



Rynek akcji

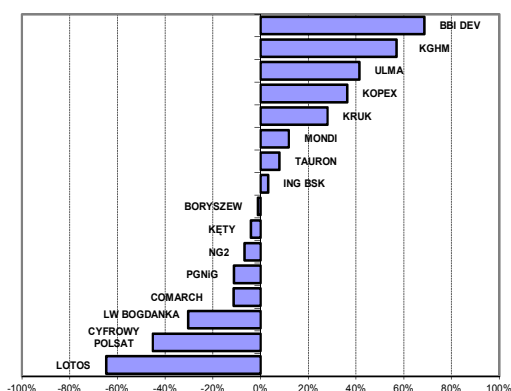
WIG 39 970

Średnie P/E 2011 10,2

Średnie P/E 2012 8,9

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 1 051 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



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

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 Kliszc
(+48 22) 697 47 06
kamil.kliscz@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 Zybala
(48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl

Prognozy wyników kwartalnych

III Q 2011

Finanse. Oczekujemy dobrych wyników w bankach. Aż 4 z 7 przez nas analizowanych banków poprawi zysk netto Q/Q. Najlepszych wyników spodziewamy się w Handlowym i Millennium, a najgorszych w Kredyt Banku i Getinie. W opozycji do sektora bankowego, spodziewamy się znacznie gorszych wyników Q/Q w PZU oraz w Kruku.

Paliwa. Rafinerie zanotują wysokie ujemne różnice kursowe na zobowiązaniach, ale EBIT na podstawowej działalności operacyjnej również będzie rozzaczarujący. W PGNiG oczekujemy dodatniego wyniku netto, ale jego skala będzie nieistotna z punktu widzenia prognozy rocznej.

Energetyka. Najlepszych wyników spodziewamy się w Tauronie. Na poziomie operacyjnym bardzo dobrze wypadnie też PGE, ale tam gorsze saldo na działalności finansowej będzie implikować ujemną dynamikę na zysku netto. Najślabszych rezultatów oczekujemy w CEZ.

Telekomunikacja. Wyniki 3Q w telekomach nie powinny istotnie różnić się od raportowanych w poprzednich kwartałach, po oczyszczeniu ich o zdarzenia jednorazowe. Istotne pozostaje to, czy TP wreszcie pokaże wzrost w ADSL.

Media. Koniunktura na rynku kinowym i reklamowym nie będzie sprzyjała wynikom spółek mediowych. W Cyfrowym Polsacie i TVN dodatkowo negatywnie na wyniki przekładać się będzie osłabienie złotego.

Informatyczne. Trzeci kwartał powinien być udany dla AB i Action. Asseco Poland i Sygnity zanotują prawdopodobnie najślabszy kwartał w roku. W Comarchu oczekujemy spadku wyniku r/r.

Górnictwo i metale. W 3Q, KGHM i JSW nadal korzystały z wysokich cen surowców a osłabienie PLN w stosunku do USD jeszcze im pomogło. Nadal relatywnie słabych wyników należy oczekiwać w przypadku LW Bogdanka.

Przemysł. Największe szanse na wyraźną poprawę wyników w 3Q'11 roją Centrum Klima, Cersanit, Famur, Impexmetal i Kopex. Wyraźnie niższe rezultaty przedstawi według nas Astarta.

Budownictwo. Bardzo dobre wyniki finansowe zaprezentuje Ulma. Dobre wyniki i dodatnie przepływy pieniężne zaprezentuje też Budimex i Rafako. Słabych wyników oczekujemy w Polimeksie i Mostostal Warszawa.

Deweloperzy. Echo Investment oraz Dom Development zaprezentują bardzo dobre wyniki finansowe. Zyski u pozostałych deweloperów będą marginalne.

Handel. 3Q jest sezonowo słaby dla branży handlowej, szczególnie w segmencie odzież i obuwi. Pozytywne wyniki powinni pokazać liderzy rynku: LPP i Eurocash.

Banki



Banki

Analityk:
Iza Rokicka

Getin

P/E 2011 6,3 P/BV 2011 1,12
P/E 2012 9,7 P/BV 2012 1,01

Trzymaj

Cena bieżąca 8,47 PLN
Cena docelowa 9,30 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	I-IIIQ2011P	I-IIIQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	432	322	34%	1 213	927	31%	1 650	1 273	30%
NIM	2,99%	3,05%	-	3,01%	3,17%	-	3,16%	3,09%	-
Wynik prowizyjny	141	138	2%	430	377	14%	565	556	2%
WNDB	780	608	28%	2 246	1 808	24%	2 987	2 521	18%
Koszty operacyjne	-295	-227	30%	-886	-659	34%	-1 169	-933	25%
Wynik operacyjny*	503	344	46%	2 083	1 104	89%	2 442	1 545	58%
Saldo rezerw	-357	-257	39%	-920	-830	11%	-1 140	-1 055	8%
Zysk brutto	146	84	74%	1 160	270	-	1 292	485	166%
Zysk netto	88	56	57%	908	271	-	982	421	133%

* przed kosztami rezerw

Marża odsetkowa oraz koszt ryzyka jako konsekwencja silnego CHF

Prognozujemy, że zysk netto grupy Getin Holding wyniesie 88 mln PLN, -88% Q/Q (lub -10% Q/Q z 98 mln PLN po skorygowaniu wyniku za 2Q 2011 o transakcje jednorazowe - sprzedaż Open Finance oraz rozpoczęcie konsolidacji Allianz Bank). Głównym powodem oczekiwanego spadku wyniku jest wzrastający Q/Q poziom odpisów na ryzyko kredytowe spowodowane pogorszeniem się jakości portfela kredytów hipotecznych.

Prognozujemy bardzo wysoką dynamikę wzrostu, zarówno kredytów jak i depozytów, odpowiednio 8% Q/Q oraz 11% Q/Q. Wzrost kredytów wynika nie tylko z nadal utrzymującej się wysokiej sprzedaży, ale również osłabienia się PLN. Przyrost depozytów to efekt wzmożonego zapotrzebowania na finansowanie wynikające z osłabienia się PLN względem CHF. Presja na marżę depozytową przełoży się na spadek marży odsetkowej aż o 23pb Q/Q do 3,0% i w konsekwencji tylko 3% wzrost Q/Q wyniku odsetkowego do 432 mln PLN. Co do kosztu ryzyka, oczekujemy 342pb. (płasko Q/Q), co oznacza saldo rezerw na poziomie 357 mln PLN, +9% Q/Q.



Banki

Analityk:
Iza Rokicka

Handlowy

P/E 2011 13,3 P/BV 2011 1,40
P/E 2012 12,4 P/BV 2012 1,39

Trzymaj

Cena bieżąca 68,8 PLN
Cena docelowa 72,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	I-IIIQ2011P	I-IIIQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	350	379	-8%	1 045	1 126	-7%	1 401	1 497	-6%
NIM	3,68%	3,72%	-	3,76%	3,86%	-	3,76%	3,99%	-
Wynik prowizyjny	164	164	0%	501	480	4%	676	655	3%
WNDB	604	660	-9%	1 784	1 947	-8%	2 375	2 563	-7%
Koszty operacyjne	-364	-348	5%	-1 079	-1 024	5%	-1 434	-1 375	4%
Wynik operacyjny*	243	319	-24%	714	932	-23%	953	1 184	-20%
Saldo rezerw	-30	-63	-53%	-87	-229	-62%	-111	-243	-54%
Zysk brutto	213	257	-17%	627	703	-11%	843	943	-11%
Zysk netto	170	211	-19%	503	560	-10%	674	755	-11%

* przed kosztami rezerw

Wysoka dynamika zysku netto Q/Q to głównie efekt dobrego wyniku handlowego

Prognozujemy, że zysk netto w 3Q 2011 poprawi się o 12% Q/Q do 170 mln PLN. Spodziewamy się przede wszystkim znacznie lepszego wyniku handlowego (efekt niskiej bazy 2Q 2011) oraz lekko niższych kosztów operacyjnych.

Oczekujemy, że był to kolejny dobry kwartał do Handlowego jeżeli chodzi o wzrost portfela kredytów korporacyjnych. Z drugiej strony oczekujemy tylko płaskiego Q/Q wyniku na kredytach detalicznych (względem 5% Q/Q w sektorze). W depozytach zakładamy spadek zarówno w segmencie detalicznym jak i korporacyjnym w konsekwencji presji konkurencyjnej. W rezultacie prognozujemy tylko marginalny wzrost wyniku odsetkowego Q/Q, o 1% do 350 mln PLN. W wyniku prowizyjnym oczekujemy spadku o 2% Q/Q, ponieważ naszym zdaniem rosnące przychody z kart nie wystarczą, aby zrekomensować niższe przychody ze sprzedaży produktów inwestycyjnych i z działalności maklerskiej. Spodziewamy się, że wynik handlowy wzrośnie w mocnym tempie o 47% Q/Q do 90 mln PLN. Uważamy, że duża zmienność na rynku walutowym sprzyjała wolumenowi transakcji dokonywanych za pośrednictwem banku. W kosztach operacyjnych prognozujemy nieznaczny spadek Q/Q do 364 mln PLN w konsekwencji niższych kosztów związanych z dystrybucją produktów banku płaconym pośrednikom i wykazywanych w kosztach rzeczowych. W saldzie rezerw założymy wzrost o 95% Q/Q do 30 mln PLN, głównie związany z brakiem rozwiązań rezerw w segmencie korporacyjnym, co miało miejsce w 2Q 2011.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

ING BSK**Kupuj**

P/E 2011	10,4	P/BV 2011	1,47	Cena bieżąca	722,5 PLN
P/E 2012	9,5	P/BV 2012	1,34	Cena docelowa	900,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	I-IIIQ2011P	I-IIIQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	461	410	12%	1 356	1 206	12%	1 847	1 628	13%
NIM	2,73%	2,65%	-	2,74%	2,63%	-	2,75%	2,62%	-
Wynik prowizyjny	262	256	2%	772	731	6%	1 022	987	4%
WNDB	728	683	7%	2 176	1 990	9%	2 940	2 683	10%
Koszty operacyjne	-419	-395	6%	-1 248	-1 193	5%	-1 668	-1 583	5%
Wynik operacyjny*	310	282	10%	939	807	16%	1 280	1 097	17%
Saldo rezerw	-47	-55	-14%	-142	-142	0%	-195	-204	-4%
Zysk brutto	271	237	14%	828	693	19%	1 118	934	20%
Zysk netto	219	192	14%	666	561	19%	901	753	20%

* przed kosztami rezerw

Czyżby kolejny nudny kwartał z bardzo przyzwoitymi wynikami?

Prognozujemy, że zysk netto wzrośnie o 14% R/R, ale spadnie o 6% Q/Q do 219 mln PLN. Gorszy wynik Q/Q to efekt przede wszystkim słabszego wyniku na działalności handlowej oraz znormalizowanego poziomu salda rezerw (bank rozwiązywał rezerwy w 2Q 2011 w segmencie korporacyjnym).

Po tym jak wynik odsetkowy w 2Q 2011 wzrósł w bardzo mocnym tempie 6% Q/Q, uważamy, że 3Q 2011 może przynieść stabilizację Q/Q na poziomie 461 mln PLN. Zwracamy uwagę, że bank przeprowadził promocję depozytów podwyższając oprocentowanie na koncie oszczędnościowym, w szczególności na nowe środki, co może spowodować wypłaszczenie marży odsetkowej. Prognozujemy, że wynik prowizyjny wzrośnie nieznacznie Q/Q do 262 mln PLN dzięki wyższym przychodom z tytułu wymiany. Z drugiej strony, spodziewamy się że wynik handlowy będzie słaby i wyniesie tylko 5 mln PLN. Oczekujemy stabilnego poziomu Q/Q kosztów operacyjnych, gdzie spadek kosztów osobowych zostanie zneutralizowany przez wzrost kosztów rzeczowych. W końcu prognozujemy, że saldo rezerw wzrośnie o 25% Q/Q do 47 mln PLN nie oczekujemy kolejnych uwolnień rezerw w segmencie korporacyjnym.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

Kredyt Bank**Trzymaj**

P/E 2011	9,9	P/BV 2011	1,24	Cena bieżąca	14,3 PLN
P/E 2012	11,1	P/BV 2012	1,12	Cena docelowa	13,1 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	I-IIIQ2011P	I-IIIQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	300	284	6%	884	831	6%	1 226	1 128	9%
NIM	2,62%	2,66%	-	2,60%	2,70%	-	2,74%	2,74%	-
Wynik prowizyjny	79	84	-6%	240	241	0%	331	330	0%
WNDB	374	415	-10%	1 153	1 181	-2%	1 620	1 588	2%
Koszty operacyjne	-264	-235	12%	-752	-687	10%	-993	-928	7%
Wynik operacyjny*	128	197	-35%	457	533	-14%	689	703	-2%
Saldo rezerw	-65	-122	-47%	-99	-361	-72%	-170	-472	-64%
Zysk brutto	64	76	-16%	361	175	107%	522	235	122%
Zysk netto	48	56	-13%	270	129	110%	392	186	111%

* przed kosztami rezerw

Najśłabsze wyniki w sektorze

Prognozujemy, że zysk netto spadnie o 45% Q/Q oraz 13% R/R do 48 mln PLN. Stoją za tym nie tylko słabe wyniki w przychodach podstawowych, ale również szereg zdarzeń o charakterze niepowtarzalnym. Wynik handlowy będzie obniżony o ok. 15 mln PLN z tytułu negatywnej rewaluacji udziałów w Dudzie, a koszty osobowe obciążone rezerwą na premie i bonusy motywacyjne (zakładamy 15 mln PLN).

W ramach przychodów podstawowych prognozujemy tylko płaski Q/Q wynik odsetkowy na poziomie 300 mln PLN oraz 3% spadku Q/Q wyniku prowizyjnego do 79 mln PLN. Chociaż prognozujemy wzrost kredytów i depozytów, odpowiednio po 9% i 2% Q/Q, uważamy, że marża odsetkowa będzie pod presją z powodu bardziej agresywnego pozyskiwania depozytów w drugiej połowie kwartału. Co do wyniku prowizyjnego, oczekujemy słabszego Q/Q wyniku z tytułu sprzedaży produktów inwestycyjnych oraz ubezpieczeniowych. Chociaż prognozujemy 8% spadek Q/Q kosztów rzeczowych (mniejsze wydatki marketingowe), w sumie oczekujemy 3% wzrostu Q/Q kosztów operacyjnych z powodu rosnących aż o 16% Q/Q kosztów osobowych (rezerwa na bonusy). W saldzie rezerw założyliśmy 65 mln PLN, +42% Q/Q, gdzie oczekujemy stabilnych Q/Q odpisów w segmencie korporacyjnym na poziomie 12 mln PLN oraz 45% wzrostu Q/Q do 53 mln PLN w segmencie detalicznym.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

Millennium**Trzymaj**

P/E 2011 11,6 P/BV 2011 1,24
P/E 2012 10,6 P/BV 2012 1,16

Cena bieżąca 4,49 PLN
Cena docelowa 4,80 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	I-III2011P	I-III2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	324	261	24%	898	735	22%	1 226	1 010	21%
Marża odsetkowa	2,64%	2,29%	-	2,47%	2,18%	-	2,51%	2,20%	-
Wynik prowizyjny	140	135	3%	434	419	4%	578	565	2%
WNDB	499	419	19%	1 421	1 244	14%	1 933	1 714	13%
Koszty operacyjne	-289	-274	6%	-844	-797	6%	-1 144	-1 083	6%
Wynik operacyjny*	204	144	41%	562	447	26%	765	633	21%
Saldo rezerw	-47	-51	-6%	-129	-181	-29%	-176	-225	-22%
Zysk brutto	156	93	68%	433	266	63%	589	408	44%
Zysk netto	123	76	62%	340	214	59%	468	326	44%

* przed kosztami rezerw

Silny CHF nie przełożył się jeszcze na zwiększony koszt ryzyka w segmencie kredytów hipotecznych

Prognozujemy, że zysk netto Millennium za 3Q 2011 wzrośnie o 7% Q/Q i 62% R/R do 123 mln PLN. Oczekujemy silnego 9% Q/Q wzrostu salda kredytów, co niemalże w całości jest konsekwencją osłabienia się PLN względem CHF o 21% Q/Q. Sądzymy, że depozyty również odnotują wysoką dynamikę wzrostu (3% Q/Q). Uważamy, że rosnący poziom 3M WIBORu oraz kontynuacja trendu re-pricingu aktywów pomogły dalszemu rozszerzaniu się marży odsetkowej do rekordowego w tym roku poziomu 2,6%, nawet pomimo osłabienia się PLN. Prognozujemy, że wynik odsetkowy wzrośnie o 8% Q/Q do 324 mln PLN. W przychodach pozaodsetkowych oczekujemy spadku wyniku prowizyjnego o 3% Q/Q do 140 mln PLN z powodu niższych Q/Q przychodów z ubezpieczeń oraz funduszy inwestycyjnych oraz marginalnego spadku Q/Q wyniku handlowego do 35 mln PLN. Prognozujemy, że koszty operacyjne banku wzrosną o 3% Q/Q i wyniosą 289 mln PLN głównie z powodu 4% Q/Q wzrostu kosztów rzeczowych, w szczególności te powiązane z wyższym kursem EUR PLN (wynajem oraz IT). W naszej opinii, pomimo tego, że kurs CHF PLN osiągał rekordowo wysokie poziomy w trakcie 3Q 2011, nie przełoży się to na znaczące pogorszenie się jakości portfela kredytów hipotecznych. Zakładamy, że koszt ryzyka ukształtuje się na takim samym poziomie jak w 2Q 2011 i wyniesie 47pb., co przełoży się na saldo rezerw w wysokości 47 mln PLN (+7% Q/Q).

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

Pekao**Akumuluj**

P/E 2011 13,1 P/BV 2011 1,75
P/E 2012 12,5 P/BV 2012 1,68

Cena bieżąca 141,9 PLN
Cena docelowa 160,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	I-IIIQ2011P	I-IIIQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	1 170	1 063	10%	3 382	3 141	8%	4 601	4 227	9%
NIM	3,55%	3,17%	-	3,38%	3,16%	-	3,43%	3,19%	-
Wynik prowizyjny	639	591	8%	1 880	1 751	7%	2 532	2 368	7%
WNDB	1 945	1 825	7%	5 650	5 336	6%	7 667	7 197	7%
Koszty operacyjne	-948	-918	3%	-2 774	-2 723	2%	-3 745	-3 649	3%
Wynik operacyjny*	1 017	932	9%	2 920	2 667	9%	3 976	3 563	12%
Saldo rezerw	-135	-134	1%	-404	-411	-2%	-555	-538	3%
Zysk brutto	902	820	10%	2 585	2 325	11%	3 505	3 102	13%
Zysk netto	729	660	10%	2 091	1 882	11%	2 835	2 525	12%

* przed kosztami rezerw

Oczy skierowane na akcję kredytową

Prognozujemy, że zysk netto wzrośnie o 2% Q/Q oraz 10% R/R i wyniesie 729 mln PLN. W naszej opinii, podobnie jak to miało miejsce przed kwartałem, analiza bilansu i wyników sprzedażowych może okazać się znacznie ciekawsza niż rachunku wyników. Wiceprezes banku odpowiedzialny za segment korporacyjny zapowiedział już w prasie przyrost kredytów Q/Q przewyższający dynamikę depozytów przedsiębiorstw. Ponadto nie możemy wykluczyć, że bank sprzedał więcej kredytów hipotecznych w 3Q 2011 niż kwartał wcześniej, nawet pomimo spadającego rynku Q/Q.

Prognozujemy, że wynik odsetkowy (łącznie ze swapami) poprawi się o 4% Q/Q do 1 170 mln PLN jako konsekwencja wzrostu salda kredytów o 5% Q/Q, depozytów o 1% Q/Q oraz poprawy marży odsetkowej o 13pb. Q/Q do 3,6%. Z drugiej strony, oczekujemy spadku Q/Q wyniku prowizyjnego do 639 mln PLN z powodu przychodów z funduszy inwestycyjnych. W końcu wynik handlowy może okazać się wsparciem dla dynamiki przychodów ogółem, ponieważ duża zmienność na rynkach finansowych (w tym na walutowych) z reguły wspiera transakcyjność klientów korporacyjnych. W kosztach operacyjnych zakładamy umiarkowany wzrost o 2% Q/Q, a w saldzie rezerw stabilny poziom 135 mln PLN (koszt ryzyka na poziomie 62pb.).

**Banki**

Analitik:
Iza Rokicka

PKO BP**Kupuj**

P/E 2011 11,3 P/BV 2011 1,94
P/E 2012 10,7 P/BV 2012 1,77

Cena bieżąca 35,1 PLN
Cena docelowa 41,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	I-IIIQ2011P	I-IIIQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	1 955	1 719	14%	5 529	4 785	16%	7 517	6 516	15%
NIM	4,32%	4,14%	-	4,18%	3,95%	-	4,24%	4,00%	-
Wynik prowizyjny	800	798	0%	2 341	2 325	1%	3 140	3 143	0%
WNDB	2 799	2 627	7%	8 035	7 406	8%	10 920	10 022	9%
Koszty operacyjne	-1 106	-1 057	5%	-3 229	-3 092	4%	-4 412	-4 249	4%
Wynik operacyjny*	1 728	1 633	6%	4 921	4 453	11%	6 660	5 948	12%
Saldo rezerw	-455	-559	-19%	-1 336	-1 442	-7%	-1 827	-1 868	-2%
Zysk brutto	1 273	1 074	19%	3 581	3 006	19%	4 832	4 079	18%
Zysk netto	1 020	847	20%	2 859	2 349	22%	3 870	3 217	20%

* przed kosztami rezerw

PKO BP nadal zyskuje na rosnących stopach procentowych

Prognozujemy, że kwartalny zysk netto PKO BP po raz pierwszy w historii przebijie poziom 1 mld PLN i wyniesie 1 020 mln PLN (+5% Q/Q oraz +20% R/R). Pomimo nadal utrzymującego się podwyższonego kosztu ryzyka, oczekujemy dalszego rozszerzenia się marży odsetkowej (na konto rosnących rynkowych stóp procentowych i procesowi re-pricingu aktywów) i w konsekwencji silnego wzrostu wyniku odsetkowego.

Oczekujemy, że silnie rosnący wynik odsetkowy (+5% Q/Q do 1 955 mln PLN) będzie nie tylko głównym czynnikiem wzrostu przychodów, ale i zysku netto. Prognozujemy, że wynik prowizyjny nieznacznie spadnie Q/Q do 800 mln PLN jako konsekwencji niższych przychodów z tytułu funduszy inwestycyjnych. Chociaż w naszej opinii wynik handlowy wzrośnie aż o 8% Q/Q, pozostaje nadal na bardzo niskim poziomie 45 mln PLN (słaby wynik z tytułu wymiany z powodu negatywnej rewaluacji rezerw walutowych). W kosztach operacyjnych prognozujemy umiarkowany wzrost o 3% Q/Q. Uważamy, że w 3Q 2011 wskaźnik koszty/dochodów utrzyma się na bardzo dobrym poziomie 39,0%. Uważamy, że koszt ryzyka utrzyma się na podwyższonym (konserwatywnym) poziomie 130pb., co oznacza że saldo rezerw wzrośnie o 3% Q/Q do 455 mln PLN.

