash&Carry i Delikatesy Centrum miały dobry kwartał, ze względu na brak zimy. Spodziewamy się dodatnich LFL w segmencie Delikatesów, wyższej sprzedaży r/r i zbliżonej rentowności EBITDA. W segmencie KDWT spodziewamy się wzrostu r/r przychodów, spółka skoncentrowała się tutaj na obsłudze mniejszych klientów i przeprowadzona w 2010 restrukturyzacja powinna pozytywnie wpływać na wyniki. W segmencie Eurocash Dystrybucja spodziewamy się wyników słabszych r/r, ze względu na brak kontraktu z PKN Orlen i konsolidację Pol Cater tylko od początku marca 2011. Spółki dystrybucyjne Premium Distributors przejęte od CEDC na poziomie EBITDA powinny negatywnie wpływać na wynik (częściowo jest to efekt sezonowości). Ostatecznie spodziewamy się słabszych r/r wyników na poziomie operacyjnym i na poziomie netto. Dodatkowo wynik netto obniżają koszty finansowe od kredytu zaciągniętego na zakup spółek dystrybucyjnych od CEDC.

 Handel LPP Akumuluj									
Analitik: Gabriela Borowska				P/E 2011 17,0 P/E 2012 14,3	EV/EBITDA 2011 9,8 EV/EBITDA 2012 8,7	Cena bieżąca 2 108 PLN Cena docelowa 2 300 PLN			
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	494,1	424,5	16,39%	2 393,8	2 080,0	15,09%	2 756,4	2 393,8	15,15%
EBITDA	34,8	31,5	10,29%	398,1	296,6	34,24%	448,5	398,1	12,66%
marża	7,04%	7,43%	-	16,63%	14,26%	-	16,27%	14,26%	-
EBIT	9,6	8,5	13,64%	292,9	202,1	44,92%	340,0	292,9	16,08%
Zysk brutto	4,0	-0,9	-	274,9	184,0	49,43%	326,3	274,9	18,70%
Zysk netto	3,2	-4,8	-	217,4	140,2	55,07%	258,2	217,4	18,77%

Wyniki sprzedaży powyżej rynku

Sprzedaż i rentowność brutto na sprzedaży w spółce są już znane: w styczniu sprzedaż wzrosła o 14%, w lutym o 15%, w marcu o 27%. LPP zaraportowała przychody ze sprzedaży na poziomie 494 mln PLN (ponad 16% wzrost sprzedaży r/r) i 252 mln PLN marży brutto na sprzedaży. Wysoka dynamika sprzedaży odpowiednio zwiększył koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w przeliczeniu na m2 powierzchni handlowej, spodziewamy się ich na poziomie 252 PLN (4% wzrost r/r). Ostatecznie spółka powinna osiągnąć wynik operacyjny zbliżony i lepszy r/r oraz wynik netto na poziomie około 3,2 mln PLN. Nie szacujemy różnic kursowych, w 1Q 2010 pomniejszyły one wynik o 4,6 mln PLN. W 1Q 2011 spodziewamy się, że różnice kursowe będą dodatnio kontrybuowały do wyniku ponieważ obecnie sprzedawana kolekcja była kupowana przy wyższym niż aktualny poziomie USDPLN.

 Handel NG2 Akumuluj									
Analitik: Gabriela Borowska				P/E 2011 15,6 P/E 2012 12,9	EV/EBITDA 2011 11,1 EV/EBITDA 2012 15,2	Cena bieżąca 59,5 PLN Cena docelowa 63,0 PLN			
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	185,3	195,7	-5,32%	1 213,3	1 029,6	17,84%	1 380,8	1 213,3	13,81%
EBITDA	1,1	14,9	-92,92%	211,3	154,9	36,39%	252,3	211,3	19,40%
marża	0,57%	7,60%	-	17,42%	15,05%	-	18,27%	17,42%	-
EBIT	-4,3	9,2	-	187,2	133,5	40,19%	222,5	187,2	18,86%
Zysk brutto	-6,4	7,2	-	182,2	126,4	44,19%	219,2	182,2	20,31%
Zysk netto	-6,6	5,1	-	146,7	120,6	21,66%	176,8	146,7	20,52%

