



Rynek akcji

WIG

41 793

Średnie P/E 2011

10,7

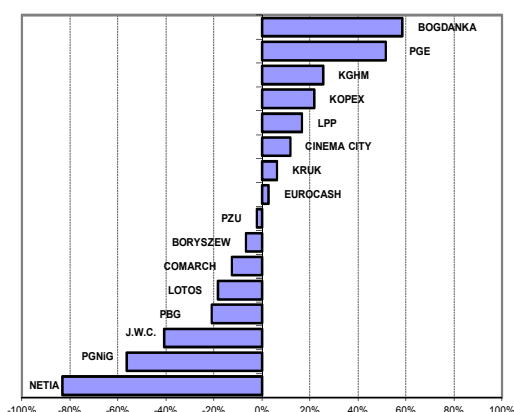
Średnie P/E 2012

11,4

Średni dzienny obrót (3 m-ce)

842 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



*liczone za okres: I kw.'11-IV kw.'11 / IV kw.'10-III 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 Kliszcz
(+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl

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

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

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

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

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

Prognozy wyników kwartalnych

IV Q 2011

Finanse. Opublikowane dotychczas wyniki banków za 4Q wskazują na wyniszczającą sektor konkurencję o depozyty detaliczne (która obniża Q/Q marżę odsetkową i wynik odsetkowy), ale również problemy z dalszym wzrostem wyniku prowizyjnego. Średnio w bankach oczekujemy spadku zysku netto o 6% Q/Q. Wynik PZU (514 mln PLN, +69% Q/Q) będzie obciążony rezerwą na karę nałożoną przez UOKiK, a zysk Kruka (10,9 mln PLN, -16% Q/Q) rezerwą na podatek.

Paliwa. Opublikowane już słabe wyniki Orlenu nie powinny napawać szczególnym optymizmem jeśli chodzi o rezultat Lotosu. W przypadku PGNiG z uwagi na ujemne marże na działalności regulowanej oczekujemy straty netto.

Energetyka. Na poziomie operacyjnym spodziewamy się dodatniej dynamiki w polskich spółkach i lekko ujemnej w przypadku CEZ. W przypadku PGE rezultaty będą dodatkowo zaburzone przez sprzedaż Polkomtela i odszkodowanie od Alstomu.

Telekomunikacja. Przychody i baza abonencka nadal pod presją zarówno w TP jak i Netii. W drugim przypadku akwizycje Dialogu i Crowley zaciemnią faktyczny obraz „starej” Netii.

Media. W sektorze mediów spodziewamy się przełożenia na wyniki słabszej koniunktury na rynku reklamowym. W TVN dodatkowo wyłączony z prezentacji zostanie segment płatnej telewizji zaniżający dotąd wyniki. Dobre wyniki zaprezentuje Cinema City.

Informatyczne. Znakomite wyniki w czwartym kwartale zaprezentują wszyscy dystrybutorzy sprzętu. W Asseco Poland wynik wspierać będzie zysk na przeszacowaniu udziałów w Sapiensie, w Sygnity spodziewamy się negatywnego wpływu na wyniki zmian kursów walutowych. Podobnie jak przed rokiem dobre wyniki pokaże Comarch.

Górnictwo i metale. Spadające ceny metali i węgla koksowego, ale osłabiający się PLN w stosunku do USD pomogą spółka górnicy. Dodatkowo pozytywny wpływ na wyniki zdarzeń jednorazowych.

Przemysł. Liczymy na udany kwartał maszyn i urządzeń dla górnictwa (Famur, Kopex) oraz branży wykończeniowej (Centrum Klima, Rovese). Ryzykiem obciążone są rezultaty Astarty i Kernelsa.

Budownictwo. W Q4 2011 Mostostal Warszawa poniesie dużą stratę, połączoną z dodatnim cash flow. Spadnie zadłużenie Polimexu, nie zmniejszy się zaś dług PBG. Dobre wyniki zaprezentują Elektrobudowa, Ulma i ZUE.

Deweloperzy. W GTC oczekujemy trzeciego z rzędu kwartału z ujemnym wynikiem finansowym. Polnord i Robyg osiągną wysokie zyski dzięki zdarzeniom jednorazowym. Kontynuacja dobrych wyników w Dom Development.

Handel. Spodziewamy się bardzo dobrych wyników kwartalnych w LPP i NG2. Wysokie dynamiki zysków powinna też pokazać Vistula.

Banki



Banki

Get Bank

Trzymaj

Analityk:
Iza Rokicka

P/E 2011 4,7
P/E 2012 15,5
P/BV 2011 1,00
P/BV 2012 0,96

Cena bieżąca 1,87 PLN
Cena docelowa 1,55 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	360	284	26%	1 348	1 052	28%	1 546	1 348	15%
NIM	2,68%	2,78%	-	2,86%	2,86%	-	2,81%	2,86%	-
Wynik prowizyjny	205	243	-16%	875	962	-9%	827	875	-5%
WNDB	589	556	6%	2 416	2 233	8%	2 455	2 416	2%
Koszty operacyjne	-227	-203	11%	-855	-733	17%	-898	-855	5%
Wynik operacyjny*	362	365	-1%	2 274	1 525	49%	1 558	2 274	-32%
Saldo rezerw	-282	-222	27%	-1 201	-1 057	14%	-1 186	-1 201	-1%
Zysk brutto	83	143	-42%	1 083	467	132%	372	1 083	-66%
Zysk netto	70	108	-35%	952	450	111%	306	952	-68%

* przed kosztami rezerw; powyższe prognozy są dla Getin Noble Banku

70 mln PLN zysku netto, tym razem bez transakcji jednorazowych

Oczekujemy, że zysk netto Getin Noble Banku w 4Q 2011 wyniesie 70 mln PLN. Spadek o 22% Q/Q wynika w głównej mierze z braku transakcji jednorazowych. Prognozujemy wysoką dynamikę zarówno salda kredytów jak i depozytów, odpowiednio 3% i 4% Q/Q. Uważamy, że marża odsetkowa zawęzi się o 10p.b. Q/Q do 2,68% jako konsekwencja wyższych cen za depozyty. W konsekwencji prognozujemy wzrost wyniku odsetkowego tylko o 2% Q/Q do 360 mln PLN. Sądymy, że wynik prowizyjny spadnie o 4% Q/Q do 205 mln PLN jako konsekwencja niższej sprzedaży produktów inwestycyjnych. W końcu oczekujemy spadku wyniku handlowego do znormalizowanego poziomu 24 mln PLN. Spadek o 74% Q/Q to efekt wysokiej bazy, ponieważ w 3Q 2011 odnotował zysk z wyceny swapów w wysokości 57,5 mln PLN. W pozostałej działalności operacyjnej zakładamy „zerowy” poziom, czyli -24 mln PLN Q/Q (w 3Q 2011 bank wykazał w tej linii wynik z tytułu utraty kontroli w Idea Banku). W kosztach zakładamy lekki wzrost Q/Q do 227 mln PLN jako konsekwencja wyższych wydatków na marketing. W saldzie rezerw prognozujemy znaczny spadek o 23% Q/Q lub o 83 mln PLN Q/Q. Oczekujemy przede wszystkim niższych odpisów na portfel kredytów hipotecznych, po tym jak w 3Q 2011 bank jednorazowo utworzył rezerwę IBNR w wysokości ok. 50 mln PLN.



Banki

Pekao

Redukuj

Analityk:
Iza Rokicka

P/E 2011 14,8
P/E 2012 15,5
P/BV 2011 2,00
P/BV 2012 1,88

Cena bieżąca 162,2 PLN
Cena docelowa 135,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 232	1 065	16%	4 610	4 227	9%	4 766	4 610	3%
NIM	3,43%	3,17%	-	3,30%	3,19%	-	3,24%	3,30%	-
Wynik prowizyjny	613	617	-1%	2 467	2 368	4%	2 376	2 467	-4%
WNDB	1 990	1 861	7%	7 670	7 197	7%	7 735	7 670	1%
Koszty operacyjne	-942	-926	2%	-3 696	-3 649	1%	-3 775	-3 696	2%
Wynik operacyjny*	1 057	896	18%	4 030	3 563	13%	4 016	4 030	0%
Saldo rezerw	-144	-127	13%	-551	-538	2%	-688	-551	25%
Zysk brutto	922	776	19%	3 555	3 102	15%	3 396	3 555	-4%
Zysk netto	747	644	16%	2 876	2 525	14%	2 741	2 876	-5%

* przed kosztami rezerw

Oczekujemy tylko 2% spadku zysku Q/Q do 747 mln PLN

Oczekujemy, że zysk netto Pekao w 4Q 2011 wyniesie 747 mln PLN, -2% Q/Q, ale +16% R/R. W naszych prognozach nie zakładamy żadnych nadzwyczajnych transakcji.

Prognozujemy, że kredyty wzrosną o 2% Q/Q, a depozyty o 5% Q/Q, oba dzięki silnemu segmentowi korporacyjnemu. Przy założeniu 5p.b. spadku marży odsetkowej Q/Q do 3,43%, oczekujemy 3% wzrostu wyniku odsetkowego do 1 232 mln PLN. Sądymy, że wynik prowizyjny będzie płaski Q/Q na poziomie 613 mln PLN. Naszym zdaniem spadek przychodów z działalności maklerskiej oraz funduszy inwestycyjnych zostanie zrekompensowany przez linię enigmatycznie nazywaną „pozostałe”, która była na dziwnie niskim poziomie w 3Q 2011. W końcu, oczekujemy 16% spadku Q/Q wyniku handlowego do znormalizowanego poziomu 144 mln PLN.

Chociaż sądymy, że koszty operacyjne wzrosną o 2% Q/Q, uważamy że efekt sezonowy będzie dużo mniejszy niż w przypadku PKO BP. Oczekujemy, że głównym czynnikiem wzrostu będą koszty osobowe w konsekwencji rozliczenia premii i bonusów rocznych. W saldzie rezerw spodziewamy się umiarkowanego wzrostu o 5% Q/Q do 144 mln PLN, co przełoży się na koszt ryzyka w wysokości 64p.b. (+1p.b. Q/Q).

**Banki**

Analitik:
Iza Rokicka

PKO BP**Akumuluj**

P/E 2011 12,0 P/BV 2011 1,97 **Cena bieżąca 35,9 PLN**
P/E 2012 13,3 P/BV 2012 1,84 **Cena docelowa 35,0 PLN**

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Wynik odsetkowy	2 013	1 731	16%	7 552	6 516	16%	7 721	7 552	2%
NIM	4,30%	4,11%	-	4,22%	4,00%	-	4,03%	4,22%	-
Wynik prowizyjny	775	818	-5%	3 084	3 143	-2%	2 996	3 084	-3%
WNDB	2 852	2 616	9%	10 908	10 022	9%	10 986	10 908	1%
Koszty operacyjne	-1 202	-1 157	4%	-4 427	-4 249	4%	-4 588	-4 427	4%
Wynik operacyjny*	1 673	1 496	12%	6 615	5 948	11%	6 532	6 615	-1%
Saldo rezerw	-566	-426	33%	-1 935	-1 868	4%	-2 317	-1 935	20%
Zysk brutto	1 108	1 073	3%	4 677	4 079	15%	4 215	4 677	-10%
Zysk netto	888	868	2%	3 743	3 217	16%	3 374	3 743	-10%

* przed kosztami rezerw

Spadek zysku netto do 888 mln PLN, pod presją rezerw

Prognozujemy, że zysk netto PKO BP w 4Q 2011 wyniesie 888 mln PLN, -13% Q/Q, co wynika z sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych oraz ze wzrostu salda rezerw związanego z odpisami na spółki zależne i stowarzyszone.

Prognozujemy wzrost salda kredytów o 2% Q/Q dzięki przyrostowi hipotek oraz kredytów korporacyjnych. W depozytach prognozujemy 3% wzrost Q/Q z powodu wyższego poziomu oszczędności detalicznych. Uważamy, że marża odsetkowa może utrzymać się na niezmiennym poziomie Q/Q, 4,3%, co przełoży się na 2% wzrost wyniku odsetkowego do 2 013 mln PLN. W wyniku prowizyjnym oczekujemy marginalnego wzrostu Q/Q o 1% dzięki wyższym przychodom z tytułu kredytów. W końcu w wyniku handlowym prognozujemy 26% spadek Q/Q. Wynika to z niższego wyniku z tytułu wymiany walut.

W kosztach zwyczajowo oczekujemy sezonowego wzrostu o 9% Q/Q. Uważamy, że wzrosną zarówno koszty osobowe (premie i bonusy) jak i rzeczowe. W saldzie rezerw prognozujemy 16% wzrost Q/Q do 566 mln PLN (+78 mln PLN Q/Q). W ramach tej linii zakładamy ok. 60-70 mln PLN dodatkowych odpisów na spółki zależne i stowarzyszone (Kredobank, Pocztowy).

Ubezpieczyciele



Ubezpieczyciele

Analitik:
Iza Rokicka

PZU

Akumuluj

P/E 2011 12,2
P/E 2012 12,5

P/BV 2011 2,28
P/BV 2012 2,25

Cena bieżąca 339,6 PLN
Cena docelowa 345,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym	3 821	3 744	2%	15 247	14 544	5%	15 787	15 247	4%
Ubezpieczenia majątkowe	2 098	2 077	1%	8 512	8 032	6%	8 838	8 512	4%
Ubezpieczenia na życie	1 724	1 667	3%	6 735	6 513	3%	6 949	6 735	3%
Odszkodowania i świadczenia netto	-2 563	-2 396	7%	-10 187	-10 299	-1%	-10 797	-10 187	6%
Koszty	-958	-1 033	-7%	-3 342	-3 515	-5%	-3 408	-3 342	2%
Wynik techniczny	294	203	45%	1 340	399	236%	1 181	1 340	-12%
Wynik na działalności lokacyjnej	431	596	-28%	1 471	2 782	-47%	1 931	1 471	31%
Zysk brutto	657	707	-7%	2 950	3 029	-3%	2 917	2 950	-1%
Zysk netto	514	562	-9%	2 373	2 439	-3%	2 346	2 373	-1%

Znaczny wzrost zysku netto Q/Q, ale wynik obciążony wysokimi sezonowo kosztami i rezerwą na karę

Prognozujemy, że zysk netto PZU wyniesie 514 mln PLN, czyli wzrośnie o 69% względem 3Q 2011, ale spadnie o 9% R/R. Znaczna poprawa wyniku Q/Q wynika z oczekiwanego znacznie lepszego wyniku na działalności lokacyjnej — prognozujemy 431 mln PLN zysku względem 39 mln PLN straty w 3Q 2011, oraz sezonowo mocniejszego wyniku technicznego w segmencie majątkowym - prognozujemy 113 mln PLN vs. 24 mln PLN kwartał wcześniej. Z drugiej strony, spodziewamy się sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych, w sumie o 20% Q/Q. Zwracamy uwagę, że spółka zawiąże 57 mln PLN rezerwy na potencjalną karę nałożoną przez UOKiK związaną z ubezpieczeniami szkolnymi w województwie kujawsko-pomorskim (zaksięgowana w segmencie majątkowym w pozostałych kosztach operacyjnych, czyli poniżej naszego wyniku technicznego). Ponadto oczekujemy, że wartość rozwiązań rezerwy P wyniesie 98 mln PLN, czyli wzrośnie o 92% Q/Q, ale spadnie o 21% R/R.

Co do przypisu składki, prognozujemy spowolnienie tempa wzrostu do 2% R/R z 7% R/R w 3Q 2011 z powodu wysokiej bazy roku poprzedniego w segmencie majątkowym. Chociaż spodziewamy się że składka w ubezpieczeniach majątkowych przyrośnie o 1% Q/Q, dynamika R/R spowolni tylko do 1% po 10% kwartał wcześniej. W segmencie życiowym, prognozujemy utrzymanie dynamiki wzrostu na poziomie 3% R/R.

Usługi finansowe



Finanse

Analitik:
Iza Rokicka

Kruk

P/E 2011 11,8
P/E 2012 10,2

P/BV 2011 3,2
P/BV 2012 2,5

Kupuj

Cena bieżąca 45,3 PLN
Cena docelowa 53,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody ogółem	77,1	43,9	76%	267,7	164,3	63%	373,7	267,7	40%
- zakupy wierzytelności	65,8	33,0	99%	223,0	118,1	89%	327,3	223,0	47%
- inkaso	10,5	10,3	2%	41,2	44,1	-6%	40,4	41,2	-2%
Marża pośrednia	39,8	18,3	118%	141,6	74,7	89%	185,6	141,6	31%
Marża pośrednia	51,7%	41,6%	-	52,9%	45,5%	-	49,7%	52,9%	-
Zysk operacyjny	21,4	8,0	167%	93,7	42,6	120%	123,3	93,7	32%
Zysk brutto	11,1	6,9	60%	64,4	35,6	81%	77,6	64,4	21%
Zysk netto	10,9	7,4	47%	63,1	36,1	75%	75,3	63,1	19%

Zysk netto obciążony rezerwą na podatek od czynności cywilnoprawnych, ale R/R nadal znacząca poprawa

Oczekujemy, że zysk netto Kruka za 4Q 2011 wyniesie 10,9 mln PLN. Oznacza to wzrost o 47% R/R dzięki znacznie większej skali działalności segmentu zakupu wierzytelności, ale również 16% spadek Q/Q z powodu utworzenia rezerwy na podatek od czynności cywilnoprawnych w wysokości 5,6 mln PLN (przy czym 3,9 mln PLN odnosi się do działalności w 2011).

W naszych prognozach zakładamy, że Kruk w 4Q 2011 wydał 116 mln PLN na zakup portfeli wierzytelności (+20% R/R oraz +5% Q/Q), a spłaty z portfeli wyniosą 98 mln PLN (+69% R/R oraz +8% Q/Q). W konsekwencji oczekujemy, że przychody z segmentu zakupu wierzytelności wyniosą 65,8 mln PLN, +99% R/R oraz +20% Q/Q. W segmencie inkasa spodziewamy się stabilizacji przychodów, zarówno Q/Q jak i R/R, na poziomie ok. 10,5 mln PLN. Uważamy, że marża pośrednia ogółem poprawi się o 14% Q/Q i wyniesie 39,8 mln PLN. W wyniku operacyjnym spodziewamy się 9% spadku Q/Q do 21,4 mln PLN (ale +167% R/R), ponieważ w pozostałej działalności operacyjnej uwzględniliśmy rezerwę na podatek od czynności cywilnoprawnych. W wyniku z działalności finansowej założyliśmy 10,4 mln PLN kosztów (+8% Q/Q). W kwestii podatku spodziewamy się efektywnej stopy podatkowej na poziomie 2,5%.

Paliwa, chemia



Chemia

Analityk:
Kamil Kliszcz

Ciech

P/E 2011 46,7
P/E 2012 13,0

EV/EBITDA 2011 5,3
EV/EBITDA 2012 4,9

Kupuj

Cena bieżąca 17,65 PLN
Cena docelowa 21,50 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	1 054,0	1 026,0	2,7%	4 209,3	3 960,3	7,5%	4 359,8	3 155,3	38,2%
EBITDA	89,2	107,9	-17,4%	356,4	382,0	-2,5%	429,5	267,2	60,7%
marża	8,5%	10,5%	-	8,5%	9,3%	-	9,9%	8,5%	-
EBIT	35,0	49,0	-28,6%	137,3	144,2	7,5%	189,7	102,3	85,5%
Zysk brutto	12,2	104,9	-	29,2	52,7	-	88,5	17,0	-
Zysk netto	9,9	83,1	-	19,6	20,5	-	71,7	9,7	-

Poprawa w sodzie neutralizowana przez słabą organikę

Wyniki Ciechu za 4Q'2011 będą nominalnie słabsze w ujęciu r/r, ale tylko z uwagi na czynniki jednorazowe jakie pozytywnie wpłynęły na rezultaty w 4Q'2010. Po oczyszczeniu bazy odniesienia oczekujemy znaczącej poprawy, szczególnie w segmencie sodowym, gdzie pełne wykorzystanie mocy wytwórczych przy wysokim kursie EUR/PLN powinno wyraźnie wesprzeć realizowane marże (EBIT 48,5 mln PLN vs. oczyszczone 21 mln PLN rok wcześniej). Nadal pod dużą presją znajdować się będą wyniki segmentu organicznego, gdzie mimo zaksięgowania dyskonta cenowego w kontrakcie na dostawy aminy (szacujemy je na około 30 mln PLN) zakładamy ujemny wynik operacyjny (-13 mln PLN vs. -36,8 mln PLN w poprzednim kwartale) z uwagi na pogorszenie benchmarkowych marż na TDI oraz tradycyjną sezonowość. Dobrych rezultatów spodziewamy się po segmencie krzemianowym i agro, które łącznie powinny dołożyć do EBIT około 10 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej saldo będzie zapewne ujemne (-23 mln PLN), ale dzięki wejściu w życie nowej umowy kredytowej koszty odsetkowe powinny q/q ulec niewielkiemu zmniejszeniu. Ostatecznie zysk netto powinien być zbliżony do 10 mln PLN.