Ubezpieczyciele



Ubezpieczyciele

Analitik:
Iza Rokicka

PZU

Trzymaj

P/E 2011 11,1
P/E 2012 10,1

P/BV 2011 1,96
P/BV 2012 1,80

Cena bieżąca 319,5 PLN
Cena docelowa 364,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana I-IIIQ2011P	I-IIIQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	
Składka przypisana brutto, w tym	3 710	3 553	4%	11 383	10 845	5%	15 236	14 544	5%
Ubezpieczenia majątkowe	2 043	1 935	6%	6 383	5 999	6%	8 361	8 032	4%
Ubezpieczenia na życie	1 666	1 618	3%	5 000	4 846	3%	6 876	6 513	6%
Odszkodowania i świadczenia netto	-2 707	-2 762	-2%	-7 725	-7 883	-2%	-10 753	-10 299	4%
Koszty	-782	-840	-7%	-2 368	-2 505	-5%	-3 452	-3 515	-2%
Wynik techniczny	293	-24	-	884	194	-	925	383	142%
Wynik na działalności lokacyjnej	161	925	-83%	1 240	2 187	-43%	2 291	2 782	-18%
Zysk brutto	375	878	-57%	2 272	2 322	-2%	3 077	3 029	2%
Zysk netto	304	704	-57%	1 856	1 877	-1%	2 493	2 439	2%

Zysk netto pod znaczą presją słabego wyniku na działalności lokacyjnej

Oczekujemy, że zysk netto spadnie o 57% R/R do 304 mln PLN w 3Q 2011. Jest to konsekwencja słabego wyniku na działalności lokacyjnej i negatywnej, a w szczególności wyceny portfela akcji.

W segmencie życiowym oczekujemy stabilnego wzrostu w przypisie składki w tempie 3% R/R do 1 666 mln PLN. Prognozujemy, że wskaźnik wypłat poprawi się R/R do 76,1% z 77,5% w 3Q 2010 i w głównej mierze jest efektem wysokiej bazy. W naszych szacunkach zakładamy, że rozwiązania rezerwy P sięgną 65 mln PLN względem 71 mln PLN rok wcześniej i 85 mln PLN w 2Q 2011. W kosztach oczekujemy stabilnego Q/Q wskaźnika kosztów akwizycji na poziomie 5,0% (względem 5,6% w 3Q 2010) oraz lekkiej poprawy we wskaźniku kosztów administracyjnych do 8,1% (z 8,2% w 3Q 2010 oraz 8,6% w 2Q 2011). Prognozujemy, że wynik techniczny wyniesie 180 mln PLN i wzrośnie o 23% R/R.

W segmencie majątkowym oczekujemy, że tempo wzrostu przypisu składki R/R spowolni względem tempa odnotowanego w 2Q 2011 z 8,5% do 5,6% i przypis składki wyniesie 2 043 mln PLN. W naszej opinii, osłabienie się PLN względem EUR nie będzie jeszcze widoczne w zwiększonych kosztach likwidacji szkód komunikacyjnych i w konsekwencji zakładamy płaski Q/Q wskaźnik szkodowości na poziomie 70,5%. W kosztach, oczekujemy znacznie poprawy R/R we wskaźniku kosztów administracyjnych do 7,0% z 11,4% rok wcześniej, ale pogorszenia we wskaźniku kosztów akwizycyjnych do 18,5% z 17,9% w 3Q 2010.

Prognozujemy, że skonsolidowany wynik na działalności lokacyjnej wyniesie 161 mln PLN i spadnie o 83% R/R oraz 73% Q/Q. Powodem tak słabego wyniku jest negatywna wycena portfela akcji (-426 mln PLN). Z drugiej strony, oczekujemy pozytywnego wyniku na wycenie obligacji oraz stabilnych przychodów odsetkowych (w sumie +627 mln PLN).

Usługi finansowe



Finanse

Analitik:
Iza Rokicka

Kruk

Kupuj

P/E 2011 11,1
P/E 2012 9,7

P/BV 2011 2,97
P/BV 2012 2,29

Cena bieżąca 41,71 PLN
Cena docelowa 53,00 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana I-IIIQ2011P	I-IIIQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody ogółem	66,6	-	-	190,5	-	264,3	164,3	61%
- zakupy wierzytelności	55,9	-	-	158,3	-	213,6	118,1	81%
- inkaso	10,0	-	-	30,1	-	44,6	44,1	1%
Marża pośrednia	32,2	-	-	103,0	-	127,5	74,7	71%
Marża pośrednia	48,3%	-	-	54,1%	-	48,2%	45,5%	-
Zysk operacyjny	21,8	-	-	70,5	-	82,6	42,6	94%
Zysk brutto	13,7	-	-	53,0	-	64,4	35,6	81%
Zysk netto	13,0	-	-	52,1	-	61,8	36,1	71%

Spadek zysku netto Q/Q spowodowany mniejszą skalą przychodów z aktualizacji portfeli wierzytelności

Prognozujemy, że zysk netto Kruka w 3Q 2011 wyniesie 13,0 mln PLN, -48% Q/Q. Powodem spadku wyniku względem 2Q 2011 jest znacznie mniejsza skala przychodów w zakupach wierzytelności pochodząca z aktualizacji (oczekiwane 4 mln PLN względem 15 mln PLN kwartał wcześniej).

Kruk informował, że w trakcie 3Q 2011 sfinalizował nabycie dwóch portfeli (od PKO BP na rynku polskim oraz od Santander na rynku czeskim i słowackim). Zakładamy, że Kruk wydał na te inwestycje 88 mln PLN (po uwzględnieniu dyskont przy zakupie portfela od Santander), -64% Q/Q. Jednocześnie zakładamy, że spłaty z portfeli sięgnęły 96 mln PLN, +24% Q/Q. W konsekwencji spodziewamy się 55,9 mln PLN w przychodach z tytułu zakupów wierzytelności (w tym 4,0 mln PLN z aktualizacji). W segmencie inkasa prognozujemy marginalny spadek przychodów o 3% Q/Q do 10,0 mln PLN. W naszej opinii Kruk nie będzie w stanie utrzymać poziomu marży pośredniej wygenerowanej w 2Q 2011 i ta spadnie z 60,8% do 48,3% w wyniku obniżenia się rentowności segmentu zakupy wierzytelności. Prognozujemy, że nominalnie marża pośrednia spadnie o 25% Q/Q do 32,2 mln PLN. Chociaż uważamy, że koszty ogólnego zarządu zmniejszą się o 16% Q/Q do 10,0 mln PLN, spółka odnotuje 29% spadek wyniku operacyjnego do 21,8 mln PLN. Dalej w wyniku na działalności finansowej prognozujemy wzrost kosztu netto do 8,1 mln PLN (+48% Q/Q) w konsekwencji większego zapotrzebowania na finansowanie dłużne (+ 43% Q/Q).

Paliwa, chemia



Chemia

Analityk:
Kamil Kliszczyk

Ciech

P/E 2011 57,4
P/E 2012 7,0

EV/EBITDA 2011 4,3
EV/EBITDA 2012 4,7

Kupuj

Cena bieżąca 13,98 PLN
Cena docelowa 27,70 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	947,5	984,2	-3,7%	3 084,6	2 934,3	5,1%	4 089,4	3 960,3	3,3%
EBITDA	69,4	73,4	-5,5%	247,8	274,1	-9,6%	359,7	382,0	-5,8%
marża	7,3%	7,5%	-	8,0%	9,3%	-	8,8%	9,6%	-
EBIT	11,6	13,3	-12,9%	80,9	95,2	-15,0%	141,2	144,2	-2,1%
Zysk brutto	-8,0	-34,6	-	1,3	-52,2	-	51,4	52,7	-2,5%
Zysk netto	-6,5	-28,9	-	-4,6	-62,6	-	12,4	20,5	-39,5%

EBIT nadal pod presją organiki

W 3Q'2011 skonsolidowany wynik operacyjny Ciechu powinien sięgnąć około 11,6 mln PLN vs. 9,9 mln PLN kwartał wcześniej (oczyszczone o saldo na pozostałej działalności operacyjnej), mimo że sezonowo zabraknie w tym okresie wysoko marżowej sprzedaży środków ochrony roślin. Osłabi to oczywiście wyniki segmentu organicznego w ujęciu q/q (-20 mln PLN vs. -10 mln PLN). W naszych szacunkach zakładamy, że słabsze marże na TDI zostaną zrekomensowane dalszą poprawą rentowności w obszarze żywic. Przypominamy również, że w 2Q Spółka nie realizowała w pełni korzystniejszych marż na TDI ze względu na remonty i brak pełnych dostaw nitroz z ZAT. W segmencie sodowym oczekujemy około 28 mln PLN zysku operacyjnego, co oznacza spadek q/q o 1 mln PLN, ale tylko w wymiarze nominalnym gdyż w poprzednim okresie wyniki zostały wzmocnione przez przychody ze sprzedaży kawern. Segment agro po wyłączeniu wyniku sprzedanych Fosforów i uwzględnieniu sezonowości powinien wypracować około 7 mln PLN EBIT. Poprawy q/q spodziewamy się natomiast w obszarze krzemianowym (3,5 mln PLN vs. 2,3 mln PLN na poziomie EBIT). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy ujemnego salda w kwocie -19 mln PLN, na które obok kosztów odsetkowych złożą się ujemne różnice kursowe, w tym straty na przeszacowaniu części kredytu skonwertowanego na EUR w nowej umowie kredytowej po kursie około 4,3 (na koniec kwartału 4,4). Ostatecznie więc Spółka zanotuje stratę netto.



Rafineryjny

Analityk:
Kamil Kliszczyk

Lotos

P/E 2011 4,3
P/E 2012 8,7

EV/EBITDA 2011 6,1
EV/EBITDA 2012 6,5

Trzymaj

Cena bieżąca 27,35 PLN
Cena docelowa 27,40 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	7 450,3	5 282,8	41,0%	20 746,9	13 941,5	48,8%	27 650,3	19 680,5	40,5%
EBITDA	311,1	516,2	-39,7%	1 409,6	1 030,0	36,8%	1 606,5	1 451,3	10,7%
marża	4,2%	9,8%	-	6,8%	7,4%	-	5,8%	7,4%	-
EBIT	244,2	332,2	-26,5%	977,9	756,6	29,3%	1 008,3	1 061,4	-5,0%
Zysk brutto	-431,4	1 298,6	-	621,3	476,9	30,3%	1 015,9	722,0	40,7%
Zysk netto	-349,4	1 050,9	-	539,2	427,8	26,0%	827,9	679,2	21,9%

EBIT wzmocniony efektem LIFO kontra straty na działalności finansowej

W 3Q'2011 otoczenie rafineryjne nie poprawiło się istotnie (wzrosły marże, ale spadł dyferencjał) stąd może zabraknąć wsparcia dla zysku segmentu, tym bardziej że gorzej niż zwykle prezentował się crack na asfaltach. Szacujemy jednak, że EBIT LIFO segmentu rafineryjnego wyniesie 105 mln PLN vs. 35 mln PLN w 2Q'2011 (poprawa to efekt sezonowy) i 362 mln PLN w 3Q'2010. Dodatkowo wzmocniony zostanie oczekiwany zyskiem na przeszacowaniu zapasów w kwocie 97 mln PLN (średnie ceny ropy w PLN wzrosły) i na poziomie raportowanym sięgnie 203 mln PLN (w wynikach segmentu uwzględniamy część ujemnych różnic kursowych na zakupach ropy, gdyż przy tak dużej zmienności USD/PLN nie wszystkie mogą być zaklasyfikowane do działalności finansowej). Dobrych rezultatów spodziewamy się w segmencie wydobywczym (52 mln PLN), ale będą one porównywalne do wyników z 2Q oczyszczonych o wyłączenia konsolidacyjne. Słabo z kolei wypadnie prawdopodobnie segment detaliczny (EBIT -12 mln PLN), gdzie wojna cenowa niszczyła marże od połowy sierpnia. Ostatecznie skonsolidowany zysk operacyjny wyniesie 244 mln PLN vs. 332 mln PLN rok wcześniej (po czyszczeniu o efekt LIFO byłoby to odpowiednio 146 mln PLN vs. 413 mln PLN). Wynik na działalności finansowej będzie mocno ujemny z uwagi na różnice kursowe na kredytach (-413 mln PLN) i zobowiązaniach za ropę (-118 mln PLN) oraz straty na hedgingu walutowym (-80 mln PLN) i na stopę procentową (-24 mln PLN). Na poziomie netto Spółka zanotuje więc stratę rzędu -349 mln PLN.

**Rafineryjny**

Analityk:
Kamil Kliszczyk

PGNiG**Trzymaj**

P/E 2011 15,5 EV/EBITDA 2011 8,7
P/E 2012 9,9 EV/EBITDA 2012 4,8

Cena bieżąca 3,86 PLN
Cena docelowa 4,29 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	4 201,2	3 881,7	8,2%	15 724,5	14 643,6	7,4%	22 845,8	21 281,2	7,4%
EBITDA	607,0	706,1	-14,0%	2 456,7	2 653,0	-7,4%	3 121,6	4 411,4	-29,2%
marża	14,4%	18,2%	-	15,6%	18,1%	-	13,7%	20,7%	-
EBIT	220,5	340,3	-35,2%	1 293,3	1 542,0	-16,1%	1 579,1	2 886,7	-45,3%
Zysk brutto	85,5	368,1	-76,8%	1 325,1	1 584,8	-16,4%	1 722,0	2 936,1	-41,3%
Zysk netto	68,6	344,1	-80,1%	1 072,0	1 335,9	-19,8%	1 428,8	2 453,7	-41,8%

Gorszy wynik obrotu i dystrybucji r/r

Według naszych szacunków wyniki PGNiG będą istotnie słabsze w ujęciu r/r, głównie z uwagi na słabsze rezultaty w segmentach obrotu i dystrybucji. W pierwszym przypadku (EBIT -53 mln PLN vs. +83 mln PLN przed rokiem) będzie to oczywiście związane z wyższym ujemnym spreadem na gazie z importu (-314 PLN/tys. m³ vs. -141 PLN/tys. m³), który częściowo zneutralizują wynik na hedgingu (oczekiwane 100 mln PLN) oraz odwrócenie odpisów na należności od Polic (71 mln PLN). W segmencie dystrybucyjnym osłabienie EBIT r/r nie będzie już tak znaczące (-22 mln PLN vs. -2 mln PLN), a wpływ niższego wolumenu częściowo ograniczy nowa wyższa o 1,7% taryfa sieciowa. Głównym wsparciem dla skonsolidowanego zysku operacyjnego powinien być obszar wydobywczy, gdzie oczekujemy poprawy wolumenów q/q po zakończeniu standardowego przestoju w kopalni Dębno (nadal r/r będzie on jednak niższy z uwagi na sygnalizowane problemy z odbiorem gazu przez jednego z klientów). Wyższe średnie ceny ropy w PLN i podwyżka taryfy, przy odpisach na nieudane odwierty w kwocie 50 mln PLN pozwolą na wypracowanie EBIT na poziomie 294 mln PLN vs. 246 mln PLN w 3Q'2010. Na poziomie działalności finansowej obok tradycyjnych pozycji spodziewamy się zaksięgowania około 100 mln PLN straty na przeszacowaniu kredytu dolarowego w spółce norweskiej (osłabienie NOK do USD) i dlatego ostatecznie zysk netto sięgnie tylko 68 mln PLN.

**Rafineryjny**

Analityk:
Kamil Kliszczyk

PKN Orlen**Akumuluj**

P/E 2011 7,4 EV/EBITDA 2011 4,4
P/E 2012 10,0 EV/EBITDA 2012 5,3

Cena bieżąca 38,4 PLN
Cena docelowa 41,6 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	28 242,6	22 105,7	27,8%	76 557,7	60 615,8	26,3%	104 394,5	83 547,4	25,0%
EBITDA	1 448,2	1 402,6	3,3%	4 927,6	4 202,5	17,3%	5 483,2	5 545,7	-1,1%
marża	5,1%	6,3%	-	6,4%	6,9%	-	5,3%	6,6%	-
EBIT	852,2	788,6	8,1%	3 200,6	2 375,5	34,7%	2 939,2	3 123,0	-5,9%
Zysk brutto	-171,4	1 463,5	-	2 322,9	2 372,4	-2,1%	2 854,9	3 070,5	-7,0%
Zysk netto	-143,8	1 242,5	-	1 859,3	1 830,4	1,6%	2 212,4	2 371,7	-6,7%

Nadal słabe makro w rafinerii, pogorszenie w petrochemii

W 3Q'2011 z uwagi na utrzymujące się słabe otoczenie makro w sektorze rafineryjnym (szczególnie spadek dyferencjału Ural/Brent), negatywny wpływ kończących się przestojów remontowych w Płocku oraz obserwowany w poprzednich kwartałach spadek premii łądowej (będzie to szczególnie widoczne w 3Q z uwagi na sezonowy wzrost wolumenów) nie spodziewamy się poprawy EBIT LIFO w tym obszarze q/q (80 mln PLN vs. oczyszczone o one-offy 92 mln PLN w 2Q'2011). Wsparciem dla segmentu będzie natomiast dodatni efekt przeszacowania zapasów w kwocie około 313 mln PLN. Słabszych rezultatów w ujęciu q/q oczekujemy również po segmencie petrochemicznym (efekt spadku marż benchmarkowych, tradycyjnego obniżenia wolumenów w nawozach, wrześniowej awarii instalacji amoniaku w Anwilu, przestojów remontowych w Unipetrolu i braku czynników jednorazowych, które wzmocniły zyski 2Q o 50 mln PLN). Zysk operacyjny segmentu prognozujemy na poziomie 380 mln PLN vs. 521 mln PLN w 2Q'2011 i 142 mln PLN w 3Q'2010. Spadek q/q mógłby być większy gdyby nie zakładana kontrybucja z nowej instalacji PX/PTA. W obszarze detalicznym z uwagi na wojnę cenową zakładamy mocny spadek marż na stacjach, co spowoduje obniżenie zysków w ujęciu r/r z 309 mln PLN na 228 mln PLN. Po uwzględnieniu kosztów ogólnego zarządu na poziomie 150 mln PLN, EBIT Grupy powinien sięgnąć 852 mln PLN (538 mln PLN wg LIFO vs. 736 mln PLN rok wcześniej). Na poziomie działalności finansowej saldo będzie mocno ujemne (-1 mld PLN), na co złożą się przede wszystkim różnice kursowe na długu w EUR (-468 mln PLN) oraz na zobowiązaniach za ropę (-480 mln PLN).

**Chemia**

Analityk:
Kamil Kliszczyk

Police**Redukuj**

P/E 2011 14,6 EV/EBITDA 2011 8,0
P/E 2012 22,0 EV/EBITDA 2012 9,6

Cena bieżąca 10,58 PLN
Cena docelowa 9,70 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	737,3	526,8	40,0%	2 027,0	1 449,1	39,9%	2 566,7	2 022,6	26,9%
EBITDA	89,0	29,9	197,7%	253,2	37,1	-	98,3	79,8	23,2%
marża	12,1%	5,7%	-	12,5%	2,6%	-	3,8%	3,9%	-2,9%
EBIT	69,6	11,6	-	195,4	-19,3	-	24,7	5,4	-
Zysk brutto	66,0	3,5	-	184,8	-20,7	-	14,2	5,2	174,8%
Zysk netto	66,0	1,5	-	181,5	-20,6	-	14,2	27,4	-48,1%

Dobre wyniki mimo sezonowości, poprawa marży w eksporcie

W 3Q'2011 benchmarkowe marże na DAP kształtowały się na podobnym poziomie jak w 2Q, natomiast obserwowaliśmy wyraźną poprawę (również dzięki osłabieniu złotego) w kategorii nawozów NPK (+30%). W tym kontekście mimo sezonowo niższych wolumenów na rynku krajowym (w kraju wzrost cen był też mniej zauważalny i sięgał 3-4% na nawozach wieloskładnikowych), oczekujemy wzrostu przychodów q/q. Bardziej rentowna sprzedaż eksportowa, wyższe ceny na moczniku (w pełni neutralizujące wzrost taryfy gazowej) oraz wznowienie produkcji na drugiej linii amoniaku powinny naszym zdaniem zapewnić znaczną poprawę skonsolidowanego EBIT w relacji do poprzedniego kwartału. Sprzyjały temu również rekordowo wysokie ceny bieli tytanowej, dzięki którym zysk operacyjny tego segmentu powinien przekroczyć 25 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej nie oczekujemy istotnych zmian q/q, co przy zakładanym pełnym wykorzystaniu tarczy podatkowej pozwoli na wypracowanie około 66 mln PLN zysku netto.

**Chemia**

Analityk:
Kamil Kliszczyk

ZA Puławy**Trzymaj**

P/E11/12 12,8 EV/EBITDA11/12 5,8
P/E12/13 10,8 EV/EBITDA12/13 5,1

Cena bieżąca 88,8 PLN
Cena docelowa 89,2 PLN

(mln PLN)	IQ11/12P	IQ10/11	zmiana	2011/12P	2010/11	zmiana	2012/13P	2011/12P	zmiana
Przychody	784,5	452,2	73,5%	3 440,5	2 882,3	19,4%	3 282,5	3 440,5	-4,6%
EBITDA	123,5	-30,4	-	332,5	430,8	-22,8%	343,1	332,5	3,2%
marża	15,7%	-6,7%	-	9,7%	14,9%	-	10,5%	9,7%	-
EBIT	104,6	-49,9	-	220,5	344,9	-36,1%	221,5	220,5	0,4%
Zysk brutto	111,6	-46,8	-	218,9	364,3	-39,9%	216,6	218,9	-1,0%
Zysk netto	90,4	-38,4	-	177,3	296,6	-40,2%	180,4	177,3	1,8%

Dobry kwartał dzięki rosnącej rentowności eksportu, mimo remontów

W pierwszym kwartale roku obrotowego 2011/12 spodziewamy się w ZAP dobrych wyników (104,6 mln PLN EBIT vs. 135 mln PLN w 4Q'2010/11), mimo tradycyjnego sezonowego osłabienia wolumenów w obszarze nawozów oraz przestoju remontowego instalacji kaprolaktamu. W naszej opinii Spółka wykorzystywała otoczenie słabego złotego i zwiększyła sprzedaż eksportową saletry i RSM-u (instalacja mocznika miała 6-tygodniowy postój), co rekompensowało niższy w tym okresie popyt krajowy. Lepsze wyniki w segmencie agro powinny równoważyć gorszy w ujęciu q/q rezultat obszaru chemia, gdzie z jednej strony obserwowaliśmy presję na marżę na melaminie a z drugiej spadek wolumenu sprzedaży kaprolaktamu (wspomniany wcześniej remont). W naszych szacunkach nie uwzględniamy żadnych przychodów z tytułu sprzedaży jednostek redukcji emisji NOx. Na poziomie działalności finansowej nie oczekujemy istotnych zmian q/q, tak więc zysk netto powinien sięgnąć 90 mln PLN i nie będzie już obciążony kosztami działalności zaniechanej, tak jak to miało miejsce w poprzednim okresie (10 mln PLN straty na zamkniętej starej instalacji tlenowni).

Energetyka



Energetyka

Analitik:
Kamil Kliszc

CEZ

P/E 2011 9,0
P/E 2012 8,6

EV/EBITDA 2011 5,7
EV/EBITDA 2012 5,4

Trzymaj

Cena bieżąca 126,6 PLN
Cena docelowa 134,7 PLN

(mln CZK)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	46 251,3	45 705,0	1,2%	149 805,3	144 388,0	3,8%	199 551,1	198 848,0	0,4%
EBITDA	17 958,6	19 987,0	-10,1%	61 873,6	67 152,0	-7,9%	86 543,1	89 089,0	-2,9%
marża	38,8%	43,7%	-	41,3%	46,5%	-	43,4%	44,8%	-
EBIT	11 793,6	14 265,0	-17,3%	43 497,6	49 995,0	-13,0%	60 811,8	65 057,0	-6,5%
Zysk brutto	7 768,3	14 009,0	-44,5%	37 306,3	48 739,0	-23,5%	54 727,8	58 949,0	-7,2%
Zysk netto	6 292,3	11 449,0	-45,0%	30 290,3	40 090,0	-24,4%	43 643,4	47 232,0	-7,6%

Niższa produkcja jądrowa, duże straty na opcji MOL

Po słabym 2Q, dwucyfrowa ujemna dynamika na poziomie EBITDA będzie w naszej opinii utrzymana w 3Q głównie za sprawą słabszych rezultatów w segmencie wytwarzania, gdzie obok widocznych w poprzednich okresach niższych cen energii dodatkowym obciążeniem będzie spadek produkcji w elektrowniach jądrowych (-7% r/r) z uwagi na nieplanowany remont. Spółka musiała więc brakujący wolumen uzupełnić zakupami z rynku bądź droższą produkcją z elektrowni węglowych. Szacujemy, że obniży to rezultat q/q o około 500 mln CZK, a dodatkowo i ostatecznie segment zanotuje EBIT w kwocie 8,5 mld CZK (przypominamy, że w 2Q wynik segmentu był zawyżony przez międzysegmentową sprzedaż CO2 z elektrowni w Warnie). Segment dystrybucji z kolei powinien zanotować poprawę wyniku q/q (1,9 mld CZK vs. 1,5 mld CZK) ze względu na mniejsze obciążenie kosztami (około 500 mln CZK) zakupu energii słonecznej (wg danych czeskiego operatora w lipcu i sierpniu produkcja z tego źródła była niższa niż średnia miesięczna dla 2Q). Nieco lepszy wynik wypracować powinien także obszar wydobywczy, dzięki spodziewanym wyższym wolumenom (0,7 mld CZK vs. 0,6 mld CZK). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy bardzo wysokiego ujemnego salda (-4 mld CZK), na które obok salda odsetek złożą się podatek od CO2 (0,9 mld CZK) oraz straty na wycenie opcji na akcje MOL-a (-2 mld CZK). Ostatecznie więc ujemna dynamika na zysku netto sięgnie w ujęciu r/r aż -45%.