Słaba sprzedaż nie pozwoli na wygenerowanie zysku

1Q 2011 dla NG2 był wyjątkowo słaby. Dwucyfrowe ujemne wyniki sprzedaży w styczniu (-16%) i w lutym (-9%) i tylko 2% dynamika sprzedaży w marcu, to za mało żeby pokazać dodatni wynik netto w 1Q 2011. 1Q jest ogólnie słaby dla branży odzieży i obuwniczej, ponieważ wyprzedawane są wtedy zapasy z kolekcji zimowej (niskie marże) a sprzedaż na wysokich pierwszych marżach kolekcji wiosennej odbywa się głównie w marcu. NG2 miało mało zapasu do wyprzedawania, spółka zatowarowała sklepy kolekcją wiosenną i w zimnym 1Q 2011 nie miała czym handlować. Chłodne temperatury marca nie sprzyjały sprzedaży kolekcji wiosennej. Spodziewamy się porównywalnej rentowności brutto na sprzedaży w 1Q 2011 r/r i niskich kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w związku z niską sprzedażą. Prognozujemy ujemny wynik na działalności operacyjnej -4,3 mln PLN i stratę netto na poziomie -6,6 mln PLN.

 Handel Vistula Trzymaj									
Analitik: Gabriela Borowska				P/E 2011 22,1 P/E 2012 10,8	EV/EBITDA 2011 8,2 EV/EBITDA 2012 6,4	Cena bieżąca 2,04 PLN Cena docelowa 2,10 PLN			
(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	79,5	76,5	3,9%	405,2	353,9	14,5%	471,5	405,2	16,4%
EBITDA	8,4	8,2	2,6%	49,6	39,2	26,5%	63,5	49,6	28,0%
marża	10,62	10,8%	-	12,2%	11,1%	-	13,5%	12,2%	-
EBIT	4,5	4,0	14,4%	34,1	23,3	46,6%	47,6	34,1	39,6%
Zysk brutto	-1,0	-0,6	-	12,8	1,6	721,6%	25,9	12,8	102,3%
Zysk netto	-1,0	0,0	-	10,3	1,7	519,4%	21,0	10,3	103,9%

Segment jubilerski nadal osłabia wyniki

Vistula ma za sobą całkiem dobry sprzedażowo kwartał jeśli chodzi o segment odzieżowy. Spodziewamy się dodatniej dynamiki LFL w sklepach Vistuli i Wólczańki, te marki pokazały już wzrost sprzedaży na m2 w poprzednim kwartale. Ze względu na wysoką bazę 1Q 2010 spodziewamy się spadków LFL w salonach Deni Cler dodatkowo spowodowanych wcześniejszym wprowadzeniem do sprzedaży kolekcji wiosennej (niższa sprzedaż, wyższa rentowność). 1Q zwykle nie sprzyja zakupom biżuterii, w związku z czym spodziewamy się również ujemnej dynamiki LFL na sprzedaży w segmencie jubilerskim. Szacujemy, że spółka obroniła rentowność na segmencie odzieżowym z 1Q 2010 (53%) i nie utrzymała wysokiej marży w salonach jubilerskich z 1Q 2010. W kolejnych kwartałach 2010 rentowność ta zmniejszała się i szacujemy, że w 1Q 2011 była na poziomie 54%. Spółka otwiera więcej salonów jubilerskich w związku z czym koszty sprzedaży powinny być wyższe r/r (kampania Vistuli również doda do nich około 0,5 mln PLN). Ostatecznie spodziewamy się wyniku operacyjnego zbliżonego do zera. Prognozowana przez nas strata netto jest zmniejszona przez dodatni wynik na sprzedaży nieruchomości w Myślenicach, o kwotę 3,9 mln PLN.