Rafinerijny

Analityk:
Kamil Kliszcz

Lotos

P/E 2011 4,4
P/E 2012 6,7

EV/EBITDA 2011 5,6
EV/EBITDA 2012 7,2

Trzymaj

Cena bieżąca 27,55 PLN
Cena docelowa 21,60 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	7 853,7	5 739,0	36,8%	28 747,8	19 677,5	46,1%	33 863,2	28 747,8	17,8%
EBITDA	231,1	240,4	-3,9%	1 724,6	1 448,2	19,1%	1 342,1	1 724,6	-22,2%
marża	2,9%	4,2%	-	6,0%	7,4%	-	4,0%	6,0%	-
EBIT	302,4	304,8	-0,8%	1 128,7	1 061,5	6,3%	651,3	1 128,7	-42,3%
Zysk brutto	97,4	245,1	-	717,6	722,1	-0,6%	627,0	717,6	-12,6%
Zysk netto	78,9	251,3	-	639,0	679,2	-5,9%	420,9	639,0	-34,1%

Wysoki EBIT dzięki przeszacowaniu zapasów

W 4Q'2011 otoczenie makro dla rafinerii było mało sprzyjające (niskie marże i zminimalizowanie dyferencjału Ural/Brent), aczkolwiek Lotos na tym tle dzięki większej ekspozycji na diesla (cracki na tym produkcie akurat zachowywały się najlepiej) może wypracować lekko dodatni EBIT LIFO w tym segmencie (30,8 mln PLN vs. -66,8 mln PLN w poprzednim kwartale) przy uwzględnieniu ujemnych operacyjnych różnic kursowych z uwagi na dynamiczne osłabienie złotego w grudniu. Szacujemy, że dodatnie przeszacowanie zapasów wesprze raportowany EBIT rafinerii o 238 mln PLN i ostatecznie wyniesie on 269 mln PLN. Segment wydobywczy powinien przy stabilnych wolumenach zanotować wynik zbliżony q/q na poziomie 44 mln PLN, co przy zakładanej stracie części detalicznej (-10 mln PLN) pozwoli na wypracowanie 302 mln PLN skonsolidowanego zysku operacyjnego. Na działalności finansowej w związku z osłabieniem złotego względem dolara zakładamy około 120 mln PLN straty na przeszacowaniu kredytów. Ujemne saldo będzie jeszcze wzmocnione kosztami odsetek oraz około 55 mln PLN z negatywnej wyceny pozycji zabezpieczających kursy walut. Ostatecznie więc wynik netto wyniesie niecałe 79 mln PLN.

**Rafineryjny**

Analityk:

Kamil Kliszczyk

PGNiGP/E 2011 20,4
P/E 2012 22,5EV/EBITDA 2011 10,0
EV/EBITDA 2012 6,9**Redukuj****Cena bieżąca 3,69 PLN**
Cena docelowa 3,69 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	6 900,8	6 637,6	4,0%	22 931,9	21 281,2	7,8%	26 649,4	22 931,9	16,2%
EBITDA	95,1	1 758,4	-94,6%	2 671,0	4 411,4	-39,5%	3 894,7	2 671,0	45,8%
marża	1,4%	26,5%	-	11,6%	20,7%	-	14,6%	11,6%	-
EBIT	-306,1	1 344,7	-	1 099,7	2 886,7	-61,9%	1 740,0	1 099,7	58,2%
Zysk brutto	-316,1	1 351,0	-	1 137,7	2 935,7	-61,2%	1 441,3	1 137,7	26,7%
Zysk netto	-256,4	1 117,4	-	1 066,1	2 453,4	-56,5%	967,6	1 066,1	-9,2%

Wysokie straty na obrocie nie do zrekompensowania

W 4Q ze względu na bardzo wysoki ujemny spread na gazie z kontraktu jamalskiego spodziewamy się straty operacyjnej w segmencie obrotu na poziomie -830 mln PLN (już po uwzględnieniu zastąpienia części wolumenów tańszymi dostawami w ramach rewersu oraz sprzedażą około 0,3 mld m³ gazu zmagazynowanego po niższych cenach w II-gim i III-cim kwartale). Tak wysokiego ujemnego wpływu z działalności regulowanej nie uda się zneutralizować wynikami w pozostałych segmentach. W obszarze wydobywania EBIT szacujemy na 250 mln PLN (oczyszczony wynik z 4Q'2010 wyniósł 200 mln PLN, a poprawa r/r to efekt wyższych cen ropy i gazu) uwzględniając około 50 mln PLN dodatkowych odpisów na nieudany odwiert w Norwegii. W dystrybucji oczekujemy lekkiego pogorszenia wyników r/r (286 mln PLN vs. 308 po oczyszczeniu w 4Q'2010) z uwagi na cieplejszy grudzień i związane z tym niższe wolumeny sprzedaży. Na działalności finansowej zakładamy lekko ujemne saldo związane z przeszacowaniem kredytów w spółce norweskiej z uwagi na osłabienie NOK do USD (-25 mln PLN). Ostatecznie po uwzględnieniu tarczy podatkowej strata netto powinna wynieść około -256 mln PLN.

**Chemia**

Analityk:

Kamil Kliszczyk

PoliceP/E 2011 3,3
P/E 2012 10,3EV/EBITDA 2011 3,2
EV/EBITDA 2012 6,4**Trzymaj****Cena bieżąca 10,50 PLN**
Cena docelowa 10,00 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	736,0	573,5	28,3%	1 881,5	2 022,6	-7,0%	2 647,2	1 881,5	40,7%
EBITDA	87,5	47,9	82,6%	235,2	79,8	194,8%	158,5	235,2	-32,6%
marża	11,9%	8,4%	-	12,5%	3,9%	-	6,0%	12,5%	-52,1%
EBIT	72,0	30,0	140,3%	177,9	5,4	-	86,5	177,9	-51,4%
Zysk brutto	70,1	25,2	177,8%	168,7	5,2	-	82,0	168,7	-51,4%
Zysk netto	77,0	47,4	62,5%	161,8	27,4	-	76,2	161,8	-52,9%

Nadrobienie słabych wolumenów z 3Q

W 4Q'2011 Police powinny zanotować znaczny wzrost przychodów w ujęciu q/q ze względu na oczekiwaną sprzedaż nagromadzonych zapasów z poprzedniego kwartału (obniżenie stanów magazynowych będzie możliwe dzięki tradycyjnej sezonowości i dostosowaniu poziomu produkcji). Wysoki kurs EUR/PLN i nadal korzystne średnie ceny DAP i nawozów NPK powinny zaowocować wypracowaniem wysokiej marży operacyjnej, którą wesprze dodatkowo pełne wykorzystanie komercyjnej drugiej linii amoniaku. Zakładamy również utrzymanie rekordowej rentowności na produkcji bieli tytanowej, co podobnie jak w poprzednich okresach będzie pochodną rosnących cen produktu przy ustalonych na cały rok z góry niskich cenach podstawowych surowców (ten efekt już nie powtórzy się w 2012 roku po anektowaniu kontraktów na dostawy ilmenitu i szlaki tytanowej). Koszty finansowe, podobnie jak zyski konsolidowane metodą praw własności (głównie Kemipol) nie powinny istotnie odbiegać od poziomów z 3Q i dlatego ostatecznie zysk netto szacujemy na 77 mln PLN przy uwzględnieniu dodatniego wpływu tarczy podatkowej.

**Chemia**

Analityk:
Kamil Kliszczyk

ZA Puławy**Trzymaj**

P/E 2011 11,7 EV/EBITDA 2011 5,5
P/E 2012 10,1 EV/EBITDA 2012 5,0

Cena bieżąca 92,00 PLN
Cena docelowa 85,54 PLN

(mln PLN)	IIQ11/12P	IIQ10/11	zmiana	I-IIQ11/12P	I-IIQ10/11	zmiana	2011/12P	2010/11	zmiana
Przychody	1 021,1	644,8	58,3%	1 842,0	1 097,1	67,9%	3 440,5	2 882,3	19,4%
EBITDA	198,5	40,5	-	338,6	10,1	-	332,5	430,8	-22,8%
marża	19,4%	6,3%	-	18,4%	0,9%	-	9,7%	14,9%	-
EBIT	170,5	19,6	-	282,8	-30,4	-	220,5	344,9	-36,1%
Zysk brutto	179,2	23,6	-	300,2	-23,1	-	218,9	364,3	-39,9%
Zysk netto	145,2	17,1	-	244,9	-21,3	-	177,3	296,6	-40,2%

Bardzo wysokie marże na produktach poza melaminą

W drugim kwartale roku obrotowego ZA Puławy dzięki wysokim cenom nawozów i kaprolaktamu powinny wypracować rekordowe przychody, które przy ograniczonej presji na koszty wytworzenia przełożą się na wysoką marżę EBITDA. Spodziewamy się wzrostu wolumenów mocznika po przestoju remontowym w poprzednim kwartale, a także wysokiej sprzedaży saletry, nie tylko na rynku krajowym, ale również na eksport dzięki korzystnemu kursowi EUR. W przypadku melaminy negatywne trendy z poprzedniego kwartału będą zapewne kontynuowane (pełny efekt podwyżki cen gazu z lipca przy presji na ceny tego produktu), ale z nawiązką powinny zostać zrekompensowane przez rekordowe marże na kaprolaktamie (główną niewiadomą w tym wypadku jest jednak kwestia wolumenów, gdyż w grudniu zauważalne było już załamanie tego rynku). W naszych prognozach nie zakładamy przychodów ze sprzedaży jednostek redukcji emisji NOx, gdyż prawdopodobnie przesuną się one na kolejny okres. Na poziomie działalności finansowej saldo nie powinno odbiegać istotnie od poziomu z poprzedniego kwartału i ostatecznie wynik netto sięgnie 145 mln PLN. Z uwagi na opóźniającą się decyzję w sprawie taryfy gazowej i bardzo dobre wyniki w pierwszym półroczu roku obrotowego wkrótce dokonamy rewizji naszych rocznych prognoz dla ZAP.

Energetyka



Energetyka

Analityk:
Kamil Kliszcz

CEZ

Redukuj

P/E 2011 11,4 EV/EBITDA 2011 6,9 **Cena bieżąca 137,00 PLN**
P/E 2012 10,0 EV/EBITDA 2012 6,4 **Cena docelowa 124,90 PLN**

(mln CZK)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	56 370,4	54 460,0	3,5%	206 932,4	198 848,0	4,1%	213 244,4	206 932,4	3,1%
EBITDA	21 318,6	21 937,0	-2,8%	83 759,6	89 089,0	-6,0%	89 786,0	83 759,6	7,2%
marża	37,8%	40,3%	-	40,5%	44,8%	-	42,1%	40,5%	-
EBIT	14 449,6	15 062,0	-4,1%	58 004,6	65 057,0	-10,8%	63 250,0	58 004,6	9,0%
Zysk brutto	14 680,7	10 210,0	43,8%	48 846,7	58 949,0	-17,1%	55 108,8	48 846,7	12,8%
Zysk netto	11 891,4	7 142,0	66,5%	38 371,4	47 232,0	-18,8%	44 047,3	38 371,4	14,8%

Wyższa produkcja jądrowa nadrobi spadek cen r/r

Po problemach technicznych w 3Q w końcówce roku spodziewamy się wyraźnego wzrostu produkcji energii w elektrowniach jądrowych (7,6 TWh vs. 5,8 TWh w 3Q), co mimo spadku realizowanych cen prądu pozwoli na wypracowanie zbliżonego EBIT w ujęciu r/r w segmencie wytwarzania (11 mld CZK vs. 11,7 mld CZK). Przyczyni się do tego również dalszy wzrost zysków z rumuńskiej farmy wiatrowej, która od listopada otrzymywała już 2 zielony certyfikaty za każdą wyprodukowaną 1 MWh. W naszych prognozach zakładamy neutralne saldo na handlu uprawnieniami do emisji, choć wobec mocnych spadków cen certyfikatów istnieje obawa o stratę na tej pozycji. W segmencie dystrybucji zakładamy sezonowy wzrost zysków w ujęciu q/q, ale w ujęciu r/r spodziewamy się ujemnej dynamiki (2,7 mld CZK vs. 2,9 mld CZK) z uwagi na możliwe odwracanie księgowanych wcześniej opłat za przyłączenie do sieci farm słonecznych, które podnosiły wyniki w poprzednim roku. Lepiej r/r powinien wypaść natomiast segment wydobywczy (0,7 mld CZK vs. 0,4 mld CZK na EBIT) w związku ze wzrostem wolumenów sprzedaży węgla, przede wszystkim poza Grupę (+22%). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy lekkiego dodatniego salda, głównie dzięki pozytywnym różnicom kursowym i przeszacowaniu opcji na akcje MOL-a w kwocie 1,2 mld CZK. Przypominamy, że rok temu w tym samym okresie Spółka zaksięgowała bardzo wysokie straty z tytułu odpisu wartości spółek zależnych w Bułgarii. Ostatecznie zysk netto wyniesie 11,9 mld CZK i naszym zdaniem nie uda się wypełnić rocznej prognozy Zarządu.



Energetyka

Analityk:
Kamil Kliszcz

Enea

Akumuluj

P/E 2011 9,5 EV/EBITDA 2011 3,2 **Cena bieżąca 17,90 PLN**
P/E 2012 8,9 EV/EBITDA 2012 2,9 **Cena docelowa 21,24 PLN**

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	2 530,2	2 009,2	25,9%	9 698,2	7 836,9	23,8%	10 336,7	9 698,2	6,6%
EBITDA	280,4	246,5	13,8%	1 574,9	1 364,6	15,4%	1 746,3	1 574,9	10,9%
marża	11,1%	12,3%	-	16,2%	17,4%	-	16,9%	16,2%	-
EBIT	101,2	83,6	21,1%	876,1	712,0	23,1%	1 102,4	876,1	25,8%
Zysk brutto	140,5	102,2	37,5%	1 034,5	813,2	27,2%	1 097,6	1 034,5	6,1%
Zysk netto	113,8	73,4	55,1%	835,2	639,3	30,6%	889,1	835,2	6,5%

Znaczny spadek wyników q/q z uwagi na brak pozytywnych one-offów

W 4Q'2011 powtórzenie bardzo dobrych wyników z 3Q nie będzie możliwe nie tylko ze względu na tradycyjną sezonowość, ale również z uwagi na brak pozytywnych czynników jednorazowych, które wzmocniły rezultaty w poprzednim okresie (konwersja uprawnień EUA na CER-y oraz rozliczenie transakcji przejęcia EC Białystok). W ostatnim kwartale roku obrotowego szacujemy, że EBIT segmentu wytwarzania sięgnie około 100 mln PLN, a brak znaczącej poprawy r/r to efekt zakładanej niższej produkcji w Elektrowni Kozienice i wyższym koszcie węgla (niższe dostawy z LWB zastąpione kosztownymi dostawami spotowymi) oraz słabszym niż zwykle wynikiem konsolidowanej już elektrociepłowni w Białymstoku (efekt ciepłego grudnia). W segmencie dystrybucji tradycyjnie spodziewamy się zawiązywania rezerw na świadczenia pracownicze i program PDO i dlatego EBIT w tym obszarze choć zanotuje poprawę r/r to będzie znacząco niższy w porównaniu do poprzednich kwartałów 2011 roku (11 mln PLN). W segmencie obrotu zysk operacyjny szacujemy na około 15 mln PLN (5,6 mln PLN przed rokiem) konserwatywnie uwzględniając zapowiadane wcześniej przez Zarząd odwrócenie części rezerw na niezbilansowanie sprzedanej energii. Saldo na działalności finansowej powinno być zbliżone do poprzednich okresów, tak więc ostatecznie zysk netto szacujemy na niecałe 114 mln PLN.

**Energetyka**

Analitik:
Kamil Kliszc

PGE

P/E 2011 6,5
P/E 2012 8,4

EV/EBITDA 2011 4,5
EV/EBITDA 2012 4,3

Akumuluj

Cena bieżąca 20,10 PLN
Cena docelowa 23,07 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	7 646,7	5 491,9	39%	28 507,6	20 476,5	39,2%	30 022,9	28 507,6	5,3%
EBITDA	2 125,8	1 774,0	20%	7 972,8	6 840,5	16,6%	8 338,1	7 972,8	4,6%
marża	27,8%	32,3%	-	28,0%	33,4%	-	27,8%	28,0%	-
EBIT	1 447,5	1 111,6	30%	5 319,4	4 185,3	27,1%	5 587,4	5 319,4	5,0%
Zysk brutto	3 375,6	1 030,8	-	7 285,3	4 276,3	70,4%	5 612,2	7 285,3	-23,0%
Zysk netto	2 740,6	745,3	-	5 798,0	3 014,1	92,4%	4 459,1	5 798,0	-23,1%

Wyniki wzmocnione czynnikami jednorazowymi

W 4Q'2011 wyniki PGE będą zniekształcone nie tylko ze względu na księgowanie na poziomie działalności finansowej zysków na sprzedaży Polkomtela (wpływ na zysk netto to około 1,67 mld PLN), ale również przez uzyskane od Alstomu odszkodowanie, które w kwocie około 300 mln PLN wzmocni zyski już na poziomie EBIT w segmencie wytwarzania. W tym głównym obszarze działalności zysk operacyjny oczyszczony o ten czynnik szacujemy na 905 mln PLN vs. 938 mln PLN w 3Q'2011. Wypracowanie takiego rezultatu mimo oczekiwanych niższych przychodów z rekompensat KDT (56 mln PLN vs. 191 mln PLN w 3Q'2011) będzie w naszej opinii możliwe dzięki około dwa razy wyższej produkcji z nowego bloku w Elektrowni Bełchatów. W segmencie dystrybucyjnym zakładamy utrzymanie wzrostowej tendencji w ujęciu r/r (152 mln PLN vs. 119 mln PLN), ale nominalnie EBIT będzie niższy q/q ze względu na niższą dynamikę wolumenów. W pozostałych segmentach nie spodziewamy się istotnych odchyłeń w relacji do poprzedniego okresu, poza OZE gdzie gorsze warunki hydrologiczne nie pozwolą na powtórzenie wyników q/q. Na poziomie działalności finansowej główną pozycją będzie zysk na sprzedaży Polkomtela w kwocie 2 mld PLN, przy czym zwracamy uwagę że podstawą naliczenia podatku będzie wynik na tej transakcji ze sprawozdania jednostkowego, tak więc ostatecznie skonsolidowany kwartalny zysk netto powinien wynieść 2,7 mld PLN.

**Energetyka**

Analitik:
Kamil Kliszc

Tauron

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

EV/EBITDA 2011 4,5
EV/EBITDA 2012 3,8

Kupuj

Cena bieżąca 5,42 PLN
Cena docelowa 7,44 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	5 301,0	4 478,0	18,4%	20 467,8	15 428,9	32,7%	25 380,5	20 467,8	24,0%
EBITDA	643,2	600,7	7,1%	3 013,6	2 758,0	9,3%	3 606,6	3 013,6	19,7%
marża	12,1%	13,4%	-	14,7%	17,9%	-	14,2%	14,7%	-
EBIT	294,8	271,3	8,6%	1 615,7	1 399,3	15,5%	1 999,6	1 615,7	23,8%
Zysk brutto	273,2	211,7	29,0%	1 554,7	1 257,3	23,7%	1 704,1	1 554,7	9,6%
Zysk netto	239,7	157,1	52,6%	1 234,2	858,7	43,7%	1 356,8	1 234,2	9,9%

Słaby wynik w wydobywaniu psuje obraz kwartału

W 4Q'2011 głównym obciążeniem dla wyników Tauronu będzie wysoka strata w segmencie wydobywczym, gdzie z uwagi na spadek wolumenów (zalana ściana w kopalni Janina) spodziewamy się ujemnego EBIT rzędu -48 mln PLN (problem ten został już jednak rozwiązany i od grudnia produkcja węgla idzie zgodnie z planem). W segmencie wytwarzania słabsze dynamiki zużycia energii i mniejszy popyt na ciepło oraz przedłużenie przestoju najnowszego bloku w Elektrowni Łagisza również zaowocują relatywnie słabą marżą operacyjną, aczkolwiek nominalnie dzięki wyższym rekompensatom KDT (153 mln PLN) zysk dywizji powinien sięgnąć 155 mln PLN. W segmencie dystrybucji ze względu na niższe wolumeny i wyższe koszty remontów (wykorzystanie warunków pogodowych) zakładamy tylko niewielki wzrost EBIT r/r (148 mln PLN vs. 143 mln PLN). Podobnie jak w poprzednich kwartałach dobry rezultat powinien się natomiast pojawić w obszarze obrotu (42 mln PLN), gdzie obok aktywności w handlu zagranicznym szansą na dodatkowe zyski były listopadowe perturbacje na polskim rynku energetycznym i notowane wówczas rekordowe ceny spotowe. Saldo na działalności finansowej nie powinno istotnie odchylić się od poziomów z poprzedniego kwartału i ostatecznie zysk netto powinien zbliżyć się do 240 mln PLN (uwzględniamy ujemny wynik dla akcjonariuszy mniejszościowych z segmentu wydobywczego).

Telekomunikacja



Telekomunikacja

Analitik:
Michał Marczak

Netia

P/E 2011 57,7 EV/EBITDA 2011 7,2
P/E 2012 18,3 EV/EBITDA 2012 4,6

Trzymaj

Cena bieżąca 5,88 PLN
Cena docelowa 5,70 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	424,6	394,2	7,7%	1 616,7	1 575,9	2,6%	2 283,0	1 616,7	41,2%
EBITDA	105,1	307,9	-65,9%	398,5	368,8	8,1%	584,3	398,5	46,6%
marża	24,8%	78,1%	-	24,7%	23,4%	-	25,6%	24,7%	-
EBIT	25,9	231,3	-88,8%	92,4	70,1	31,7%	176,8	92,4	91,3%
Zysk brutto	32,6	234,2	-86,1%	113,4	73,6	54,1%	138,9	113,4	22,5%
Zysk netto	25,2	221,6	-88,6%	39,7	61,2	-35,2%	125,0	39,7	-

Akwizycje zaciemnią prawdziwy obraz

Zgodnie z zapowiedziami Zarządu już pod koniec 4Q spółka zacznie konsolidować Dialog i Crowley, co będzie miało niewielki wpływ na same wyniki finansowe (ok. 25 mln PLN przychodów), ale już istotny na dane dotyczące bazy abonenckiej. Przypominamy, że w ostatnich kwartałach Netia wykazywała spadki liczby abonentów prawie we wszystkich segmentach działalności. Akwizycja zaciemni obraz organicznego rozwoju „starej” Netii, jeżeli spółka nie przedstawi szczegółowych danych dotyczących przejętej bazy Dialogu. Inwestorzy zobaczą tylko dynamiczny wzrost bazy. Po wyłączeniu efektu przejęcia w wynikach nie oczekujemy pozytywnych zaskoczeń (przychody na poziomie niespełna 400 mln PLN, spadkowa tendencja w przychodach z bezpośrednich klientów we własnej sieci, stabilne przychody z transmisji danych i usług hurtowych). EBITDA ukształtuje się na poziomie 105 mln PLN, co oznacza 25% marżę (obniżają ją koszty akwizycji). W związku ze słabszymi danymi dotyczącymi liczby użytkowników w dotychczasowej sieci nie można wykluczyć, że spółka dokona odpisu aktualizującego wartość aktywów telekomunikacyjnych (co roku w grudniu przeprowadzany jest test), czego jednak nie zakładamy w prognozie.