Energetyka

Analitik:
Kamil Kliszc

Enea

P/E 2011 10,9
P/E 2012 9,2

EV/EBITDA 2011 3,5
EV/EBITDA 2012 3,1

Kupuj

Cena bieżąca 18,58 PLN
Cena docelowa 21,24 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	2 270,8	1 909,9	18,9%	7 016,4	5 827,8	20,4%	9 636,7	7 836,9	23,0%
EBITDA	376,0	383,0	-1,9%	1 141,1	1 101,0	3,6%	1 527,1	1 364,6	11,9%
marża	16,6%	20,1%	-	16,3%	18,9%	-	15,8%	17,4%	-
EBIT	200,7	217,2	-7,6%	639,0	610,7	4,6%	893,7	712,0	25,5%
Zysk brutto	229,7	235,8	-2,6%	752,0	693,4	8,5%	926,5	813,2	13,9%
Zysk netto	186,0	183,4	1,4%	600,0	547,4	9,6%	750,5	639,3	17,4%

Nieznaczny spadek EBIT r/r

W 3Q Enea będzie już w pełni konsolidować EC Białystok (przejęcie większościowych udziałów w czerwcu), co ze względu na sezonowość działalności ciepłowniczej będzie oznaczać pogorszenie wyników segmentu wytwórczego q/q (stratę operacyjną ECB szacujemy na około -5 mln PLN). EBIT segmentu prognozujemy na poziomie 93 mln PLN. W segmencie dystrybucyjnym zakładamy niewielką tylko poprawę r/r (97 mln PLN vs. 89 mln PLN w 3Q'2010), głównie z uwagi na nieco słabsze wolumeny i negatywne zaskoczenie po stronie kosztowej w 2Q'2011. Największą niewiadomą pozostaje segment obrotu, gdzie w 2Q Spółka raportowała koszty „niezbilansowania zakupu energii ze sprzedażą” w kwocie 32 mln PLN. Zakładamy, że 3Q podobny efekt nie będzie miał już miejsca i dlatego zakładamy zysk operacyjny w obszarze handlowym na poziomie 42,5 mln PLN, czyli zbliżonym do ubiegłorocznego (49 mln PLN). Ostatecznie skonsolidowany EBIT powinien sięgnąć 200 mln PLN, aczkolwiek zwracamy uwagę że istotny wpływ na jego wysokość może mieć rozliczenie akwizycji EC Białystok, którego nie uwzględniamy w naszych prognozach. Na poziomie działalności finansowej nie oczekujemy istotnych odchyleń q/q.

**Energetyka**

Analityk:
Kamil Kliszczyk

PGE

P/E 2011 9,2
P/E 2012 8,1

EV/EBITDA 2011 4,4
EV/EBITDA 2012 3,9

Kupuj

Cena bieżąca 19,80 PLN
Cena docelowa 27,09 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	6 726,5	4 873,6	38,0%	20 641,8	14 984,5	37,8%	28 465,1	20 476,5	39,0%
EBITDA	1 673,1	1 465,8	14,1%	5 662,1	5 060,0	11,9%	7 706,2	6 840,5	12,7%
marża	24,9%	30,1%	-	27,4%	33,8%	-	27,1%	33,4%	-
EBIT	1 023,8	792,9	29,1%	3 687,3	3 073,7	20,0%	5 002,6	4 185,3	19,5%
Zysk brutto	856,6	967,9	-11,5%	3 630,6	3 245,5	11,9%	5 046,0	4 276,3	18,0%
Zysk netto	673,9	747,2	-9,8%	2 894,2	2 246,6	28,8%	4 009,7	3 014,1	33,0%

Dobry wynik na EBIT zneutralizowany przez różnice kursowe

W 3Q na poziomie operacyjnym oczekujemy kontynuacji pozytywnych tendencji z pierwszego półrocza, które w połączeniu z zaniżoną bazą 3Q'2010 (zmniejszona utylizacja elektrowni Turów z uwagi na zniszczenia powodziowe) pozwoli na wygenerowanie prawie 30% dynamiki EBIT. Głównym wsparciem dla wyników będzie segment wytwarzania, gdzie wyższe efektywne ceny w połączeniu z wyższym wolumenem sprzedaży, zwiększonymi przychodami z rynku bilansującego (praca nowego bloku w Bełchatowie) i rozwodnieniem kosztów stałych w kopalni (dostawy do nowego bloku) pozwolą na wypracowanie 750 mln PLN zysku operacyjnego (w tym 150 mln PLN rekompensat KDT) vs. 522 mln PLN rok wcześniej (w tym 109 mln PLN rekompensat KDT). Dobrego wyniku oczekujemy również w obszarze dystrybucji (172 mln PLN vs. 135 mln PLN rok wcześniej) i zwracamy uwagę, że słabszy rezultat tego segmentu w 2Q był spowodowany rezerwami na program dobrowolnych odejść. Gorsze wyniki w segmencie detalicznym powinny być skompensowane dobrymi rezultatami w hurcie i OZE. Wysoka dynamika na poziomie EBIT zostanie ostatecznie skonsumowana przez ujemne saldo na działalności finansowej (-167 mln PLN vs. +94 mln PLN rok wcześniej) wynikające z różnic kursowych na kredytach walutowych (-135 mln PLN), brak konsolidowanych zysków z Polkomtela (udziały klasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży), zaniżoną bazę podatkową (efektywna stopa 7% w 3Q'2010).

**Energetyka**

Analityk:
Kamil Kliszczyk

Tauron

P/E 2011 7,6
P/E 2012 6,9

EV/EBITDA 2011 3,2
EV/EBITDA 2012 2,9

Kupuj

Cena bieżąca 5,37 PLN
Cena docelowa 9,09 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	4 938,4	3 690,6	33,8%	15 269,5	10 950,9	39,4%	20 314,1	15 428,9	31,7%
EBITDA	721,8	686,0	5,2%	2 357,7	2 157,3	9,3%	3 083,5	2 758,0	11,8%
marża	14,6%	18,6%	-	15,4%	19,7%	-	15,2%	17,9%	-
EBIT	379,1	345,2	9,8%	1 317,2	1 127,9	16,8%	1 673,6	1 399,3	19,6%
Zysk brutto	380,4	324,1	17,4%	1 295,2	1 045,6	23,9%	1 569,8	1 257,3	24,9%
Zysk netto	304,6	219,8	38,5%	1 008,6	701,6	43,8%	1 242,1	858,7	44,7%

Nasza roczna prognoza niezagrożona

W 3Q Tauron powinien zanotować około 10% dynamikę zysku operacyjnego w ujęciu r/r, a głównym kontrybutorem tej poprawy będzie segment dystrybucyjny (+15 mln PLN r/r do poziomu 153 mln PLN) oraz segment wydobywczy (+12 mln PLN w ujęciu r/r). W obszarze wytwórczym oczekujemy utrzymania wyników sprzed roku (162 mln PLN) przy nieco niższych rekompensatach KDT (110 mln PLN vs. 129 mln PLN). Dobre warunki hydrologiczne oraz zmiany zasad księgowania części przychodów z zielonych certyfikatów powinny pozwolić na poprawę EBIT w segmencie energii odnawialnej (31 mln PLN vs. 23 mln PLN). Z kolei w obszarze hurtowym zakładamy utrzymanie rentowności z 2Q'2011 (EBIT 45 mln PLN) mimo presji na marże detaliczne, która powinna być rekompensowana dobrymi wynikami na tradingu oraz sprzedaży eksportowej. Na poziomie działalności finansowej zakładamy neutralne saldo, stąd po uwzględnieniu niższych wyłączeń dla udziałowców mniejszościowych dynamika zysku netto przekroczy 38%. Poziom wykonania naszej rocznej prognozy po trzech kwartałach będzie wynosił 76,5% na poziomie EBITDA i 81% na poziomie netto.

Telekomunikacja



Telekomunikacja

Analitik:
Michał Marczak

Netia

P/E 2011 19,4
P/E 2012 15,3

EV/EBITDA 2011 4,5
EV/EBITDA 2012 4,1

Trzymaj

Cena bieżąca 5,45 PLN
Cena docelowa 5,40 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	399,7	394,5	1,3%	1 197,1	1 175,1	1,9%	1 614,0	1 575,9	2,4%
EBITDA	93,2	89,8	3,8%	283,2	278,6	1,7%	381,4	368,8	3,4%
marża	23,3%	22,8%	-	23,7%	23,7%	-	23,6%	23,4%	-
EBIT	17,3	14,4	20,5%	56,3	54,4	3,4%	104,1	70,1	48,4%
Zysk brutto	21,3	14,4	48,6%	67,2	54,6	23,0%	121,5	73,6	65,1%
Zysk netto	17,3	12,4	39,2%	7,1	42,3	-83,1%	109,3	61,2	78,6%

Bez zmian

Ostatnie kwartały raczej rozczarowywały w przypadku Netii, głównie za sprawą słabszych danych dotyczących bazy abonenckiej, jak również poziomu przychodów. W 3Q oczekujemy, że skonsolidowane przychody spółki wzrosną w ujęciu r/r o 1,3%, na co złoży się przede wszystkim wzrost przychodów z transmisji danych (+9% r/r) oraz 2% wzrost przychodów z interkonektu. W przypadku usług głosowych oczekujemy obniżenia się przychodów o 1% r/r, przy czym nadal będzie postępowała zmiana struktury wpływów (spadek przychodów z ruchu -13,88% r/r, wzrost przychodów z abonamentu +5,7%). Nadal silny spadek będzie notował segment preselekcji (-42% r/r) oraz hurtu (-9%, bez przychodów z P4). Nadal silną stroną spółki powinna być kontrola kosztów i pozytywny wpływ migracji klientów na LLU. W 3Q oczekujemy również niższych wydatków reklamowych (spółka szykuje kampanie reklamową na szczyt sezonu, tj. okres przedświąteczny). W prognozie nie przewidujemy istotnych zdarzeń jednorazowych.



Telekomunikacja

Analitik:
Michał Marczak

TPSA

P/E 2011 17,8
P/E 2012 16,4

EV/EBITDA 2011 4,8
EV/EBITDA 2012 4,7

Trzymaj

Cena bieżąca 17,15 PLN
Cena docelowa 16,10 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	3 724,0	3 898,0	-4,5%	11 243,0	11 758,0	-4,4%	15 483,4	15 616,2	-0,9%
EBITDA	1 339,0	438,0	-	4 824,0	3 325,0	45,1%	5 787,3	4 734,0	22,3%
marża	36,0%	11,2%	-	42,9%	28,3%	-	37,4%	30,3%	-
EBIT	359,0	-503,0	-	1 877,0	478,0	-	2 059,9	947,0	117,5%
Zysk brutto	239,0	-631,0	-	1 537,0	137,0	-	1 587,0	495,2	-
Zysk netto	193,6	-720,0	-	1 376,6	-111,0	-	1 283,5	166,4	-

Bez Emitela

Na poziomie operacyjnym oczekujemy dalszej erozji wyników. W 3Q TPSA musi wreszcie pokazać satysfakcjonujący inwestorów wzrost bazy abonenckiej w obszarze szybkiego dostępu do internetu. Prezes zapowiadał, że wprowadzone obniżki cen pod koniec ub.r. zaczną wpływać na poziom sprzedaży dopiero w połowie 2011. Jeżeli teraz TP rozczaruje (min. + 15 tys.), to nie widzimy w perspektywie najbliższych kwartałów czynnika, który mógłby zmienić negatywne nastawienie analityków do segmentu. Przychody telefonii stacjonarnej obniżą się 10,5% r/r, z czego przychody z ruchu telekomunikacyjnego o 15%. Głównym powodem jest tu nadal kurcząca się baza abonencka (-150 tys. q/q) i obniżenie ARPU. Lepiej powinien prezentować się wynik Centertela, gdzie oczekujemy wzrostu liczby użytkowników o 80 tys. przy jednoczesnym utrzymaniu ARPU na poziomie 41 PLN miesięcznie. Z danych GUS wynikało, że w ostatnich miesiącach rosły ceny usług telekomunikacyjnych, co wiązało się z zakończeniem wczesniej wprowadzanych promocji. Powinno to przekładać się właśnie na utrzymanie wysokiego ARPU m.in. w telefonii komórkowej. W przypadku transmisji danych oczekujemy spadku przychodów o 4,3% w ujęciu r/r, ale 0,5% wzrost w ujęciu q/q. W wynikach kwartalnych należy również pamiętać, że to pierwszy kwartał w którym TP nie będzie konsolidować Emitela, sprzedanego w 2Q. W poprzednich kwartałach Emitel dodawał ok. 64 mln PLN przychodów i 44 mln PLN EBITDA.

Media



Media

Analitik:
Piotr Grzybowski

Agora

P/E 2011 12,4 EV/EBITDA 2011 3,7
P/E 2012 14,0 EV/EBITDA 2012 3,6

Kupuj

Cena bieżąca 13,99 PLN
Cena docelowa 19,00 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	283,7	246,6	15,0%	898,8	776,0	15,8%	1 237,4	1 116,7	10,8%
EBITDA	34,9	34,5	1,1%	119,4	114,5	4,3%	164,7	167,3	-1,5%
marża	12,3%	14,0%	-	13,3%	14,8%	-	13,3%	15,0%	-
EBIT	9,7	13,8	-29,9%	46,3	54,6	-15,2%	76,9	84,9	-9,4%
Zysk brutto	10,3	14,5	-29,1%	46,7	58,8	-20,6%	72,6	87,9	-17,4%
Zysk netto	8,3	12,0	-31,0%	36,1	53,9	-33,1%	57,3	71,9	-20,4%

Nadal trudna sytuacja w prasie

Wyniki trzeciego kwartału przebiegać będą według utartego już scenariusza: poprawiające wyniki segmenty radia, internetu, outdooru będą próbowały rekompensować słabe rezultaty w prasie. Spodziewamy się, że trzeci kwartał był najsłabszym w tym roku okresem w tym ostatnim segmencie, a dynamika jego przychodów reklamowych sięgnęła -15,2%. Spadek wpływów reklamowych został odnotowany też w segmencie czasopism (-4%). Pozostałe segmenty cechowały się pozytywną dynamiką (Outdoor +4,0%, Internet +21,2%, radio +14,0%, przy czym w przypadku tego ostatniego pozytywny wpływ na sprzedaż reklamy będzie miało przesunięcie festiwalu w Bydgoszczy). Na skonsolidowanym poziomie wpływy reklamowe Agory spadną o 0,1%. Ponadto szacujemy, że wpływy ze sprzedaży biletów w Heliosie sięgną 33,4 mln PLN.

Na poziomie kosztów oczekujemy wzrostu kosztów reprezentacji i reklamy o 9,7% do poziomu 31,8 mln PLN. Koszty materiałów i energii wzrosną o 41,9% do 62,7 mln PLN. W rezultacie wynik operacyjny wyniesie 9,7 mln PLN. Pozwoli to na osiągnięcie 8,3 mln PLN zysku netto.



Media

Analitik:
Piotr Grzybowski

Cinema City

P/E 2011 9,0 EV/EBITDA 2011 4,9
P/E 2012 6,9 EV/EBITDA 2012 4,0

Akumuluj

Cena bieżąca 26,60 PLN
Cena docelowa 42,90 PLN

(mln EUR)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	66,5	61,6	8,0%	194,7	178,0	9,4%	270,9	234,5	15,5%
EBITDA	14,0	13,2	6,5%	36,1	44,5	-18,9%	61,6	56,2	465,6%
marża	21,1%	21,4%	-	18,5%	25,0%	-	22,7%	24,0%	-
EBIT	7,9	8,2	-3,7%	17,8	30,0	-40,6%	41,2	36,4	13,1%
Zysk brutto	7,4	8,5	-12,8%	16,3	28,3	-42,3%	41,5	34,1	21,6%
Zysk netto	6,2	7,3	-14,7%	13,7	24,9	-45,0%	35,0	30,5	14,9%

Prognozy 3Q2011

W trzecim kwartale po raz pierwszy Cinema City zaprezentuje wyniki Palace Cinema niezaburzone przez koszty restrukturyzacji. Oczekujemy, że skonsolidowane przychody okresu sięgną 66,5 mln EUR. Wpływy ze sprzedaży biletów wzrosną w porównaniu do ubiegłego roku o 4,2% do poziomu 39,7 mln EUR. Na wzrost wpływów biletowych przełoży się 9,9% wzrost liczby sprzedanych biletów (z 8,03 mln biletów do 8,83 mln biletów) oraz spadek średniej ceny biletów z 4,75 EUR do 4,50 EUR.

Wpływy ze sprzedaży reklamy kinowej wzrosną r/r o 6,3% do 7,4 mln EUR, a sprzedaż barową prognozujemy na poziomie 13,2 mln EUR (+7,6% r/r). Dzięki dystrybucji *Piratów z Karaibów* oraz *Aut 2* przychody z tego segmentu działalności wyniosą 5,9 mln EUR (+59,8% r/r). Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na poziomie 16,6%, a koszty ogólne działalności w wysokości 3,1 mln EUR. Spadek rentowności jest spowodowany faktem, że niewielki wzrost przychodów został zrealizowany przede wszystkim dzięki akwizycjom i wzrostowi organicznemu, a zatem wiązał się z dużym wzrostem bazy kosztowej. W konsekwencji powyższych założeń spodziewamy się 7,9 mln EUR zysku operacyjnego. Ponadto oczekujemy -0,5 mln EUR salda na działalności finansowej, co pozwoli spółce na 6,2 mln EUR zysku netto.

**Media**

Analitik:
Piotr Grzybowski

Cyfrowy Polsat Trzymaj

P/E 2011 16,5 EV/EBITDA 2011 10,8 **Cena bieżąca 15,35 PLN**
P/E 2012 13,4 EV/EBITDA 2012 8,4 **Cena docelowa 14,80 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	619,8	363,6	70,5%	1 651,0	1 105,8	49,3%	2 380,8	1 482,5	60,6%
EBITDA	180,4	103,6	74,2%	522,3	335,2	55,8%	698,4	406,9	71,6%
marża	29,1%	28,5%	-	31,6%	30,3%	-	29,3%	27,5%	-
EBIT	144,4	81,5	77,2%	413,9	278,1	48,8%	568,2	325,8	74,4%
Zysk brutto	-55,8	84,3	-166,1%	128,6	273,7	-53,0%	399,6	321,3	24,4%
Zysk netto	-45,2	68,4	-166,0%	101,4	221,5	-54,2%	323,7	258,5	25,2%

Waluty infekują wynik

Istotny wpływ na wyniki jakie Cyfrowy Polsat pokaże w trzecim kwartale będą miały zmiany na rynkach walutowych. Szczególnie wyraźnie odbije się to na segmencie usług dla klientów indywidualnych, gdzie spółka odczuje wzrost kosztów licencji programowych. Oczekujemy, że wzrosną one q/q o 5,9% do 109,7 mln PLN. Z drugiej strony sezonowo powinny spaść odpisy należności. Oczekujemy, że wyniosą one 7,0 mln PLN, wobec 13,1 mln PLN w 2Q2011. W rezultacie wynik EBITDA segmentu sięgnie około 120,2 mln PLN zmniejszając się q/q zaledwie o 1 mln PLN.

W segmencie nadawania telewizyjnego będziemy mieli do czynienia z sezonowo najsłabszym okresem w branży reklamowej. Dzięki umocnieniu walut, a także wzrostowi udziału w oglądalności wynik EBITDA osiągnie jednak według nas poziom 60,1 mln PLN.

Na poziomie salda na działalności finansowej spółka rozpozna około 148,6 mln PLN kosztów z tytułu przeszacowania walutowego zadłużenia, co przełoży się na całkowitą wartość salda na poziomie -200,2 mln PLN. Rozpoznane aktywo podatkowe szacujemy na około 10,6 mln PLN, co przekłada się na stratę netto okresu w wysokości 45,2 mln PLN.

**Media**

Analitik:
Piotr Grzybowski

TVN

Redukuj

P/E 2011 119,9 EV/EBITDA 2011 10,9 **Cena bieżąca 14,70 PLN**
P/E 2012 15,0 EV/EBITDA 2012 9,2 **Cena docelowa 12,20 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	569,2	533,8	6,6%	1 875,2	1 740,4	7,7%	2 664,5	2 490,7	7,0%
EBITDA	107,8	100,8	7,0%	448,0	425,4	5,3%	677,0	610,7	10,9%
marża	18,9%	18,9%	-	23,9%	24,4%	-	25,4%	24,5%	-
EBIT	41,8	43,6	-4,1%	252,6	246,8	2,3%	415,1	363,8	14,1%
Zysk brutto	-353,6	75,3	-	-278,4	77,6	-	71,0	118,3	-40,0%
Zysk netto	-286,5	61,0	-	-259,0	26,7	-	41,9	42,8	-2,0%

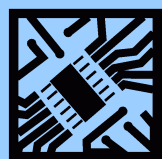
Rekordowa strata netto przez waluty

W trzecim kwartale TVN zanotuje najwyższą w swojej historii kwartalną stratę netto. Głównym powodem tak słabego wyniku są ujemne różnice kursowe od walutowego zadłużenia powstałe w wyniku osłabienia polskiej waluty. Szacujemy, że strata na przeszacowaniu długów sięgnie 324 mln PLN.

Przychody reklamowe w Grupie wzrosną według naszych szacunków o 5,7% do poziomu 285,2 mln PLN, przy czym wzrost ten będzie generowany głównie w segmencie online, gdzie spodziewamy się 18% wzrostu przychodów. Z kolei w odniesieniu do segmentu telewizyjnego oczekujemy 1,5% wzrostu przychodów reklamowych. Niewielki wzrost wpływów z reklamy naszym zdaniem po raz kolejny nie pozwoli na poprawę wyniku EBITDA segmentu telewizyjnego (oczekujemy spadku z 92,6 mln PLN do 89,7 mln PLN). Słabszych rezultatów spodziewamy się również w platformie 'n', gdzie negatywnie na wyniki przełoży się spadek wartości złotego (prognozowany spadek EBITDA z 7,2 mln PLN do 5,0 mln PLN). Poprawy wyników oczekujemy natomiast w segmencie online, gdzie EBITDA wzrośnie z 13,6 mln PLN do 16,4 mln PLN.

Na poziomie salda na działalności finansowej, poza wspomnianymi różnicami kursowymi z przeszacowania zadłużenia oczekujemy kosztów odsetkowych na poziomie 75,5 mln PLN. W rezultacie wynik netto wyniesie -286,5 mln PLN.