Terminy publikacji raportów

Spółka	I kw. 2011 jednostkowy	I kw. 2011 skonsolidowany	2010 skonsolidowany
AB	2011-05-16	2011-05-16	2011-05-16*
ACTION	2011-05-16	2011-05-16	2011-03-21
AGORA	2011-05-13	2011-05-13	2011-04-12
ASBIS	2011-05-11	2011-05-11	2011-03-30
ASSECO POLAND	2011-05-13	2011-05-13	2011-03-18
ASTARTA	2011-05-12	2011-05-12	2011-04-27
BBI DEVELOPMENT	2011-05-16	2011-05-16	2011-04-29
BORYSZEW	2011-05-12	2011-05-12	2011-04-28
BUDIMEX	2011-04-27	2011-04-27	2011-03-21
BZWBK	2011-04-28	2011-04-28	2011-03-02
CENTRUM KLIMA	2011-05-12	2011-05-12	2011-03-15
CERSANIT	2011-05-16	2011-05-16	2011-03-21
CEZ	2011-05-10	2011-05-10	2011-02-28
CIECH	2011-05-16	2011-05-16	2011-04-29
CINEMA CITY	2011-05-19	2011-05-19	2011-03-15
COMARCH	2011-05-16	2011-05-16	2011-04-29
CYFROWY POLSAT	2011-05-16	2011-05-16	2011-03-17
DOM DEVELOPMENT	2011-04-29	2011-04-29	2011-03-10
ECHO INVESTMNET	2011-05-16	2011-05-16	2011-05-02
ELEKTROBUDOWA	2011-05-16	2011-05-16	2011-03-21
EMPERIA	2011-05-16	2011-05-16	2011-05-02
ENEA	2011-05-16	2011-05-16	2011-04-28
ERBUD	2011-05-16	2011-05-16	2011-04-29
EUROCASH	2011-05-13	2011-05-13	2011-04-08
FAMUR	2011-05-16	2011-05-16	2011-04-29
GETIN	2011-05-16	2011-05-16	2011-03-21
GTC	2011-05-12	2011-05-12	2011-03-21
HANDLOWY	2011-05-10	2011-05-10	2011-03-16
IMPEXMETAL	2011-05-11	2011-05-11	2011-03-31
ING BSK	2011-05-05	2011-05-05	2011-04-15
J.W.C.	2011-05-11	2011-05-11	2011-03-15
KERNEL	2011-08-29	2011-08-29	2011-05-02**
KĘTY	2011-04-20	2011-04-20	2011-04-14
KGHM	2011-05-13	2011-05-13	2011-03-31
KOMPUTRONIK	2011-08-16	2011-08-16	2011-06-20
KOPEX	2011-05-16	2011-05-16	2011-05-02
KREDYT BANK	2011-05-12	2011-05-12	2011-02-25
LOTOS	2011-05-11	2011-05-11	2011-04-15
LPP	2011-05-11	2011-05-11	2011-04-20
LW BOGDANKA	2011-05-12	2011-05-12	2011-03-21
MILLENNIUM	2011-05-04	2011-05-04	2011-02-01
MONDI	2011-05-10	2011-05-10	2011-02-23
MOSTOSTAL WAR.	2011-05-16	2011-05-16	2011-03-21
NETIA	2011-05-05	2011-05-05	2011-02-22
NG2	2011-05-13	2011-05-13	2011-04-29
P.A. Nova	2011-05-05	2011-05-05	2011-04-29
PBG	2011-05-16	2011-05-16	2011-03-10
PEKAO	2011-05-12	2011-05-12	2011-03-15
PGE	2011-05-16	2011-05-16	2011-03-21
PGNIG	2011-05-12	2011-05-12	2011-03-31
PKN ORLEN	2011-04-29	2011-04-29	2011-03-31
PKO BP	2011-05-10	2011-05-10	2011-03-07
POLICE	2011-05-12	2011-05-12	2011-03-31
POLIMEX MOSTOSTAL	2011-05-16	2011-05-16	2011-04-28
POLNORD	2011-05-16	2011-05-16	2011-02-28
PZU	2011-05-10	2011-05-10	2011-03-17
RAFAKO	2011-05-16	2011-05-16	2011-03-21
ROBYG	2011-05-12	2011-05-12	2011-03-17
SYGNITY	2011-05-16	2011-05-16	2011-03-21
TAURON	2011-05-11	2011-05-11	2011-03-15
TPSA	2011-04-21	2011-04-21	2011-02-23
TRAKCJA POLSKA	2011-05-13	2011-05-13	2011-03-18
TVN	2011-05-12	2011-05-12	2011-02-22
ULMA CP	2011-05-13	2011-05-13	2011-03-21
UNIBEP	2011-05-13	2011-05-13	2011-03-18
VISTULA	2011-05-16	2011-05-16	2011-03-22
ZA PUŁAWY	2011-05-16	2011-05-16	2011-05-16***
ZUE	2011-05-16	2011-05-16	2011-03-31