Telekomunikacja

Analitik:
Michał Marczak

TPSA

P/E 2011 12,6 EV/EBITDA 2011 4,2
P/E 2012 18,7 EV/EBITDA 2012 4,8

Trzymaj

Cena bieżąca 16,78 PLN
Cena docelowa 17,40 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	3 748,2	3 957,0	-5,3%	14 946,2	15 616,2	-4,3%	14 529,6	14 946,2	-2,8%
EBITDA	1 269,4	1 375,0	-7,7%	6 154,4	4 734,0	30,0%	5 457,8	6 154,4	-11,3%
marża	33,9%	34,7%	-	41,2%	28,3%	-	37,6%	41,2%	-
EBIT	369,4	430,0	-14,1%	2 387,4	947,0	152,1%	1 849,9	2 387,4	-22,5%
Zysk brutto	285,3	312,0	-8,6%	1 972,3	495,2	-	1 484,7	1 972,3	-24,7%
Zysk netto	215,6	218,0	-1,1%	1 774,6	166,4	-	1 200,6	1 774,6	-32,3%

Operacyjnie bez zmian, dodatkowe rezerwy

Oczekujemy, że skonsolidowane przychody TPSA obniżą się w ujęciu r/r o 5,3%, na co wpływ będzie miała przede wszystkim telefonia stacjonarna (-11% r/r). Spadek to efekt o 15% niższych przychodów z usług detalicznych (ruch i abonament), przy jednoczesnym wzroście o 2,5% przychodów hurtowych. W prognozie zakładamy, że liczba aktywnych łącz stacjonarnych obniży się o 134 tys. q/q, tj. nieco poniżej średniej kwartalnej w tym roku (144 tys.). W przypadku telefonii mobilnej oczekujemy wzrostu przychodów w ujęciu r/r o 0,4%, co jest efektem wzrostu bazy abonenckiej (+3,1%), przy 5% spadku ARPU. Przychody z transmisji danych, w tym również z szerokopasmowego dostępu do internetu obniżą się o 4,4% r/r. Obok tego należy pamiętać o wyłączeniu z konsolidacji sprzedanej spółki – Emitel (57 mln PLN przychodów w kwartale), co na poziomie skonsolidowanych przychodów zaburza porównanie r/r (po wyłączeniu sprzedaży dynamika przychodów grupy -3,8% r/r). W naszej prognozie zakładamy dodatkowe rezerwy z tytułu płatności na rzecz DPTG (35 mln PLN, o czym informowała spółka oraz dodatkową rezerwę z tytułu zwolnień pracowniczych (wg naszych szacunków będzie to kwota 130 mln PLN).

Media



Media

Analitik:
Piotr Grzybowski

Agora

P/E 2011 16,3 EV/EBITDA 2011 3,6
P/E 2012 20,2 EV/EBITDA 2012 3,8

Kupuj

Cena bieżąca 12,00 PLN
Cena docelowa 15,30 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	324,5	340,7	-4,8%	1 223,2	776,0	57,6%	1 220,3	1 223,2	-0,2%
EBITDA	31,6	52,8	-40,1%	146,4	114,5	27,9%	130,9	146,4	-10,6%
marża	9,7%	15,5%	-	12,0%	14,8%	-	10,7%	12,0%	-
EBIT	9,7	30,3	-68,0%	53,7	54,6	-1,6%	40,8	53,7	-24,1%
Zysk brutto	9,3	29,1	-68,0%	53,2	58,8	-9,5%	38,9	53,2	-27,0%
Zysk netto	8,2	18,0	-54,4%	41,4	53,9	-23,2%	30,3	41,4	-26,8%

Odpisy psują wyniki

Agora pokaże dużo słabsze r/r wyniki finansowe. W dużej mierze jednak za ich słabością stać będą zdarzenia jednorazowe w postaci odpisu wartości aktywów na kwotę 14,3 mln PLN (głównie w segmencie czasopism). Spodziewamy się 7,2% spadku przychodów reklamowych Grupy (do 188,3 mln PLN). Słabość w tym względzie wykażą przy tym w segmenty prasy (-17,0% r/r) i czasopism (-7,0% r/r). W odróżnieniu od poprzednich kwartałów ubiegłego roku negatywnych dynamik spodziewamy się też w segmentach radia (-1,0% r/r) i reklamy zewnętrznej (-2,7% r/r). Wpływy ze sprzedaży biletów sięgną według naszych szacunków 38,8 mln PLN. Po stronie kosztowej spodziewamy się złagodzenia presji w obszarze kosztów materiałów i energii (uwzględnienie wzrostu cen papieru w wynikach 4Q2010) oraz wynagrodzeń. Wynik operacyjny Grupy szacujemy na 9,7 mln PLN, przy wyniku netto w wysokości 8,2 mln PLN.



Media

Analitik:
Piotr Grzybowski

Cinema City

P/E 2011 18,0 EV/EBITDA 2011 8,6
P/E 2012 13,8 EV/EBITDA 2012 7,0

Kupuj

Cena bieżąca 32,80 PLN
Cena docelowa 33,50 PLN

(mln EUR)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	73,0	56,6	29,1%	270,6	234,5	15,4%	296,0	270,6	9,4%
EBITDA	16,3	11,7	39,5%	51,6	56,2	-8,2%	61,7	51,6	19,6%
marża	22,3%	20,6%	-	19,1%	24,0%	-	20,9%	19,1%	-
EBIT	10,1	6,4	57,6%	27,1	36,3	-25,3%	37,3	27,1	37,4%
Zysk brutto	9,1	5,8	55,8%	23,8	34,1	-30,2%	34,7	23,8	46,0%
Zysk netto	8,0	5,6	42,5%	22,9	30,4	-24,5%	29,0	22,9	26,5%

Renesans kina

Czwarty kwartał był bardzo dobrym okresem dla branży kinowej. Zgodnie z opublikowanymi wcześniej danymi sprzedażowymi Cinema City sprzedało w tym okresie o 27,7% biletów więcej niż w analogicznym okresie 2010 roku (9,43 mln wobec 7,38 mln biletów z 4Q2010). Mimo, że wzrost ten częściowo wynika z poszerzenia bazy kin (nowe otwarcia i przejęcie Palace Cinema) czwarty kwartał wciąż stanowi dużą jakościową poprawę frekwencji kinowej w porównaniu do poprzednich kwartałów. Szacujemy, że przychody ze sprzedaży biletów wyniosły 44,5 mln EUR. Przychody z działalności barowej prognozujemy na poziomie 14,6 mln EUR, wpływy reklamowe w wysokości 8,5 mln EUR, a przychody z działalności dystrybucyjnej w wysokości 5,1 mln EUR. Nie spodziewamy się ponadto, by spółka miała zaksięgować kolejne koszty związane z restrukturyzacją Palace Cinema. Pozwoli to Cinema City wypracować 10,1 mln EUR zysku operacyjnego i 8,0 mln EUR zysku netto.

**Media**

Analityk:
Piotr Grzybowski

Cyfrowy Polsat Trzymaj

P/E 2011 15,5 EV/EBITDA 2011 10,3 **Cena bieżąca 14,40 PLN**
P/E 2012 12,5 EV/EBITDA 2012 8,0 **Cena docelowa 14,80 PLN**

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	677,4	376,6	79,9%	2 324,1	1 482,5	56,8%	2 842,4	2 324,1	22,3%
EBITDA	184,9	71,8	157,6%	723,0	406,9	77,7%	865,9	723,0	19,8%
marża	27,3%	19,1%	-	31,1%	27,5%	-	30,5%	31,1%	-
EBIT	135,0	47,6	183,5%	552,4	325,8	69,6%	692,4	552,4	25,3%
Zysk brutto	79,5	47,6	67,1%	195,3	321,3	-39,2%	494,1	195,3	153,0%
Zysk netto	64,4	36,9	74,3%	149,0	258,5	-42,3%	400,2	149,0	168,6%

Telewizja wciąż motorem dla poprawy wyników

Mimo, że czwarty kwartał stał pod znakiem spowolnienia w branży reklamowej Polsat dzięki poszerzonej dystrybucji swoich kanałów przeciwstawił się ogólnemu trendowi i poprawił swoje wyniki finansowe. Szacujemy, że EBITDA segmentu telewizyjnego wzrosła w porównaniu do 4Q2010 z około 100 mln PLN do 109 mln PLN, przy czym przy płaskich przychodach reklamowych za poprawą wyników stać będą przede wszystkim wyższe wpływy z licencji od stacji tematycznych. W segmencie płatnej telewizji spodziewamy się niższego przyrostu liczby abonentów brutto, co przełoży się na niższe koszty pozyskania (mimo, że wzrost pozyskań klientów do usługi Multi room powodować będzie wzrost SAC). W konsekwencji spodziewamy się, że EBITDA segmentu płatnej telewizji wzrośnie z 71,8 mln PLN do 76,9 mln PLN. Wynik operacyjny Grupy wyniesie 135,0 mln PLN. Na saldzie z działalności finansowej spodziewamy się minimalnego wpływu różnic kursowych (około -1,0 mln PLN) oraz 54,5 mln PLN kosztów odsetkowych związanych z obsługą zadłużenia. Zysk netto okresu wyniesie 64,4 mln PLN.

**Media**

Analityk:
Piotr Grzybowski

TVN

Trzymaj

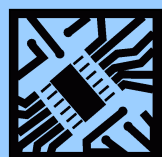
P/E 2011 - EV/EBITDA 2011 10,3 **Cena bieżąca 11,80 PLN**
P/E 2012 13,6 EV/EBITDA 2012 8,8 **Cena docelowa 10,30 PLN**

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	603,6	750,3	-19,6%	2 475,6	2 490,7	-0,6%	2 785,8	2 475,6	12,5%
EBITDA	218,3	185,3	17,8%	665,5	610,7	9,0%	716,7	665,5	7,7%
marża	36,2%	24,7%	-	26,9%	24,5%	-	25,7%	26,9%	-
EBIT	194,3	117,0	66,1%	445,2	363,8	22,4%	459,8	445,2	3,3%
Zysk brutto	104,1	40,7	156,0%	-196,3	118,3	-	338,0	-196,3	-
Zysk z działalności kontynuowanej	85,9	61,0	-	-284,4	42,8	-	296,1	-284,4	-
Zysk z działalności zaniechanej	-40,5	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Zysk netto	45,4	61,0	-25,6%	-284,4	42,8	-	296,1	-284,4	-

Dekonsolidacja 'n'

Czwarty kwartał przyniesie wyłączenie z prezentowanych wyników segmentu płatnej telewizji, co wpłynie na porównywalność danych w relacji do porównywalnego okresu ('n' zostanie zaprezentowane w rachunku wyników jedynie poprzez wynik na działalności zaniechanej). Spodziewamy się, że słaba koniunktura w branży reklamowej spowoduje, że przychody reklamowe Grupy spadną o 0,9% (przy czym spadek w segmencie telewizyjnym wyniesie około 2,5%). Po stronie kosztowej spodziewamy się utrzymania zeszłorocznego poziomu kosztów programowych w obszarze telewizji i Internetu oraz zaksięgowania dodatkowych 10 mln PLN kosztów powiązanych z umową z Canal Plus oraz reorganizacją działalności i wyodrębnieniem marek własnych do spółki zależnej (spółka w listopadzie szacowała te koszty w przedziale 10-20 mln PLN). Zysk operacyjny Grupy wyniesie 194 mln PLN (bez 'n'). Na poziomie salda na działalności finansowej zakładamy około 4 mln PLN ujemnych różnic kursowych. Zysk na działalności kontynuowanej wyniesie 85,9 mln PLN, a strata na działalności zaniechanej sięgnie 40,5 mln PLN.

IT



IT

Analitik:
Piotr Grzybowski

AB

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

EV/EBITDA 2011 7,1
EV/EBITDA 2012 6,5

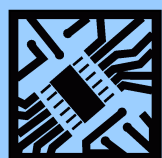
Akumuluj

Cena bieżąca 22,10 PLN
Cena docelowa 22,50 PLN

(mln PLN)	IIQ11/12P	IIQ10/11	zmiana	IH11/12P	IH10/11	zmiana	2011/12P	2010/11P	zmiana
Przychody	1 378,5	1 156,4	19,2%	2 250,3	1 910,0	17,8%	3 671,8	3 564,4	3,0%
EBITDA	33,0	38,5	-14,4%	48,8	45,2	8,0%	69,9	69,7	0,2%
marża	2,4%	3,3%	-	-	-	-	1,9%	2,0%	-
EBIT	30,8	36,3	-15,3%	44,4	40,8	8,8%	61,1	60,9	0,4%
Zysk brutto	28,1	32,3	-13,0%	38,9	42,4	-8,1%	49,8	62,2	-20,0%
Zysk netto	22,7	27,7	-18,0%	31,5	35,7	-11,8%	40,3	51,7	-21,9%

Udany półmetek roku obrotowego

Wysoki kurs korony czeskiej oraz rozszerzenie marż realizowanych na dyskach były czynnikami sprzyjającymi wynikom AB w drugim kwartale roku obrotowego 2011/2012. Szacujemy, że wyrażone w koronach czeskich przychody czeskiego ATC wzrosły o 12% r/r, co w połączeniu z umocnieniem czeskiej korony w relacji do złotego przełoży się na ponad 20% wzrost obrotów na rynku czeskim. W przypadku rynku polskiego spodziewamy się blisko 19% wzrostu obrotów. Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na około 5,9%, przy kosztach ogólnych działalności w wysokości 39,1 mln PLN. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniesie według naszych szacunków -12,0 mln PLN (spodziewamy się otworzenia wysokich rezerw w poczet przyszłych bonusów posprzedażowych na rzecz sieci detalicznych). W rezultacie wynik operacyjny okresu wyniesie 30,8 mln PLN, co przełoży się na 22,7 mln PLN zysku netto.



IT

Analitik:
Piotr Grzybowski

Action

P/E 2011 9,5
P/E 2012 10,0

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

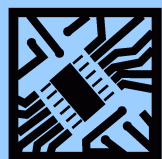
Trzymaj

Cena bieżąca 22,44 PLN
Cena docelowa 18,10 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	1 037,2	634,6	63,4%	2 818,7	1 471,3	91,6%	2 787,6	2 818,7	-1,1%
EBITDA	25,8	17,7	46,2%	70,8	28,5	148,2%	64,0	70,8	-9,6%
marża	2,5%	2,8%	-	2,5%	1,9%	-	2,3%	2,5%	-
EBIT	23,0	14,8	55,9%	59,5	19,8	-	52,0	59,5	-12,5%
Zysk brutto	21,7	13,7	58,6%	54,3	16,7	-	46,8	54,3	-13,8%
Zysk netto	17,3	10,9	57,8%	44,7	15,3	191,2%	37,9	44,7	-15,2%

Bardzo dobry kwartał

Czwarty kwartał był w naszej opinii bardzo udanym okresem dla Actionu. Rozwój eksportu (przekraczający nawet 25% udział w strukturze sprzedaży) oraz konsolidacja rynku krajowego wokół największych podmiotów przełoży się na skokowy wzrost przychodów (+63,4% r/r). Z uwagi na niższą marżowość sprzedaży eksportowej oczekujemy obniżenia marży brutto na sprzedaży do 6,9%. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu sięgną według naszych szacunków 39,5 mln PLN (wobec 34,0 mln PLN przed rokiem). Nie spodziewamy się przy tym by w 4Q2011 zostały rozpoznane jakiegokolwiek koszty związane z umową sponsorską z Legią Warszawa. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na -8,5 mln PLN (głównie rezerwy pod obciążenia ze strony sieci detalicznych). Wynik operacyjny kwartału wyniesie 23,0 mln PLN, co pozwoli Actionowi na osiągnięcie 17,3 mln PLN zysku netto.



IT

 Analitik:
Piotr Grzybowski

ASBIS

Kupuj

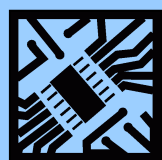
 P/E 2011 15,7 EV/EBITDA 2011 6,1
 P/E 2012 8,3 EV/EBITDA 2012 5,2

 Cena bieżąca 2,50 PLN
 Cena docelowa 2,47 PLN

(mln USD)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	489,7	477,1	2,6%	1 501,6	1 435,1	4,6%	1 650,1	1 501,6	9,9%
EBITDA	12,9	5,3	141,6%	20,2	12,4	63,0%	18,9	20,2	-6,3%
marża	2,6%	1,1%	-	1,3%	0,9%	-	1,1%	1,3%	-
EBIT	12,1	4,5	166,4%	17,1	9,4	81,1%	15,8	17,1	-7,3%
Zysk brutto	9,9	2,5	-	7,8	2,3	-	7,0	7,8	-9,6%
Zysk netto	8,0	1,8	-	5,4	0,9	-	5,3	5,4	-1,1%

Powyżej prognoz rocznych

Wysokie marże na dyskach twardych realizowane w związku z podtopieniem tajlandzkich fabryk Western Digital oraz oszczędności kosztowe wprowadzane w drugiej połowie 2011 roku (przede wszystkim w zakresie zatrudnienia) przełożyły się na znakomity wynik ostatnich trzech miesięcy roku. Spółce udało się też naszym zdaniem uniknąć mimo niekorzystnego środowiska walutowego strat na różnicach kursowych, które mocno wpływały na wyniki Asbisu w poprzednich kwartałach. Spodziewamy się, że marża brutto na sprzedaży wyniosła w powyższym okresie aż 5,7%, a koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosą 15,8 mln USD, a zatem o 1,5 mln USD mniej niż przed rokiem. W konsekwencji wynik operacyjny w 4Q2011 wyniesie 12,1 mln USD. Saldo na działalności finansowej wyniesie -2,2 mln USD (głównie kosztów obsługi długu). Pozwoli to spółce wypracować 8,0 mln USD zysku netto i istotnie przekroczyć roczną prognozę (5,4 mln USD wobec prognozowanych 3,0-4,5 mln USD zysku).



IT

 Analitik:
Piotr Grzybowski

Asseco Poland

Kupuj

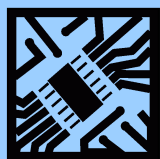
 P/E 2011 9,9 EV/EBITDA 2011 5,9
 P/E 2012 9,1 EV/EBITDA 2012 5,4

 Cena bieżąca 49,50 PLN
 Cena docelowa 65,00 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	1 340,0	1 046,0	28,1%	4 863,4	3 237,7	50,2%	4 862,1	4 863,4	0,0%
EBITDA	208,1	191,9	8,4%	839,7	695,0	20,8%	844,3	839,7	0,5%
marża	15,5%	18,3%	-	17,3%	21,5%	-	17,4%	17,3%	-
EBIT	164,1	156,5	4,9%	668,5	569,0	17,5%	688,6	668,5	3,0%
Zysk brutto	206,1	98,1	110,1%	740,7	499,0	48,4%	723,4	740,7	-2,3%
Zysk netto	111,7	99,9	11,8%	402,2	415,1	-3,1%	421,2	402,2	4,7%

Rozpoznanie zysku na Sapiensie

W czwartym kwartale Asseco Poland zaksięguje drugą część zysku wynikającego z przeszacowania wartości udziałów w Sapiens International po przeprowadzonym w tej spółce podwyższeniu kapitału. Oczekujemy, że zysk ten wyniesie około 41 mln PLN i zostanie zaksięgowany w saldzie na działalności finansowej. Na poziomie operacyjnym spodziewamy się, że po trzech kwartałach spadku wyniku operacyjnego (spowodowanego zakończeniem fazy wdrożeniowej projektu w PKO BP) pozytywną dynamikę EBIT pokaże jednostka dominująca (75,2 mln PLN vs. 65,4 mln PLN zysku operacyjnego przed rokiem). Zysk operacyjny Asseco South Eastern Europe szacujemy na 17,2 mln PLN, a Asseco Business Solution na 10,3 mln PLN. Z kolei Asseco Central Europe i Formula Systems dołożą do skonsolidowanego wyniku operacyjnego odpowiednio 17,8 mln PLN i 38,1 mln PLN. Wynik operacyjny całej Grupy wyniesie 164,1 mln PLN, a wynik netto przypadający akcjonariuszom spółki 111,7 mln PLN.



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Comarch

Redukuj

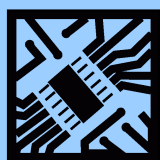
 P/E 2011 24,4 EV/EBITDA 2011 9,7
 P/E 2012 15,1 EV/EBITDA 2012 6,7

Cena bieżąca 60,25 PLN
Cena docelowa 45,90 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	276,0	264,4	4,4%	778,6	761,4	2,3%	825,3	778,6	6,0%
EBITDA	35,3	28,0	26,4%	64,6	64,4	0,2%	64,8	64,6	0,4%
marża	12,8%	10,6%	-	8,3%	8,5%	-	7,9%	8,3%	-
EBIT	25,3	19,2	31,9%	25,2	24,8	1,6%	28,3	25,2	12,0%
Zysk brutto	24,8	16,7	49,1%	24,8	25,0	-0,8%	31,6	24,8	27,3%
Zysk netto	27,2	30,6	-11,1%	23,8	43,7	-45,6%	32,1	23,8	35,1%

Udany kwartał

W czwartym kwartale Comarchowi udało się naszym zdaniem wyprowadzić Comarch SuB na rentowność operacyjną. Z uwzględnieniem amortyzacji wartości firmy z przejęcia spółka jednak nadal będzie negatywnie przekładać się na skonsolidowany wynik operacyjny (szacujemy, że negatywny wpływ wyniesie 3,1 mln PLN). W przypadku spółek celowych zrzeszonych w Comarch FIZ spodziewamy się, że otwarcie nowej placówki diagnostycznej w ramach iMed24 nie będzie się jeszcze negatywnie przekładać na wyniki i cały fundusz zanotuje około 2,3 mln PLN straty operacyjnej. W ramach podstawowych aktywów Grupy prognozujemy spore wpływy z dalszej realizacji kontraktu z Eplus, co będzie miało przełożenie zarówno na osiągnięty poziom przychodów jak i rentowność. W konsekwencji zysk operacyjny Grupy Comarch wyniesie 25,3 mln PLN. Ponadto zakładamy 0,5 mln PLN kosztów finansowych netto, 2,0 mln PLN rozpoznanego aktywa podatkowego oraz 0,4 mln PLN straty netto przypadającej akcjonariuszom mniejszościowym. Pozwoli to Comarchowi osiągnąć 27,2 mln PLN zysku netto przypadającego akcjonariuszom.