IT



IT

 Analitik:
Piotr Grzybowski

AB

 P/E 2011 7,5
P/E 2012 6,5

 EV/EBITDA 2011 6,2
EV/EBITDA 2012 5,6

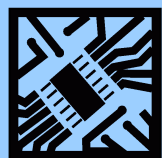
Kupuj

 Cena bieżąca 18,20 PLN
Cena docelowa 21,90 PLN

(mln PLN)	IQ11/12P	IQ10/11	zmiana	2011/12P	2010/11	zmiana	2012/13P	2011/12P	zmiana
Przychody	871,9	753,5	15,7%	3 581,9	3564,4	0,5%	3 886,5	3 581,9	8,5%
EBITDA	15,8	6,7	137,4%	68,4	69,7	-1,9%	74,1	68,4	8,4%
marża	1,8%	0,9%	-	1,9%	2,0%	-	1,9%	1,9%	-
EBIT	13,6	4,5	204,4%	59,7	60,9	-2,0%	65,1	59,7	9,1%
Zysk brutto	10,8	10,1	7,5%	48,3	62,2	-22,3%	55,6	48,3	15,1%
Zysk netto	8,8	8,0	9,7%	39,1	51,7	-24,2%	45,0	39,1	15,1%

Nie widać oznak wyhamowania sprzedaży

Początek roku obrotowego 2011/2012 był naszym zdaniem pozytywny dla spółki i potwierdzał naszą tezę, że w chwili obecnej brakuje sygnałów świadczących o tym, że duzi dystrybutorzy odczuli mniejsze zainteresowanie ze strony klientów w związku z rosnącą niepewnością w światowej gospodarce. Oczekujemy, że przychody w 1Q2011/2012 wzrosły w porównaniu z poprzednim rokiem o 15,7% do poziomu 871,9 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży, w odróżnieniu od wcześniejszych okresów nie będzie już zależna od kształtowania się kursów walutowych z uwagi na wprowadzenie rachunkowości zabezpieczeń. Oczekujemy, że jej wartość ukształtuje się na poziomie 6,3%. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu prognozujemy na poziomie 35,4 mln PLN. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej sięgnie 5,9 mln PLN, co przełoży się na wynik operacyjny w wysokości 13,6 mln PLN. W saldzie na działalności finansowej zabraknie z uwagi na wprowadzenie rachunkowości zabezpieczeń wpływu ujemnych różnic kursowych jakie byłyby zaksięgowane na tym poziomie wobec osłabienia złotego. Wartość salda wyniesie według naszych szacunków -2,8 mln PLN. Wynik netto prognozujemy na poziomie 8,8 mln PLN, co przekłada się na 9,7% wzrostu w stosunku do ubiegłego roku.



IT

 Analitik:
Piotr Grzybowski

Action

 P/E 2011 7,3
P/E 2012 7,1

 EV/EBITDA 2011 5,4
EV/EBITDA 2012 5,2

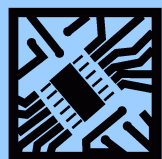
Akumuluj

 Cena bieżąca 15,20 PLN
Cena docelowa 16,00 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	656,3	500,6	31,1%	1 768,5	1471,3	20,2%	2 444,7	2 105,9	16,1%
EBITDA	13,9	10,8	27,9%	42,3	28,5	48,3%	60,8	46,2	31,6%
marża	2,1%	2,2%	-	2,4%	1,9%	-	2,5%	2,2%	-
EBIT	11,0	8,0	38,0%	33,7	19,8	70,3%	49,0	34,6	41,9%
Zysk brutto	9,6	6,9	39,8%	29,8	16,7	77,9%	43,9	30,4	44,2%
Zysk netto	7,8	7,3	7,9%	25,1	15,3	63,8%	35,5	25,8	37,8%

Prognozy Zarządu do przekroczenia

W ostatnich dniach Prezes informował, że dynamika przychodów we wrześniu przekroczyła 40% r/r. Naszym zdaniem wrzesień nie był w ramach trzeciego kwartału wyjątkiem i tempo wzrostu sprzedaży w 3Q2011 sięgnęło 31,1% r/r, co przełożyło się na przychody w wysokości 656,3 mln PLN. Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na 6,9%, przy czym wpływ na jej wartość będą miały zamówienia realizowane do spółek telekomunikacyjnych, z którymi kontrakty realizowane są zazwyczaj przy nieco niższej marży. Ponadto spółka przedstawi wyniki za trzeci kwartał z zastosowaniem rachunkowości zabezpieczeń, więc rentowność brutto nie uwzględni rozszerzenia marży jakie nastąpiłoby naturalnie przy osłabieniu złotego. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu szacujemy na 34,4 mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniesie -0,1 mln PLN (tu z kolei zabraknie negatywnego wpływu jaki na wyniki miałyby ujemne różnice kursowe). Powyższe czynniki przełożą się na 11,0 mln PLN zysku operacyjnego wobec 8,0 mln PLN zysku EBIT wypracowanego przed rokiem. Saldo na działalności finansowej prognozujemy na poziomie -1,4 mln PLN, natomiast zysk netto szacujemy w wysokości 7,8 mln PLN.



IT

Analityk:
Piotr Grzybowski

ASBIS

Kupuj

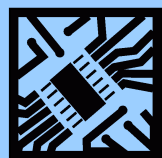
P/E 2011 12,2 EV/EBITDA 2011 4,9
P/E 2012 3,9 EV/EBITDA 2012 3,8

Cena bieżąca 1,29 PLN
Cena docelowa 2,16 PLN

(mln USD)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	398,5	357,4	11,5%	1 051,0	958,0	9,7%	1 559,8	1 435,1	8,7%
EBITDA	3,2	4,8	-33,3%	7,1	7,1	0,2%	14,1	12,4	13,6%
marża	0,8%	1,4%	-	0,7%	0,7%	-	0,9%	0,9%	-
EBIT	2,4	4,1	-40,6%	4,8	4,9	-2,3%	11,1	9,4	18,0%
Zysk brutto	-0,1	1,4	-	-2,9	-0,2	-	2,5	2,2	12,1%
Zysk netto	-0,2	1,2	-	-3,2	-0,8	-	1,7	0,9	83,1%

Kolejny kwartał ze stratą netto

Niekorzystne kształtowanie się kursów walut ponownie negatywnie wpływać będzie na wyniki kwartalne ASBIS. Oczekujemy, że wzrost przychodów sięgnie 11,5% do poziomu 398,5 mln USD. Straty na różnicach kursowych spowodują jednak, że marża brutto wyniesie zaledwie 4,7% (około 1,0 mln USD wpływu ujemnych różnic kursowych), co przy kosztach sprzedaży i kosztach ogólnego zarządu sięgających 16,3 mln USD przełoży się na zysk operacyjny w wysokości 2,4 mln USD. Saldo na działalności finansowej wyniesie 2,5 mln USD, co przełoży się na 0,2 mln USD straty operacyjnej.



IT

Analityk:
Piotr Grzybowski

Asseco Poland

Kupuj

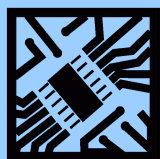
P/E 2011 9,3 EV/EBITDA 2011 5,6
P/E 2012 8,6 EV/EBITDA 2012 5,1

Cena bieżąca 46,45 PLN
Cena docelowa 65,00 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	1 203,0	739,4	62,7%	3 543,2	2 191,8	61,7%	4 641,3	3 237,7	43,4%
EBITDA	196,4	190,8	2,9%	623,6	503,1	24,0%	812,5	695,0	16,9%
marża	16,3%	25,8%	-	17,6%	23,0%	-	17,5%	21,5%	-
EBIT	147,4	158,7	-7,1%	489,1	412,5	18,6%	660,0	569,0	16,0%
Zysk brutto	158,3	160,8	-1,5%	495,9	400,9	23,7%	671,1	499,0	34,5%
Zysk netto	91,5	109,8	-16,6%	274,2	315,2	-13,0%	389,3	415,1	-6,2%

Słabszy kwartał

Trzeci kwartał był naszym zdaniem słabszy w wykonaniu Asseco Poland w porównaniu do poprzednich okresów 2011 roku. W wynikach jednostki dominującej widoczne będzie pogorszenie koniunktury w sektorze finansowo-bankowym, co widoczne będzie w postaci niższych wpływów od banków komercyjnych. Ponadto widoczny będzie efekt spadku przychodów od PKO BP, gdyż w zeszłym roku realizowana była ostatnia faza wdrożenia systemu, co zawyża bazę odniesienia dla bieżącego kwartału. W konsekwencji wynik operacyjny jednostki dominującej spadnie naszym zdaniem do poziomu 78,0 mln PLN. Poza spółką-matką w największym stopniu do skonsolidowanych wyników dołoży się Grupa Formula Systems, która osiągnęła według naszych prognoz 40 mln PLN zysku operacyjnego. Wynik operacyjny Asseco South Eastern Europe sięgnie 14,5 mln PLN, a wpływ Asseco Central Europe na skonsolidowany EBIT wyniesie 16,3 mln PLN. Słabszego wyniku spodziewamy się w Asseco Business Solutions, gdzie EBIT sięgnie 7,0 mln PLN, Asseco South Western Europe (0,3 mln PLN EBIT) i Asseco Germany, gdzie spółka ponownie pokaże stratę operacyjną (-0,5 mln PLN). Na saldzie na pozostałej działalności finansowej Asseco Poland rozpozna pozytywne zdarzenie jednorazowe w wysokości 10,0 mln PLN. Zysk wynika z utraty kontroli w Sapiensie i związanej z tym rewaluacji swoich udziałów. Wynik netto wyniesie w okresie 91,5 mln PLN.



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Comarch

Redukuj

 P/E 2011 19,4 EV/EBITDA 2011 7,5
 P/E 2012 12,0 EV/EBITDA 2012 5,2

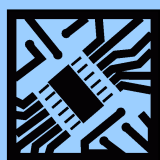
 Cena bieżąca 48,00 PLN
 Cena docelowa 45,90 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	185,4	177,3	4,6%	484,8	497,4	-2,5%	775,7	761,4	1,9%
EBITDA	17,3	18,2	-5,2%	10,3	36,0	-71,6%	44,6	64,4	-30,8%
marża	9,3%	10,3%	-	2,1%	7,2%	-	5,7%	8,5%	-
EBIT	7,1	9,7	-26,6%	-17,8	4,2	-	7,6	24,8	-69,5%
Zysk brutto	8,3	10,8	-23,9%	-14,0	7,0	-	11,3	25,0	-54,6%
Zysk netto	5,5	7,6	-27,7%	-14,6	12,8	-	19,9	43,7	-54,5%

Prognozy 3Q2011

Po mocnym spadku przychodów w drugim kwartale trzeci kwartał przyniesie wzrost sprzedaży w porównaniu do ubiegłego roku o 4,6% do 185,4 mln PLN. Wzrost przychodów q/q o 22% pozwoli na dynamiczną poprawę wyników spółki zwiększając marżę brutto na sprzedaży do poziomu 21,6%. Jednocześnie dzięki mniejszemu wpływowi kosztów marketingu (zakończenie sponsoringu TSV 1860 Monachium) zmniejszy się w porównaniu do drugiego kwartału kwota kosztów ogólnych działalności (do 32,5 mln PLN). Wciąż jednak, z uwagi na wzrost funduszu płac będzie to za mało, by powtórzyć bardzo dobry wynik 3Q2010 i spółka zanotuje spadek EBIT r/r o 26,6% do poziomu 7,1 mln PLN. Spodziewamy się przy tym, że Comarch SuB zanotuje w powyższym okresie 1,4 mln EUR straty, a strata operacyjna spółek celowych zostanie zredukowana z 2,6 mln PLN do 1,7 mln PLN.

Ponadto oczekujemy 1,1 mln PLN dodatniego salda na działalności finansowej. W przypadku Comarchu SuB z uwagi na podniesienie kapitału i zwiększenie zaangażowania Comarchu w akcjonariacie z 80,89% do 92,32% Comarch dokona korekty rozpoznanej do tej pory straty przypisanej od początku roku akcjonariuszom mniejszościowym. W rezultacie w trzecim kwartale spółka rozpozna zysk mniejszości w wysokości 1,6 mln PLN, co przełoży się na 5,5 mln PLN zysku netto.



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Sygnity

Kupuj

 P/E 2011 13,1 EV/EBITDA 2011 5,5
 P/E 2012 8,9 EV/EBITDA 2012 4,3

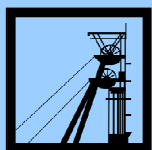
 Cena bieżąca 16,84 PLN
 Cena docelowa 20,80 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	114,9	122,2	-6,0%	333,4	345,0	-3,4%	552,0	524,0	5,3%
EBITDA	3,1	-2,2	-	13,1	-18,8	-	37,2	-7,5	-
marża	2,7%	-1,8%	-	3,9%	-5,5%	-	6,7%	-1,4%	-
EBIT	-1,0	-8,5	-	0,6	-39,6	-	16,7	-34,3	-
Zysk brutto	-2,0	-11,7	-	-3,8	-46,0	-	7,4	-43,8	-
Zysk netto	0,2	-12,4	-	0,6	-43,1	-	3,8	-42,8	-

Minimalna strata operacyjna

Po dwóch kwartałach pozytywnego wyniku operacyjnego Sygnity w trzecim kwartale zanotuje niewielką stratę operacyjną. Głównym powodem pogorszenia rezultatów będzie rozpoznanie w tym okresie kosztów premii i bonusów, które standardowo były historycznie przypisane do czwartego kwartału, ale spółka w związku ze zmianą roku obrotowego postanowiła przenieść rozpoznanie tych kosztów. Szacujemy, że dodatkowy koszt z tego tytułu sięgnie 3,5 mln PLN. Ponadto spółka po raz pierwszy rozpozna część kosztu programu opcji menedżerskich. Spodziewamy się, że obciążenie wyniku z tego tytułu sięgnie 0,5 mln PLN. Obie pozycje podniosą wartość kosztów ogólnych działalności do poziomu 20,1 mln PLN. Przy 114,9 mln PLN przychodów oraz 16,9% marży brutto na sprzedaży przełoży się to na około 1,0 mln PLN straty operacyjnej. Saldo na działalności finansowej zostanie ograniczone do -1,0 mln PLN. Ponadto spółka wykorzysta część strat podatkowych z minionych lat co przełoży się na ujemne obciążenie podatkowe w wysokości 2,2 mln PLN. Pozwoli to spółce na minimalny zysk netto w wysokości 0,2 mln PLN.

Górnictwo i metale



Górnictwo węgla JSW

Analityk:
Michał Marczak

P/E 2011 6,2
P/E 2012 4,6

EV/EBITDA 2011 2,6
EV/EBITDA 2012 1,8

Kupuj

Cena bieżąca 91,4 PLN
Cena docelowa 119,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	2 580,0	-	-	7 240,2	-	-	9 419,6	7 288,9	29,2%
EBITDA	799,2	-	-	2 559,7	-	-	3 194,4	2 770,5	15,3%
marża	31,0%	-	-	35,4%	-	-	33,9%	38,0%	
EBIT	589,2	-	-	1 429,9	-	-	2 358,7	1 946,9	21,2%
Zysk brutto	597,2	-	-	1 416,5	-	-	2 262,0	1 866,4	21,2%
Zysk netto	483,7	-	-	1 001,0	-	-	1 760,8	1 454,2	21,1%

Pomaga słabnąca złotówka

Podobnie, jak w przypadku większości spółek surowcowych, 3Q będzie dla spółki udany. Średnie ceny węgla koksującego utrzymywały się na poziomie 300 USD/t (hard, tj. 8% mniej niż w poprzednim kwartale), co w połączeniu ze słabszą PLN w stosunku do USD (-7,6% q/q), będzie utrzymywało poziom przychodów jak również marży operacyjnej na poziomie zbliżonym do 2Q. Średnia złotówkowa cena węgla typu hard była o 1,2% niższa, niż w poprzednim kwartale. 3Q powinien przynieść również wzrost wolumenu produkcji węgla w stosunku do bardzo słabego 2Q. Wprawdzie ściany w kopalniach Krupiński i JasMos, które zostały wyłączone z eksploatacji w wyniku wypadków górniczych, zostaną ponownie uruchomione dopiero na przełomie września i października, to jednak zgodnie z harmonogramem prac przygotowawczych spółka zakładała wzrost wydobycia w pozostałych kopalniach. W prognozie zakładamy, że wydobycie węgla wzrośnie do poziomu 2,1 mln ton z 1,95 mln ton w 2Q. Dopiero w 4Q ma szansę powrócić do poziomu ok. 2,3 mln ton. Pozytywny wpływ na wyniki będzie miało również skonsolidowanie Koksowni Zabrze, która powinna dodać do skonsolidowanego wyniku ok. 40 mln PLN na poziomie EBITDA i ok. 230 mln PLN przychodów. W prognozie nie zakładamy, żeby spółka rozwiązała w 3Q rezerwę na podatek od wyrobisk górniczych (potencjalny wpływ na wynik to ponad 400 mln PLN).



Metale

Analityk:
Michał Marczak

KGHM

P/E 2011 3,9
P/E 2012 6,6

EV/EBITDA 2011 2,5
EV/EBITDA 2012 3,8

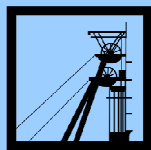
Kupuj

Cena bieżąca 144,0 PLN
Cena docelowa 191,4 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	4 826,5	3 992,3	20,9%	14 827,5	11 191,8	32,5%	19 218,3	15 945,0	20,5%
EBITDA	2 369,6	1 401,4	69,1%	7 982,3	4 472,0	78,5%	9 807,2	6 253,6	56,8%
marża	49,1%	35,1%	-	53,8%	40,0%	-	51,0%	39,2%	-
EBIT	2 203,8	1 247,3	76,7%	7 485,3	4 011,8	86,6%	9 143,2	5 638,1	62,2%
Zysk brutto	2 195,8	1 239,6	77,1%	7 461,2	3 987,4	87,1%	9 110,2	5 605,6	62,5%
Zysk netto	1 778,6	1 017,6	74,8%	6 097,6	3 244,2	88,0%	7 433,3	4 568,6	62,7%

Słabiej niż w 2Q, ale nadal rekordowe poziomy

W 3Q2011 miało miejsce zderzenie dwóch negatywnych i dwóch pozytywnych czynników wpływających na wyniki. Z jednej strony średnia cena miedzi w kontraktach 3M obniżyła się do 8 993 USD/t (-1,6% q/q) a wolumen produkcji i sprzedaży miedzi i srebra powinny obniżyć się w ujęciu q/q o 2,1% i 15,8%, z drugiej osłabienie złotego z nawiązką zniwelowało efekt spadku cen miedzi w USD (cena miedzi: 26 609 PLN/t, +5,9 % q/q) a także wyższa była średnia cena srebra (w USD: 1 241 USD/kg +0,7% q/q, w PLN: 3 673 PLN/kg +8,3% q/q). Niższy wolumen sprzedaży miedzi dotyczy przede wszystkim metalu z własnego wydobycia, co w istotny sposób obniża zyskowność spółki w relacji do poprzedniego kwartału. Jednostkowy koszt produkcji miedzi powinien wynieść 13 480 PLN/t i być o 2,2% wyższy niż w poprzednim kwartale. Spodziewamy się m.in. wyższych kosztów wynagrodzeń i wsadów obcych. W prognozie nie zakładamy zdarzeń jednorazowych (sprzedaż telekomów w kolejnych kwartałach). Wpływ transakcji zabezpieczających będzie niewielki, spółka wprawdzie wykaże zyski na wycenie instrumentów związanych z metalami, ale z drugiej strony zanotuje stratę na transakcjach zabezpieczających ryzyko walutowe.



Górnictwo węgla

LW Bogdanka

Kupuj

Analityk:

Michał Marczak

P/E 2011

23,2

EV/EBITDA 2011

10,1

Cena bieżąca

104,3 PLN

P/E 2012

8,8

EV/EBITDA 2012

4,5

Cena docelowa

131,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	283,4	356,1	-20,4%	865,5	934,2	-7,4%	1 276,4	1 230,4	3,7%
EBITDA	78,0	142,7	-45,3%	226,0	337,4	-33,0%	361,7	414,5	-12,7%
marża	27,5%	40,1%	-	26,1%	36,1%	-	28,3%	33,7%	-
EBIT	33,0	106,5	-69,0%	103,3	233,1	-55,7%	203,7	276,5	-26,3%
Zysk brutto	36,0	109,0	-67,0%	112,9	241,9	-53,3%	197,7	288,2	-31,4%
Zysk netto	29,2	85,5	-65,9%	91,1	191,7	-52,5%	152,6	230,4	-33,8%

Tylko nieco lepiej, to jeszcze nie przełom

Spodziewamy się lepszego kwartału w wykonaniu spółki niż 2Q, na co wpływ będzie miało wyższe wydobycie (1,280 mln ton vs. 1,215 mln ton w 2Q) oraz nieznaczny (+1%, do 205 PLN/t) wzrost średniego raportowanego przychodu na tonę sprzedanego węgla. Tym niemniej wolumen sprzedaży nadal będzie utrzymywał się na poziomach znacząco niższych niż poziomy historyczne, co podwyższa jednostkowy koszt produkcji (szerzej opisywaliśmy to w raporcie po wynikach za 1 i 2Q). W prognozie przyjmujemy, że w tym okresie przejściowym koszt jednostkowy nadal będzie zbliżony do 200 PLN/t. Nie zakładamy, żeby spółka rozwiązała rezerwę z tytułu podatku od wyrobisk górniczych (prawdopodobnie dopiero w raporcie rocznym). Nie zakładamy również innych zdarzeń jednorazowych. Kluczowe w ocenie sytuacji spółki będzie to, co dowiemy się od zarządu na temat wydobycia w 4Q i kolejnych kwartałach, tj. jak posuwa się rozruch wydobycia w Stefanowie.

Przemysł



Przemysł spożywczy

Analityk:
Jakub Szkopek

Astarta

P/E 2011 6,4 EV/EBITDA 2011 4,2
P/E 2012 12,3 EV/EBITDA 2012 5,0

Trzymaj

Cena bieżąca 67,0 PLN
Cena docelowa 63,6 PLN

(mln UAH)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	623,8	458,0	36,2%	1 931,5	1 366,2	41,4%	2 164,4	2 328,2	-7,0%
EBITDA	169,7	437,8	-61,2%	924,4	976,6	-5,3%	944,8	1051,4	-10,1%
marża	27,2%	95,6%	-	47,9%	71,5%	-	43,7%	45,2%	-
EBIT	126,7	392,5	-67,7%	797,7	847,6	-5,9%	757,8	911,7	-16,9%
Zysk brutto	98,2	357,0	-72,5%	772,3	800,7	-3,5%	708,3	829,1	-14,6%
Zysk netto	94,2	360,7	-73,9%	735,5	793,3	-7,3%	675,6	834,9	-19,1%

Baza 3Q'10 nie do pobicia

W 3Q'11 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży sięgną 623,8 mln UAH (+36,2% r/r). Obrót segmentu cukru szacujemy na poziomie 382,9 mln UAH (+9,7% r/r), głównie w wyniku wyższych o 13,4% średnich cen. Szacujemy, że w 3Q'11 Spółka sprzeda 60 tys. ton zboża, a przychody związane ze sprzedażą produktów rolnych sięgną 173,5 mln UAH (+194,1% r/r). Szacujemy, że segment produkcji zwierzęcej wygeneruje 63,8 mln UAH obrotu (+48,1% r/r) (w 3Q'11 ceny mleka wzrosły o 11,9% r/r). W 3Q'11 Astarta odmiennie niż miało to miejsce w 3Q'10 nie będzie korzystać z rosnących na przestrzeni kwartału cen zbóż. W 3Q'10 ceny pszenicy wzrosły o 29,0%, jęczmienia 106,3%, słonecznika 53,6%, kukurydzy 20,2%, soi 43,8% i rzepaku 45,9%, co prowadziło do dodatniej rewaluacji aktywów biologicznych do wartości godziwej (+109,2 mln UAH w 3Q'10). W 3Q'11 ceny zbóż na przestrzeni kwartału spadły o 25,4% dla pszenicy, 37,2% dla jęczmienia, 37,2% dla słonecznika, 31,6% dla kukurydzy, 27,0% dla soi i 12,6% dla rzepaku. To powodować będzie, że efekt sprowadzenia wartości aktywów biologicznych do wartości godziwej będzie bliski 0 (całkowity efekt rewaluacji do wartości godziwej szacujemy na -59,6 mln UAH). Dodatkowo na poziom przeszacowań negatywnie wpływać będą spadające o 3,8% na przestrzeni kwartału ceny mleka (+18% w 3Q'10), co prowadzi do ujemnego przeszacowania aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą (-18,0 mln UAH w 3Q'11 vs. +144,9 mln UAH w 3Q'10). Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się, że Spółka zaksięguje 6,5 mln UAH dodatnich różnic kursowych w wyniku umocnienia się UAH do EUR o 5,6% na przestrzeni kwartału (wartość UAH do USD w 3Q'11 właściwie nie uległa zmianie).