Źródło: Spółki; * Raport za 3Q 2010/2011; ** Raport za 1H 2011; *** Raport 3Q 2010/2011

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2010	P/E 2011	EV/EBITDA 2010	EV/EBITDA 2011
Banki										
BZ WBK	Zawieszona	2011-04-05	225,80	-	226,10	-	-	-	-	-
GETIN	Trzy maj	2011-03-03	13,00	12,70	14,99	-15,3%	25,4	16,5	-	-
HANDLOWY	Trzy maj	2011-01-18	93,00	94,00	104,00	-9,6%	18,0	15,0	-	-
ING BSK	Trzy maj	2011-01-18	840,50	850,00	871,00	-2,4%	15,0	12,6	-	-
KREDYT BANK	Akumuluj	2011-01-18	15,44	17,40	17,05	2,1%	24,9	14,0	-	-
MILLENNIUM	Redukuj	2011-03-03	5,59	5,10	5,70	-10,5%	20,7	15,5	-	-
PEKAO	Trzy maj	2011-03-03	164,00	155,00	176,00	-11,9%	18,3	15,0	-	-
PKO BP	Kupuj	2011-04-13	45,90	53,00	46,25	14,6%	18,0	13,4	-	-
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2010-12-13	360,50	390,00	364,10	7,1%	12,9	12,6	-	-
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzy maj	2011-04-08	29,20	30,10	27,70	8,7%	37,9	28,4	5,9	5,3
LOTOS	Sprzedaj	2011-01-18	38,49	28,40	47,99	-40,8%	9,6	12,3	10,6	6,8
PGNiG	Kupuj	2010-12-03	3,61	4,40	3,79	16,1%	9,1	12,9	5,3	6,4
PKN ORLEN	Sprzedaj	2011-03-16	50,00	41,60	57,20	-27,3%	10,3	14,1	6,3	7,5
POLICE	Sprzedaj	2011-04-07	12,80	9,70	13,74	-29,4%	37,6	11,9	15,8	7,4
ZA PUŁAWY	Trzy maj	2011-02-04	114,00	106,10	122,00	-13,0%	17,8	12,3	9,7	7,0
Energetyka										
CEZ	Trzy maj	2010-11-29	124,50	129,50	145,50	-11,0%	10,2	10,5	7,1	7,6
ENEA	Trzy maj	2011-03-03	22,10	21,43	19,80	8,2%	14,1	12,9	4,8	5,3
PGE	Kupuj	2010-09-13	23,78	26,73	23,20	15,2%	14,5	11,5	6,4	5,9
TAURON	Kupuj	2010-09-13	5,56	8,87	6,27	41,5%	12,8	12,0	4,1	4,5
Telekomunikacja										
NETIA	Trzy maj	2011-01-18	5,15	5,40	5,31	1,7%	33,8	18,9	4,8	4,4
TPSA	Trzy maj	2011-04-05	17,75	17,60	17,65	-0,3%	141,7	18,4	6,0	4,9
Media										
AGORA	Akumuluj	2011-01-03	26,10	28,90	26,00	11,2%	18,4	19,4	7,6	6,5
CINEMA CITY	Akumuluj	2011-03-03	36,06	42,90	38,00	12,9%	14,9	14,1	8,5	7,8
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2010-12-17	17,30	15,30	16,09	-4,9%	16,7	15,1	10,5	9,5
TVN	Trzy maj	2011-04-05	18,40	18,10	17,32	4,5%	129,8	21,1	13,8	10,8
IT										
AB	Akumuluj	2011-01-18	25,42	27,60	25,60	7,8%	11,3	8,1	8,1	6,7
ACTION	Akumuluj	2011-01-18	16,65	18,16	19,35	-6,1%	12,6	10,3	8,3	7,4
ASBIS	Akumuluj	2011-01-18	3,80	4,32	3,40	27,1%	74,6	8,9	7,9	5,5
ASSECO POLAND	Kupuj	2010-08-31	55,00	65,30	53,15	22,9%	9,9	10,8	6,3	6,1
COMARCH	Trzy maj	2011-01-18	88,95	88,00	92,70	-5,1%	17,2	17,1	10,2	7,4
KOMPUTRONIK	Zawieszona	2011-04-05	9,00	-	8,71	-	-	-	-	-
SYGNITY	Akumuluj	2011-03-11	19,50	22,00	21,25	3,5%	-	43,0	-	6,9
Górnictwo i Metale										
KGHM	Trzy maj	2011-03-24	179,20	188,50	193,70	-2,7%	6,2	10,3	4,2	6,6