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Sygnity

Kupuj

 P/E 2011 59,0 EV/EBITDA 2011 6,1
 P/E 2012 12,7 EV/EBITDA 2012 4,9

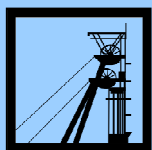
Cena bieżąca 18,90 PLN
Cena docelowa 20,80 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	204,0	179,0	14,0%	551,8	524,0	5,3%	611,8	551,8	10,9%
EBITDA	14,3	11,3	25,7%	28,8	-7,5	-	44,2	28,8	53,4%
marża	7,0%	6,3%	-	5,2%	-1,4%	-	7,2%	5,2%	-
EBIT	11,3	5,3	111,6%	14,2	-34,3	-	30,1	14,2	112,5%
Zysk brutto	9,3	2,2	-	7,8	-43,8	-	23,0	7,8	193,4%
Zysk netto	9,3	0,3	-	10,7	-42,8	-	17,7	10,7	65,1%

Cel programu motywacyjnego zrealizowany

Oczekujemy, że Sygnity wypracuje w czwartym kwartale 9,3 mln PLN zysku netto, co pozwoli na osiągnięcie 10 mln PLN rocznego zysku netto przewidzianego programem motywacyjnym. Stanie się tak mimo niekorzystnego wpływu zmian kursów walutowych (szacujemy, że mimo stosowanych zabezpieczeń spółka straciła na nich około 6 mln PLN). Z uwagi na straty na kursach walutowych oraz duży udział sprzedaży sprzętu w przychodach zrealizowanych w kwartale (m.in. ze względu na kontrakt dla MON) spodziewamy się, że marża brutto na sprzedaży wyniesie zaledwie 16,3%. Koszty ogólne działalności szacujemy na poziomie 20,5 mln PLN, a saldo na pozostałej działalności operacyjnej w wysokości -1,5 mln PLN. Przełoży się to na 11,3 mln PLN zysku operacyjnego w czwartym kwartale. Saldo na działalności finansowej szacujemy na poziomie 2,0 mln PLN. Oczekujemy również, że Sygnity nie zaksięguje podatku dochodowego, co pozwoli na wypracowanie wspomnianych 9,3 mln PLN zysku netto.

Górnictwo i metale



Górnictwo węgla

JSW

Kupuj

Analitik:
Michał Marczak

P/E 2011 7,5
P/E 2012 6,2

EV/EBITDA 2011 3,1
EV/EBITDA 2012 2,5

Cena bieżąca 109,00 PLN
Cena docelowa 127,00 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	2 411,2	b/d	-	9 572,0	7 288,9	31,3%	9 657,8	9 572,0	0,9%
EBITDA	1 162,3	b/d	-	3 344,9	2 770,5	20,7%	3 757,9	3 344,9	12,3%
marża	48,2%	b/d	-	34,9%	38,0%	-	38,9%	34,9%	-
EBIT	924,9	b/d	-	2 509,2	1 946,9	28,9%	2 805,3	2 509,2	11,8%
Zysk brutto	830,3	b/d	-	2 385,2	1 866,4	27,8%	2 665,2	2 385,2	11,7%
Zysk netto	631,1	b/d	-	1 738,5	1 454,2	19,6%	2 089,5	1 738,5	20,2%

Wraca wydobywanie w dwóch kopalniach, pomaga słaby PLN i rezerwy

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami ceny benchmarkowe węgla koksowego wyniosły ok. 280 USD/t (-10% q/q). W przypadku JSW powinno to oznaczać, że cena węgla (średnia dla węgla hard i semisoft) wyniosła ok. 260 USD/t, co po uwzględnieniu osłabienia PLN w stosunku do USD oznacza 3% wzrost q/q. Dalszy spadek cen, oczekiwany jest w 1Q (ok. 240 USD/t dla cen węgla benchmarkowego), po czym ceny powinny stabilizować się na tym poziomie. W związku z ponownym uruchomieniem wydobywania w kopalniach Krupiński i JasMos wydobywanie w całej grupie powinno wzrosnąć do 3,42 mln ton, tj. o 14% powyżej poziomu z poprzedniego kwartału, przy czym nieco poprawi się udział w wydobywaniu węgla typu hard. Koniec minionego roku to nadal obniżone wolumeny produkcji koksu (80% mocy produkcyjnych), co jest efektem słabego popytu z sektora stalowego. Cenę koksu szacujemy na ok. 395 USD/t. w stosunku do 453 USD/t w poprzednim kwartale. Pozytywnie na wyniki wpłynęły zapowiadane przez Zarząd rozwiązanie rezerwy na podatek od wyrobisk górniczych w kwocie 290 mln PLN.



Metale

KGHM

Kupuj

Analitik:
Michał Marczak

P/E 2011 2,6
P/E 2012 7,1

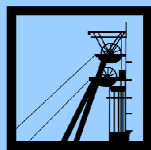
EV/EBITDA 2011 1,6
EV/EBITDA 2012 2,6

Cena bieżąca 142,00 PLN
Cena docelowa 151,50 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	4 702,3	4 753,2	-1,1%	19 947,1	15 945,0	25,1%	18 260,4	19 947,1	-8,5%
EBITDA	2 207,1	1 781,6	23,9%	11 669,4	6 253,6	86,6%	7 688,7	11 669,4	-34,1%
marża	46,9%	37,5%	-	58,5%	39,2%	-	42,1%	58,5%	-
EBIT	2 040,8	1 626,3	25,5%	11 006,9	5 638,1	95,2%	7 011,3	11 006,9	-36,3%
Zysk brutto	4 331,8	1 618,1	167,7%	13 272,7	5 605,6	136,8%	6 981,3	13 272,7	-47,4%
Zysk netto	3 508,8	1 324,4	164,9%	11 029,0	4 568,6	141,4%	4 000,0	11 029,0	-63,7%

Niższe ceny miedzi, straty na transakcjach zabezpieczających

W 4Q średnia cena miedzi na LME wyniosła 7 534 USD/t w stosunku do 8 993 USD/t w poprzednim kwartale. W przypadku srebra średnie ceny wynoszą odpowiednio 1 023 i 1 241 USD/kg. Pozytywny wpływ na wyniki będzie miało osłabienie PLN w stosunku do USD (średni kurs 3,3 vs. 2,9 q/q). W efekcie złotówkowa średnia cena miedzi obniżyła się q/q o 5,9%. W prognozie zakładamy, że kwartalna produkcja miedzi wyniesie 143 tys. ton a srebra 263 ton, z czego w przypadku miedzi 106 tys. ton będzie pochodziła z własnego wydobywania (cena dla 69 tys. ton zabezpieczona opcjami) a 34 tys. ton z przerobu złomu. Wprawdzie średnie ceny miedzi są niższe niż w poprzednim kwartale, ale w ujęciu koniec 3Q/koniec 4Q cena metalu wzrosła o 8,3%, co będzie negatywnie wpływać na wynik na transakcjach zabezpieczających, który szacujemy na 300 mln PLN. Częściowo efekt ten zamortyzuje zysk na transakcjach zabezpieczających ceny srebra (spadek o 7%). Zamknięcie transakcji sprzedaży Polkomtelu pozwoli spółce wykazać dodatkowo 2,3 mld PLN zysku brutto. Na koniec roku gotówka netto zamknie się kwotą 11,2 mld PLN, z czego 9,1 mld PLN zostanie przeznaczona na zakup Quadra - jeżeli dojdzie do transakcji.



Górnictwo węgla

LW Bogdanka **Kupuj**

Analityk:

Michał Marczak

P/E 2011 21,7

P/E 2012 14,2

EV/EBITDA 2011 9,9

EV/EBITDA 2012 6,1

Cena bieżąca 127,00 PLN

Cena docelowa 132,00 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	403,7	296,2	36,3%	1 269,4	1 230,4	3,2%	1 911,5	1 269,4	50,6%
EBITDA	219,7	80,3	173,5%	440,4	414,5	6,2%	677,0	440,4	53,7%
marża	54,4%	27,1%	-	34,7%	33,7%	-	35,4%	34,7%	-
EBIT	160,0	43,3	-	261,7	276,5	-5,4%	390,7	261,7	49,3%
Zysk brutto	149,3	46,4	-	258,4	288,2	-10,3%	394,0	258,4	52,5%
Zysk netto	111,7	38,1	192,9%	199,5	230,4	-13,4%	304,2	199,5	52,5%

Ruszył Stefanów, rozwiązanie rezerwy

4Q będzie pierwszym kwartałem, w którym inwestorzy zobaczą wpływ na wyniki wydobywania w Polu Stefanów. Należy jednak pamiętać, że będzie on jeszcze częściowo ograniczony, bo w październiku wydobywanie oscylowało na poziomie jedynie 543 tys. ton (faza rozruchu, w stosunku do 420 tys. ton w poprzednim miesiącu), w kolejnych dwóch miesiącach rosło do 600-650 tys. ton. Zakładamy, że średni przychód na tonę sprzedanego węgla wyniósł 212 PLN (+1,4% q/q). Tradycyjnie 4Q wiąże się z dodatkowymi kosztami rezerwy i płatności na rzecz pracowników. W naszej prognozie zakładamy, że jednostkowy koszt wydobywania oscylował na poziomie 175 PLN/t w stosunku do 195 PLN/t w poprzednim kwartale i 172 PLN/t w 4Q2010. Spadek kosztu jednostkowego jest efektem zwiększenia wolumenu produkcji (+34% r/r), koszt istotnie podwyższa amortyzacja (oddanie do użytkowania infrastruktury górniczej). W prognozie zakładamy, że wzrośnie ona z 45 mln PLN w 3Q do 57 mln PLN. Zgodnie z zapowiedzią Zarządu spółka rozwiąże rezerwy z tytułu podatku od wyrobisk górniczych oraz zaksięguje zaległe należności od samorządów lokalnych, co łącznie podwyższy wynik netto o 58,8 mln PLN. W minionym roku spółka dowarzała wysokie rezerwy, które obniżyły wynik o ponad 18 mln PLN.

Przemysł



Przemysł spożywczy

Analitik:
Jakub Szkopek

Astarta

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

Trzymaj

Cena bieżąca 66,40 PLN
Cena docelowa 53,90 PLN

(mln UAH)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 222,0	746,4	63,7%	3 336,3	2 328,2	43,3%	4 068,1	3 336,3	21,9%
EBITDA	204,3	41,9	-	1 436,9	1 051,4	36,7%	1 334,5	1 436,9	-7,1%
marża	16,7%	5,6%	-	43,1%	45,2%	-	32,8%	43,1%	-
EBIT	152,3	31,3	-	1 249,4	911,7	37,0%	1 130,2	1 249,4	-9,5%
Zysk brutto	114,0	-2,8	-	1 203,1	829,1	45,1%	952,9	1 203,1	-20,8%
Zysk netto	108,3	10,5	-	1 166,4	834,9	39,7%	930,2	1 166,4	-20,3%

Wyniki kwartału w cieniu potencjalnych ujemnych rewaluacji aktywów biologicznych

W 4Q11 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży wyniosą 1 222 mln UAH (+63,7% r/r). Zakładamy, że Spółka sprzeda 95 tys. ton cukru (+52% r/r) (25% produkcji roku 2011), 150 tys. ton zboża (+120% r/r) (25% produkcji roku 2011) i 23 tys. ton mleka (+97% r/r). Spodziewamy się, że w 4Q'11 zysk brutto ze sprzedaży wyniesie 346,6 mln UAH (+105% r/r), a rewaluacja aktywów biologicznych do wartości godziwej (-117 mln UAH). Zakładamy, że na rewaluację aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą negatywny wpływ będą miały spadające na przestrzeni 4Q'11 ceny mleka o 10,7% (efekt – 50,7 mln UAH). Nie spodziewamy się, aby Spółka przeprowadziła drastyczną rewaluację in minus aktywów biologicznych związanych z produkcją rolną w związku ze spadkiem cen cukru. Astarta nie przeszacowuje zapasów cukru, tylko wartość zabieranych buraków cukrowych. Ceny tych ostatnich w XI'11 według Urzędu Statystycznego wynosiły 528,1 UAH/t vs. 448,2 UAH/t w XI'10. Spodziewamy się natomiast, że ujemne przeszacowania będą wynikały ze stosunkowo agresywnych rewaluacji w 3Q'11 celem utrzymania pozytywnej dynamiki wyników (wówczas Valery Korotkov podjął decyzję o szukaniu kupca na kontrolowany przez siebie pakiet). Nie wykluczamy, że Spółka musiałaby zrównoważyć wcześniejszą agresywną politykę w 4Q'11 (zakładamy, że ujemne przeszacowania wyniosą -50 mln UAH). Spodziewamy się EBIT na poziomie 152,3 mln UAH (+386% r/r). W działalności finansowej spodziewamy się dodatnich różnic kursowych na poziomie 3,3 mln UAH, związanych z przeszacowaniem wartości portfela kredytów kwotowanych w walutach obcych (w 4Q'11 UAH umocniła się do EUR o 5,1% i osłabiła do USD o 0,2%). Szacujemy, że wynik netto w 4Q'11 wyniesie 108,3 mln UAH (+927% r/r).



Przemysł

Analitik:
Jakub Szkopek

Boryszew

P/E 2011 14,9 EV/EBITDA 2011 8,6
P/E 2012 21,2 EV/EBITDA 2012 9,6

Trzymaj

Cena bieżąca 0,85 PLN
Cena docelowa 0,65 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	1 043,3	912,3	14,4%	4 178,5	3 134,8	33,3%	4 618,0	4 178,5	10,5%
EBITDA	70,3	73,0	-3,7%	352,4	268,3	31,3%	304,0	352,4	-13,7%
marża	6,7%	8,0%	-	8,4%	8,6%	-	6,6%	8,4%	-
EBIT	39,3	50,9	-22,9%	241,9	188,1	28,6%	199,8	241,9	-17,4%
Zysk brutto	29,3	33,1	-11,4%	217,3	147,4	47,5%	160,8	217,3	-26,0%
Zysk netto	20,2	29,4	-31,3%	128,9	93,9	37,3%	90,5	128,9	-29,8%

Wykonanie prognozy realne nawet bez zdarzeń jednorazowych

W 4Q11 spodziewamy się spadających przychodów w Grupie Impexmetal (-16,9% r/r), stabilnych w segmentach polimerów i poliestrów (-4,3% r/r) oraz pozostałych produktów chemicznych (-1,3% r/r). Wyższa niż w analogicznym okresie wielkość sprzedaży będzie według nas miała miejsce w segmencie automotive (385 mln PLN; +196% r/r), co wynika z akwizycji w 3Q'11 spółek i aktywów Theysohn i AKT. Zakładamy, że segment polimerów i poliestrów wygeneruje 4,1 mln PLN zysku operacyjnego (przy 4,5 mln PLN przychodów w pozostałej działalności operacyjnej, związanej ze sprzedażą certyfikatów CO²), a segment automotive 4,8 mln PLN zysku operacyjnego. Spodziewamy się również, że NPA Skawina dołoży się w 4Q'11 do wyniku EBIT w kwocie 5 mln PLN. Nie zakładamy, aby podobnie jak miało to miejsce 4Q'10 Boryszew zaksięgować 19,2 mln PLN pozytywnego efektu z tytułu nadwyżki wartości godziwej przejętych aktywów polskich i chińskich Maflow nad wartością ich nabycia (badwill). Szacujemy, że wynik na działalności operacyjnej w 4Q'11 wyniesie 39,3 mln PLN (-22,9% r/r), a na poziomie zysku netto 20,2 mln PLN (-31,3% r/r). Jeśli nasze przewidywania by się zrealizowały, to wówczas oznaczałoby, że całoroczna prognoza Zarządu Boryszew będzie wykonana w 97% na poziomie przychodów, 95% EBITDA, 92% EBIT i 91% zysku netto. Zarząd może się jednak pokusić o dodatkowe rewaluacje, odwrócone odpisy, czy agresywną wycenę nabytego w 4Q'11 WEDO (za 2 mln EUR). Gdyby tak się stało to wówczas dynamika wyników w 4Q'11 na poziomie operacyjnym i niżej mogłaby być dodatnia, nawet dwucyfrowa.



Przemysł spożywczy

Analityk:
Gabriela Borowska

CEDC

Trzymaj

P/E 2011 28,7 EV/EBITDA 2011 11,0 **Cena bieżąca 18,30 PLN**
P/E 2012 33,9 EV/EBITDA 2012 11,9 **Cena docelowa 13,80 PLN**

(mln USD)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	321,6	228,4	40,8%	919,2	711,5	29,2%	931,1	919,2	38,1%
EBITDA	75,4	-114,9	-	-528,2	-6,6	-	141,1	-528,2	-
marża	23,5%	-	-	-	-	-	15,2%	-	-
EBIT	70,9	-119,1	-	-548,1	-23,6	-	122,8	-548,1	-
Zysk brutto	43,9	-145,7	-	-795,6	-135,3	-	15,8	-795,6	-
Zysk netto	34,7	-103,2	-	-801,0	-104,7	-	12,5	-801,0	-
Zysk netto adj.	34,7	12,2	184,8%	14,7	39,0	-62,2%	12,5	14,7	-15,4%

Wyniki lepsze r/r ale poniżej prognoz Zarządu

Na poziomie sprzedaży spodziewamy się 321,6 mln USD przychodów, z czego 223 mln USD pochodzących z rynku rosyjskiego i 85 mln USD z rynku polskiego. Wysoka dynamika sprzedaży będzie wynikała naszym zdaniem z dwóch czynników: (i) Po pierwsze wzrost w Rosji powinien wynikać z niskiej bazy, czyli m.in. z zamkniętej w 4Q 2010 fabryki produkującej alkohol. Spółka miała wtedy problemy ze starymi znakami akcyzowymi, na czym straciła około 33 mln USD sprzedaży. W Rosji dodatkowo powinien pomóc wzrost cen. (ii) Na rynku polskim spodziewamy się zdecydowanie wyższej sprzedaży wartościowej, wynikającej również z bazy. W 4Q 2010 spółka mocno marketingowała rynek, w tym wprowadzała do sprzedaży Żubrówkę Białą na czym CEDC w sumie straciło około 13 mln USD sprzedaży. Szacujemy, że rentowność brutto będzie wyższa o 4,1p.p. r/r (niska baza) i 1,9p.p. q/q (4Q jest sezonowo najlepszy). Szacujemy wynik na poziomie operacyjnym na 70,9 mln USD wobec 24 mln USD wyniku na poziomie oczyszczonym w 4Q 2010. Bez różnic kursowych szacujemy saldo działalności finansowej na -27 mln USD. Ostatecznie spodziewamy się wyniku netto na poziomie 34,7 mln USD, co daje wynik lepszy r/r w porównaniu do wyniku oczyszczonego o 184,8%. Taki wynik oznacza roczny EPS na poziomie 0,2 USD, co jest poniżej oficjalnej prognozy Zarządu (EPS 0,25-0,45 USD).



Materiały budowlane

Analityk:
Jakub Szkopek

Centrum Klima Kupuj

P/E 2011 10,9 EV/EBITDA 2011 7,1 **Cena bieżąca 11,00 PLN**
P/E 2012 9,3 EV/EBITDA 2012 5,9 **Cena docelowa 15,00 PLN**

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	25,3	21,2	19,2%	95,7	84,5	13,2%	107,9	95,7	12,8%
EBITDA	3,5	3,1	15,7%	13,7	10,3	33,1%	16,1	13,7	18,0%
marża	14,0%	14,4%	-	14,3%	12,2%	-	15,0%	14,3%	-
EBIT	2,8	2,2	28,2%	10,6	7,9	33,9%	12,6	10,6	19,1%
Zysk brutto	2,8	2,2	26,9%	10,6	8,4	26,6%	12,4	10,6	17,0%
Zysk netto	2,3	1,6	42,6%	8,6	6,6	28,7%	10,1	8,6	17,5%

Spodziewana dwucyfrowa dodatnia dynamika wyników

W 4Q'11 na wielkość wolumenu sprzedaży pozytywnie wpływać powinny sprzyjające warunki pogodowe (przychody Polskich Składow Budowlanych w X'11 +8% r/r, w XI'11 +17% r/r, w XII'11 +29% r/r). W 4Q'11 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży produktów wzrosną o 59,7% r/r, a sprzedaży towarów o 4,8% r/r. Zakładamy, że marża brutto ze sprzedaży w 4Q'11 wyniesie 27,7% i będzie o 4,5p.p. r/r wyższa (wzrost wolumenu sprzedaży przy stabilnych cenach stali ocynkowanej) i 0,5p.p. q/q niższa (osłabienie PLN do USD pomniejsza marżę na dystrybucji towarów na terenie kraju). Szacujemy również, że w 4Q'11 Spółka zawiąże rezerwy na kwotę 360 tys. PLN związane przede wszystkim z wątpliwymi należnościami. Spodziewamy się, że wynik operacyjny w 4Q'11 wyniesie 2,8 mln PLN (+28,2% r/r), a wynik netto 2,3 mln PLN (+42,6% r/r). Baza 4Q'10 jest niska, co związane było z oddaniem zakładu w Wieruchowie w 3Q'10 i zbyt małym wolumenem produkcyjnym w porównaniu do kosztów stałych. Jesteśmy zdania, że Centrum Klima w 4Q'11 pokaże co najmniej 15% dynamikę na każdym poziomie wyników.