Przemysł

Analityk:
Jakub Szkopek

Boryszew

P/E 2011 11,5 EV/EBITDA 2011 7,3
P/E 2012 16,2 EV/EBITDA 2012 8,1

Trzymaj

Cena bieżąca 0,65 PLN
Cena docelowa 0,7 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	936,2	831,0	12,7%	2 995,6	2 221,5	34,8%	3 979,0	3 134,8	26,9%
EBITDA	85,2	85,4	-0,3%	273,0	247,8	10,2%	348,1	268,3	29,7%
marża	9,1%	10,3%	-	9,1%	11,2%	-	8,7%	8,6%	-
EBIT	61,4	65,8	-6,7%	200,5	141,4	41,8%	242,2	188,1	28,8%
Zysk brutto	51,4	57,4	-10,5%	181,8	118,5	53,4%	213,6	147,4	44,9%
Zysk netto	30,1	31,6	-4,6%	100,1	61,0	64,1%	127,4	93,9	35,7%

Baza 3Q10 wysoka przez zdarzenia jednorazowe (badwill z przejęcia Maflow)

W 3Q'11 spodziewamy się, że przychody wzrosną o 12,7% r/r, głównie za sprawą rosnącej sprzedaży w grupie Impexmetal (+6,9% r/r) oraz segmentu Automotive (+56% r/r) (Maflow Polska został przejęty 10 sierpnia 2010 roku, a pozostałe spółki po 3Q'10). Zakładamy, że w 3Q'11 Maflow nadal generować będzie stratę operacyjną na poziomie -3,5 mln PLN vs. -5,6 mln PLN w 2Q'11 (sierpień to okres przestojów w branży samochodowej). Szacujemy również, że przejęty AKT (28 sierpnia) i Theysohn (8 września) dołoży do wyników 25 mln PLN sprzedaży. EBIT przejętych spółek w pierwszym miesiącu konsolidacji szacujemy na 0 mln PLN. Zakładamy, że Spółka zaksięguje badwill z przejęcia Theysohn i AKT na poziomie 20 mln PLN. Wynik operacyjny w 3Q'11 szacujemy, że sięgnie 61,4 mln PLN (-6,7% r/r). Warto wspomnieć, że badwill z przejęcia Maflow w 3Q'10 wyniósł 22,6 mln PLN. Wynik netto szacujemy na poziomie 30,1 mln PLN (-4,6% r/r).



Przemysł spożywczy

Analityk:
Gabriela Borowska

CEDC

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

Kupuj

Cena bieżąca 22,83 PLN
Cena docelowa 36,8 PLN

(mln USD)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	248,1	157,8	57,3%	616,8	483,2	27,7%	982,4	711,5	38,1%
EBITDA	52,1	33,4	56,0%	89,0	108,3	-17,8%	209,3	-6,6	-
marża	21,0%	21,2%	-	14,4%	22,4%	-	21,3%	-0,9%	-
EBIT	46,4	29,1	59,8%	72,6	95,6	-24,0%	188,8	-23,6	-
Zysk brutto	-130,7	84,2	-	-113,6	10,4	-	111,8	-135,3	-
Zysk netto	-130,7	99,9	-	-126,6	41,3	-	79,5	-104,7	-

Poprawa wolumenów i cen, nadal problemy z drogim spirytusem, wyniki obniżyła wycena zobowiązań

CEDC jak dotąd nie osiągnęło swojego celu około 26-27% udziału w rynku w Polsce, jednak spodziewamy się, że 3Q 2011 przyniesie wzrost w wolumenach. Na rynku rosyjskim spodziewamy się wzrostu wolumenów i cen, jednak sam rynek spada w tym roku szybciej niż zakładaliśmy (-14% wobec zakładanych -4%). Na poziomie skonsolidowanym spodziewamy się wzrostu sprzedaży do 248,1 mln USD, czyli o 57% r/r i poprawy rentowności brutto na sprzedaży q/q (jednak nie r/r). Szacujemy, że na 248,1 mln USD złożą się 62,6 mln USD z Polski (wzrost 20% r/r), 177,8 mln USD z Rosji (wzrost o 80%, w tym część z konsolidacji Whitehall) oraz 7,7 mln USD z Węgier (wzrost o 16% r/r). Spółce dalej nie pomagają wysokie ceny spirytusu, na które nie wpłynęły ostatnie spadki na rynku zbóż. Spodziewamy się wyniku operacyjnego na poziomie prawie 60% wyższym r/r. Koszty finansowe powinny odjąć z tego około 26 mln USD. Szacujemy również, że CEDC pokaże stratę na wycenie zobowiązań (dług spółki jest denominowany w EUR i w USD) ze względu na istotne osłabienie PLN i szacujemy niegotówkowe różnice kursowe z tego tytułu na -150,8 mln USD. Wynik netto bez szacowania różnic kursowych prognozujemy na 15,8 mln USD.



Materiały budowlane

Analityk:
Jakub Szkopek

Centrum Klima Kupuj

P/E 2011 8,3 EV/EBITDA 2011 5,4
P/E 2012 6,7 EV/EBITDA 2012 4,4
Cena bieżąca 9,68 PLN
Cena docelowa 16,9 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	25,2	24,2	4,3%	70,8	63,3	11,9%	111,3	84,5	31,7%
EBITDA	3,9	2,8	40,9%	10,3	7,3	40,2%	15,8	10,3	53,5%
marża	15,6%	11,5%	-	14,5%	11,6%	-	14,2%	12,2%	-
EBIT	3,1	2,1	49,2%	8,0	5,7	39,1%	12,6	7,9	59,4%
Zysk brutto	3,1	2,1	44,0%	7,8	6,0	30,0%	12,3	8,4	47,1%
Zysk netto	2,5	1,7	44,0%	6,2	4,9	26,3%	10,0	6,6	50,2%

Historycznie najwyższe wyniki, wykonanie całorocznej prognozy wątpliwe

W 3Q11 spodziewamy się, że przychody na produkcji wzrosną o 35% r/r (efekt przeniesienia do nowego zakładu w Wieruchowie) a na dystrybucji spadną o 4% r/r (rezultat chłodnego lata w wyniku czego sprzedaż klimatyzatorów szacujemy na 2-3 mln PLN mniej niż w 3Q'10). Spodziewamy się, że rentowność brutto na sprzedaży w 3Q'11 wspierana była przez osłabienie się PLN do EUR, jakie obserwowaliśmy od początku września (szacujemy, że ta w 3Q'11 wyniesie 26,4%). Wynik operacyjny prognozujemy na poziomie 3,1 mln PLN (+49,2% r/r), a wynik netto 2,5 mln PLN (+44,0% r/r). Rezultaty Centrum Klima w 3Q'11 będą najlepszymi w historii. Gdyby nie łagodne lato sprzedaż i rentowność byłaby prawdopodobnie jeszcze wyższa. Po 3Q'11 nasza całoroczna prognoza wykonana będzie w 64% na poziomie przychodów, 63% EBIT i 62% zysku netto. Jeśli nasze szacunki są trafne, to oznaczać to będzie, że obecna całoroczna prognoza będzie bardzo ambitna do osiągnięcia. Wówczas bardziej adekwatne szacunki na cały rok byłyby bliskie 100 mln PLN na poziomie sprzedaży, 11,5 mln EBIT, 16 mln PLN EBITDA i 9 mln PLN zysku netto (około -10% vs. obecne szacunki DI BRE).



Materiały budowlane

Analityk:
Jakub Szkopek

Cersanit

Kupuj

P/E 2011 20,2 EV/EBITDA 2011 6,5
P/E 2012 8,9 EV/EBITDA 2012 5,6

Cena bieżąca 4,54 PLN
Cena docelowa 7,3 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	496,6	464,4	6,9%	1 291,7	1161,5	11,2%	1 688,0	1 531,5	10,2%
EBITDA	87,3	82,0	6,4%	218,8	205,5	6,4%	280,2	253,5	10,5%
marża	17,6%	17,7%	-	16,9%	17,7%	-	16,6%	16,6%	-
EBIT	58,5	52,5	11,5%	135,0	121,934	10,7%	167,7	142,0	18,1%
Zysk brutto	22,8	-11,3	-	39,5	113,502	-65,2%	59,6	128,5	-53,7%
Zysk netto	18,4	-11,7	-	25,2	99,116	-74,5%	48,5	103,0	-52,9%

Pierwsza od 20 kwartałów poprawa na każdym poziomie wyników

W 3Q'11 spodziewamy się, że przychody wyniosą 496,6 mln PLN (+6,9% r/r). Szacujemy, że dynamika sprzedaży segmentu płytek ceramicznych wyniesie 7,4% r/r (wolumen +1% r/r, ceny +6,3% r/r, +1% q/q), ceramiki sanitarnej +6,5% r/r (wolumen +0% r/r, ceny +6,5% r/r, +0,8% q/q) i akcesoriów około ceramicznych +5% r/r. Szacujemy, że Spółka podwyżkę taryfy gazowej z lipca br. (+10%) zrekompensuje wyższymi o 1% q/q cenami sprzedaży, w wyniku czego marża brutto ze sprzedaży sięgnie 37,5% (vs. 39,3% w 3Q'11). Wynik operacyjny szacujemy na poziomie 58,5 mln PLN (+11,5% r/r), a zysk netto na 18,4 mln PLN (vs. -11,7 mln PLN w 3Q'10). Spodziewamy się, że efekt różnic kursowych w 3Q'11 wyniesie -23,1 mln PLN wobec -47,8 mln PLN zanotowanych w 3Q'10. Kursy walutowe, dla jakich szacujemy różnice kursowe są następujące EUR/USD 4,41; RON/PLN 0,986; USD/PLN 3,26; EUR/RON 4,32; EUR/UAH 10,85; UAH/PLN 0,408.



Przemysł elektromaszynowy

Analityk:
Jakub Szkopek

Famur

Akumuluj

P/E 2011 12,1 EV/EBITDA 2011 6,2
P/E 2012 10,1 EV/EBITDA 2012 5,2

Cena bieżąca 2,57 PLN
Cena docelowa 3,2 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	178,8	179,2	-0,2%	581,9	522,6	11,3%	806,2	635,9	26,8%
EBITDA	50,0	33,7	48,4%	176,2	90,4	94,9%	236,7	115,8	104,4%
marża	28,0%	18,8%	-	30,3%	17,3%	-	29,4%	18,2%	-
EBIT	26,4	20,6	28,1%	96,2	58,5	64,3%	142,4	83,1	71,4%
Zysk brutto	16,4	22,5	-27,0%	87,3	69,2	26,2%	131,7	93,8	40,4%
Zysk netto	20,7	17,0	22,1%	87,5	55,3	58,0%	102,4	73,4	39,5%

Wyniki zniekształcone przeniesieniem PGO i Zamet Industry do działalności zaniechanej

W 3Q11 spodziewamy się, że Grupa wykonywać będzie kontrakty na dostawę obudów dla Kompani Węglowej za 27,9 mln PLN netto i kompleksu dla Przedsiębiorstwa Górniczego „Silesia” o wartości 70,7 mln PLN. Szacujemy, że przychody ze sprzedaży maszyn górniczych i systemów transportu wyniosą 158,8 mln PLN (+1,4% q/q). Przychody z tytułu pozostałej działalności szacujemy na 20 mln PLN (głównie sprzedaż węgla w ramach rozliczenia obligacji z KHW). Spodziewamy się, że zysk z działalności operacyjnej w 3Q'11 wyniesie 26,4 mln PLN. Szacujemy, że na poziomie pozostałej działalności operacyjnej Spółka zaksięguje -3 mln PLN straty związanej z wypłatą dywidendy niepieniężnej (wartość wypłaconej dywidendy niepieniężnej w wyniku zaokrąglenia kwoty do ilości wypłacanych akcji była wyższa niż wynikało to z realnej wartości wypłacanych aktywów). Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się, że Spółka zaksięguje 3,2 mln PLN straty związanej z przeszacowaniem wartości portfela kredytów (na koniec IH'11 Spółka miała 7,5 mln EUR zadłużenia odsetkowego, a w 3Q'11 złotówka osłabiła się do EUR o 10,7%) oraz 4,3 mln PLN strat na działalności hedgingowej (zabezpieczenie sprzedaży w EUR). Spodziewamy się, że Spółka dalej przez okres lipiec-sierpień księgować będzie wyniki Zamet Industry i PGO w działalności zaniechanej (szacujemy, że te dołożą się do wyniku 3Q'11 na poziomie 8,3 mln PLN).

**Metale**

Analityk:
Jakub Szkopek

Impexmetal**Kupuj**

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

Cena bieżąca 3,57 PLN
Cena docelowa 6,3 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	665,2	622,3	6,9%	2 125,4	1 782,1	19,3%	2 638,3	2 417,6	9,1%
EBITDA	47,1	45,5	3,6%	163,7	132,4	23,6%	202,6	169,0	19,9%
marża	7,1%	7,3%	-	7,7%	7,4%	-	7,7%	7,0%	-
EBIT	33,6	30,2	11,1%	120,4	86,1	39,8%	147,4	107,5	37,1%
Zysk brutto	27,7	26,4	5,2%	112,0	75,9	47,5%	123,8	96,1	28,8%
Zysk netto	20,5	19,3	5,8%	85,3	56,6	50,7%	103,4	76,9	134,5%

Kolejny kwartał poprawy rezultatów

W 3Q11 spodziewamy się, że przychody wzrosną o 6,9% r/r, na co wpływ miały wysokie ceny metali (złotówkowe ceny aluminium +17,8% r/r, ołowiu +23,4% r/r, cynku +12,8% r/r i miedzi +28,4% r/r). Szacujemy, że w wyniku spadku zamówień od europejskich hurtowników wolumen sprzedaży blach aluminiowych będzie o 9,5% r/r niższy, a duża zmienność cen miedzi w 3Q'11 przełoży się na niższy wolumen sprzedaży blach aluminiowych przyczyni się do spadku EBIT HAK o 11,8% r/r, co z kolei wynagradzane będzie poprawiającymi się rezultatami części miedziovej (spadek kosztów przerobowych w wyniku restrukturyzacji oraz wzrost marży przerobowej) oraz ZM Silesia i F&T Polska. Pozytywnie na rentowność poszczególnych segmentów wpłynąć powinno osłabienie PLN do EUR, jako że Grupa sprzedaje ponad 40% towarów do EU. Spodziewamy się, że po wynikach za 3Q'11 nasza całoroczna prognoza wykonana będzie w 80,6% na poziomie przychodów, 81,7% EBIT i 82,5% zysku netto.

**Przemysł spożywczy**

Analityk:
Jakub Szkopek

Kernel**Kupuj**

P/E 2011 7,1 EV/EBITDA 2011 5,6
P/E 2012 7,3 EV/EBITDA 2012 4,8

Cena bieżąca 65,0 PLN
Cena docelowa 87,8 PLN

(mln USD)	1Q2012P	1Q2011	różnica	2011	2010	zmiana	2011	2012P	zmiana
Przychody	545,8	345,4	58,0%	1 906,2	1 020,5	86,8%	1 906,2	1 968,4	3,3%
EBITDA	73,5	67,5	9,0%	309,3	190,7	62,2%	309,3	280,6	-9,3%
marża	13,5%	19,5%	-	16,2%	18,7%	-	16,2%	14,3%	-
EBIT	64,8	59,7	8,5%	277,0	168,2	64,7%	277,0	250,2	-9,7%
Zysk brutto	52,8	32,6	61,8%	204,9	152,6	34,3%	204,9	224,7	9,6%
Zysk netto	50,2	34,2	46,7%	218,2	153,0	42,6%	218,2	209,2	-4,1%

Niskie wolumeny z handlu zbożem

W 1Q'12 (3Q'11) spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży sięgną 545,8 mln USD (+58,0% r/r). Najwyższej dynamiki spodziewamy się w segmencie produkcji rolnej (+409,4% r/r) (areal +160% r/r i większa wielkość zbiorów z ha) w wyniku wzrostu wolumenu sprzedaży o 114% r/r i cen zbóż (wzrost między 7% a 52% r/r w zależności od odmiany). Oczekujemy również wysokiej (+52,7% r/r) sprzedaży w segmencie oleju luzem za sprawą wyższego o 3% r/r wolumenu i wyższych o 29% r/r cen oleju słonecznikowego. Spodziewamy się, że w ramach działalności związanej z handlem zbożem, Spółce w 1Q'12 (3Q'11) udało się sprzedać jedynie 100 tys. ton zboża (-74,4% r/r), co wynikało z wprowadzonych cel eksportowych na zboża, które zniechęciły producentów do sprzedaży plonów po niższych niż dotychczas cenach. Na poziomie operacyjnym spodziewamy się, że Spółka wypracuje 64,8 mln USD (+8,5% r/r). Niska baza wyniku brutto w 1Q'11 (3Q'10) wynika z 16,3 mln USD odpisu związanego ze sprzedażą obligacji VAT-owych poniżej wartości godziwej. Wynik netto szacujemy na poziomie 50,2 mln USD (+46,7 % r/r).

**Metale**

Analityk:
Jakub Szkopek

Kęty

P/E 2011 9,6 EV/EBITDA 2011 6,0
P/E 2012 9,0 EV/EBITDA 2012 5,6

Kupuj

Cena bieżąca 102,0 PLN
Cena docelowa 126,9 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	408,2	341,5	19,5%	1 096,0	874,3	25,4%	1 355,1	1 210,5	11,9%
EBITDA	71,6	63,0	13,7%	173,1	139,2	24,4%	207,2	185,3	11,8%
marża	17,5%	18,5%	-	15,8%	15,9%	-	15,3%	15,3%	-
EBIT	52,8	45,9	15,0%	120,6	88,0	37,1%	132,5	118,0	12,3%
Zysk brutto	40,6	47,0	-13,5%	101,9	91,3	11,6%	120,6	112,3	7,4%
Zysk netto	32,9	37,2	-11,6%	82,6	71,5	15,5%	97,7	89,7	8,9%

Prognoza Zarządu po wynikach najprawdopodobniej w górę

W 3Q'11 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży sięgną 408,2 mln PLN (+19,5% r/r), co wynikać będzie z jednej strony wyższych o 17,8% r/r cen aluminium, z drugiej zaś wyraźnego wzrostu obrotu w segmencie usług budowlanych (+115% r/r). Szacujemy, że wynik EBIT za 3Q'11 sięgnie 52,8 mln PLN (+15% r/r). Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się, że na wynik negatywnie wpływać będą ujemne różnice kursowe związane z przeszacowaniem wartości portfela kredytów na skutek osłabienia się PLN do EUR i USD (-11 mln PLN). Wynik netto szacujemy na poziomie 32,9 mln PLN (-11,6% r/r). Według nas po 9 miesiącach 2011 roku prognoza Zarządu wykonana będzie w 80,8% na poziomie przychodów, 84,0% EBITDA, 90,7% EBIT i 87,6% zysku netto. W zeszłym roku po 3Q'10 prognoza Zarządu wykonana była w 74,3% na poziomie przychodów, 75,1% EBITDA, 74,8% EBIT i 87,8% zysku netto. Wysokie zrealizowanie wcześniej założonych rezultatów skłoniła Zarząd do podwyższenia całorocznych wyników. Spodziewamy się, że tym razem wysoce prawdopodobne jest powtórzenie ubiegłorocznego scenariusza.

**Przemysł elektromaszynowy**

Analityk:
Jakub Szkopek

Kopex

P/E 2011 11,9 EV/EBITDA 2011 6,9
P/E 2012 8,7 EV/EBITDA 2012 5,2

Kupuj

Cena bieżąca 17,0 PLN
Cena docelowa 22,5 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	569,6	504,3	12,9%	1 728,3	1 623,2	6,5%	2 448,1	2 365,2	3,5%
EBITDA	63,9	47,2	35,4%	209,2	123,6	69,2%	255,5	184,6	38,4%
marża	11,2%	9,4%	-	12,1%	7,6%	-	10,4%	7,8%	-
EBIT	41,7	26,0	60,5%	138,1	61,6	124,4%	166,6	100,1	66,4%
Zysk brutto	32,7	8,3	-	110,1	40,5	172,0%	140,9	56,2	150,8%
Zysk netto	25,2	0,4	-	79,8	21,2	-	106,6	33,3	-

Wyniki 3Q'11 wyraźnie wyższe w porównaniu do 3Q'10

W 3Q'11 spodziewamy się, że na wyniki wpływ będzie miał wyciek wody, jaki miał miejsce w końcówce 2Q'11 na budowanym szybie Bzie 1 (Zofiówka) (spadek przychodów i rentowności segmentu usług budowlanych), kilkudniowe przerwy w pracy zakładu w RPA (spadek przychodów w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa) oraz rozwiązanie części nierentownych kontraktów w restrukturyzowanym Famago. Z drugiej strony wyniki rekompensować będzie poprawiająca się sytuacja w Tagorze (obudowy zmechanizowane – segment maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego). Spodziewamy się, że w 3Q'11 producent obudów wypracuje zysk netto wobec straty na poziomie około 3 mln PLN w IH'11. Na sprzedaż segmentu urządzeń elektronicznych i energetycznych pozytywnie wpływały rosnące przychody ze wzrastającego rynku rosyjskiego. Dodatkowo w przypadku przychodów Grupy realizowanych na rynkach zagranicznych pozytywnie na rentowność wpływać powinno osłabienie PLN do EUR i USD, jakie obserwowaliśmy od początku września. Spodziewamy się, że przychody Kopex w 3Q'11 sięgną 569,6 mln PLN (+12,9% r/r), EBIT 41,7 mln PLN (+60,5% r/r) i zysk netto 25,2 mln PLN (vs. 0,4 mln PLN w 3Q'10).

**Papierniczy**

Analityk:
Michał Marczak

Mondi

P/E 2011 7,9 EV/EBITDA 2011 5,6
P/E 2012 9,6 EV/EBITDA 2012 6,8

Akumuluj

Cena bieżąca 73,9 PLN
Cena docelowa 79,6 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	708,3	588,4	20,4%	2 099,1	1 630,3	28,8%	2 762,4	2 263,7	22,0%
EBITDA	163,8	111,7	46,6%	504,0	313,0	61,0%	664,0	488,1	36,0%
marża	23,1%	19,0%	-	24,0%	19,2%	-	24,0%	21,6%	-
EBIT	125,6	72,2	74,0%	389,7	195,9	98,9%	511,5	330,7	54,6%
Zysk brutto	120,3	63,8	88,5%	374,4	139,8	167,9%	492,1	263,7	86,6%
Zysk netto	110,7	61,4	80,2%	355,3	138,5	156,5%	468,7	249,3	88,0%

Dobry kwartał mimo remontu

Zawirowania na rynkach finansowych i w gospodarce europejskiej z opóźnieniem przekładają się na rynku papieru. Średnie ceny papierów do produkcji tektury na rynku europejskim pozostawały na poziomach zbliżonych do poprzedniego kwartału. Obniżeniu uległa średnia cena kraftlinera (-1,9% q/q) przy wzroście średniej ceny testlinera o 2,2%. W efekcie osłabienia PLN w relacji do EUR ceny złotówkowe są wyższe niż w 2Q, co pozytywnie będzie przekładało się na poziom przychodów. Średnia cena koszyka produktowego w segmencie CCM wzrosła o 0,2% w EUR i o 5,2% w PLN. Negatywny wpływ na poziom przychodów powinien mieć również coroczny przestój remontowy (wolumen produkcji -2%, q/q). Ponadto remont wiąże się z dodatkowymi kosztami, które szacujemy na ok. 37 mln PLN. Również po stronie kosztów cena makulatury wyrażona w PLN wzrosła o 1,1% (spadek o 3,6% w EUR), co dodatkowo będzie wpływało na poprawę marży na produkcji testlinera i flutingu. Wreszcie w porównaniu z 2Q zabraknie jednorazowych transakcji sprzedaży certyfikatów CO2, które podwyższyły przychody i zysk operacyjny. Po 3Q spółka powinna mieć zrealizowane ok. 355 mln PLN zysku netto, co pozwala z dużym spokojem patrzeć na prognozę roczną (469 mln PLN zysku netto), również w kontekście zachowania się cen papieru i kursów walutowych.