LW BOGDANKA	Akumuluj	2011-03-22	127,80	138,60	126,00	10,0%	18,0	15,7	9,8	7,4
Przemysł										
ASTARTA	Sprzedaj	2011-01-18	101,00	63,6	80,00	-20,5%	5,8	8,3	1,4	1,2
BORYSZEW	Akumuluj	2011-04-07	1,05	1,2	1,15	4,3%	14,4	19,6	8,6	10,1
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-03-31	13,91	17,3	14,85	16,5%	19,0	12,7	12,8	8,1
CERSANIT	Redukuj	2011-01-18	11,30	10,4	12,04	-13,6%	25,3	19,7	13,6	10,2
FAMUR	Sprzedaj	2011-01-18	2,85	2,3	3,69	-37,7%	22,3	23,7	12,6	11,4
IMPEXMETAL	Kupuj	2011-03-18	4,67	5,9	5,20	13,5%	13,5	11,6	8,7	7,5
KERNEL	Akumuluj	2011-02-28	79,25	87,8	72,50	21,1%	12,7	9,8	11,7	7,3
KĘTY	Akumuluj	2011-02-22	122,00	134,8	131,00	2,9%	13,4	12,7	8,3	7,4
KOPEX	Redukuj	2011-01-18	17,40	15,9	21,00	-24,3%	45,4	18,9	11,4	8,9
MONDI	Akumuluj	2011-03-31	80,45	88,7	82,40	7,6%	16,5	10,3	9,5	7,1
Budownictwo										
BUDIMEX	Trzy maj	2011-03-28	98,80	98,20	108,90	-9,8%	10,4	12,4	2,7	8,5
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2011-03-03	158,00	178,60	153,70	16,2%	16,2	12,9	10,7	8,3
ERBUD	Kupuj	2011-04-05	39,00	48,70	39,09	24,6%	32,3	10,5	11,5	6,3
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-02-11	48,20	59,90	42,81	39,9%	13,7	14,8	4,7	6,2
PBG	Trzy maj	2011-03-28	181,80	180,90	174,10	3,9%	11,1	12,0	10,3	7,6
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	2011-03-03	3,71	4,03	3,56	13,2%	14,6	13,0	7,0	7,3
RAFAKO	Akumuluj	2011-02-01	11,60	13,40	12,14	10,4%	19,4	15,0	9,0	8,5
TRAKCJA POLSKA	Trzy maj	2011-02-22	3,80	3,70	3,70	0,0%	18,2	11,9	7,0	7,5
ULMA CP	Trzy maj	2011-03-03	83,20	85,90	85,00	1,1%	43,7	13,4	6,3	4,5
UNIBEP	Kupuj	2011-04-05	7,66	9,30	7,75	20,0%	11,6	13,1	7,7	9,6
ZUE	Kupuj	2010-11-24	14,50	19,30	12,50	54,4%	16,4	9,5	9,2	4,9
Deweloperzy										
BBI DEVELOPMENT	Kupuj	2011-03-08	0,44	0,53	0,43	23,3%	16,6	22,5	10,7	30,4
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2011-01-07	41,49	54,40	46,00	18,3%	28,0	13,7	19,1	12,7
ECHO	Kupuj	2011-04-05	4,94	6,17	5,17	19,3%	14,8	11,1	22,8	10,7
GTC	Akumuluj	2011-02-03	20,92	24,03	21,29	12,9%	28,2	8,0	21,4	10,0
J.W.C.	Akumuluj	2011-01-18	14,50	16,30	14,69	11,0%	8,6	8,2	7,0	7,4
PA NOVA	Kupuj	2011-01-07	30,89	40,40	29,95	34,9%	14,8	14,3	13,5	14,7
POLNORD	Kupuj	2011-01-07	32,20	43,50	32,44	34,1%	13,9	12,2	28,5	15,6
ROBYG	Kupuj	2011-01-07	1,86	2,59	2,13	21,6%	17,3	15,3	18,9	17,2
Handel										
EMPERIA	Zawieszona	2010-10-05	99,50	-	114,00	-	-	-	-	-
EUROCASH	Kupuj	2011-02-04	30,50	37,40	32,50	15,1%	34,5	23,8	19,8	12,9
LPP	Akumuluj	2010-12-03	2 140,00	2 300,00	2 108,00	9,1%	26,3	17,0	13,3	9,6
NG2	Akumuluj	2011-02-23	59,55	63,00	59,50	5,9%	18,9	15,6	15,2	11,0
VISTULA	Trzy maj	2011-03-03	2,10	2,10	2,04	2,9%	136,8	22,0	11,6	9,1