Przemysł elektromaszynowy

Analityk:
Jakub Szkopek

Famur

Kupuj

P/E 2011 16,4 EV/EBITDA 2011 6,4
P/E 2012 12,5 EV/EBITDA 2012 5,9

Cena bieżąca 3,16 PLN
Cena docelowa 3,20 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	208,7	353,3*	-40,9%	824,0	635,9	29,6%	835,6	824,0	1,4%
EBITDA	62,8	44,4*	41,3%	258,7	115,8	123,4%	251,7	258,7	-2,7%
marża	30,1%	12,6%	-	31,4%	18,2%	-	30,1%	31,4%	-
EBIT	36,8	30,0*	22,7%	150,2	83,1	80,8%	161,4	150,2	7,5%
Zysk brutto	35,5	35,6*	-0,2%	130,2	93,8	38,9%	155,4	130,2	19,3%
Zysk netto	25,9	27,0*	-3,9%	92,5	73,4	26,0%	121,8	92,5	31,7%

* wyniki sprzed wypłaty dywidendy niepieniężnej

Udany 4Q'11 na koniec roku

W 4Q11 spodziewamy się, że Grupa kontynuować będzie prace nad kontraktami na dostawę obudów dla Kompani Węglowej za 27,9 mln PLN netto i kompleksu dla Przedsiębiorstwa Górniczego „Silesia” o wartości 70,7 mln PLN. Sprzedaż segmentu maszyn górniczych szacujemy na poziomie 136,9 mln PLN (+2% q/q), a systemów transportu w wysokości 41,9 mln PLN (+5% q/q). Spodziewamy się, że przychody związane ze świadczeniem usług górniczych wyniosą 9,9 mln PLN (+9% q/q) i Spółce uda się sprzedać węgiel za 20 mln PLN, jaki otrzymała w zamian za wyemitowane przez KHW obligacje węglowe. Spodziewamy się że wynik operacyjny w 4Q'11 wyniesie 36,8 mln PLN i będzie wyraźnie wyższy w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej (brak danych porównywalnych po rozłączeniu PGO i Zamet Industry) oraz o 16% niższy niż w 3Q'11 (efekt pozostałej działalności operacyjnej w 3Q'11 na kwotę +7,6 mln PLN). Na poziomie pozostałej działalności finansowej nie spodziewamy się znaczących różnic kursowych. Spółka na koniec 3Q'11 miała zaciągnięty kredyt na 10,3 mln EUR oraz otwarte kontrakty forward na sprzedaż 13,3 mln EUR w kolejnych okresach, ale na przestrzeni kwartału kurs EUR/PLN nie zmienił się istotnie. Wynik netto szacujemy na poziomie 25,9 mln PLN, a zysk akcjonariuszy mniejszościowych w wysokości 3,6 mln PLN (15% Remagu to akcje pracownicze).



Metale

Analityk:
Jakub Szkopek

Impexmetal

Kupuj

P/E 2011 7,4 EV/EBITDA 2011 5,8
P/E 2012 9,5 EV/EBITDA 2012 6,2

Cena bieżąca 3,80 PLN
Cena docelowa 5,70 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	528,3	635,5	-16,9%	2 687,2	2 417,6	11,2%	2 574,9	2 687,2	-4,2%
EBITDA	36,0	35,3	2,0%	202,8	166,9	21,5%	169,0	202,8	-16,7%
marża	6,8%	5,6%	-	7,5%	6,9%	-	6,6%	7,5%	-
EBIT	21,4	20,1	6,2%	143,3	105,5	35,8%	116,5	143,3	-18,7%
Zysk brutto	16,5	20,1	-18,2%	126,7	94,2	34,4%	94,7	126,7	-25,2%
Zysk netto	14,4	20,3	-29,2%	102,9	76,8	34,0%	80,2	102,9	-22,0%

W ostatnim kwartale trudno o wysoką pozytywną dynamikę rezultatów

W 4Q11 spodziewamy się ujemnej dynamiki przychodów (-16,9% r/r) wraz ze spadającymi cenami złotówkowymi metali (ołów -6,5% r/r; cynk -7,9% r/r; miedź -3% r/r) oraz niższym o 14,7% r/r wolumenie sprzedaży. Zakładamy spadek wolumenu w segmencie aluminium (-29,2% r/r), miedzi (-3,2% r/r) i ołowiu (-9,5% r/r). Jedynie segment cynku według nas osiągnie pozytywną dynamikę wolumenu sprzedaży (+6,3% r/r). W 4Q'11 nie spodziewamy się, aby podobnie jak miało to miejsce w 4Q'10 Spółka zawiązała odpisy i rezerwy (w sumie w 4Q'10 saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -7,6 mln PLN). Wynik operacyjny 4Q'11 szacujemy na poziomie 21,4 mln PLN (+6,2% r/r). Na poziomie działalności finansowej zakładamy 1,0 mln PLN pozytywnego efektu z tytułu dodatnich różnic kursowych (na przestrzeni 4Q'11 złotówkowa cena ołowiu wzrosła o 7,0%, a miedzi o 10,3%). Warto zauważyć, że w 4Q'10 Spółka na poziomie działalności finansowej rozwiązała odpis aktualizujący wartość aktywów finansowych w kwocie 4,3 mln PLN, co podwyższyło wynik brutto Grupy Kapitałowej. Na poziomie zysku netto akcjonariuszy mniejszościowych zakładamy, że Spółka zaksięguje -1,0 mln PLN zysku vs. -1,7 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. Zysk netto akcjonariuszy podmiotu dominującego szacujemy na poziomie 14,4 mln PLN (-29,2% r/r).



Przemysł spożywczy

Analityk:
Jakub Szkopek

Kernel

Redukuj

P/E 2011 7,2 EV/EBITDA 2011 5,9
P/E 2012 6,4 EV/EBITDA 2012 4,8

Cena bieżąca 74,35 PLN
Cena docelowa 61,10 PLN

(mln USD)	IIQ2012P	IIQ2011	różnica	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	492,6	566,4	-13,0%	884,1	911,8	-3,0%	2 339,7	1 899,1	23,2%
EBITDA	97,2	70,3	38,3%	142,4	137,8	3,3%	369,7	309,6	19,4%
marża	19,7%	12,4%	-	16,1%	15,1%	-	15,8%	16,3%	-
EBIT	83,0	62,6	32,6%	114,0	122,4	-6,8%	313,4	277,3	13,0%
Zysk brutto	67,7	48,9	38,5%	94,5	81,6	15,8%	279,8	208,4	34,3%
Zysk netto	59,8	49,4	20,9%	92,7	83,7	10,8%	261,4	226,3	15,5%

Test na wiarę rynku w wykonanie prognozy Zarządu

W 4Q'11 spodziewamy się, że Kernel sprzeda 210 tys. ton oleju luzem (+8% r/r) oraz 41 tys. ton oleju butelkowanego (+46% r/r). W przypadku handlu zbożem i segmencie produkcji rolnej zakładamy, że Spółka sprzeda 420 tys. ton zboża (-51% r/r), przechowa 428 tys. ton zboża (-10% r/r) i przetransportuje 430 tys. ton zboża (-46% r/r). Szacujemy również, że w 4Q'11 Spółce uda się sprzedać 55 tys. ton cukru (z planowanych 110 tys. ton na rok 2011/2012) po wynegocjowanej z Państwem cenie 8500 UAH/t. W sumie prognozujemy, że przychody w 4Q'11 wyniosą 492,6 mln USD (-13,0% r/r). Zakładamy, że przeciwnie niż miało to miejsce w analogicznym okresie roku ubiegłego w segmencie oleju słonecznikowego nie będzie miał miejsca efekt odwrotnego LIFO (Spółka w tym czasie przerabiała droższe ziarno dostarczane bezpośrednio z farm a kumulowała wcześniej zakupione tańsze ziarno, w wyniku tego rezultaty były lepsze w kolejnych dwóch kwartałach). Zakładamy niższe marże na handlu zbożem (spadek z 29 USD EBITDA/t w 4Q'10 do 13 USD EBITDA/t w 4Q'11) w rezultacie braku obowiązywania kwot eksportowych, jak miało to miejsce w analogicznym okresie rok wcześniej. Na poziomie operacyjnym szacujemy, że Spółka wygeneruje 83,0 mln USD (+32,6% r/r) oraz 59,8 mln USD (+20,9% r/r) zysku netto. Według naszych szacunków po drugim kwartale bieżącego roku obrotowego Spółka zrealizuje całoroczne prognozy w 38% na poziomie przychodów, 36% EBIT i 35% zysku netto. Gdyby jednak wyniki za 4Q'11 okazały się wyraźnie słabsze od zakładanych, to wówczas rynek może zacząć wątpić w możliwość nadrobienia rezultatów w kolejnych dwóch kwartałach.



Przemysł elektromaszynowy

Analityk:
Jakub Szkopek

Kopex

Akumuluj

P/E 2011 11,5 EV/EBITDA 2011 8,0
P/E 2012 12,6 EV/EBITDA 2012 7,0

Cena bieżąca 24,50 PLN
Cena docelowa 22,50 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	702,4	744,3	-5,6%	2 538,4	2 365,2	7,3%	2 275,5	2 538,4	-10,4%
EBITDA	88,6	54,6	62,4%	302,0	184,6	63,6%	327,9	302,0	8,6%
marża	12,6%	7,3%	-	11,9%	7,8%	-	14,4%	11,9%	-
EBIT	60,8	32,0	89,6%	197,8	100,1	97,6%	222,1	197,8	12,3%
Zysk brutto	53,2	16,5	-	202,6	56,2	-	188,2	202,6	-7,1%
Zysk netto	41,1	13,3	-	155,8	33,3	-	142,5	155,8	-8,5%

Rekord pod względem sprzedaży maszyn dla górnictwa podziemnego

W 4Q'11 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży wyniosą 702,4 mln PLN (-5,6% r/r). Spółka według naszych szacunków znacząco zwiększy wielkość obrotu w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego, który historycznie będzie rekordowy 410,8 mln PLN (+24,0% r/r). Spodziewamy się natomiast że ujemną dynamikę pokażą segmenty usług górniczych (-24,5% r/r; opóźnienie w pracach na szybie Bzie-1), urządzeń elektrycznych i energetycznych (-9,9% r/r, wysoka baza 4Q'10), handlu energią (-30,8% r/r, wygaszanie działalności) oraz handlu węglem (-42,8% r/r, spadek ilości obejmowanych obligacji od KHW). Szacujemy, że wynik operacyjny Grupy za 4Q'11 wyniesie 60,8 mln PLN (+89,6% r/r), a zysk netto 41,1 mln PLN (+209,2% r/r). Spodziewamy się, że bardzo dobry ostatni kwartał 2011 roku może wywołać optymizm wśród inwestorów oraz spekulacje odnośnie potencjalnych wyników finansowych, jakie Grupa będzie w stanie wygenerować w 2012 roku.

**Papierniczy**

Analityk:
Michał Marczak

Mondi**Kupuj**

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

Cena bieżąca 64,00 PLN
Cena docelowa 77,00 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	694,4	633,4	9,6%	2 804,4	2 263,7	23,9%	2 622,1	2 804,4	-6,5%
EBITDA	144,2	174,4	-17,3%	616,5	488,1	26,3%	508,8	616,5	-17,5%
marża	20,8%	27,5%	-	22,0%	21,6%	-	19,4%	22,0%	-
EBIT	105,9	134,8	-21,5%	463,9	330,7	40,3%	359,1	463,9	-22,6%
Zysk brutto	96,4	123,9	-22,2%	423,1	263,7	60,5%	352,8	423,1	-16,6%
Zysk netto	82,7	110,8	-25,4%	403,0	249,3	61,7%	339,5	403,0	-15,8%

Papier w trendzie spadkowym

Według danych FOEX w minionym kwartale średnie ceny papieru do produkcji tektury falistej w Europie obniżyły się średnio (koszyk produktowy) o 7,8% r/r. Średnia cena kraftlinera wyniosła 550 Euro/t (-4,8% q/q), testlinera 445 Euro/t (-9,1% q/q) a flutingu 408 Euro/t (-11,6% q/q). Zwracamy jednak uwagę, że w poprzednim kwartale ceny sprzedaży osiągnięte przez spółkę zaskoczyły negatywnie z stosunku do cen podawanych przez FOEX (różnica ok. 4%). Pozytywny wpływ na przychody i EBITDA miało osłabienie PLN w stosunku do EUR (średnia -6,6%). Po stronie surowców cena makulatury obniżyła się do 122 Euro/t tj. o 20,2% q/q. Oznacza to że teoretyczna marża na produkcji testlinera wyniosła średnio 1 408 PLN/t w stosunku do 1 356 w poprzednim kwartale (+3,8%). Oczekujemy, że produkcja i sprzedaż utrzymają się na poziomie poprzedniego kwartału. W ostatnim kwartale spółka stosowała transakcje zabezpieczające ryzyko walutowe. Oczekujemy, że również w 4Q transakcje te na poziomie wyniku finansowego będą obniżały wynik brutto o ok. 15 mln PLN. W przypadku przychodów z certyfikatów energii zielonej i sprzedaży certyfikatów co2 wynik szanujemy na 36 mln PLN.

**Materiały budowlane**

Analityk:
Jakub Szkopek

Rovese**Kupuj**

P/E 2011 17,7 EV/EBITDA 2011 8,1
P/E 2012 13,0 EV/EBITDA 2012 6,9

Cena bieżąca 5,45 PLN
Cena docelowa 6,00 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	378,9	370,0	2,4%	1 635,8	1 531,5	6,8%	1 714,9	1 635,8	4,8%
EBITDA	57,4	50,5	13,7%	267,5	253,5	5,5%	300,9	267,5	12,5%
marża	15,2%	13,7%	-	16,4%	16,6%	-	17,5%	16,4%	-
EBIT	28,4	20,1	41,4%	154,7	142,0	8,9%	184,0	154,7	19,0%
Zysk brutto	30,5	15,0	102,7%	114,4	128,5	-11,0%	139,8	114,4	22,2%
Zysk netto	27,3	3,9	-	83,1	103,0	-19,4%	113,2	83,1	36,3%

Niska baza 4Q'10 szansą na poprawę wyników

W 4Q'11 na wielkość wolumenu sprzedaży pozytywnie wpływać powinny sprzyjające warunki pogodowe (przychody PSB w X'11 +8% r/r, w XI'11 +17% r/r, w XII'11 +29% r/r). Nie spodziewamy się jednak, by miało to się przyczynić do wzrostów wolumenów sprzedaży Grupy, na co wpływ miało z jednej strony pogorszenie nastrojów wśród konsumentów w 4Q'11, z drugiej zaś wysokiej bazy roku 4Q'10, która związana była z podwyżką podatku VAT od stycznia 2011 roku i wyższymi zakupami przed końcem grudnia. W 4Q'11 spodziewamy się, że Grupa Cersanit sprzeda 13,1 mln m2 płytek ceramicznych (-5% r/r) oraz 0,7 mln sztuk ceramiki sanitarnej (-5% r/r). Ceny zakładamy na poziomie o 1% q/q wyższym niż w 3Q'11 (odpowiednio +7,4% r/r dla płytek ceramicznych i +7,6% r/r dla ceramiki sanitarnej). Przychody segmentu płytek ceramicznych szacujemy na poziomie 270,9 mln PLN (+2,0% r/r), ceramiki sanitarnej 60,8 mln PLN (+2,2% r/r) i artykułów około ceramicznych 47,1 mln PLN (+5,0% r/r). Szacujemy, że podwyżki cenników, jakie Spółka przeprowadziła w 3Q'11 i 4Q'11 pozwolą na utrzymanie marży brutto ze sprzedaży na poziomie 36%, a marży EBITDA Grupy w wysokości 15,2%. Spodziewamy się, że w 4Q'11 Spółka zanotuje 14,3 mln PLN dodatknych różnic kursowych w wyniku przeszacowania wartości portfela kredytów (zakładane kursy EUR/PLN 4,42 USD/PLN 3,42 EUR/UAH 10,30). Spodziewamy się, że niska baza 4Q'10 przyczyni się do co najmniej dwucyfrowej dynamiki poprawy wyników operacyjnych Grupy za 4Q'11.

Budownictwo



Budownictwo

Analityk:
Maciej Stokłosa

Budimex

Akumuluj

P/E 2011 8,7 EV/EBITDA 2011 2,6
P/E 2012 8,7 EV/EBITDA 2012 4,6

Cena bieżąca 85,20 PLN
Cena docelowa 87,30 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	1 492,1	1 269,6	17,5%	5 314,8	4 430,3	20,0%	4 935,0	5 314,8	-7,1%
EBITDA	68,4	77,9	-12,2%	326,7	352,6	-7,3%	315,4	326,7	-3,5%
marża	4,6%	6,1%	-	6,1%	8,0%	-	6,4%	6,1%	-
EBIT	61,3	72,0	-14,8%	298,3	331,4	-10,0%	286,7	298,3	-3,9%
Zysk brutto	69,4	75,9	-8,5%	310,1	331,8	-6,5%	307,2	310,1	-0,9%
Zysk netto	56,2	60,1	-6,4%	250,1	267,4	-6,5%	248,8	250,1	-0,5%

Kolejny bardzo dobry kwartał, gotówka netto przekroczy 1,3 mld PLN

Q4 2011 to kolejny bardzo dobry kwartał dla Budimexu. Zgodnie z zapowiedziami prasowymi prezesa zarządu, wynik netto całego 2011 roku ma być niższy, niż w 2010 roku, wyższy jednak, niż oczekuje konsensus. Zakładamy: rekordowo wysokie przychody (1,49 mld PLN); 7,7% marży brutto na sprzedaży (Q3 2011: 7,5%); 52,1 mln PLN kosztów ogólnych; 1,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 8,1 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto. Stany gotówki netto na koniec 2011 roku mogą przekroczyć 1,3 mld PLN. W efekcie, spółka zaprezentuje w całym 2011 najlepsze przepływy operacyjne, mimo, że „startuje z wysokiej bazy”. Gotówka netto na koniec 2010 roku wyniosła 1,8 mld PLN, ale w międzyczasie wypłacona była dywidenda i zakupione zostało PNI. Rok 2012 również zapowiada się dobrze. Trzeba się jednak liczyć z tym, że stany gotówki netto, jak i wyniki r/r będą niższe. Czynniki te konserwatywnie uwzględniamy w prognozach. Atutem Budimexu na tle konkurencyjnych firm pozostaje bardzo konserwatywna polityka księgowa.



Budownictwo

Analityk:
Maciej Stokłosa

Elektrobudowa Akumuluj

P/E 2011 12,4 EV/EBITDA 2011 6,9
P/E 2012 10,7 EV/EBITDA 2012 6,5

Cena bieżąca 103,00 PLN
Cena docelowa 112,40 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	317,5	286,6	10,8%	930,1	786,7	18,2%	961,9	930,1	3,4%
EBITDA	22,7	17,4	30,6%	63,9	65,3	-2,2%	66,5	63,9	4,1%
marża	7,2%	6,1%	-	6,9%	8,3%	-	6,9%	6,9%	-
EBIT	19,5	14,7	32,7%	51,2	53,1	-3,6%	53,4	51,2	4,5%
Zysk brutto	19,8	15,5	27,8%	50,4	54,9	-8,1%	56,3	50,4	11,8%
Zysk netto	16,0	12,3	29,8%	39,4	45,1	-12,6%	45,6	39,4	15,8%

Nieznaczne przekroczenie prognozy zarządu na rok 2011

Oczekujemy, że zysk netto wypracowany przez Elektrobudowę w Q4 2011 pozwoli na nieznaczne przekroczenie prognozy zarządu zysku netto w całym 2011 roku (38,1 mln PLN). Oczekujemy rekordowo wysokich przychodów (aż 317,5 mln PLN) i wyższej, niż w poprzednich kwartałach marży brutto na sprzedaży (7,8%, 3Q 2011: 6,2%). Na wyższy poziom marży wpływają: a) duże obłożenie mocy produkcyjnych fabryki rozdzielnic i segmentu automatyki b) zdarzenia jednorazowe. Ze zdarzeń jednorazowych można wymienić rozwiązanie rezerwy na koszty realizacji instalacji Stadionu Narodowego (+4,5 mln PLN) i koszty rezerw z tytułu sporu prawnego z pracownikami, zatrudnionymi w Finlandii (-2,5 mln PLN, elektrownia jądrowa Olkiluoto). Zakładamy 4,1 mln PLN kosztów ogólnych, 0,7 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych netto, 0,3 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto. Gotówka netto na koniec 2011 roku wzrośnie do blisko 40 mln PLN (z 23 mln PLN na koniec Q3 2011). Podtrzymujemy opinię, że rok 2012 przyniesie poprawę wyników. Głównym jej czynnikiem będzie brak załamania popytu na produkty fabryki rozdzielnic, jaki wystąpił w H1 2011 i „kosztował” spółkę około 8 mln PLN wyniku EBIT. H1 2011 charakteryzuje się wyjątkowo niską bazą (10,9 mln PLN zysku netto w H1 2011) - spółka ją może pobić r/r nawet o 70-100%.