Budownictwo



Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Budimex

Kupuj

P/E 2011 9,0 EV/EBITDA 2011 5,7
P/E 2012 8,6 EV/EBITDA 2012 5,8

Cena bieżąca 78,35 PLN
Cena docelowa 90,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	1 455,6	1 437,3	1,3%	3 704,5	3 160,7	17,2%	4 865,0	4 430,3	9,8%
EBITDA	85,4	101,7	-16,0%	244,4	274,7	-11,0%	284,5	352,6	-19,3%
marża	5,9%	7,1%	-	6,6%	8,7%	-	5,8%	8,0%	-
EBIT	78,6	96,5	-18,6%	224,0	259,4	-13,6%	262,9	331,4	-20,7%
Zysk brutto	85,9	99,7	-13,9%	234,1	255,9	-8,5%	275,8	331,8	-16,9%
Zysk netto	69,6	80,8	-13,8%	189,4	207,3	-8,7%	223,4	267,4	-16,5%

Q3 2011: dobre wyniki, znaczny wzrost gotówki netto

Wyniki Q3 2011 będą gorsze r/r, mamy tu jednak do czynienia z efektem wysokiej bazy (marża brutto w Q2 2010: aż 11,0%, Q3 2011P: 8,4%, Q2 2011: 7,6%). W Q2 2011 Budimex wygenerował 73,1 mln PLN zysku netto, ale przy udziale pozostałych przychodów operacyjnych w kwocie 20,0 mln PLN.

Pozytywnych tendencji można się spodziewać na poziomie operacyjnych przepływów pieniężnych. Szacujemy, że dodatni operacyjny cash flow może wynieść około +150 mln PLN. Prezentując poprawę stanów gotówki netto r/r, Budimex wyłamie się z trendów, panujących obecnie w sektorze. Nadal jesteśmy skłonni uważać, że spółka zawdzięczać to będzie dobremu zarządzaniu kapitałem obrotowym, nie zaś, że konkurencyjne spółki prędzej czy później zaprezentują straty na kontraktach drogowych.

W podziale na segmenty działalności, oczekujemy, że udział sektora deweloperskiego w wynikach będzie marginalny (przewidujemy z tego tytułu jedynie 25 mln PLN przychodów). Dominujący udział w wyniku będzie miał segment budownictwa (1,38 mld PLN przychodów). Oczekujemy 42,4 mln PLN kosztów ogólnych. Zakładamy 1,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 7,4 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto.



Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Elektrobudowa

Kupuj

P/E 2011 10,2 EV/EBITDA 2011 6,0
P/E 2012 9,0 EV/EBITDA 2012 5,1

Cena bieżąca 107,0 PLN
Cena docelowa 163,1 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	217,5	187,5	16,0%	590,0	500,1	18,0%	867,2	786,7	10,2%
EBITDA	18,2	14,9	22,1%	37,0	46,6	-20,5%	71,8	65,3	10,0%
marża	8,4%	7,9%	-	6,3%	9,3%	-	8,3%	8,3%	-
EBIT	15,1	12,1	24,4%	27,6	38,3	-28,0%	57,9	53,1	9,0%
Zysk brutto	19,9	13,1	51,1%	32,1	39,4	-18,4%	61,4	54,9	11,8%
Zysk netto	16,1	11,3	42,6%	27,0	32,7	-17,4%	49,7	45,1	10,2%

Poprawa wyników r/r, duży pozytywny wpływ zdarzeń jednorazowych

Oczekujemy, że Elektrobudowa w Q3 2011 zaprezentuje znaczną poprawę wyników finansowych. Przewidujemy pozytywny wpływ zdarzeń jednorazowych (wpływ na wynik operacyjny: +5,4 mln PLN, w Q3 2010 było to około +3,5 mln PLN). Skorygowany o efekt zdarzeń jednorazowych wynik netto za Q3 2011 to 11,3 mln PLN. Oczekujemy dodatnich przepływów operacyjnych na poziomie +10 mln PLN.

Przychody zgodnie z prognozą będą o około 10 mln PLN niższe q/q. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 7,7% (Q2: 6,3%, Q1: 5,5%). Spadek marż w porównaniu do lat ubiegłych jest zjawiskiem typowym w sektorze i występuje praktycznie we wszystkich segmentach działalności (w najmniejszym stopniu w wytwarzaniu energii). Negatywny wpływ na wynik brutto na sprzedaży mieć mogą rezerwy, związane ze sporem z pracownikami w ramach realizacji kontraktu w Finlandii (do 1 mln PLN).

Przewidujemy 4,7 mln PLN kosztów ogólnych i 3 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych (z tego 2,5 mln PLN o charakterze zdarzenia jednorazowego). Zakładamy aż 4,8 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto (z tego 3,9 mln PLN to oczekiwany zysk ze sprzedaży jednostek uczestnictwa w funduszach obligacji). W Q4 2011 spodziewamy się wstępnie około 18 mln PLN zysku netto (w tym 4,5 mln PLN z tytułu rozwiązania rezerwy na Stadionie Narodowym). Ostatecznie, wyniki w 2011 roku mogą być niższe, niż zakładamy, odchylenie od prognoz zarządu (48,6 mln PLN zysku netto) nie przekroczy jednak 10%.

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Erbud**Kupuj**

P/E 2011 -
P/E 2012 7,1

EV/EBITDA 2011 <0
EV/EBITDA 2012 4,5

Cena bieżąca 19,23 PLN
Cena docelowa 29,8 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	324,5	313,6	3,5%	1 009,0	837,8	20,4%	1 281,5	1 108,1	15,6%
EBITDA	13,0	14,4	-9,7%	-10,9	45,9	-	-3,5	33,0	-
marża	4,0%	4,6%	-	-1,1%	5,5%	-	-0,3%	3,0%	-
EBIT	11,0	12,5	-12,0%	-16,7	40,1	-	-11,6	24,9	-
Zysk brutto	10,0	13,0	-23,3%	-22,3	38,0	-	-10,4	23,2	-
Zysk netto	7,7	8,9	-12,8%	-20,9	28,0	-	-8,5	15,2	-

W Q3 2011 już bez zaskoczeń negatywnych, wynik netto poniżej 10 mln PLN

Erbud utworzył wszystkie niezbędne rezerwy na straty na kontraktach w H1 2011. Nie przewidujemy tego typu zdarzeń w Q3 2011. Wynik netto będzie dodatni, niższy jednak, niż oczekiwane przez nas wcześniej 10 mln PLN zysku netto. Przyczyną niższego wyniku netto jest: a) niski wolumen przychodów z tytułu realizacji wysoko marżowego kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu; b) niższa niż oczekiwana rentowność działalności deweloperskiej. Wyniki Q4 2011 mogą być nieznacznie lepsze, niż w Q3 2011.

Przychody w Q3 2011 będą niższe q/q (duża kumulacja prac w Q2 2011, przychody w Q2 2011: 408,5 mln PLN, Q3 2011P: 324,5 mln PLN). Oczekujemy rentowności brutto na sprzedaży na poziomie 7,3% (Q2 2011: -0,8%). Przewidujemy 12,1 mln PLN kosztów ogólnych, 0,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 1,0 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Zakładamy 0,35 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych.

Przepływy pieniężne w Q3 2011 będą ujemne, wyniosą jednak zgodnie z prognozą jedynie około -10 mln PLN. W Q2 2011 spółka przeprowadziła emisję obligacji za 50 mln PLN, celem wcześniejszego finansowania podwykonawców. Można było się więc spodziewać większego ujemnego operacyjnego przepływu pieniężnego.

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Mostostal Warszawa**Kupuj**

P/E 2011 22,7
P/E 2012 10,2

EV/EBITDA 2011 7,7
EV/EBITDA 2012 3,8

Cena bieżąca 24,0 PLN
Cena docelowa 43,7 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	898,4	749,4	19,9%	2 323,9	1 888,6	23,0%	2 832,3	2 570,4	10,2%
EBITDA	21,5	30,6	-29,9%	52,1	98,6	-47,1%	55,7	119,7	-53,5%
marża	2,4%	4,1%	-	2,2%	5,2%	-	2,0%	4,7%	-
EBIT	11,7	20,9	-44,0%	22,8	72,2	-68,4%	19,5	84,3	-76,9%
Zysk brutto	12,3	21,1	-41,9%	25,2	77,6	-67,5%	29,3	88,0	-66,7%
Zysk netto	8,4	13,9	-39,4%	17,0	55,9	-69,5%	21,1	62,5	-66,2%

Nadal bez przełomu w Q3 2011

Grupa Mostostal Warszawa wygeneruje w Q3 2011 rekordowe przychody, co daje szansę na przekroczenie poziomu 3 mld PLN obrotów w całym 2011 roku. Niestety, na poziomie EBIT i zysku netto wynik rekordowy nie będzie. Nie oczekujemy, aby Q3 2011 przyniósł przełom, tak pod względem realizowanych przez spółkę marż, jak i operacyjnych przepływów pieniężnych. Przepływy operacyjne nadal pozostaną ujemne i wyniosą około - 60 mln PLN.

Z 898 mln PLN prognozowanych przychodów, 676 mln PLN pochodzić będzie z Mostostalu Warszawa, 65 mln PLN z Remaku i 27 mln PLN z Mostostalu Płock. Pozostałe jednostki zgodnie z prognozą wygenerują 130 mln PLN przychodów. Marżę brutto na sprzedaży Grupy szacujemy na poziomie 3,9% (Mostostal Warszawa: 2,6%, Remak: 10%, Mostostal Płock: 3%, pozostałe spółki: 7,8%). Za niską rentowność jednostkową odpowiadać będą obniżki budżetów kontraktów budowlanych, za niską rentowność Mostostalu Płock - niewielki portfel zleceń (dźwignia kosztów ogólnych).

Zakładamy 18,3 mln PLN kosztów ogólnych, 5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 0,6 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto (saldo dodatnie z uwagi na dodatnie różnice kursowe w Remaku). Zakładamy 1,5 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych (wynik netto Remaku: 3,5 mln PLN, wynik netto Mostostalu Płock: -0,8 mln PLN).

**Budownictwo****PBG****Kupuj**

Analitik:
Maciej Stokłosa

P/E 2011 5,9
P/E 2012 5,5

EV/EBITDA 2011 8,2
EV/EBITDA 2012 5,9

Cena bieżąca 82,55 PLN
Cena docelowa 151,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	854,1	732,8	16,6%	2 311,0	1 931,1	19,7%	3 479,4	2 740,3	27,0%
EBITDA	81,3	85,2	-4,6%	222,0	206,7	7,4%	363,1	319,4	13,7%
marża	9,5%	11,6%	-	9,6%	10,7%	-	10,4%	11,7%	-
EBIT	68,5	73,6	-6,9%	183,7	171,4	7,2%	308,5	272,7	13,1%
Zysk brutto	56,4	72,7	-22,4%	171,9	169,6	1,3%	271,8	267,6	1,6%
Zysk netto	43,0	58,7	-26,8%	140,6	139,0	1,1%	198,4	224,3	-11,5%

Marże podobne jak w poprzednich kwartałach, niższe przychody = niższy wynik q/q

Wyniki PBG za Q3 2011 nie powinny zaskakiwać. Oczekujemy niższych przychodów, niż w poprzednim kwartale (Q3 2011P: 854,1 mln PLN, Q2 2011: 979,2 mln PLN), co przy porównywalnych marżach brutto zapewni niższy niż w Q2 2011 wynik netto. Marżę brutto w Q3 2011 szacujemy na 11,8% (Q2 2011: 11,3%). Operacyjne przepływy pieniężne będą prawdopodobnie ujemne i wyniosą około - 60 mln PLN. Uważamy, że wyniki będą przez rynek odbierane neutralnie, obecnie z punktu widzenia oceny spółki najważniejsza jest poprawa operacyjnych przepływów pieniężnych w Q4 2011.

Koszty ogólne szacujemy na poziomie 30,8 mln PLN (+2 mln PLN q/q). Pozostałe koszty operacyjne zakładamy na poziomie 1,5 mln PLN, zaś pozostałe koszty finansowe netto na poziomie 12,0 mln PLN. Przewidujemy 2,7 mln PLN wyniku akcjonariuszy mniejszościowych i 43 mln PLN zysku netto (Q2 2011: 73,5 mln PLN, w Q2 na wynik pozytywnie wpłynęły duże pozostałe przychody finansowe).

W Hydrobudowie oczekujemy 460 mln PLN przychodów, 5,5% marży brutto na sprzedaży (Q2 2011: 6,4%), 14,5 mln PLN EBIT i 8,0 mln PLN zysku netto. Znaczna poprawa wyników wystąpi w Energomontażu Południe. Oczekujemy: 85 mln PLN przychodów, 16,8% rentowności brutto na sprzedaży, 8,9 mln PLN EBIT i 6,2 mln PLN zysku netto.

**Budownictwo****Polimex Mostostal****Kupuj**

Analitik:
Maciej Stokłosa

P/E 2011 11,2
P/E 2012 7,4

EV/EBITDA 2011 5,7
EV/EBITDA 2012 4,9

Cena bieżąca 1,68 PLN
Cena docelowa 2,59 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	1 241,6	1 172,5	5,9%	3 347,4	2 978,7	12,4%	4 549,8	4 160,9	9,3%
EBITDA	60,0	70,4	-14,8%	174,3	201,1	-13,3%	249,0	300,4	-17,1%
marża	4,8%	6,0%	-	5,2%	6,8%	-	5,5%	7,2%	-
EBIT	35,8	46,4	-22,9%	101,7	128,7	-21,0%	139,0	212,7	-34,6%
Zysk brutto	18,9	28,7	-34,3%	54,6	92,0	-40,7%	83,3	155,2	-46,3%
Zysk netto	15,3	17,3	-11,9%	41,0	60,0	-31,6%	78,3	109,7	-28,6%

Znaczna poprawa wyników q/q jeszcze nie w Q3 2011

Wyniki Polimexu w Q3 2011 pozostaną na poziomie porównywalnym do wyników w Q1 i Q2 2011. Scenariusz znacznej poprawy rentowności działalności produkcyjnej faktycznie zmaturalizuje się. Niestety, w segmencie budownictwa i chemii wyniki znacząco się pogorszą. W segmencie budownictwa pogorszenie wyników wynikać będzie z utworzonych rezerw na straty na kontraktach, w tym na kontraktach realizowanych w Libii (rezerwy te mogą ulec odwróceniu, być może nawet już w Q4 2011). W chemii pogorszenie wyników to efekt niewielkiego portfela zleceń i struktury realizowanych zleceń.

Przepływy operacyjne, wbrew wcześniejszym nadziejom na poprawę, w Q3 2011 będą zbliżone do zera. Na poprawę należy poczekać do Q4 2011. Warto zwrócić uwagę, że pod względem jakości, oczekiwany wynik Polimexu będzie lepszy q/q (w Q2 2011 spółka wygenerowała aż 7,6 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych).

W Q3 2011 oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 7,6% (Q2: 6,9%, Q1: 8,2%). Koszty ogólne zakładamy na poziomie 56,4 mln PLN. Przewidujemy 1,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 16,9 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto (lekka poprawa q/q z uwagi na możliwe dodatnie różnice kursowe).

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Rafako**Akumuluj**

P/E 2011 11,1 EV/EBITDA 2011 5,6
P/E 2012 10,2 EV/EBITDA 2012 5,0

Cena bieżąca 9,0 PLN
Cena docelowa 12,8 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	322,5	286,2	12,7%	790,8	860,6	-8,1%	1 418,2	1 135,6	24,9%
EBITDA	11,0	11,8	-7,1%	48,6	51,5	-5,8%	77,5	64,6	20,0%
marża	3,4%	4,1%	-	6,1%	6,0%	-	5,5%	5,7%	-
EBIT	7,8	8,8	-11,0%	39,2	42,6	-7,9%	63,7	52,7	20,9%
Zysk brutto	16,5	12,5	31,6%	49,2	40,9	20,2%	70,7	52,1	35,7%
Zysk netto	13,1	9,8	33,9%	39,2	31,3	25,2%	56,3	40,1	40,4%

Wyniki Q3 2011 zbliżone do Q2 2011, duży dodatni cash flow

Oczekujemy, że wyniki Q3 2011 będą zbliżone do wyników Q2 2011 na poziomie zysku netto (Q3 2011P: 13,1 mln PLN, Q2 2011: 13,1 mln PLN). Inną może być jednak struktura wyników. Przewidujemy 322,5 mln PLN przychodów (Q2 2011: 264,2 mln PLN) i niższą marżę brutto na sprzedaży (Q3 2011: 9,2%, Q2 2011: 12,6%). Zakładamy 20,7 mln PLN kosztów ogólnych.

Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosą zgodnie z prognozą 1,1 mln PLN, zaś pozostałe przychody finansowe netto 8,7 mln PLN. Przewidujemy 0,25 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych. Operacyjne przepływy pieniężne będą dodatnie, oczekujemy około +50 mln PLN w Q3 2011. Jest to zjawisko sezonowe. W Q4 2011 część z dodatnich przepływów w Q3 2011 może zostać wykorzystana na sfinansowanie realizacji kontraktów.

W kontekście przyszłości, uważamy, że brak zaskoczeń w wynikach Q3 2011 będzie związany z zaplanowaną akwizycją Rafako przez PBG. Po akwizycji wyniki Rafako mogą ulec poprawie, gdyż uważamy, że spółka prowadzi znacznie bardziej konserwatywną politykę księgową, niż PBG. Poziom rezerw na kontrakty w Rafako relatywnie do przychodów jest nawet większy, niż w Budimeksie.

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Trakcja Tiltr**Kupuj**

P/E 2011 5,8 EV/EBITDA 2011 5,0
P/E 2012 5,3 EV/EBITDA 2012 4,2

Cena bieżąca 1,82 PLN
Cena docelowa 3,5 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	689,4	123,1	-	1 357,7	273,5	-	2 259,2	484,8	-
EBITDA	44,4	6,5	-	83,3	31,9	161,0%	173,4	53,0	-
marża	6,4%	5,3%	-	6,1%	11,7%	-	7,7%	10,9%	-
EBIT	38,1	3,8	-	64,4	24,0	168,5%	127,7	42,4	-
Zysk brutto	25,3	4,4	-	42,0	25,1	67,5%	90,2	45,6	97,8%
Zysk netto	18,2	3,1	-	31,3	19,5	60,1%	72,6	36,4	99,5%

Oczekiwana poprawa wyników q/q

Przewidujemy, że Grupa Trakcja Tiltr poprawi wyniki finansowe q/q na każdym poziomie rachunku wyników. Głównym źródłem poprawy wyników finansowych będą wyższe przychody, tak w Trakcji, jak i w Tiltrze (efekt sezonowości). Oczekujemy 689,4 mln PLN przychodów (Q2 2011: 590,2 mln PLN), z czego segment kolejowy wygeneruje 250,4 mln PLN, zaś segment drogowy 439 mln PLN. Oczekujemy rentowności brutto na sprzedaży Grupy na poziomie 9,1% (koleje: 6,75%, drogi: 10,5%). Niska rentowność brutto w segmencie kolejnictwa to wynik realizacji kontraktu na modernizację LCS Działdowo (niska rentowność, udział Trakcji w pracach: 50%, prezentowane przychody z kontraktu w wynikach finansowych: 100%).

Zakładamy 23,5 mln PLN kosztów ogólnych, 1,4 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 12,8 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Przewidujemy 2,3 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych. Operacyjne przepływy pieniężne mogą być zbliżone do zera lub być ujemne. Z uwagi na krótką historię konsolidacji Tiltr, nie sporządzamy konkretnych szacunków operacyjnego cash flow. Z tego samego powodu, prognoza wyników Trakcji Tiltr w Q3 2011 obciążona jest ryzykiem.

W Q4 2011 wyniki Grupy poprawią się, z uwagi na wzrost przychodów q/q i zaplanowane oddania mieszkań w projekcie deweloperskim przy ul. Pełczyńskiego (ponad 50% z około 240 lokali jest sprzedane).

**Budownictwo****Ulma CP****Kupuj**

Analityk:
Maciej Stokłosa

P/E 2011 9,5
P/E 2012 10,2

EV/EBITDA 2011 3,4
EV/EBITDA 2012 3,6

Cena bieżąca 61,5 PLN
Cena docelowa 91,4 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	83,1	59,8	39,0%	205,0	155,3	32,0%	258,9	215,4	20,2%
EBITDA	43,7	29,6	47,5%	105,7	71,7	47,4%	128,8	104,2	23,6%
marża	52,5%	49,5%	-	51,6%	46,2%	-	49,7%	48,4%	-
EBIT	23,5	10,3	128,0%	45,8	14,3	-	56,3	27,3	106,2%
Zysk brutto	20,3	7,1	184,2%	36,4	4,3	-	42,5	13,5	-
Zysk netto	16,4	3,9	-	29,2	3,6	-	34,1	10,2	-

Wyniki Q3 2011 rekordowe w historii Ulmy

Wyniki Q3 2011 będą najlepsze w całej historii Ulmy. Bardzo wysokie wyniki finansowe to efekt wysokich przychodów, przy relatywnie niezmiennych kosztach własnych sprzedaży i kosztach ogólnych. Wysokie przychody związane są z bardzo wysoką rotacją dzierżawionego sprzętu (duży popyt ze strony firm realizujących duże kontrakty drogowe). Bardzo dobre oczekiwane wyniki spółki w Q3 2011 dają szansę na istotne przekroczenie prognoz zysku netto w 2011 roku. Sądzimy, że w 2011 roku osiągalne może być nawet blisko 40 mln PLN zysku netto.

Szacujemy, że przychody w Q3 2011 wzrosną q/q o 14% (z 72,9 mln PLN do 83,1 mln PLN). Zakładamy, że koszty własne sprzedaży w tym samym czasie wzrosną z 50,0 mln PLN do 51,8 mln PLN. Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 6,6 mln PLN. Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosą zgodnie z prognozą 1,3 mln PLN, zaś pozostałe koszty finansowe netto 3,2 mln PLN.

W kontekście oceny atrakcyjności spółki, można żywić obawy, że wyników z 2011 roku nie uda się utrzymać w roku 2012. Faktycznie tak będzie, z uwagi na oczekiwany słabszy Q4 2012. Niemniej, spółka jest atrakcyjna i ma wiele czasu, aby przygotować się do sytuacji w roku 2013 (spadek nakładów na budowę dróg). Zwracamy też uwagę, że stawki dzierżawy szalunków nadal są w Polsce niższe, niż na przykład w Niemczech, czy na Ukrainie (niska baza).

**Budownictwo****Unibep****Kupuj**

Analityk:
Maciej Stokłosa

P/E 2011 10,6
P/E 2012 5,0

EV/EBITDA 2011 8,5
EV/EBITDA 2012 5,0

Cena bieżąca 6,08 PLN
Cena docelowa 9,78 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	226,5	185,7	22,0%	594,7	471,8	26,0%	780,6	657,9	18,7%
EBITDA	7,4	9,2	-20,0%	19,4	23,4	-17,2%	33,3	35,7	-6,7%
marża	3,3%	5,0%	-	3,3%	5,0%	-	4,3%	5,4%	-
EBIT	5,7	7,8	-26,8%	14,4	19,3	-25,5%	26,8	29,8	-10,1%
Zysk brutto	5,9	8,1	-27,3%	14,2	19,0	-25,5%	24,3	29,4	-17,3%
Zysk netto	4,7	6,4	-26,3%	10,9	15,0	-27,0%	19,5	22,7	-14,1%

Poprawa wyników q/q w Q3 2011

Oczekujemy, że Q3 2011 przyniesie poprawę wyników Unibepu q/q. Spodziewamy się 4,7 mln PLN zysku netto (Q2 2011: 4,0 mln PLN). Głównym źródłem poprawy jest realizacja kontraktu na budowę budynku biurowego przy ul. Grzybowskiej. Jest to w zasadzie przedsięwzięcie deweloperskie prowadzone „na zalecenie” klienta (zapewniony najemca i przyszły nabywca nieruchomości). Przedsięwzięcie nie będzie rozliczane jak nieruchomość inwestycyjna w budowie (wyceny nieruchomości), lecz jak kontrakt budowlany (spółka będzie księgować przychody i wynik z przedsięwzięcia stosownie do stopnia zaawansowania budowy).