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BORYSZEW	Akumuluj		1,20	2011-04-07
BUDIMEX	Trzymaj	Redukuj	98,20	2011-03-28
BZ WBK	Zawieszona	Trzymaj		2011-04-05
CENTRUM KLIMA	Kupuj	Kupuj	17,30	2011-03-31
CIECH	Trzymaj	Akumuluj	30,10	2011-04-08
ECHO	Kupuj		6,17	2011-04-05
ERBUD	Kupuj	Trzymaj	48,70	2011-04-05
KGHM	Trzymaj	Sprzedaj	188,50	2011-03-24
KOMPUTRONIK	Zawieszona	Akumuluj		2011-04-05
LW BOGDANKA	Akumuluj	Akumuluj	138,60	2011-03-22
MONDI	Akumuluj	Zawieszona	88,70	2011-03-31
PBG	Trzymaj	Redukuj	180,90	2011-03-28
PKO BP	Kupuj	Kupuj	53,00	2011-04-13
POLICE	Sprzedaj	Sprzedaj	9,70	2011-04-07
TPSA	Trzymaj	Akumuluj	17,60	2011-04-05
TVN	Trzymaj	Akumuluj	18,10	2011-04-05
UNIBEP	Kupuj	Trzymaj	9,30	2011-04-05

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	5	3	22	18	17	0	1	6	11	11
procent	7,7%	4,6%	33,8%	27,7%	26,2%	0,0%	3,4%	20,7%	37,9%	37,9%



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, AtlasEst, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Wafama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sflinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

DI BRE Banku S.A. jest oferującym akcje KRUK.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.