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Erbud**Kupuj**

P/E 2011 - EV/EBITDA 2011 -
P/E 2012 10,2 EV/EBITDA 2012 6,2

Cena bieżąca 22,00 PLN
Cena docelowa 24,00 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	300,0	270,3	11,0%	1 409,4	1 108,1	27,2%	1 176,0	1 409,4	-16,6%
EBITDA	7,9	-12,7	-	-7,4	33,0	-	45,5	-7,4	-
marża	2,6%	-4,7%	-	-0,5%	3,0%	-	3,9%	-0,5%	-
EBIT	6,2	-15,2	-	-14,8	24,9	-	38,7	-14,8	-
Zysk brutto	4,9	-14,9	-	-20,6	23,2	-	34,3	-20,6	-
Zysk netto	3,4	-12,8	-	-21,2	15,2	-	27,0	-21,2	-

Widoczna poprawa wyników dopiero od 2012 roku

Zgodnie z wcześniejszymi prognozami, Erbud w Q4 2011 nie zaprezentuje jeszcze widocznej poprawy wyników finansowych. Wyniki obciążą rezerwy na koszty zakończonych kontraktów w kwocie 2-3 mln PLN. Oczekujemy relatywnie niskiej marży brutto na sprzedaży (7%), 14,3 mln PLN kosztów ogólnych (sezonowy wzrost w Q4), 0,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 1,3 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Zadłużenie netto na koniec roku q/q wzrośnie o kilka mln PLN. Wzrost zadłużenia to pochodna wydłużonych cykli obrotu kapitału i wcześniejszego finansowania podwykonawców (w tym celu w 2011 roku Erbud wyemitował obligacje). Nasze prognozy na rok 2012 przewidują, że: poprawi się rentowność działalności (rentowność brutto: 7,7%, 2011: 2,4%), w wyniku rozpoczęcia realizacji nowych kontraktów budowlanych; spadnie zadłużenie netto (z około 40 mln PLN do -6 mln PLN), w wyniku poprawy cykli obrotu kapitału; poprawa wyników będzie widoczna już w Q1 2012 (Q1 2011: 14,2 mln PLN straty netto).

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Mostostal Warszawa**Kupuj**

P/E 2011 - EV/EBITDA 2011 -
P/E 2012 10,5 EV/EBITDA 2012 3,8

Cena bieżąca 20,60 PLN
Cena docelowa 27,20 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	860,9	681,7	26,3%	3 227,6	2 570,4	25,6%	2 843,7	3 227,6	-11,9%
EBITDA	-75,0	21,1	-	-61,8	119,7	-	100,9	-61,8	-
marża	-8,7%	3,1%	-	-1,9%	4,7%	-	3,5%	-1,9%	-
EBIT	-85,5	12,1	-	-102,3	84,3	-	58,7	-102,3	-
Zysk brutto	-88,2	10,4	-	-104,8	88,0	-	53,9	-104,8	-
Zysk netto	-71,9	6,6	-	-85,3	62,5	-	38,7	-85,3	-

Q4 2011: Duża strata netto, ale i ... duży dodatni cash flow

W Q4 2011 Mostostal Warszawa rozpozna dużą stratę netto, związaną z rewizją budżetów dużych kontraktów drogowych. Przyczyną rewizji budżetów jest: a) wzrost kosztów budowy; b) błędy w kalkulacjach kosztu budowy; c) konieczność wykonania prac dodatkowych, nie uwzględnionych w budżetach kontraktów (podstawa do roszczeń). Wielkość straty netto jest zależna od tego, czy i jaką kwotę roszczeń stawianych GDDKiA, Mostostal uwzględni w wynikach. Nasza prognoza uwzględnia uznanie części uzasadnionych roszczeń w wynikach (~ 50 mln PLN). Wielkość roszczeń i przyjęta polityka ich zaksięgowania powinna być szczegółowo opisana w raporcie spółki. Zamiana roszczeń na gotówkę jest możliwa: a) w wyniku ugody z GDDKiA, na koniec realizacji kontraktu; b) w wyniku 2-3 letniej drogi sądowej. Wyniki Q4 2011 nie będą jednoznacznie negatywne. Oczekujemy, że na koniec Q4 2011 gotówka netto wyniesie 134 mln PLN (Q3 2011: dług netto = 102,9 mln PLN). Poprawa sytuacji bilansowej nie jest do końca trwała - w szczycie sezonu budowlanego w Q2 2012 roku spółka może prezentować niewielkie zadłużenie netto (ale i tak to poprawa r/r). Uważamy, że duża strata w Q4 2011 przygotowuje grunt pod poprawę wyników w 2012 roku. Straty z kontraktów drogowych zostaną rozliczone w 2011 roku. Jeśli chodzi o wyniki spółek zależnych, oczekujemy: a) w Remaku 59,6 mln PLN przychodów, 2,1 mln PLN EBIT i 2,1 mln PLN zysku netto; b) w Mostostalu Płock 26,3 mln PLN przychodów, 1,9 mln PLN straty EBIT i 1,4 mln PLN straty netto.

**Budownictwo****PBG****Trzymaj**

Analitik:
Maciej Stokłosa

P/E 2011 11,3
P/E 2012 7,2

EV/EBITDA 2011 9,6
EV/EBITDA 2012 7,0

Cena bieżąca 79,00 PLN
Cena docelowa 78,50 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	900,0	809,2	11,2%	3 280,5	2 740,3	19,7%	4 950,6	3 280,5	50,9%
EBITDA	85,7	112,7	-23,9%	308,7	319,4	-3,3%	294,9	308,7	-4,5%
marża	9,5%	13,9%	-	9,4%	11,7%	-	6,0%	9,4%	-
EBIT	71,7	101,3	-29,2%	252,5	272,7	-7,4%	234,6	252,5	-7,1%
Zysk brutto	46,3	98,0	-52,7%	254,9	267,6	-4,7%	151,8	254,9	-40,4%
Zysk netto	30,8	85,3	-63,9%	206,4	224,3	-8,0%	100,2	206,4	-51,5%

Q4 2011: Zadłużenie nie spadnie q/q; porównywalność r/r zaburzają zdarzenia jednorazowe

Oczekujemy, że zadłużenie netto w Grupie PBG na koniec 2011 roku nie spadnie q/q i to naszym zdaniem jest najbardziej istotnym aspektem wyników Grupy. Spadku zadłużenia można spodziewać się dopiero od Q2 2012. Brak dodatnich przepływów wynika naszym zdaniem z opóźnionych rozliczeń dużych kontraktów budowlanych (stadiony, drogi). Przewidujemy, że na poziomie operacyjnym wyniki Q4 2011 będą nieznacznie lepsze r/r (marża brutto na sprzedaży w Q4 2011: 11,5%, Q4 2010: 11,2%; wyższe przychody r/r). Na poziomie EBIT i zysku netto wyniki będą znacznie gorsze r/r, co związane jest jednak ze zdarzeniami jednorazowymi (w Q4 2010: duże dodatnie, w Q4 2011: duże ujemne). W Q4 2011 oczekujemy 3,5 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych. W Q4 2010 było to odpowiednio 41,5 mln PLN. Przewidujemy, że działalność finansowa przyniesie w Q4 2011 -25,4 mln PLN (w tym około -20 mln PLN z tytułu wyceny udziałów w Rafako do ceny rynkowej). W Q4 2010 działalność finansowa przyniosła - 3,3 mln PLN. Zakładamy: 6,7 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych. Prognozy wyników Rafako zostały opisane oddzielnie. W Hydrobudowie oczekujemy 387,9 mln PLN przychodów, 9,9 mln PLN EBIT, 5,7 mln PLN zysku netto i dodatnich operacyjnych przepływów pieniężnych. W 2012 roku liczylibyśmy się z: pogorszeniem wyników Grupy PBG (możliwość rozpoznania strat na kontraktach drogowych) oraz straty netto w Hydrobudowie.

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

Analitik:
Maciej Stokłosa

P/E 2011 9,8
P/E 2012 10,5

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

Cena bieżąca 1,96 PLN
Cena docelowa 2,01 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	1 550,0	1 186,2	30,7%	5 017,8	4 160,9	20,6%	5 185,2	5 017,8	3,3%
EBITDA	117,4	105,6	11,2%	270,5	300,4	-10,0%	285,5	270,5	5,5%
marża	7,6%	8,9%	-	5,4%	7,2%	-	5,5%	5,4%	-
EBIT	93,2	90,3	3,1%	173,9	212,7	-18,3%	188,4	173,9	8,3%
Zysk brutto	75,8	67,9	11,7%	133,4	155,2	-14,0%	99,5	133,4	-25,4%
Zysk netto	61,2	52,7	16,2%	102,0	109,7	-7,0%	94,8	102,0	-7,0%

Poprawa sytuacji bilansowej; zdarzenie jednorazowe zawyża zysk o ponad 30 mln PLN

W Q4 2011 spodziewamy się bardzo wysokich przychodów i znacznego wzrostu rentowności brutto na sprzedaży (Q4 2011P: 9,6%, Q3 2011: 4,6%). Na wzrost rentowności brutto wpływ ma wpływ lepsza struktura przychodów, jak i rozwiązanie rezerw na nagrody jubileuszowe (nieco ponad 30 mln PLN). Rozwiązanie rezerw wynika ze zmiany systemu nagród jubileuszowych na program emerytalny. Skorygowana o rozwiązanie rezerw marża brutto na sprzedaży wyniosłaby 7,7%, a wynik netto 36,9 mln PLN. Zakładamy 54,2 mln PLN kosztów ogólnych, 1,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 17,3 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Przewidujemy, że na koniec Q4 2011 zadłużenie netto Grupy Polimex Mostostal spadło do 755,8 mln PLN (Q3 2011: 1024 mln PLN). Średniorocznie w 2012 roku zadłużenie Grupy wzrośnie, nie przekroczy jednak istotnie 900 mln PLN (dług netto / EBITDA utrzyma się poniżej 3,5). Warto dodatkowo zwrócić uwagę, że Polimex audytuje Ernst & Young. Nie można wykluczyć, że audytor w opinii do sprawozdania zwróci uwagę na czynniki, które dodatkowo mogły pozytywnie wpływać na wyniki 2011 roku.

**Budownictwo****Rafako****Kupuj**

Analityk:
Maciej Stokłosa

P/E 2011 11,1 EV/EBITDA 2011 8,8
P/E 2012 10,4 EV/EBITDA 2012 6,3

Cena bieżąca 9,60 PLN
Cena docelowa 11,00 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	335,0	327,4	2,3%	1 114,4	1 188,1	-6,2%	1 655,8	1 114,4	48,6%
EBITDA	5,7	20,5	-72,5%	75,4	72,1	4,7%	106,4	75,4	41,1%
marża	1,7%	6,3%	-	6,8%	6,1%	-	6,4%	6,8%	-
EBIT	2,6	17,6	-85,5%	62,9	60,2	4,5%	89,1	62,9	41,6%
Zysk brutto	7,1	15,6	-54,9%	76,8	56,6	35,7%	87,4	76,8	13,8%
Zysk netto	5,2	12,3	-57,6%	60,5	43,6	38,6%	64,9	60,5	7,3%

Słabszy koniec roku, „porządkujący” czwarty kwartał

Przewidujemy, że Q4 2011 będzie słabszy, niż rekordowy Q3 2011. Pomimo wysokich przychodów, spodziewamy się słabszej marży brutto na sprzedaży (Q4 2011: 10%, Q3 2011: aż 16,6%). Zakładamy 21,9 mln PLN kosztów ogólnych. Przewidujemy, że EBIT obciążą pozostałe koszty operacyjne w kwocie 9 mln PLN (potencjalne nowe zawiązane rezerwy). Nie spodziewamy się, aby wynik Q4 2011 mogło obciążyć powiększenie rezerwy z tytułu kary naliczonej przez Alstom. Kara w kwocie 135 mln PLN w 60% pokryta jest utworzoną w przeszłości rezerwą, niemniej, z punktu widzenia spółki wykorzystanie gwarancji kontraktowych przez Alstom było nieuzasadnione. Oczekujemy 4,5 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto i 0,5 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych. Stany gotówki netto spadną z 444,2 mln PLN do 101,5 mln PLN. Wpływ na to będzie mieć: a) przejęcie za 160 mln PLN pakietu większościowego Energomontażu Południe; b) konsolidacja zadłużenia netto Energomontażu (oczekiwane 92 mln PLN na koniec 2011 roku, dług finansuje działalność deweloperską); c) wpływ z Rafako na konta Alstomu kwoty 135 mln PLN. Pozostała działalność operacyjna przyniesie wzrost gotówki netto. W Energomontażu Południe oczekujemy 97,5 mln PLN przychodów, 3,9 mln PLN EBIT, 1 mln PLN zysku netto i spadku zadłużenia netto. Słabsze wyniki Energomontażu są pochodną rozliczenia ryzyk na wybranych kontraktach. Rok 2012 przyniesie dużą poprawę wyników spółki.

**Budownictwo****Ulma CP****Akumuluj**

Analityk:
Maciej Stokłosa

P/E 2011 6,6 EV/EBITDA 2011 3,0
P/E 2012 10,9 EV/EBITDA 2012 3,3

Cena bieżąca 59,60 PLN
Cena docelowa 69,30 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	81,5	60,0	35,7%	290,2	215,4	34,7%	265,1	290,2	-8,6%
EBITDA	42,2	32,5	29,9%	147,1	104,2	41,1%	116,2	147,1	-21,0%
marża	51,8%	54,1%	-	50,7%	48,4%	-	43,8%	50,7%	-
EBIT	21,0	13,1	60,5%	69,1	27,3	152,8%	43,6	69,1	-36,9%
Zysk brutto	17,9	9,2	94,4%	58,1	13,5	-	36,0	58,1	-38,1%
Zysk netto	14,5	7,2	100,0%	47,5	10,2	-	28,8	47,5	-39,4%

Kolejny bardzo dobry kwartał Ulmy

Dobre warunki pogodowe w Q4 2011 sprzyjały realizacji kontraktów autostradowych, co przełoży się na wysokie przychody Ulmy. Aż 90-95% kosztów własnych sprzedaży jest stałych, stąd wysokie przychody to automatycznie wysoki wynik netto. Prognozujemy: 81,5 mln PLN przychodów, 54 mln PLN kosztów własnych sprzedaży, 6,3 mln PLN kosztów ogólnych; 0,3 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto, 3,2 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto; 35,8 mln PLN dodatniego operacyjnego cash flow, spadek długu netto z 145,5 mln do 122,3 mln PLN. Wyniki w 2012 roku będą niższe, niż w roku 2011. Wynika to ze spadku przychodów (zakończenie realizacji budowy autostrad), który widoczny będzie w Q4 2012. Wyniki w 2013 roku będą słabsze, niż w roku 2012, zaś rok 2014 przyniesie poprawę. Związane jest to z cyklem realizacji kontraktów - w Q4 2012 kończy się budowa autostrad i dróg szybkiego ruchu, budowa dużych bloków energetycznych rozpocznie się w połowie 2013 roku. Wyniki Q4 2012, Q1 2013, Q2 2013 będą słabe. Cały czas jednak spółka będzie generować bardzo dużo gotówki. W ciągu 2 lat pozwoli to zmniejszyć dług netto o około 100 mln PLN. Spółka stosuje bardzo konserwatywną politykę amortyzacji (krótkie okresy amortyzacji). Stąd pomimo znacznego spadku zysków, spadek EBITDA jest znacznie mniejszy. Nawet w 2013 roku wycena spółki utrzymuje się poniżej EV/EBITDA = 4.

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Unibep**Kupuj**

P/E 2011 9,3 EV/EBITDA 2011 5,5
P/E 2012 7,3 EV/EBITDA 2012 6,6

Cena bieżąca 5,80 PLN
Cena docelowa 7,00 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	278,7	186,0	49,8%	918,2	657,9	39,6%	894,1	918,2	-2,6%
EBITDA	16,2	12,3	32,5%	39,9	35,7	11,9%	44,0	39,9	10,2%
marża	5,8%	6,6%	-	4,4%	5,4%	-	4,9%	4,4%	-
EBIT	14,5	10,5	38,9%	33,2	29,8	11,4%	37,6	33,2	13,3%
Zysk brutto	14,7	10,4	41,2%	27,9	29,4	-5,2%	33,6	27,9	20,2%
Zysk netto	11,0	7,7	43,1%	21,2	22,7	-6,7%	26,9	21,2	27,1%

Bardzo dobry wynik dzięki deweloperce, budownictwa „na zero”, spadek zadłużenia

W Q4 2011 oczekujemy najwyższych w roku przychodów, wysokiej rentowności brutto na sprzedaży (8%) i 11 mln PLN zysku netto. Tak wysokie wyniki spółka zawdzięcza rozpoczęciu przekazania mieszkań w projekcie Point House. Segment sprzedaży mieszkań przyniesie 71,7 mln PLN przychodów i 16,8 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży. Oznacza to, że po wydzieleniu kosztów ogólnych przypadających na sprzedaż mieszkań, łączny EBIT pozostałych segmentów może być zbliżony do zera. Związane jest to z: a) wyższymi kosztami ogólnymi w Q4 (łącznie: 7,4 mln PLN w Q4 2011); b) wyższymi pozostałymi kosztami ogólnymi (1,5 mln PLN); c) niższą marżą brutto z działalności kubaturowej (oczekujemy jedynie 4,1%); d) słabymi wynikami segmentu produkcji i drogownictwa; e) nadal niskimi przychodami z realizacji kontraktu na budowę biurowca przy ul. Grzybowskiej (inwestycja deweloperska księgowana jak kontrakt budowlany). Z uwagi na oddanie lokali w projekcie Point House i zakończenie budowy, oczekujemy dodatniego operacyjnego cash flow na poziomie 20-30 mln PLN i spadku zadłużenia netto. Rok 2012 przyniesie poprawę wyników w ramach działalności budowlanej i produkcyjnej (zakończenie starych, nisko rentownych kontraktów) oraz wzrost zadłużenia netto (realizacja biurowca przy ul. Grzybowskiej, nabycie nowych projektów).

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

ZUE**Kupuj**

P/E 2011 8,8 EV/EBITDA 2011 6,2
P/E 2012 9,4 EV/EBITDA 2012 4,8

Cena bieżąca 8,50 PLN
Cena docelowa 9,20 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	193,3	155,2	24,6%	583,0	392,4	48,6%	594,7	583,0	2,0%
EBITDA	15,6	13,4	16,6%	36,1	32,4	11,4%	36,7	36,1	1,9%
marża	8,1%	8,6%	-	6,2%	8,2%	-	6,2%	6,2%	-
EBIT	13,6	11,9	14,0%	28,2	25,6	10,1%	27,2	28,2	-3,6%
Zysk brutto	13,0	11,9	9,8%	27,0	21,1	27,6%	25,4	27,0	-5,7%
Zysk netto	10,2	9,9	2,4%	21,2	16,8	26,2%	19,9	21,2	-6,0%

Sezonowo Q4 jest najlepszy w roku

W czwartym kwartale ZUE prezentuje najlepsze wyniki w roku. Związane jest to z cyklem realizacji kontraktów miejskich i cyklem rozliczania robót dodatkowych. Z uwagi na rozliczenie robót dodatkowych, spodziewamy się, że marża brutto na sprzedaży wyniesie aż 9,5% (Q3 2011: 6,7%, Q4 2010: 10,1%). Przewidujemy 4,5 mln PLN kosztów ogólnych, 0,3 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto, 0,5 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto i 0,4 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych. Oczekujemy, że w Q4 2011 zadłużenie netto wzrośnie q/q o kilka mln PLN. Ujemny operacyjny cash flow związany jest z cyklem płatności z realizowanych kontraktów. Spółki nie dotyczy efekt poprawy sytuacji bilansowej, występujący w przypadku spółek realizujących kontrakty drogowe. Miasta nie dysponowały na koniec 2011 takimi nadwyżkami, jak GDDKiA, a Kraków wręcz miał problemy, aby wywiązać się ze wszystkich zobowiązań (doniesienia prasowe). Od 2012 roku sytuacja budżetowa Krakowa uległa poprawie. W 2012 roku zakładamy porównywalne r/r przychody i nieznacznie niższy wynik netto. Nasze założenia są konserwatywne. Do wykonania prognozy przychodów na rok 2012 brakuje jedynie zleceń za 90-kilka mln PLN (portfel zleceń na rok 2012: około 0,5 mld PLN). Pozyskanie dużego kontraktu kolejowego mogłoby pozwolić na rewizję prognoz w górę.

Deweloperzy



Deweloperzy

Analitik:
Piotr Żybała

BBI Development Trzymaj

P/E 2011 10,1 EV/EBITDA 2011 12,9 **Cena bieżąca 0,32 PLN**
P/E 2012 349,7 EV/EBITDA 2012 31,9 **Cena docelowa 0,34 PLN**

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	7,4	18,7	-60,6%	61,6	67,1	-8,2%	58,4	61,6	-5,2%
EBITDA	1,2	9,4	-87,0%	24,3	28,5	-14,7%	12,1	24,3	-50,1%
marża	16,6%	50,4%	-	39,5%	42,5%	-	20,8%	39,5%	-
EBIT	1,2	9,4	-87,5%	24,1	28,4	-15,0%	11,9	24,1	-50,6%
Zysk brutto	0,6	4,2	-85,0%	22,1	23,5	-5,7%	8,6	22,1	-61,2%
Zysk netto	0,7	-2,3	-	16,5	12,0	38,1%	0,5	16,5	-97,1%

Bez większych zmian

Nie spodziewamy się niczego spektakularnego w wynikach BBID w Q4. Spodziewamy się niewielkiego spadku przychodów oraz wzrostu kosztów q/q. Spadek przychodów będzie efektem rozliczenia mieszkań o mniejszej wartości (zaledwie 2 lokale z inwestycji Dom na Dolnej o wartości 2,4 mln PLN). Zakładamy, że wynik z rewaluacji Pl. Unii nie ulegnie zmianie q/q (4,6 mln PLN). Zakładamy, że Q4 może być kwartałem z podwyższonymi kosztami ogólnymi. Spodziewamy się, że nieznacznie przekroczą one 5 mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej tradycyjnie powinno być dodatnie (prognoza: +0,8 mln PLN). Wynik z działalności finansowej również nie przyniesie zaskoczenia (prognoza: -0,5 mln PLN). Prognozowany wynik netto równy 0,7 mln PLN jest o 0,9 mln PLN niższy od wyniku zeszłego kwartału, co jest głównie efektem założenia wyższych kosztów ogólnych. W kolejnych kwartałach Spółka znacznie zwiększy przychody w wyniku rozpoznania mieszkań w inwestycjach Rezydencja Foksal oraz Małe Błonia. Spodziewamy się również stopniowych zysków z Pl. Unii, który będzie przeszacowywany w miarę postępu prac budowlanych. Niemniej nie zakładamy, by wyniki Spółki w 2012 r. istotnie oderwały się od zera.