Marża brutto zgodnie z prognozą wyniesie 6,0% (Q2 2011: 5,2%). Poprawa marży to skutek realizacji budowy biurowca (zakładana marża brutto: 20%). Marża z pozostałej działalności budowlanej wyniesie zgodnie z prognozą 5,2%, z drogownictwa 3%, z produkcji 7%, z działalności deweloperskiej 13%. Pozostałe koszty operacyjne wyniosą zgodnie z prognozą 0,6 mln PLN, zaś pozostałe przychody finansowe netto 0,2 mln PLN. Przewidujemy -10 mln PLN operacyjnych przepływów pieniężnych (ujemny przepływ to skutek realizacji budowy Point House).

W Q4 2011 spodziewamy się podobnego wyniku, jak w Q3 2011, co by znaczyło, że nasze prognozy na rok 2011 mogą być skorygowane w dół. Nadal nie wierzymy w możliwość oddania w Q4 2011 mieszkań w dużym projekcie mieszkaniowym Point House. Oddania części lokali i bardzo dobrego wyniku oczekujemy w Q1 2012.

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

ZUE

P/E 2011 8,0
P/E 2012 7,6

EV/EBITDA 2011 4,8
EV/EBITDA 2012 3,8

Kupuj

Cena bieżąca 7,6 PLN
Cena docelowa 13,2 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	161,1	145,6	10,6%	368,1	237,2	55,2%	530,0	392,4	35,1%
EBITDA	11,6	10,9	5,6%	21,0	19,0	10,8%	39,8	32,4	22,8%
marża	7,2%	7,5%	-	5,7%	8,0%	-	7,5%	8,3%	-
EBIT	9,6	9,2	5,2%	15,2	13,7	11,5%	31,5	25,6	23,0%
Zysk brutto	8,8	7,8	12,0%	14,4	9,3	55,8%	28,2	21,1	33,6%
Zysk netto	6,9	5,8	19,1%	11,4	6,9	66,0%	20,9	16,8	24,4%

Wyniki Q3 2011 porównywalne do Q2 2011

Przewidujemy, że wyniki Q3 2011 będą podobne do wyników Q2 2011 na poziomie: a) przychodów, b) wyniku operacyjnego i wyniku netto, c) operacyjnych przepływów pieniężnych.

Z uwagi na warunki pogodowe (opady w lipcu i sierpniu), nie przewidujemy wzrostu przychodów q/q. Istotny wzrost przychodów wystąpić powinien w Q4 2011. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 9,0% (Q2 2011: 8,7%). Nie spodziewamy się ani pogorszenia, ani poprawy budżetów kontraktów.

Zakładamy 4,6 mln PLN kosztów ogólnych, 0,9 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto i 0,2 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych. Prognozowany wynik netto na poziomie 6,9 mln PLN jest zbliżony do wyniku Q2 2011 (7,2 mln PLN).

Przepływy pieniężne w Q3 2011 będą ujemne i zgodnie z prognozą wyniosą około –15 mln PLN. Oczekujemy poprawy w Q4 2011.

Deweloperzy



Deweloperzy

Analitik:
Piotr Żybała

BBI Development Kupuj

P/E 2011 15,7 EV/EBITDA 2011 25,1 **Cena bieżąca 0,30 PLN**
P/E 2012 4,8 EV/EBITDA 2012 9,2 **Cena docelowa 0,53 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	6,4	0,4	-	52,9	47,9	10,3%	53,3	67,1	-20,6%
EBITDA	0,9	-4,1	-	20,8	20,4	1,8%	12,9	28,5	-54,7%
marża	14,3%	-	-	39,4%	42,7%	-	24,2%	42,5%	-
EBIT	0,9	-4,2	-	20,7	20,3	1,6%	12,7	28,4	-55,2%
Zysk brutto	0,5	-4,3	-	19,2	20,8	-7,7%	12,9	23,5	-45,0%
Zysk netto	0,4	-4,6	-	14,6	15,8	-7,6%	10,0	12,0	-16,4%

Umocnienie Euro pozwoli uniknąć straty

Do przekazania zostały ostatnie mieszkania z warszawskiej inwestycji przy ul. Dolnej. Dotychczas Spółka zrealizowała na tym projekcie średnią marżę w wysokości 24%, której utrzymania spodziewamy się również w Q3. Umocnienie Euro pozwoli przeszacować w górę wartość inwestycji PI. Unii. Zysk z wyceny nie powinien być wysoki, gdyż w Q3 wzrost również WIBOR, wpływający na stopę dyskontową w modelu wyceny PI. Unii. SG&A szacujemy na 4,2 mln PLN (-10% q/q). Standardowo, saldo pozostałej działalności operacyjnej powinno być dodatnie (spodziewane przychody z wynajmu pomieszczeń w inwestycji Koneser oraz usługi zewnętrzne świadczone przez Juvenes Projekt). W Q3 nie nastąpiły zdarzenia, które mogłyby wpłynąć istotnie na saldo działalności finansowej, dlatego oczekujemy, że pozostanie ono na poziomie z Q2 (-0,4 mln PLN). Zysk brutto szacujemy na 0,5 mln PLN, natomiast zysk netto na 0,4 mln PLN. Dodatni wynik zostanie osiągnięty głównie dzięki wycenie nieruchomości. Wyższych przychodów ze sprzedaży mieszkań należy się spodziewać dopiero w Q1 2012 r.



Deweloperzy

Analitik:
Piotr Żybała

Dom Development Zawieszona

P/E 2011 8,9 EV/EBITDA 2011 8,7 **Cena bieżąca 29,85 PLN**
P/E 2012 5,7 EV/EBITDA 2012 4,1 **Cena docelowa -**

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	183,7	114,5	60,4%	349,9	417,3	-16,1%	625,6	513,7	21,8%
EBITDA	37,6	13,8	172,4%	47,9	51,5	-6,9%	101,3	61,4	64,9%
marża	20,5%	12,1%	-	13,7%	12,3%	-	16,2%	12,0%	-
EBIT	37,1	13,2	180,8%	46,2	49,7	-7,1%	98,9	59,1	67,5%
Zysk brutto	37,1	10,7	-	45,7	42,3	8,0%	101,9	51,1	99,5%
Zysk netto	30,1	8,4	-	37,2	33,4	11,4%	82,5	40,4	104,1%

Kolejny solidny kwartał

W Q3 2011 spodziewamy się przekazania przez Dom Development około 460 mieszkań. Przekazania będą pochodzić głównie z trzech inwestycji zakończonych w Q2 2011 oraz projektu Regaty E4, ukończonego w Q3. W Q2 Spółka pokazała, że marże realizowane na nowych inwestycjach są wysokie (32,3% marża brutto ze sprzedaży). Oczekujemy utrzymania ponad 30% marży również w Q3 przy przychodach równych 183 mln PLN. Na kolejnych poziomach rachunku zysków i strat spodziewamy się: SG&A 19,2 mln PLN (-10% q/q), EBIT 37,1 mln PLN (+55% q/q), zysk brutto 37,1 mln PLN (+57% q/q), zysk netto 30,1 mln PLN (+55% q/q). W Q4 do wyniku będą kontrybuować cztery kolejne etapy w inwestycjach Adria, Saska oraz Derby. Szacujemy, że na koniec Q3 sprzedano aż 80% mieszkań z powyższych inwestycji, stąd przy sprawnym przekazywaniu lokali wynik Q4 powinien być wyższy niż w Q3.

**Deweloperzy**

Analitik:
Piotr Zybala

Echo Investemnt

Kupuj

P/E 2011 7,8
P/E 2012 3,7

EV/EBITDA 2011 9,0
EV/EBITDA 2012 6,4

Cena bieżąca 3,65 PLN
Cena docelowa 6,17 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	98,8	94,6	4,4%	281,0	326,5	-13,9%	400,1	427,8	-6,5%
EBITDA	423,7	-6,6	-	592,0	135,0	-	367,0	169,6	116,4%
marża	429,0%	-6,9%	-	210,6%	41,3%	-	91,7%	39,7%	-
EBIT	422,7	-6,5	-	590,0	133,2	-	361,9	167,6	116,0%
Zysk brutto	172,0	34,4	-	263,8	105,8	149,2%	242,5	137,5	76,3%
Zysk netto	155,1	58,8	163,6%	230,2	115,9	98,6%	196,4	146,9	33,7%

Dobry kwartał dzięki sprzedaży nieruchomości i umocnieniu Euro

Oczekujemy dobrego wyniku finansowego Echo Investment w Q3 2011. Poprawa powinna nastąpić już na poziomie marży brutto ze sprzedaży. W Q3 pojawiły się pierwsze przychody z rozbudowanej części Galerii Echo w Kielcach. Wyższe powinny być też zyski z wynajmu w biurach Oxygen i Malta II (wzrost marży na wynajmie, spadek pustostanów). Segment mieszkaniowy nie będzie miał dużego znaczenia dla wyników, aczkolwiek spodziewamy się utrzymania wysokiej marży na przekazywanych mieszkaniach (prognozowana marża: 37% przy przychodach 8,3 mln PLN). Podsumowując, spodziewamy się wzrostu wyniku brutto ze sprzedaży (napędzanego wyższymi zyskami segmentu komercyjnego) do 64,2 mln PLN (+12% q/q). Znaczącą pozycją jest zysk ze sprzedaży Parku Postępu (110,7 mln PLN). Co istotne, podatek zapłacony od zysku na tej transakcji będzie wyraźnie niższy niż 19%. Wzrosnąć w wyniku transakcji powinny natomiast SG&A (prognoza: 15,7 mln PLN, +6% q/q). Największą niewiadomą w wynikach jest wycena nieruchomości inwestycyjnych. Na ostateczną wartość przeszacowania nieruchomości wpłyną (1) kurs EUR/PLN (2) wycena do wartości godziwej ukończonej w Q3 kieleckiej galerii (3) aktualizacja stóp kapitalizacji portfela nieruchomości. O ile wpływ kursu walutowego oraz wycena Galerii pozytywnie wpłyną na wynik, korekta yieldów może mieć odwrotny efekt. Szczególnie narażone na utratę wartości są obiekty spoza segmentu *prime*. Ostatecznie spodziewamy się 260 mln PLN zysku z tytułu wyceny nieruchomości inwestycyjnych. Prognozowany przez nas wynik z działalności finansowej to -251 mln PLN (efekt przeszacowania kredytów walutowych i wyceny kontraktów forward). Zysk brutto szacujemy na 172 mln PLN (vs. 22,4 w Q2), a zysk netto na 155 mln PLN (vs. 19,9 mln PLN w Q2).

**Deweloperzy**

Analitik:
Piotr Zybala

GTC

Kupuj

P/E 2011 5,5
P/E 2012 3,5

EV/EBITDA 2011 8,8
EV/EBITDA 2012 7,2

Cena bieżąca 12,15 PLN
Cena docelowa 23,36 PLN

(mln EUR)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	39,5	36,7	7,5%	115,1	114,6	0,4%	166,9	169,0	-1,2%
EBITDA	10,0	20,9	-52,1%	2,0	70,7	-97,2%	211,1	111,1	89,9%
marża	25,4%	57,0%	-	1,7%	61,7%	-	126,5%	65,8%	-
EBIT	9,8	20,8	-52,7%	1,4	70,3	-98,0%	210,5	110,6	90,3%
Zysk brutto	-5,5	5,1	-	-49,1	21,3	-	153,3	45,7	-
Zysk netto	-0,7	8,0	-	-27,0	16,7	-	110,9	41,9	164,5%

Ryzyko dalszego odpisu wartości nieruchomości

Najistotniejszym wydarzeniem wpływającym na wyniki GTC w Q3 była sprzedaż Galerii Mokotów. Galeria przynosiła Spółce NOI w wysokości około 3 mln EUR kwartalnie, stąd jej sprzedaż na przełomie lipca i sierpnia obniża wynik z wynajmu o około 2 mln EUR. Pogorszenie wyniku w segmencie komercyjnym powinno być mniejsze z uwagi na pewien spadek poziomu pustostanów i kończące się wakacje czynszowe. W segmencie mieszkaniowym nie oczekujemy przełomu. Przychody ze sprzedaży mieszkań szacujemy na 7,6 mln PLN przy marży 3,8%. Podsumowując, prognozujemy spadek wyniku brutto ze sprzedaży o 5,5% q/q do 23,3 mln EUR. W Q3 powinniśmy zaobserwować zdecydowany spadek SG&A (prognoza: 6,6 mln EUR, -35% q/q), gdyż nie pojawiają się już koszty związane z transakcją sprzedaży Galerii Mokotów. Zagadką jest wynik z wyceny nieruchomości inwestycyjnych, który w Q2 odpowiadał za 37 mln EUR straty netto. Uważamy, że ryzyko dalszego odpisu wartości aktywów w Regionie SEE wciąż istnieje. Dotyczy to zarówno gotowych nieruchomości, jak i inwestycji w budowie. Szacujemy, że utrata wartości w Q3 wyniesie 6,3 mln EUR. Koszty finansowe w Q3 powinny spaść o koszt obsługi kredytu refinansującego Galerię Mokotów (prognoza: 16,4 mln EUR). Powyższe szacunki implikują stratę brutto w wysokości 5,5 mln EUR, którą pomniejszy ujemny podatek dochodowy oraz straty mniejszości. Prognozujemy, że w Q3 wynik netto wyniesie -0,7 mln EUR vs. -36,5 mln EUR w Q2.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

J.W. Construction

Zawieszona

P/E 2011 4,5
P/E 2012 5,9

EV/EBITDA 2011 5,0
EV/EBITDA 2012 7,9

Cena bieżąca 8,0 PLN
Cena docelowa -

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	70,7	216,3	-67,3%	289,4	457,5	-36,7%	528,3	620,0	-14,8%
EBITDA	15,5	57,7	-73,2%	68,8	112,7	-39,0%	153,0	155,3	-1,5%
marża	21,9%	26,7%	-	23,8%	24,6%	-	29,0%	25,0%	-
EBIT	11,5	54,6	-78,9%	58,7	103,3	-43,1%	136,2	142,4	-4,4%
Zysk brutto	1,6	44,7	-96,4%	32,4	84,0	-61,5%	119,0	113,4	4,9%
Zysk netto	1,3	35,8	-96,4%	26,0	67,9	-61,7%	96,4	92,0	4,8%

Mniej przekazanych i wynik netto bliski zera

Po znacznym spadku wolumenu przekazywanych mieszkań w Q2 2011, Q3 będzie pod tym względem jeszcze słabszy. Nawet przy założonym w prognozach utrzymaniu około 30% marży brutto ze sprzedaży, przekazanie oczekiwanych przez nas około 190 mieszkań w Q3 2011 nie wystarczyłoby, by wykazać zysk po opodatkowaniu. Uważamy jednak, że JWC powinno uniknąć straty dzięki kolejnemu przeszacowaniu inwestycji Nowa Dana. Zamieniając nasze założenia w cyfry, w Q3 spodziewamy się 21,9 mln zysku brutto ze sprzedaży (-24% q/q) przy przychodach na poziomie 70,7 mln PLN (-19% q/q), EBIT 11,5 mln PLN (-26% q/q), zysk brutto 1,6 mln PLN (-78% q/q), zysk netto 1,3 mln PLN (-76% q/q). Sytuacja JWC może więc wyglądać w Q3 podobnie jak w Robygu, u którego również oczekujemy w Q3 zysku na niewielkim poziomie przy założeniu 5 mln PLN rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych. W Robygu jednak wynik ten osiągamy przy założeniu sprzedaży 40 mieszkań, podczas gdy w JWC prawie 180. Kolejną różnicą między spółkami jest perspektywa wyników 2012 r. Robyg powinien osiągnąć wysoki zysk w przyszłym roku dzięki przekazaniom mieszkań. JWC będzie dysponować ograniczoną liczbą lokali do przekazania, a wynik będzie wspierany wyceną nieruchomości inwestycyjnych.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

P.A. Nova

Kupuj

P/E 2011 12,2
P/E 2012 12,1

EV/EBITDA 2011 11,5
EV/EBITDA 2012 14,3

Cena bieżąca 21,5 PLN
Cena docelowa 37,4 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	39,8	31,8	25,2%	120,5	100,4	20,0%	169,3	146,5	15,6%
EBITDA	10,4	2,2	-	25,1	14,5	73,2%	29,6	27,9	5,9%
marża	26,2%	6,9%	-	20,8%	14,4%	-	17,5%	19,1%	-
EBIT	9,7	1,7	-	23,0	12,8	80,2%	27,0	25,7	4,9%
Zysk brutto	8,9	1,5	-	20,8	12,5	65,9%	21,7	24,5	-11,6%
Zysk netto	7,2	1,2	-	17,0	10,1	68,4%	17,6	20,2	-12,8%

One-off na 5,5 mln PLN kluczowy dla wyniku Q3

Trzy projekty powinny zostać rozliczone w Q3 2011: Netto Gliwice, Netto Racibórz oraz Kaufland Myszków. Przychody z wynajmu powierzchni handlowej nie powinny się zmienić istotnie q/q. Łączne przychody P.A. Novej w Q3 szacujemy na 39,8 mln PLN (-13% q/q), a zysk brutto ze sprzedaży 5,5 mln PLN (-38% q/q). Poziom kosztów ogólnych to mocna strona Spółki, a w Q3 nie powinno to ulec zmianie (prognoza SG&A: 1,0 mln PLN). Największy wpływ na wynik będzie miała sierpniowa transakcja wniesienia nieruchomości w Jaworznie do spółki celowej. Aktywa zostały wniesione po kwocie wyższej niż wartość bilansowa, w związku z czym spółka przedstawi zysk w wysokości około 5,5 mln PLN. Ze względu na osłabienie złotówki oraz wzrost stóp procentowych EURIBOR i WIBOR, najprawdopodobniej nastąpi wzrost kosztów finansowych. Nasza prognoza zysku brutto w Q3 to 8,9 mln PLN (+31% q/q), natomiast zysku netto 7,2 mln PLN (+34% q/q). Wycena kredytu refinansującego Galerię Sanowa (19,2 mln EUR) nie będzie ujęta w rachunku zysków (ok. 8 mln PLN pomniejszy kapitały własne).

**Deweloperzy**

Analitik:
Piotr Zybala

Polnord**Zawieszona**

P/E 2011 5,3 EV/EBITDA 2011 11,1 **Cena bieżąca 14,0 PLN**
P/E 2012 2,7 EV/EBITDA 2012 5,4 **Cena docelowa -**

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	73,5	41,3	78,1%	148,7	137,6	8,0%	352,9	180,3	95,8%
EBITDA	3,7	-3,1	-	79,9	27,5	190,1%	91,2	50,4	80,9%
marża	5,0%	-7,5%	-	53,7%	20,0%	-	25,8%	28,0%	-
EBIT	3,1	-3,7	-	78,1	25,9	201,6%	89,1	48,1	85,1%
Zysk brutto	1,6	24,1	-93,3%	73,3	60,4	21,3%	72,7	73,1	-0,5%
Zysk netto	1,3	19,5	-93,3%	57,0	45,2	26,3%	58,9	51,6	14,2%

Brak zdarzeń jednorazowych oznacza niski wynik

W Q3 Polnord przekazał 233 mieszkania, co jest o 83 lokale lepszym wynikiem niż w Q2 2011. W efekcie spodziewamy się przychodów na poziomie 73,5 mln PLN (+37% q/q). Wyższa powinna być również marża brutto ze sprzedaży, gdyż mniejszy udział w przekazaniach będzie miała niskomarżowa inwestycja w Łodzi. Projekt biurowy oddany do użytku w Q3 w kompleksie Wilanów Office Park będzie jeszcze w niewielkim stopniu kontrybuował do wyniku kwartału. Dużych zmian spodziewamy się na poziomie kosztów ogólnych. Szacujemy, że SG&A spadną o 28% q/q (efekt restrukturyzacji i zmiany umów sponsoringowych). Na wynik Q3 nie powinny wpływać zdarzenia jednorazowe, które silnie oddziaływały na wynik w ostatnich sześciu kwartałach (przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych, odszkodowania za drogi w Wilanowie). Koszty finansowe powinny być niskie dzięki dodatniej wycenie należności w EUR. Saldo działalności finansowej szacujemy na -1,5 mln PLN, zysk brutto 1,6 mln PLN, natomiast zysk netto równy 1,3 mln PLN.

**Deweloperzy**

Analitik:
Piotr Zybala

Robyg**Zawieszona**

P/E 2011 8,0 EV/EBITDA 2011 12,1 **Cena bieżąca 1,11 PLN**
P/E 2012 2,9 EV/EBITDA 2012 3,4 **Cena docelowa -**

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	25,8	50,7	-49,0%	88,5	191,8	-53,9%	234,7	284,8	-17,6%
EBITDA	3,4	8,2	-58,3%	10,1	34,2	-70,4%	50,7	47,6	6,6%
marża	13,3%	16,2%	-	11,5%	17,9%	-	21,6%	16,7%	-
EBIT	3,3	8,0	-59,3%	9,6	33,6	-71,6%	49,8	46,9	6,2%
Zysk brutto	0,5	7,8	-94,0%	6,5	34,4	-81,1%	51,8	47,5	8,9%
Zysk netto	0,3	4,6	-93,9%	1,5	22,2	-93,3%	35,7	31,7	12,6%

Na zyski poczekamy do 2012 r.

Robyg trzeci kwartał z rzędu przedstawi wynik finansowy netto zbliżony do zera. Żadna inwestycja nie została zakończona w Q3, stąd przekazania będą pochodzić z puli około 120 mieszkań, które na koniec Q2 Robyg posiadał w starych inwestycjach. Duża część z tej puli to ostatnie lokale w projektach, na które trudniej jest znaleźć nabywcę, stąd zakładamy, że zarówno liczba przekazanych mieszkań, jak i marże osiągnięte na ich sprzedaży będą niższe niż w poprzednim kwartale. Szacowane przez nas przychody wynoszą 25,8 mln PLN (-7% q/q), natomiast marża brutto na sprzedaży 17,8% vs. 19,3% w Q2 2011. Koszty ogólne nie powinny ulec istotnej zmianie q/q (prognoza: 6,2 mln PLN). Spodziewamy się również dodatniej wyceny nieruchomości inwestycyjnych na poziomie ok. 5 mln PLN. Podobne przeszacowanie, będące wynikiem wyceny gruntu pod budowę biurowców w Wilanowie, miało miejsce w Q2. W Q3 widoczny będzie wzrost kosztów finansowych w wyniku wyceny zaciągniętych pożyczek walutowych. Łącznie koszty finansowe szacujemy na 4,2 mln PLN. Przeszacowanie pożyczek wpłynie ponadto na wynik akcjonariuszy mniejszościowych (prognoza: 0,1 mln PLN vs. 2,4 mln PLN w Q2). Zysk netto Q3 szacujemy na 0,3 mln PLN. Najprawdopodobniej Q4 będzie równie słaby pod względem wyniku finansowego. Większych zysków spodziewamy się dopiero w 2012 r., gdy na większą skalę rozpoczną się przekazania sprzedawanych dziś mieszkań. O potencjale przyszłorocznych zysków niech świadczy to, że Robyg w pierwszych trzech kwartałach 2011 r. sprzedał około 650 mieszkań więcej niż rozpoznał w wynikach w analogicznym okresie.

Handel



Handel

Analityk:
Gabriela Borowska

Eurocash

Kupuj

P/E 2011 25,1 EV/EBITDA 2011 13,4 **Cena bieżąca 24,9 PLN**
P/E 2012 19,9 EV/EBITDA 2012 11,1 **Cena docelowa 26,6 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	2 694,0	2 189,2	23,1%	7 338,0	5 494,2	33,6%	9 760,1	7 791,8	25,3%
EBITDA	64,1	57,5	11,4%	161,1	139,4	15,6%	263,2	230,7	14,1%
marża	2,4%	2,6%	-	2,2%	2,5%	-	2,7%	3,0%	-
EBIT	46,4	41,5	11,7%	107,2	96,6	11,1%	191,6	170,4	12,4%
Zysk brutto	40,7	38,6	5,4%	90,0	92,0	-2,1%	155,3	145,3	6,8%
Zysk netto	35,5	33,8	5,1%	79,5	80,7	-1,5%	135,9	128,4	5,8%

Dodatknie LFL, niższa rentowność

Eurocash ma za sobą udany kwartał, który szacujemy, że zakończył się wzrostem sprzedaży o 23% r/r i 11% wzrostem EBITDA. Szacujemy, że sprzedaż do stałej liczby placówek była w 3Q 2011 zbliżona do wyników raportowanych w 1H 2011, gdzie LFL wyniosły ponad 8%. Do wzrostu sprzedaży dołożył się również segment Premium Distributors, który w 3Q 2010 był konsolidowany tylko za dwa miesiące (konsolidacja od 2.08.2010). Spodziewamy się zbliżonej r/r rentowności na poszczególnych segmentach poza Premium Distributors, gdzie ze względu m.in. na prowadzoną restrukturyzację spodziewamy się niższej marży EBITDA. Dla całej grupy szacujemy marżę EBITDA na poziomie 2,4% wobec 2,6% w 3Q 2010. Po kosztach finansowych od kredytu zaciągniętego na przejęcie spółek dystrybucyjnych i podatku szacujemy wynik netto na poziomie 35,5 mln PLN wobec 33,8 mln PLN w 3Q 2010.



Handel

Analityk:
Gabriela Borowska

LPP

Kupuj

P/E 2011 14,9 EV/EBITDA 2011 9,1 **Cena bieżąca 1 881 PLN**
P/E 2012 12,6 EV/EBITDA 2012 7,8 **Cena docelowa 2 300 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	613,9	543,4	13,0%	1 694,9	1 449,5	16,9%	2 370,8	2 079,4	14,0%
EBITDA	96,2	60,2	59,8%	242,2	155,4	55,8%	385,5	295,1	30,6%
marża	15,7%	11,1%	-	14,3%	10,7%	-	16,3%	14,2%	-
EBIT	70,6	36,8	91,7%	169,1	85,0	98,9%	285,9	200,7	42,5%
Zysk brutto	65,8	19,9	231,6%	164,9	69,5	137,3%	276,9	182,5	51,7%
Zysk netto	54,3	16,7	225,2%	132,6	49,8	166,5%	224,8	139,1	61,6%

Wyniki najlepsze z branży

LPP publikowała miesięczne dane o sprzedaży i marży dlatego sprzedaż i marża brutto za 3Q 2011 są już znane. Lipiec był najlepszym miesiącem kwartału pod względem dynamiki sprzedaży (+18% r/r) a sierpień najlepszym pod względem wzrostu procentowej marży brutto na sprzedaży w porównaniu z tym samym okresem poprzedniego roku (+11p.p.). Ostatecznie cały kwartał był sprzedażowo bardzo dobry (+13% r/r), natomiast dzięki małym wyprzedzom i dzięki rozpoczęciu sprzedaży kolekcji jesiennej już w sierpniu marża brutto na sprzedaży w całym kwartale była wyższa r/r o 6,2p.p. Zakładamy koszty sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie 278 PLN/m2 (7,6% wzrost r/r i 2,7% wzrost q/q, m.in. przez wysoki kurs EUR we wrześniu). Dodatkowo zakładamy 5 mln PLN pozostałych kosztów, które spółka może ponieść w związku z dobrym wynikiem sprzedaży (premie dla pracowników itp.) i szacujemy EBIT na poziomie 70,6 mln PLN. Nie szacujemy różnic kursowych i zakładamy koszty finansowe netto na poziomie -4,7 mln PLN. Szacujemy efektywną stopę podatku na poziomie 17% ze względu na działającą od sierpnia strukturę podatkową. Naszym zdaniem spółka pokaże za 3Q 2011 najlepsze dynamiki z całej branży zarówno pod względem sprzedaży jak i zysków.

**Handel**

Analityk:
Gabriela Borowska

NFI EMF

P/E 2011 11,1 EV/EBITDA 2011 5,5
P/E 2012 8,8 EV/EBITDA 2012 4,6

Trzymaj

Cena bieżąca 9,3 PLN
Cena docelowa 19,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	717,1	655,4	9,4%	2 050,4	1 900,5	-65,0%	3 281,2	2 908,2	12,8%
EBITDA	33,8	30,6	10,4%	94,7	110,7	-64,3%	265,0	246,1	7,7%
marża	4,7%	4,7%	-	4,6%	5,8%	-	8,1%	8,5%	-
EBIT	5,6	2,3	139,3%	11,5	33,8	-51,2%	153,3	141,6	8,3%
Zysk brutto	-6,1	-5,9	3,3%	-7,1	2,7	-14,4%	117,9	100,2	17,7%
Zysk netto	-6,4	-5,8	11,9%	-11,0	-6,6	-41,5%	87,3	74,8	16,8%

Rosja nadal z ujemnymi dynamikami sprzedaży

Szacujemy, że q/q wzrost sieci sprzedaży będzie niewielki (0,5% q/q) m.in. przez sprzedaż części sklepów franczyzowych do Mango w 3Q 2011. Wzrost sieci sprzedaży r/r szacujemy na 8%. Spodziewamy się, że sklepy należące do sieci Empik i Smyk, gdzie oczekujemy dodatnich LFL, w sumie segmenty powinny dodać do sprzedaży grupy odpowiednio 271 mln PLN i 214 mln PLN. Szkoły językowe szacujemy na poziomie 39 mln PLN przychodów, a pozostałe segmenty w tym moda i uroda na poziomie 192 mln PLN. Na ujemne dynamiki LFL w segmencie modowym w dalszym ciągu najbardziej wpływa rynek rosyjski i słaba sprzedaż marki Peacocks. W sumie szacujemy, że sprzedaż wzrośnie w 3Q 2011 o 9,4% r/r. Spodziewamy się, że marża brutto na sprzedaży będzie zbliżona do marży z 3Q 2010 (szacujemy 43,2% wobec 43,4% rok temu). Szacujemy wynik na poziomie operacyjnym na poziomie 5,6 mln PLN (wzrost o 139% r/r). Koszty finansowe netto w kwocie -11,7 mln PLN oraz wynik mniejszości obniżą wynik netto za 3Q 2011 do poziomu -6,4 mln PLN.

**Handel**

Analityk:
Gabriela Borowska

NG2

P/E 2011 11,3 EV/EBITDA 2011 7,7
P/E 2012 9,4 EV/EBITDA 2012 6,4

Akumuluj

Cena bieżąca 42,3 PLN
Cena docelowa 64,5 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	243,4	267,9	-9,1%	727,7	708,2	2,8%	1 179,1	1 028,6	14,6%
EBITDA	28,5	36,7	-22,4%	95,8	95,4	0,5%	213,6	151,3	41,2%
marża	11,7%	13,7%	-	13,2%	13,5%	-	18,1%	14,7%	-
EBIT	22,0	31,2	-29,6%	77,5	79,0	-1,9%	188,9	129,1	46,3%
Zysk brutto	19,8	28,8	-31,2%	71,7	72,3	-0,9%	178,8	122,6	45,8%
Zysk netto	15,9	23,3	-31,9%	57,6	76,1	-24,4%	144,2	117,9	22,4%

Ciepły wrzesień nie pomógł wynikom 3Q 2011

Miesięczne dane o sprzedaży podawane przez spółkę były w 3Q 2011 słabe: w lipcu sprzedaż była płaska r/r (1% wzrostu sprzedaży r/r), sierpień był gorszy ze sprzedażą -10% niższą r/r, a wrzesień najgorszy ze sprzedażą niższą -14% r/r. Spółka we wrześniu, czyli w najważniejszym miesiącu 3Q nie sprzedawała jeszcze kolekcji jesiennej (w 2010 wrzesień w kraju był jednym z chłodniejszych w ostatnich latach ze średnią temperaturą 0-2 stopni poniżej normy, a wrzesień 2011 był bardzo ciepły, ze średnią temperaturą 2-3 stopni powyżej normy). Wrzesień i październik to najlepsze sprzedażowo miesiące dla spółki, kiedy realizuje ona średnio odpowiednio 11% i 14% sprzedaży rocznej. Sam 3Q 2011 był ostatecznie sprzedażowo gorszy r/r o -9%. Spółka nie przeprowadzała w tym czasie istotnych wyprzedaży i spodziewamy się wyższej r/r marży brutto na sprzedaży z 53,2% w 3Q 2010 do 54,2% w 3Q 2011. Szacujemy koszty sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie 110,0 mln PLN, nieznacznie niższe r/r i q/q. Nie szacujemy różnic kursowych i spodziewamy się wyniku EBIT na poziomie -30% niższym r/r i zysku netto na poziomie -31,9% niższym r/r.

**Handel**

Analityk:
Gabriela Borowska

Vistula

P/E 2011 9,5 EV/EBITDA 2011 6,5
P/E 2012 4,7 EV/EBITDA 2012 5,1

Trzymaj

Cena bieżąca 0,88 PLN
Cena docelowa 2,1 PLN

(mln PLN)	IIIQ2011P	IIIQ2010	zmiana	1-3Q2011P	1-3Q2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	91,9	82,8	11,0%	268,3	246,5	8,9%	405,2	359,1	12,8%
EBITDA	5,6	2,8	98,3%	24,4	22,9	6,4%	49,6	44,7	11,0%
marża	6,1%	3,4%	-	9,1%	9,3%	-	12,3%	12,5%	-
EBIT	2,1	-1,0	-	13,5	10,8	25,2%	34,1	28,8	18,4%
Zysk brutto	-4,9	-5,9	-	-4,6	-4,9	-	12,8	7,5	70,9%
Zysk netto	-4,9	-5,0	-	-4,9	-3,9	-	10,3	6,1	70,9%

Wynik zjedzą koszty finansowe i kurs EUR

Szacujemy, że marki grupy miały udany 3Q 2011. Spodziewamy się dodatniej dynamiki sprzedaży na średni m2 powierzchni we wszystkich markach grupy przy czym najwyższej odpowiednio w salonach Wólczanki, Vistuli, Deni Cler i W. Kruk. Spodziewamy się, że rentowność brutto na sprzedaży będzie r/r wyższa o 1,6p.p. Spodziewamy się poprawy marży brutto na sprzedaży w segmencie odzieżowym o 5p.p., oraz utrzymania marży r/r w segmencie jubilerskim. Szacujemy koszty sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie 45,7 mln PLN (wzrost o 6% r/r i zbliżone q/q), dzięki czemu spółka powinna osiągnąć wynik EBIT na poziomie 2,1 mln PLN. Vistula ma poręczenia dla Galerii Centrum denominowane w EUR w kwocie 2,8 mln EUR, których wycena na dzień bilansowy przyniesie ujemne różnice kursowe na koniec 3Q 2011 ze względu na osłabienie PLN, szacujemy te ujemne różnice kursowe na poziomie -1,2 mln PLN. W sumie koszty finansowe związane z zadłużeniem oraz różnice kursowe wynikające z poręczeń dla Galerii Centrum zmniejszą wynik netto do -4,9 mln PLN.

Terminy publikacji raportów

Spółka	3Q2011	4Q2011	2011	1Q2012
AB	2011-10-31	2011-11-14	2012-02-29	2012-05-15
ACTION	2011-11-14	2012-02-29	2012-04-30	
AGORA	2011-11-10			
ASBIS	2011-11-09			
ASSECO POLAND	2011-11-10			
ASTARTA	2011-11-10			
BBI DEVELOPMENT	2011-11-14			
BORYSZEW	2011-11-10			
BUDIMEX	2011-10-26			
CEDC	2011-11-09			
CENTRUM KLIMA	2011-11-02			
CERSANIT	2011-11-14			
CEZ	2011-11-09			
CIECH	2011-11-10			
CINEMA CITY	2011-11-15			
COMARCH	2011-11-14			
CYFROWY POLSAT	2011-11-14			
DOM DEVELOPMENT	2011-11-03			
ECHO INVESTMNET	2011-11-14			
ELEKTROBUDOWA	2011-11-14			
ENEA	2011-11-14			
ERBUD	2011-11-14			
EUROCASH	2011-11-10			
FAMUR	2011-11-14			
GETIN	2011-11-14			
GTC	2011-11-10			
HANDLOWY	2011-11-02			
IMPEXMETAL	2011-11-08			
ING BSK	2011-11-03	2012-02-09	2012-03-31	
J.W.C.	2011-11-09			
JSW	2011-11-14			
KERNEL	2011-10-28	2011-11-14		
KĘTY	2011-10-26			
KGHM	2011-11-10			
KOPEX	2011-11-14			
KREDYT BANK	2011-11-10	2011-02-09	2012-02-24	
KRUK	2011-11-07			
LOTOS	2011-11-03			
LPP	2011-11-09			
LW BOGDANKA	2011-11-09			
MILLENNIUM	2011-10-21		2012-02-29	
MONDI	2011-10-31		2012-02-23	
MOSTOSTAL WAR.	2011-11-14	2012-03-01		
NETIA	2011-11-03		2012-02-22	
NFI EMPIK	2011-11-14			
NG2	2011-11-14			
PA. NOVA	2011-11-03			
PBG	2011-11-14			
PEKAO	2011-11-14			
PGE	2011-11-14			
PGNiG	2011-11-14			
PKN ORLEN	2011-10-27	2011-10-21	2011-10-27	
PKO BP	2011-11-03		2012-03-01	
POLICE	2011-11-09			
POLIMEX MOSTOSTAL	2011-11-10			
POLNORD	2011-11-14			
PZU	2011-11-08			
RAFAKO	2011-11-14			
ROBYG	2011-11-10			
SYGNITY	2011-11-09	2012-02-29	2012-05-15	2012-08-16
TAURON	2011-11-09			
TPSA	2011-10-26		2011-02-23	
TRAKCJA POLSKA	2011-11-10		2012-03-18	
TVN	2011-11-10			
ULMA CP	2011-11-14			
UNIBEP	2011-11-15			
VISTULA	2011-11-14			
ZA PUŁAWY	2011-11-14	2012-02-29	2012-05-12	
ZUE	2011-11-14			

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2011	P/E 2012	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012
Banki										
GETIN	Trzy maj	2011-09-05	8,65	9,30	8,47	9,8%	6,3	9,7		
HANDLOWY	Trzy maj	2011-10-06	69,45	72,00	68,80	4,7%	13,3	12,4		
ING BSK	Kupuj	2011-09-05	731,50	900,00	722,50	24,6%	10,4	9,5		
KREDYT BANK	Trzy maj	2011-10-06	13,20	13,10	14,30	-8,4%	9,9	11,1		
MILLENNIUM	Trzy maj	2011-09-05	4,49	4,80	4,49	6,9%	11,6	10,6		
PEKAO	Akumuluj	2011-09-05	142,10	160,00	141,90	12,8%	13,1	12,4		
PKO BP	Kupuj	2011-09-05	34,54	41,00	35,10	16,8%	11,3	10,7		
Ubezpieczyciele										
PZU	Trzy maj	2011-06-03	391,00	364,00	319,50	13,9%	11,1	10,1		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2011-06-22	39,70	53,00	41,71	27,1%	11,1	9,6		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2011-07-21	19,90	27,70	13,98	98,1%	57,4	7,0	4,4	3,5
LOTOS	Trzy maj	2011-09-06	26,40	27,40	27,35	0,2%	4,3	8,7	5,9	5,8
PGNiG	Trzy maj	2011-09-06	4,00	4,29	3,86	11,1%	15,9	10,2	9,3	5,1
PKN ORLEN	Akumuluj	2011-08-22	34,81	41,60	38,40	8,3%	7,4	10,0	4,9	6,0
POLICE	Redukuj	2011-09-06	11,20	9,70	10,58	-8,3%	9,2	16,5	6,0	7,5
ZA PULAWY	Trzy maj	2011-09-26	85,00	89,20	88,80	0,5%	9,6	9,4	5,2	4,9
Energetyka										
CEZ	Trzy maj	2011-09-06	131,00	134,70	126,60	6,4%	8,9	8,5	6,6	6,2
ENEA	Kupuj	2011-10-06	16,00	21,24	18,58	14,3%	10,9	9,2	3,8	3,8
PGE	Kupuj	2011-09-06	19,01	27,09	19,80	36,8%	9,2	8,1	5,0	4,7
TAURON	Kupuj	2011-05-17	6,33	9,09	5,37	69,3%	7,6	6,9	3,5	3,4
Telekomunikacja										
NETIA	Trzy maj	2011-01-18	5,15	5,40	5,45	-0,9%	19,4	15,3	4,5	4,1
TPSA	Trzy maj	2011-04-05	17,75	16,10	17,15	-6,1%	17,8	16,4	4,8	4,7
Media										
AGORA	Kupuj	2011-09-14	13,48	19,00	13,99	35,8%	12,4	14,0	3,7	3,6
CINEMA CITY	Akumuluj	2011-03-03	36,06	42,90	26,60	61,3%	9,0	6,9	4,9	4,0
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2011-10-13	15,35	14,80	15,35	-3,6%	16,5	13,4	10,8	8,4
TVN	Redukuj	2011-09-06	13,09	12,20	14,70	-17,0%	119,9	15,0	10,9	9,2
IT										
AB	Kupuj	2011-10-19	17,70	21,90	18,20	20,3%	7,5	6,5	6,2	5,6
ACTION	Akumuluj	2011-10-19	15,00	16,00	15,20	5,3%	7,3	7,1	5,4	5,2
ASBIS	Kupuj	2011-08-17	1,72	2,16	1,29	67,4%	12,2	3,9	4,9	3,8
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	46,45	39,9%	9,3	8,6	5,6	5,1
COMARCH	Redukuj	2011-10-13	50,25	45,90	48,00	-4,4%	19,4	12,0	7,5	5,2
SYGNITY	Kupuj	2011-08-11	14,00	20,80	16,84	23,5%	52,6	11,3	5,5	4,3
Górnictwo i Metale										
JSW	Kupuj	2011-08-11	86,00	119,00	91,40	30,2%	6,2	4,6	2,6	1,8
KGHM	Kupuj	2011-08-12	161,90	191,40	144,00	32,9%	3,9	6,6	2,5	3,8
LW BOGDANKA	Kupuj	2011-09-09	111,00	131,00	104,30	25,6%	23,2	8,8	10,1	4,5
Przemysł										
ASTARTA	Trzy maj	2011-10-06	65,70	63,6	67,00	-5,1%	6,3	12,0	1,1	1,5
BORYSZEW	Trzy maj	2011-10-14	0,63	0,7	0,65	0,0%	11,5	16,2	7,3	8,1
CEDC	Kupuj	2011-07-21	29,10	36,8	22,83	61,2%	6,6	6,4	8,6	7,4
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-07-05	14,60	16,9	9,68	74,6%	8,3	6,7	5,4	4,4
CERSANIT	Kupuj	2011-10-06	4,52	7,3	4,54	60,8%	20,2	8,9	6,5	5,6
FAMUR	Akumuluj	2011-08-18	2,89	3,2	2,57	24,5%	12,1	10,1	6,2	5,2
IMPEXMETAL	Kupuj	2011-07-29	4,76	6,3	3,57	76,5%	6,9	6,4	5,3	4,6
KERNEL	Kupuj	2011-08-04	71,20	87,8	65,00	35,1%	7,1	7,3	5,6	4,8
KĘTY	Kupuj	2011-08-23	93,00	126,9	102,00	24,4%	9,6	9,0	6,0	5,6
KOPEX	Kupuj	2011-09-06	18,20	22,5	17,00	32,4%	11,9	8,7	6,9	5,2
MONDI	Akumuluj	2011-09-13	71,95	79,6	73,90	7,7%	7,9	9,6	5,6	6,8
Budownictwo										
BUDIMEX	Kupuj	2011-09-06	69,45	90,00	78,35	14,9%	9,0	8,6	5,7	5,8
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2011-10-06	100,00	163,10	107,00	52,4%	10,2	9,0	6,0	5,1
ERBUD	Kupuj	2011-08-18	17,37	29,80	19,23	55,0%	-	7,1	-	4,5
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-09-08	20,15	43,70	24,00	82,1%	22,7	10,2	7,7	3,8
PBG	Kupuj	2011-08-11	101,90	151,00	82,55	82,9%	5,9	5,5	8,2	5,9
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	2011-08-11	1,88	2,59	1,68	54,2%	11,2	7,4	5,7	4,9
RAFAKO	Akumuluj	2011-07-05	12,51	12,80	9,00	42,2%	11,1	10,2	5,6	5,0
TRAKCJA TILTRA	Kupuj	2011-05-20	2,71	3,50	1,82	92,3%	5,8	5,3	5,0	4,2
ULMA CP	Kupuj	2011-08-04	68,60	91,40	61,50	48,6%	9,5	10,2	3,4	3,6
UNIBEP	Kupuj	2011-05-20	6,56	9,78	6,08	60,9%	10,6	5,0	8,5	5,0
ZUE	Kupuj	2011-07-05	9,95	13,20	7,60	73,7%	8,0	7,6	4,8	3,8
Deweloperzy										
BBi DEVELOPMENT	Kupuj	2011-03-08	0,44	0,53	0,30	76,7%	15,7	4,8	25,1	9,2
DOM DEVELOPMENT	Zawieszona	2011-08-04	44,49	-	29,85	-	-	-	-	-
ECHO	Kupuj	2011-04-05	4,94	6,17	3,65	69,0%	7,8	3,7	9,0	6,4
GTC	Kupuj	2011-05-27	19,25	23,36	12,15	92,3%	5,5	3,5	8,8	7,2
J.W.C.	Zawieszona	2011-08-04	12,48	-	8,00	-	-	-	-	-
PA NOVA	Kupuj	2011-05-17	30,76	37,40	21,50	74,0%	12,2	12,1	11,5	14,3
POLNORD	Zawieszona	2011-08-04	20,71	-	14,00	-	-	-	-	-
ROBYG	Zawieszona	2011-08-04	1,70	-	1,11	-	-	-	-	-
Handel										
EUROCASH	Kupuj	2011-09-27	22,86	26,60	24,90	6,8%	25,1	19,9	13,4	11,1
LPP	Kupuj	2011-10-19	1 900,00	2 300,00	1 881,00	22,3%	14,9	12,6	9,1	7,8
NFI EMF	Trzy maj	2011-05-27	18,20	19,00	9,30	104,3%	11,1	8,8	5,5	4,6
NG2	Kupuj	2011-08-04	49,96	64,50	42,30	52,5%	11,3	9,4	7,7	6,4
VISTULA	Trzy maj	2011-03-03	2,10	2,10	0,88	138,6%	9,5	4,7	6,5	5,1

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Kupuj	Kupuj	21,90	2011-10-19
ACTION	Akumuluj	Trzymaj	16,00	2011-10-19
ASTARTA	Trzymaj	Sprzedaj	63,60	2011-10-06
BORYSZEW	Trzymaj	Kupuj	0,65	2011-10-14
CERSANIT	Kupuj	Trzymaj	7,30	2011-10-06
COMARCH	Redukuj	Zawieszona	45,90	2011-10-13
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	Trzymaj	14,80	2011-10-13
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	Akumuluj	163,10	2011-10-06
ENEA	Kupuj	Akumuluj	21,24	2011-10-06
EUROCASH	Kupuj	Zawieszona	26,60	2011-09-27
HANDLOWY	Trzymaj	Akumuluj	72,00	2011-10-06
KREDYT BANK	Trzymaj	Redukuj	13,10	2011-10-06
LPP	Kupuj	Kupuj	2300,00	2011-10-19
ZA PUŁAWY	Trzymaj	Trzymaj	89,20	2011-09-26

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	3	17	9	36	0	0	8	5	17
procent	0,0%	4,6%	26,2%	13,8%	55,4%	0,0%	0,0%	26,7%	16,7%	56,7%

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 Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliscz@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

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

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 stanowić 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, KRUK, 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, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

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

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

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.