Deweloperzy

Analitik:
Piotr Żybała

Dom Development Trzymaj

P/E 2011 12,2 EV/EBITDA 2011 9,9 **Cena bieżąca 38,50 PLN**
P/E 2012 11,1 EV/EBITDA 2012 8,9 **Cena docelowa 31,40 PLN**

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	197,8	96,4	105,1%	565,5	513,7	10,1%	797,4	565,5	41,0%
EBITDA	42,6	10,0	-	100,4	61,4	63,4%	105,9	100,4	5,5%
marża	21,5%	10,3%	-	17,7%	12,0%	-	13,3%	17,7%	-
EBIT	41,9	9,4	-	97,9	59,1	65,8%	103,4	97,9	5,7%
Zysk brutto	41,7	8,8	-	96,3	51,1	88,5%	105,5	96,3	9,5%
Zysk netto	33,8	7,0	-	77,4	40,4	91,6%	85,4	77,4	10,3%

Ciąg dalszy dobrych wyników finansowych

Wyniki Q4 nie powinny istotnie różnić się od tych zaprezentowanych w poprzednim kwartale. Spodziewamy się przekazania ok. 470 mieszkań vs. 466 przekazania w Q3 2011. Większość mieszkań rozpoznanych w wyniku będzie pochodzić z czterech zakończonych w Q4 projektów: Adria E1, Saska E1 F1, Derby 20 i Derby 11. Nasza prognoza zakłada średnią marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 32%, co oznacza trzeci kwartał z rzędu z marżami przekraczającymi 30%. W pierwszej połowie 2012 r. powinny one spaść poniżej tego poziomu, gdy rozpoznawane będą mniej dochodowe inwestycje (np. Wilno, Przy Ratuszu). Zakładamy wzrost kosztów ogólnych o 5% q/q oraz 10% r/r. i brak zdarzeń jednorazowych, które mogłyby istotnie wpłynąć na wynik Q4. Oczekujemy, że ujemne saldo działalności finansowej może być nieco niższe niż w Q3 2011 (prognoza: -0,3 mln PLN), pomimo kredytu na 160 mln PLN, zaciągniętego w październiku (zakładamy przypisanie kosztów obsługi kredytu do projektów w budowie i kapitalizację odsetek). Ostatecznie prognozujemy zysk netto w Q4 2011 równy 33,8 mln PLN (-7% q/q oraz +381% r/r).

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

GTC**Trzymaj**

P/E 2011
P/E 2012

-
33,3

EV/EBITDA 2011
EV/EBITDA 2012

-
26,3

Cena bieżąca 10,80 PLN
Cena docelowa 9,40 PLN

(mln EUR)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	40,0	54,4	-26,4%	157,2	169,0	-7,0%	161,3	157,2	2,6%
EBITDA	1,5	40,5	-96,2%	-126,5	111,1	-	61,2	-126,5	-
marża	3,8%	74,4%	-	-80,5%	65,8%	-	37,9%	-80,5%	-
EBIT	1,5	40,3	-96,4%	-127,1	110,6	-	60,6	-127,1	-
Zysk brutto	-14,6	24,5	-	-209,2	45,7	-	4,5	-209,2	-
Zysk netto	-9,5	25,3	-	-167,5	41,9	-	17,0	-167,5	-

Kontynuacja odpisów i kolejny kwartał ze stratą

Q4 2011 może przynieść nieznaczny spadek przychodów i zysku brutto ze sprzedaży. Dotyczy to zarówno segmentu komercyjnego, jak i działalności mieszkaniowej. Przychody z wynajmu będą niższe o wpływ ze sprzedanej Galerii Mokotów i trudno będzie je skompensować wyższymi wpływami z obiektów, w których kończą się wakacje czynszowe. Wynik segmentu mieszkaniowego zależy od struktury przekazywanych lokali. Ponad 13% marża tego segmentu w Q3 2011 to efekt przekazywania domów w Konstancinie. Zakładamy, że w Q4 wpływ Konstancina na wyniki będzie mniejszy, a tym samym marża spadnie. Spadek zysku brutto ze sprzedaży w Q4 szacujemy na 5% q/q oraz 6% r/r. W Q3 2011 Spółka mocno ograniczyła koszty zarządu, zbijając je do 1,5 mln EUR. Sądzymy, że w Q4 możliwe jest ich utrzymanie poniżej poziomu 2 mln EUR, podobnie jak koszty sprzedaży. Sądzymy, że w Q4 po raz kolejny ujrzymy stratę na wycenie nieruchomości inwestycyjnych (prognoza: -18,0 mln EUR). Będzie to efektem braku poprawy na rynkach Europy Południowo-Wschodniej oraz wynikiem administracyjnych ograniczeń występujących na rynku węgierskim (nowe prawo, ograniczające skalę inwestycji w segmencie handlowym). Częściowa spłata zadłużenia i brak zdarzeń o jednorazowym charakterze powinny wpłynąć na spadek kosztów finansowych (saldo działalności finansowej szacujemy na -15,6 mln EUR vs. -25,1 mln EUR w Q3 2011). Stratę netto w Q4 szacujemy na 11,8 mln EUR, z czego 2,4 mln EUR przypadnie akcjonariuszom mniejszościowym.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

J.W. Construction Redukuj

P/E 2011 11,9
P/E 2012 13,5

EV/EBITDA 2011 12,1
EV/EBITDA 2012 14,6

Cena bieżąca 7,10 PLN
Cena docelowa 6,10 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	72,2	162,5	-55,6%	362,4	620,0	-41,5%	395,4	362,4	9,1%
EBITDA	13,7	39,1	-65,0%	80,5	155,3	-48,1%	86,3	80,5	7,1%
marża	19,0%	24,1%	-	22,2%	25,0%	-	21,8%	22,2%	-
EBIT	10,6	39,1	-73,0%	68,0	142,4	-52,2%	73,8	68,0	8,4%
Zysk brutto	2,6	29,4	-91,1%	39,6	113,4	-65,0%	34,8	39,6	-12,1%
Zysk netto	2,1	24,1	-91,2%	32,1	92,0	-65,1%	28,2	32,1	-12,2%

Kolejny kwartał bez rewelacji

Wynik Q4 będzie bazował na tej samej grupie projektów, co w poprzednich dwóch kwartałach, stąd wyniki operacyjne nie powinny mocno różnić się od osiągniętych w Q3. Z uwagi na wysoką sprzedaż osiągniętą w Q4, przychody i marża brutto ze sprzedaży mogą okazać się nieco wyższe q/q. W poprzednich dwóch latach widoczny był wyraźny wzrost kosztów ogólnych w Q4. Sądzymy, że w tym roku nie będzie inaczej. Spodziewamy się wzrostu kosztów SG&A o 10% q/q. Oczekujemy, że spółka będzie kontynuowała proces przeszacowywania inwestycji komercyjnej w Szczecinie. Zakładamy 5,8 mln PLN zysku z tego tytułu w Q4 2011. Prognozujemy, że saldo działalności finansowej wyniesie ok. -8 mln PLN. Przy naszych prognozach zysk netto JWCH w Q4 wynosi 2,1 mln PLN. Czwarty kwartał byłby więc najgorszym w 2011 r. W Q1 2012 przekazania mieszkań z projektów w Łodzi i Ożarowie Mazowieckim znacznie poprawią wyniki dewelopera, jednak w całym 2012 r. osiągnięcie dodatniego wyniku finansowego może być uzależnione od skali przeszacowań nieruchomości inwestycyjnych.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

P.A. Nova**Kupuj**

P/E 2011 9,8
P/E 2012 11,4

EV/EBITDA 2011 9,8
EV/EBITDA 2012 14,0

Cena bieżąca 20,40 PLN
Cena docelowa 25,80 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	50,4	46,1	9,3%	171,7	146,5	17,2%	214,1	171,7	24,7%
EBITDA	8,4	13,5	-37,6%	32,1	27,9	14,7%	29,7	32,1	-7,3%
marża	16,7%	29,2%	-	18,7%	19,1%	-	13,9%	18,7%	-
EBIT	7,6	13,0	-41,1%	29,2	25,7	13,6%	26,7	29,2	-8,8%
Zysk brutto	6,5	12,0	-45,7%	25,8	24,5	5,2%	22,0	25,8	-14,6%
Zysk netto	5,3	10,1	-47,6%	20,9	20,2	3,6%	17,8	20,9	-14,6%

Prognoza Zarządu będzie zrealizowana

W Q4 2011 spodziewamy się kolejnego kwartału stabilnych zysków w P.A. Novej. Oczekujemy rekordowych przychodów na poziomie 50,4 mln PLN w Q4 oraz 171,7 mln PLN w całym 2011 r. (prognozy Zarządu na 2011 r. zakładały 160,8 mln PLN przychodów). Tak dobry wynik był zasługą koniunktury na rynku obiektów dla sieci handlowych. Pozwoliło to Spółce przekroczyć prognozy pomimo niższych niż oczekiwane przychodów z galerii w Przemysłu. Rozliczenie trzech wysokomarżowych obiektów w Q4 sprawiło, że przy stabilnych przychodach z czynszów, Spółka mocno zwiększy zysk brutto ze sprzedaży w stosunku do poprzedniego kwartału (prognoza: 9,2 mln PLN vs. 4,0 mln PLN w Q3 2011). Spodziewamy się, że koszty ogólne działalności utrzymają się poniżej 1 mln PLN i będą niższe niż w analogicznym okresie zeszłego roku (1,3 mln PLN). Przy realizacji naszych prognoz kosztów, SG&A za cały 2011 r. wyniosłyby zaledwie 3,5 mln PLN (-16% r/r), co należałoby uznać za bardzo dobry wynik. W Q4 nie zakładamy istotniejszych zdarzeń jednorazowych. Saldo pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na -0,8 mln PLN. Koszty finansowe powinny wzrosnąć w wyniku umocnienia EUR do PLN (kredyt w EUR na Sanowaj), lecz nie będzie miało to dużego wpływu na wynik. Prognozujemy zysk netto w wysokości 5,3 mln PLN. Jest on niewiele niższy niż w Q3 2011, lecz jego struktura dużo lepsza (w Q3 dobry wynik zawdzięczamy dodatniej rewaluacji na około 5 mln PLN). Zgodnie z naszymi prognozami, w całym roku Spółka powinna wypracować 20,9 mln PLN (nieznacznie poniżej prognozy Zarządu z listopada 2010 wskazującej 21,3 mln PLN). Backlog Spółki na 2012 r. wynosi ok. 180 mln PLN, stąd jest duża szansa na poprawę wyników w tym roku. Będzie to zależało od momentu rozliczenia projektów dla sieci handlowych.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

Polnord**Trzymaj**

P/E 2011 4,8
P/E 2012 7,0

EV/EBITDA 2011 11,8
EV/EBITDA 2012 19,3

Cena bieżąca 18,10 PLN
Cena docelowa 15,70 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	125,1	42,6	193,4%	281,4	180,3	56,1%	266,6	281,4	-5,3%
EBITDA	4,0	22,9	-82,7%	83,9	50,4	66,4%	52,6	83,9	-37,3%
marża	3,2%	53,6%	-	29,8%	28,0%	-	19,7%	29,8%	-
EBIT	3,5	22,2	-84,3%	81,8	48,1	69,9%	50,9	81,8	-37,8%
Zysk brutto	0,6	12,7	-95,6%	77,1	73,1	5,5%	71,5	77,1	-7,4%
Zysk netto	24,5	6,4	-	84,5	51,6	63,9%	57,9	84,5	-31,5%

Wysoki zysk zbudowany na oszczędnościach podatkowych

Wyniki Polnordu w Q4 2011 pod wieloma względami będą przypominać wyniki Robyga, czyli silny wzrost przychodów ze sprzedaży oraz rozliczenie oszczędności podatkowych będących następstwem restrukturyzacji Grupy. W Q4 Spółka zdołała przekazać rekordową liczbę 479 mieszkań, co według naszych szacunków powinno przyczynić się do osiągnięcia ok. 125 mln PLN przychodów ze sprzedaży. Marża zapewne nie będzie już rekordowa, z powodu rozliczenia sprzedaży mieszkań w inwestycji Sopocka Rezydencja. Prognozujemy 15,3% marżę oraz 19,2 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży. Zapoczątkowany w Q2 2011 spadek kosztów ogólnych może nie być widoczny w Q4. Spodziewamy się, że wzrosną one do 14,7 mln PLN vs. 13,7 mln PLN w Q3 2011. Saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz działalności finansowej szacujemy na odpowiednio -1,0 mln PLN oraz -2,9 mln PLN. Przy takich założeniach zysk brutto za Q4 powinien być lekko dodatni (0,6 mln PLN). Prognozowany przez nas zysk netto na poziomie 24,5 mln PLN to efekt obniżenia podatku dochodowego o około 24 mln PLN oszczędności podatkowych będących wynikiem restrukturyzacji Spółki. Przeprowadzona restrukturyzacja, polegająca na wniesieniu zorganizowanych części przedsiębiorstwa do nowych spółek zależnych, podobnie jak w Robygu, będzie miała pozytywny wpływ na cash flow Spółki w kolejnych okresach rozliczeniowych.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

Robyg**Akumuluj**

P/E 2011 11,2 EV/EBITDA 2011 47,4 **Cena bieżąca 1,33 PLN**
P/E 2012 8,1 EV/EBITDA 2012 8,5 **Cena docelowa 1,43 PLN**

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	65,8	93,0	-29,3%	153,7	284,8	-46,0%	440,1	153,7	186,4%
EBITDA	5,6	13,4	-58,0%	14,3	47,6	-70,0%	79,1	14,3	-
marża	8,6%	14,5%	-	9,3%	16,7%	-	18,0%	9,3%	-
EBIT	5,5	13,2	-58,8%	13,4	46,9	-71,4%	78,3	13,4	-
Zysk brutto	-0,6	13,1	-	4,6	47,5	-90,2%	78,0	4,6	-
Zysk netto	30,5	9,5	-	30,6	31,7	-3,5%	42,1	30,6	37,7%

Wzrost liczby przekazanych oraz pozytywny one-off kluczowe dla wyniku

W Q4 2011 nastąpiło przekazanie pierwszych mieszkań z inwestycji rozpoczętych w 2010 r. Łącznie oczekujemy przekazania około 170 mieszkań w Q4 przy średniej marży powyżej 22%. Oznacza to zysk brutto równy 14,7 mln PLN (wynik zbliżony do osiągniętego przez spółkę w okresie pierwszych dziewięciu miesięcy 2011 r.). W Q4 nie spodziewamy się znacznej zmiany kosztów ogólnych prowadzenia działalności w stosunku do Q3 (prognoza: 7,3 mln PLN, +3% q/q, -28% r/r). Zakładamy natomiast ujemny wynik na wycenie aktywów w wysokości -2,0 mln PLN (nieznaczny odpis wartości działki we Wrocławiu, na której Spółka nie zamierza w najbliższym czasie rozpocząć realizacji projektu mieszkaniowego). Koszty finansowe mogą być wyższe q/q w związku z odwróceniem wyceny odsetek w wysokości około 5 mln PLN (efekt wcześniejszej spłaty części kredytów). Kluczowa dla wyniku Spółki będzie przeprowadzona w Q4 restrukturyzacja działalności Robyga, która przyniesie oszczędności podatkowe w wysokości ok. 30 mln PLN, w całości pokazane w wyniku finansowym Q4. Dzięki temu zdarzeniu jednorazowemu, zysk netto za Q4 powinien nieznacznie przekroczyć 30 mln PLN. Według naszych szacunków w całym 2011 r. Robyg przekazał około 300 mieszkań. Zeszlatoroczna sprzedaż wyniosła natomiast ponad 1000 lokali. Większość z nich zostanie przekazana w 2012 r., przyczyniając się do bardzo dobrego wyniku finansowego w tym roku.

Handel



Handel

Analityk:
Gabriela Borowska

Eurocash

Kupuj

P/E 2011 31,2 EV/EBITDA 2011 21,0 **Cena bieżąca 30,00 PLN**
P/E 2012 17,2 EV/EBITDA 2012 11,3 **Cena docelowa 34,70 PLN**

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	2 652,4	2 297,6	15,4%	10 013,0	7 791,8	28,5%	15 463,3	10 013,0	54,4%
EBITDA	95,0	91,3	4,0%	257,6	230,7	11,7%	477,7	257,6	85,4%
marża	3,6%	4,0%	-	2,6%	3,0%	-	3,1%	2,6%	-
EBIT	77,3	73,9	4,6%	185,8	170,4	9,0%	378,6	185,8	103,8%
Zysk brutto	60,3	53,4	13,1%	150,4	145,3	3,5%	283,2	150,4	88,3%
Zysk netto	51,3	47,8	7,5%	131,9	128,4	2,7%	239,4	131,9	81,5%

Kolejny bardzo dobry sprzedażowo kwartał

Szacujemy, że Eurocash ma za sobą kolejny bardzo dobry kwartał 2011 pod względem sprzedaży. Spodziewamy się wzrostu przychodów ze sprzedaży o 15,4% wynikającego podobnie jak w 3Q 2011 głównie z wysokich LFL w segmencie Cash&Carry i Delikatesy Centrum. Nasza prognoza uwzględnia też polepszenie sprzedaży w segmencie Premium Distributors. Naszym zdaniem bardzo dobra sprzedaż będzie podobnie jak w 3Q 2011 osiągnięta przy niższej r/r rentowności brutto na sprzedaży, ponieważ spółka realizowała wyższe przychody oddając część marży klientom. Szacujemy saldo na pozostałej działalności operacyjnej na poziomie -11,1 mln PLN wynikające głównie z podatku od czynności cywilnoprawnych od zakupu udziałów w spółce Tradis (1% od wartości transakcji). Na poziomie EBITDA ze względu na w/w pozostałe koszty operacyjne spodziewamy się niższej r/r marży EBITDA (3,6% wobec 4,0% w 4Q 2010). Na poziomie wyniku netto spodziewamy się wzrostu r/r o 7,5%. Na poziomie przepływów pieniężnych spodziewamy się, że podobnie jak w 3Q 2011 dzięki dobrej sprzedaży Eurocash wygeneruje bardzo dobry poziom operacyjnych przepływów pieniężnych szacujemy, że dług netto z uwzględnieniem kredytu zaciągniętego na Tradis wyniesie na koniec roku 1,3 mld PLN.



Handel

Analityk:
Gabriela Borowska

LPP

Kupuj

P/E 2011 14,1 EV/EBITDA 2011 8,9 **Cena bieżąca 2 122 PLN**
P/E 2012 15,0 EV/EBITDA 2012 9,1 **Cena docelowa 2 300 PLN**

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	787,5	630,4	24,9%	2 490,8	2 079,4	19,8%	2 895,6	2 490,8	16,3%
EBITDA	194,9	141,1	38,1%	441,0	295,1	49,4%	431,7	441,0	-2,1%
marża	24,8%	22,4%	-	17,7%	14,2%	-	14,9%	17,7%	-
EBIT	168,6	117,1	43,9%	344,3	200,7	71,6%	318,9	344,3	-7,4%
Zysk brutto	157,7	114,5	34,0%	332,1	182,5	82,0%	297,7	332,1	-10,4%
Zysk netto	128,8	90,4	42,5%	268,3	139,1	92,9%	251,9	268,3	-6,1%

Rekordowy wynik kwartalny i roczny

Sprzedaż LPP za 4Q 2011 wyniosła około 788 mln PLN (raportowane wcześniej), spółka osiągała coraz wyższe dynamiki sprzedaży r/r w każdym kolejnym miesiącu kwartału, odpowiednio 23%, 29% i 39% w 10, 11 i 12. Głównym motorem wzrostu sprzedaży były dodatnie LFL, a sprzedaż na średni m2 zwiększyła się w 4Q 2011 o 17% (18% na danych porównywalnych bez Esotiq), przy wzroście powierzchni na koniec roku o 9%. Marża brutto wyniosła w 4Q 2011 około 61% (raportowane wcześniej) i była wyższa r/r o 2,1p.p. O raportowanej wyższej marży r/r przesądziła wyższa o 3p.p. rentowność w 10.2010 oraz transakcja z 12.2010 sprzedaży towarów Esotiq wraz ze sprzedażą spółki i wydzieleniem jej z grupy. Gdyby nie to marża w 4Q 2011 byłaby wyższa r/r o 1,2p.p. Szacujemy, że bardzo dobra sprzedaż kwartału oraz wyższy kurs EUR/PLN wpłynęły na zwiększenie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu na średni m2 powierzchni do 299 PLN (266 PLN w 4Q 2010). Ostatecznie dzięki wyższej sprzedaży i marży prognozowany wynik na sprzedaży jest wyższy r/r o 49%. Szacujemy saldo pozostałej działalności operacyjnej na -10,2 mln PLN, co daje zwiększenie EBIT o 44% r/r. W naszych prognozach uwzględniamy wyższe koszty finansowe w związku z ujemnymi różnicami kursowymi. Od sierpnia 2011 działa też w spółce struktura podatkowa, przez co nasz szacunek efektywnej stopy podatkowej jest niższy r/r o 2,7p.p. Spodziewamy się wyniku netto na poziomie 128,8 mln PLN (wzrost 43% r/r).

**Handel**

Analityk:
Gabriela Borowska

NFI EMF

P/E 2011 14,3 EV/EBITDA 2011 6,7
P/E 2012 18,4 EV/EBITDA 2012 6,1

Trzymaj

Cena bieżąca 9,20 PLN
Cena docelowa 8,80 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	1 119,8	1 007,7	11,1%	3 191,8	2 908,2	9,8%	3 341,4	3 191,8	4,7%
EBITDA	140,1	135,4	3,5%	235,6	246,1	-4,3%	257,9	235,6	9,5%
marża	12,5%	13,4%	-	7,4%	8,5%	-	7,7%	7,4%	-
EBIT	108,9	107,8	1,0%	118,9	141,6	-16,0%	128,2	118,9	7,9%
Zysk brutto	94,5	97,5	-3,1%	89,9	100,2	-10,3%	74,7	89,9	-16,9%
Zysk netto	72,9	72,9	-0,1%	66,7	74,8	-10,7%	52,0	66,7	-22,1%

Segment modowy nadal najslabszy

Spodziewamy się w 4Q 2011 dodatnich LFL w segmencie Empiku (głównie dzięki sprzedaży internetowej) i Smyku (głównie dzięki dodatnim dynamikom sprzedaży w Polsce). W najslabszym w całym 2011 segmencie mody i urody spodziewamy się płaskiej sprzedaży LFL, co oznaczałoby znaczną poprawę w stosunku do poprzednich kwartałów, kiedy spółka raportowała ujemne -11,3% LFL. W tym segmencie dodatkowo do sprzedaży dołożą się nowe lokalizacje. Prognozujemy sprzedaż dla całej grupy wyższą o 11,1% w 4Q 2011 r/r. Przy takim dobrym sprzedażowo kwartale spodziewamy się niższej procentowej marży brutto na sprzedaży r/r głównie w segmencie moda i uroda. Przy takich założeniach na poziomie wyniku operacyjnego szacujemy zbliżone wyniki r/r 108,9 mln PLN wobec 107,8 mln PLN w 4Q 2010 (wynik raportowany) i 109,2 mln PLN (wynik na działalności podstawowej). Bez prognozowania zdarzeń jednorazowych, gdzie m.in. zaksięgowana będzie sprzedaż i wynik na sprzedaży EPDC (17,3 mln PLN za 31,03% udziału) jak również opcje Maratex'u i zapewne inne pozycje, które spółki zwykle księgują w 4Q szacujemy wynik netto na poziomie zbliżonym r/r 72,9 mln PLN (-0,1% wobec 4Q 2010).

**Handel**

Analityk:
Gabriela Borowska

NG2

P/E 2011 16,2 EV/EBITDA 2011 12,0
P/E 2012 14,2 EV/EBITDA 2012 10,2

Kupuj

Cena bieżąca 53,00 PLN
Cena docelowa 54,00 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	365,5	321,4	13,7%	1 092,4	1 028,6	6,2%	1 238,3	1 092,4	13,4%
EBITDA	91,3	59,6	53,3%	187,5	151,3	23,9%	219,3	187,5	17,0%
marża	25,0%	18,5%	-	17,2%	14,7%	-	17,7%	17,2%	-
EBIT	84,7	54,5	55,3%	163,1	129,1	26,3%	189,5	163,1	16,2%
Zysk brutto	82,6	54,1	52,8%	155,6	122,6	26,9%	178,0	155,6	14,4%
Zysk netto	67,1	44,5	50,8%	125,9	117,9	6,8%	143,6	125,9	14,1%

Mimo niesprzyjającej pogody 4Q 2011 bardzo dobry

4Q 2011 był w porównaniu do 1-3Q 2011 dobry pod względem sprzedaży (spółka raportuje miesięczne dane). W październiku, listopadzie i grudniu spółka osiągnęła dodatnie dynamiki sprzedaży, odpowiednio na poziomie 11,2%, 18,3% i 14,1%. W sumie w 4Q 2011 sprzedaż wzrosła r/r 13,7%, co można uznać za dobry wynik przy ciepłych temperaturach tego kwartału (grudzień był cieplejszy od normy wieloletniej o 2-5 stopni). Spółka nie prowadziła mocnych wyprzedaży w oczekiwaniu na chłodniejsze temperatury i dlatego spodziewamy się, że ze względu na to, oraz ze względu na wyższy udział detalu w sprzedaży marża brutto na sprzedaży będzie wyższa r/r. Szacujemy koszty sprzedaży i ogólnego zarządu na 122,5 mln PLN, co oznacza wzrost o 8% r/r. Szacujemy wynik na poziomie operacyjnym na 84,7 mln PLN po uwzględnieniu pozostałych kosztów operacyjnych, gdzie NG2 księguje m.in. różnice kursowe (saldo na pozostałej działalności operacyjnej prognozujemy na -4,6 mln PLN). Saldo działalności finansowej wpłynie ujemnie na wynik brutto (-2,1 mln PLN) i będzie niższe niż w porównywalnym 4Q 2010 (-0,4 mln PLN). Wtedy spółka zaksięguwała część odsetek od kredytu inwestycyjnego w wartość przeprowadzanych inwestycji a nie w koszty finansowe. Ostatecznie szacujemy wynik netto na poziomie 67,1 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o 51%, przy wzroście sprzedaży o 13,7%.

**Handel**

Analityk:
Gabriela Borowska

Vistula**Trzymaj**

P/E 2011 - EV/EBITDA 2011 9,6
P/E 2012 18,0 EV/EBITDA 2012 8,1

Cena bieżąca 1,10 PLN
Cena docelowa 0,90 PLN

(mln PLN)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	121,2	107,4	12,8%	387,2	353,9	9,4%	418,6	387,2	8,1%
EBITDA	19,0	16,3	16,9%	37,2	39,2	-5,0%	44,0	37,2	18,3%
marża	15,7%	15,2%	-	9,6%	11,1%	-	10,5%	9,6%	-
EBIT	15,7	12,4	26,4%	23,4	23,3	0,7%	31,4	23,4	34,1%
Zysk brutto	10,2	6,5	57,2%	-2,0	1,6	-	8,5	-2,0	-
Zysk netto	9,3	5,5	68,3%	-1,6	1,7	-	6,9	-1,6	-

Dodatknie LFL obu segmentów zwiększyły sprzedaż

4Q 2011 był udany dla branży pod względem sprzedaży. Szacujemy, że w 4Q 2011 Vistula wygenerowała 121,2 mln PLN przychodów ze sprzedaży (wzrost 13% r/r). Było to wynikiem głównie dodatniej dynamiki LFL, ponieważ w tym czasie spółka zmniejszyła powierzchnię sprzedaży o 2% r/r. Szacujemy, że segment odzieżowy dodał do sprzedaży grupy 64,6 mln PLN (11% wzrostu r/r przy średniej powierzchni niższej r/r o 4%). Przychody segmentu jubilerskiego szacujemy na 56,7 mln PLN (17% wzrostu r/r przy średniej powierzchni większej r/r o 2%). Na poziomie marży brutto na sprzedaży oczekujemy zbliżonej rentowności r/r na obu segmentach działalności i tym samym prognozujemy zbliżoną marżę kwartalną r/r (56,3%). Prognozujemy wynik operacyjny grupy na poziomie 15,7 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o 33% wynikający ze wzrostu sprzedaży i stabilnej marży, ale również z niższego od wzrostu przychodów zwiększenia kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu (8% r/r). Koszty finansowe odejmą od wyniku z działalności operacyjnej 5,5 mln PLN (-5,9 mln PLN w 4Q 2010). Wynik netto szacujemy na 9,3 mln PLN, co daje 68% wzrostu r/r.

Terminy publikacji raportów

Spółka	IV kw. 2011	2011 skonsolidowany
AB	2012-02-25*	
ACTION	2012-02-29	2012-04-30
AGORA	2012-02-27	2012-04-13
ASBIS	2012-02-28	2012-03-29
ASSECO POLAND		2012-03-16
ASTARTA		2012-04-19
BBI DEVELOPMENT		2012-03-20
BORYSZEW	2012-02-29	2012-04-26
BUDIMEX		2012-03-20
CEDC		2012-02-29
CENTRUM KLIMA		2012-03-12
CEZ	2012-02-28**	2012-04-30
CIECH		2012-03-20
CINEMA CITY		2012-03-16
COMARCH	2012-02-29	2012-04-30
CYFROWY POLSAT		2012-03-12
DOM DEVELOPMENT		2012-03-02
ECHO		2012-04-30
ELEKTROBUDOWA		2012-03-20
ENEA	2012-02-29	2012-04-27
ERBUD	2012-02-28	2012-04-27
EUROCASH	2012-02-29	2012-03-20
FAMUR	2012-02-29	2012-04-30
GET BANK		2012-03-20
GTC		2012-03-08
HANDLOWY		2012-03-16
IMPEXMETAL	2012-02-22	2012-04-18
ING BSK		2012-03-31
J.W.C.		2012-03-15
JSW		2012-03-13
KERNEL	2012-02-14***	2012-04-30****
KĘTY		2012-04-06
KGHM	2012-02-29	2012-03-30
KOPEX	2012-02-29	2012-04-30
KREDYT BANK		2012-02-24
KRUK		2012-03-15
LOTOS	2012-02-23	2012-04-20
LPP	2012-02-24	2012-04-26
LW BOGDANKA		2012-03-20
MILLENNIUM		2012-02-29
MONDI		2012-02-16
MOSTOSTAL WAR.		2012-03-20
NETIA		2012-03-15
NFI EMF	2012-02-15	2012-03-15
NG2	2012-02-20	2012-03-31
PA NOVA		2012-03-20
PBG	2012-02-29	2012-04-30
PEKAO		2012-03-20
PGE		2012-03-20
PGNiG		2012-03-20
PKN ORLEN		2012-03-29
PKO BP		2012-03-01
POLICE		2012-03-20
POLIMEX MOSTOSTAL		2012-03-20
POLNORD		2012-03-20
PZU		2012-03-15
RAFAKO	2012-02-29	2012-04-30
ROBYG		2012-03-15
ROVESE		2012-03-20
SYGNITY	2012-02-29	
TAURON		2012-03-19
TPSA		2012-02-14
TRAKCJA TILTRA		2012-03-15
TVN	2012-02-15	2012-02-15
ULMA CP		2012-03-20
UNIBEP		
VISTULA		2012-03-20
ZA PUŁAWY		2012-02-29*****
ZUE		2012-03-20

Źródło: Spółki; *Publikacja raportu za 1H2011/2012; **Publikacja wstępnego danych finansowych za 2011;

Publikacja raportu za 2Q2012; * Publikacja raportu za 1H2012; ***** Publikacja raportu 1H/2011/2012

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										
GET BANK	Trzy maj	2012-01-23	1.56	1.55	1.87	-17.1%	4.7	15.5		
HANDLOWY	Trzy maj	2012-01-19	73.95	72.00	75.85	-5.1%	14.1	13.6		
ING BSK	Trzy maj	2012-01-19	80.70	80.00	82.70	-3.3%	12.1	12.5		
KREDYT BANK	Redukuj	2012-01-19	9.61	9.10	11.91	-23.6%	10.0	14.3		
MILLENNIUM	Redukuj	2012-01-19	3.82	3.30	4.03	-18.1%	10.6	13.0		
PEKAO	Redukuj	2012-01-19	145.90	135.00	162.20	-16.8%	14.8	15.5		
PKO BP	Akumuluj	2012-01-19	32.89	35.00	35.90	-2.5%	12.0	13.3		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2012-01-23	327.00	345.00	339.60	1.6%	12.2	12.5		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2011-06-22	39.70	53.00	45.30	17.0%	11.8	10.2		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2012-01-16	17.35	21.50	17.65	21.8%	67.0	13.0	5.3	4.9
LOTOS	Trzy maj	2012-01-16	21.80	21.60	27.55	-21.6%	4.9	8.5	6.1	8.3
PGNiG	Redukuj	2012-01-16	4.04	3.69	3.69	0.0%	17.0	22.5	8.7	7.5
PKN ORLEN	Trzy maj	2011-11-17	39.25	39.00	37.70	3.4%	3.9	13.5	3.9	6.3
POLICE	Trzy maj	2012-01-16	9.62	10.00	10.50	-4.8%	3.3	10.3	3.1	5.9
ZA PULAWY	Trzy maj	2011-09-26	85.00	85.54	92.00	-7.0%	9.9	9.7	5.4	5.1
Energetyka										
CEZ	Redukuj	2012-01-05	140.00	124.90	137.00	-8.8%	11.5	10.0	7.3	6.9
ENEA	Akumuluj	2011-11-04	17.77	21.24	17.90	18.7%	10.5	8.9	3.6	3.6
PGE	Akumuluj	2012-01-02	20.70	23.07	20.10	14.8%	6.4	8.4	4.4	4.4
TAURON	Kupuj	2012-01-02	5.35	7.44	5.42	37.3%	7.4	7.0	4.4	4.1
Telekomunikacja										
NETIA	Trzy maj	2012-01-23	5.66	5.70	5.88	-3.1%	57.7	18.3	7.2	4.6
TPSA	Trzy maj	2012-01-23	17.90	17.40	16.78	3.7%	12.6	18.7	4.2	4.8
Media										
AGORA	Kupuj	2012-01-23	10.66	15.30	12.00	27.5%	16.3	20.2	3.6	3.8
CINEMA CITY	Kupuj	2011-10-21	26.80	33.50	32.80	2.1%	18.0	13.8	8.6	7.0
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2011-10-13	15.35	14.80	14.40	2.8%	15.5	12.5	10.3	8.0
TVN	Trzy maj	2011-12-05	10.13	10.30	11.80	-12.7%	-	13.6	10.3	8.8
IT										
AB	Akumuluj	2012-01-23	20.20	22.50	22.10	1.8%	8.8	8.2	7.1	6.5
ACTION	Trzy maj	2012-01-23	19.89	18.10	22.44	-19.3%	9.5	10.0	7.0	7.0
ASBIS	Kupuj	2012-01-23	2.05	2.47	2.50	-1.2%	15.7	8.3	6.1	5.2
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49.60	65.00	49.50	31.3%	9.9	9.1	5.9	5.4
COMARCH	Redukuj	2011-10-13	50.25	45.90	60.25	-23.8%	24.4	15.1	9.7	6.7
SYGNITY	Kupuj	2012-01-23	18.59	20.80	18.90	10.1%	59.0	12.7	6.1	4.9
Górnictwo i Metale										
JSW	Kupuj	2012-01-23	99.00	127.00	109.00	16.5%	7.5	6.2	3.1	2.5
KGHM	Kupuj	2012-01-23	129.90	151.50	142.00	6.7%	2.6	7.1	1.6	2.6
LW BOGDANKA	Kupuj	2012-01-23	109.90	132.00	127.00	3.9%	21.7	14.2	9.9	6.1
Przemysł										
ASTARTA	Trzy maj	2011-12-29	51.50	53.9	66.40	-18.8%	3.6	4.5	4.4	5.0
BORYSZEW	Trzy maj	2012-01-04	0.67	0.65	0.85	-23.5%	14.9	21.2	8.6	9.6
CEDC	Trzy maj	2012-01-23	13.10	13.8	18.30	-24.6%	-	33.8	-	12.0
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-11-15	9.65	15.0	11.00	36.4%	10.9	9.3	7.1	5.9
FAMUR	Kupuj	2011-11-28	2.50	3.2	3.16	1.3%	16.4	12.5	6.4	5.9
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-01-19	3.46	5.7	3.80	50.0%	7.4	9.5	5.8	6.2
KERNEL	Redukuj	2012-01-10	71.00	61.1	74.35	-17.8%	7.2	6.4	5.9	4.8
KĘTY	Kupuj	2011-11-07	101.00	136.7	115.10	18.8%	10.3	9.5	6.2	6.0
KOPEX	Akumuluj	2012-01-23	21.30	22.5	24.20	-7.0%	11.5	12.6	8.0	7.0
MONDI	Kupuj	2012-01-23	58.30	77.0	64.00	20.3%	7.9	9.4	5.4	6.4
ROVESE	Kupuj	2011-12-29	4.02	6.0	5.45	10.1%	17.7	13.0	8.1	6.9
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2012-01-23	79.00	87.30	85.20	2.5%	8.7	8.9	2.7	4.7
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2012-01-26	97.80	112.40	103.00	9.1%	12.4	10.7	6.9	6.7
ERBUD	Kupuj	2012-01-26	17.25	24.00	22.00	9.1%	-	10.2	-	6.2
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2012-01-26	18.72	27.20	20.55	32.4%	-	10.6	-	3.8
PBG	Trzy maj	2012-01-26	76.90	78.50	79.05	-0.7%	5.2	11.4	10.8	9.5
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	2012-01-26	1.69	2.01	1.96	2.6%	9.8	9.9	6.5	6.2
RAFAKO	Kupuj	2012-01-23	7.63	11.00	9.65	14.0%	9.7	10.3	7.7	6.3
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1.10	-	1.26	-	-	-	-	-
ULMA CP	Akumuluj	2012-01-23	60.70	69.30	59.60	16.3%	6.8	10.9	3.0	3.3
UNIBEP	Kupuj	2012-01-23	6.04	7.00	5.78	21.1%	8.9	7.3	5.5	6.6
ZUE	Kupuj	2012-01-26	7.33	9.20	8.50	8.2%	8.8	9.4	6.2	4.8
Deweloperzy										
BBi DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	0.32	0.34	0.32	6.3%	11.7	349.7	14.4	31.9
DOM DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	29.50	31.40	38.50	-18.4%	13.4	11.1	10.8	8.9
ECHO	Kupuj	2012-01-24	3.75	4.70	3.91	20.2%	10.0	6.2	6.6	9.8
GTC	Trzy maj	2012-01-24	9.00	9.40	10.83	-13.2%	-	33.3	-	26.3
J.W.C.	Redukuj	2012-01-23	7.15	6.10	7.07	-13.7%	13.7	13.5	12.4	14.6
PA NOVA	Kupuj	2012-01-23	19.23	25.80	20.38	26.6%	10.5	11.4	10.6	14.0
POLNORD	Trzy maj	2012-01-23	15.10	15.70	18.05	-13.0%	7.0	7.4	11.8	19.8
ROBYG	Akumuluj	2012-01-23	1.22	1.43	1.33	7.5%	9.8	8.1	41.6	8.5
Handel										
EUROCASH	Kupuj	2012-01-20	29.40	34.70	30.00	15.7%	29.1	17.2	20.1	10.6
LPP	Kupuj	2012-01-23	2 017.50	2 300.00	2 122.00	8.4%	14.3	15.0	9.1	8.9
NFI EMF	Trzy maj	2011-12-29	8.34	8.80	9.20	-4.3%	14.3	18.4	6.6	6.1
NG2	Kupuj	2011-12-29	46.50	54.00	52.95	2.0%	15.6	14.2	11.6	10.1
VISTULA	Trzy maj	2011-11-21	0.86	0.90	1.11	-18.9%	-	18.0	9.6	8.1

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Akumuluj	Kupuj	22,50	2012-01-23
ACTION	Trzymaj	Trzymaj	18,10	2012-01-23
AGORA	Kupuj	Kupuj	15,30	2012-01-23
ASBIS	Kupuj	Kupuj	2,47	2012-01-23
BBI DEVELOPMENT	Trzymaj	Kupuj	0,34	2012-01-23
BUDIMEX	Akumuluj	Kupuj	87,30	2012-01-23
CEDC	Trzymaj	Kupuj	13,80	2012-01-23
CIECH	Kupuj	Kupuj	21,50	2012-01-16
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	Akumuluj	31,40	2012-01-23
ECHO	Kupuj	Kupuj	4,70	2012-01-24
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	Akumuluj	112,40	2012-01-26
ERBUD	Kupuj	Kupuj	24,00	2012-01-26
EUROCASH	Kupuj	Trzymaj	34,70	2012-01-20
GET BANK	Trzymaj	Kupuj	1,55	2012-01-23
GTC	Trzymaj	Trzymaj	9,40	2012-01-24
HANDLOWY	Trzymaj	Trzymaj	72,00	2012-01-19
ING BSK	Trzymaj	Kupuj	80,00	2012-01-19
IMPEXMETAL	Kupuj	Kupuj	5,70	2012-01-19
JSW	Kupuj	Zawieszona	127,00	2012-01-23
J.W.C.	Redukuj	Trzymaj	6,10	2012-01-23
KERNEL	Redukuj	Kupuj	61,10	2012-01-10
KGHM	Kupuj	Trzymaj	151,50	2012-01-23
KOPEX	Akumuluj	Kupuj	22,50	2012-01-23
KREDYT BANK	Redukuj	Trzymaj	9,10	2012-01-19
LOTOS	Trzymaj	Trzymaj	21,60	2012-01-16
LPP	Kupuj	Akumuluj	2300,00	2012-01-23
LW BOGDANKA	Kupuj	Kupuj	132,00	2012-01-23
MILLENNIUM	Redukuj	Trzymaj	3,30	2012-01-19
MONDI	Kupuj	Akumuluj	77,00	2012-01-23
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	Kupuj	27,20	2012-01-26
NETIA	Trzymaj	Trzymaj	5,70	2012-01-23
PA NOVA	Kupuj	Kupuj	25,80	2012-01-23
PBG	Trzymaj	Trzymaj	78,50	2012-01-26
PEKAO	Redukuj	Trzymaj	135,00	2012-01-19
PGNiG	Redukuj	Trzymaj	3,69	2012-01-16
PKO BP	Akumuluj	Kupuj	35,00	2012-01-19
POLICE	Trzymaj	Trzymaj	10,00	2012-01-16
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	Kupuj	2,01	2012-01-26
POLNORD	Trzymaj	Kupuj	15,70	2012-01-23
PZU	Akumuluj	Trzymaj	345,00	2012-01-23
RAFAKO	Kupuj	Kupuj	11,00	2012-01-23
ROBYG	Akumuluj	Kupuj	1,43	2012-01-23
SYGNITY	Kupuj	Trzymaj	20,80	2012-01-23
TPSA	Trzymaj	Trzymaj	17,40	2012-01-23
ULMA CP	Akumuluj	Kupuj	69,30	2012-01-23
UNIBEP	Kupuj	Kupuj	7,00	2012-01-23
ZUE	Kupuj	Kupuj	9,20	2012-01-26

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	9	22	10	27	0	5	8	6	13
procent	0,0%	13,2%	32,4%	14,7%	39,7%	0,0%	15,6%	25,0%	18,8%	40,6%

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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@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

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, Polmot Warfama, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Echo Investment, 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, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, 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.

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.