

19 kwietnia 2010

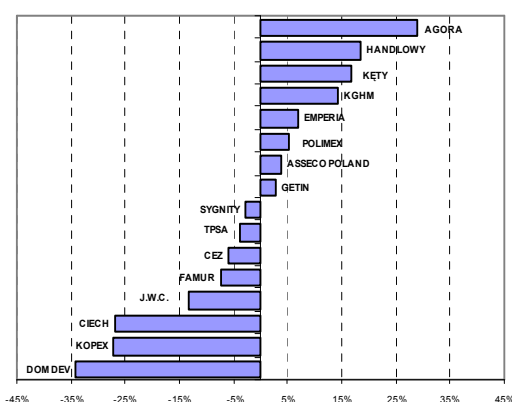
Opracowanie cykliczne


**Rynek akcji**
**WIG**
**43 913**

Średnie P/E 2010 15,4

Średnie P/E 2011 12,6

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 1 472 mln PLN

**Dynamika EPS wybranych spółek\***


\*liczone za okres: II kw. '09-I kw. '10 / I kw. '09-IV kw. '09

**Zespół Analiz:**

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

 Marta Jeżewska  
 (+48 22) 697 47 37  
 marta.jezewska@dibre.com.pl

 Kamil Kliszcz  
 (+48 22) 697 47 06  
 kamil.klischcz@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

# Prognozy wyników kwartalnych

## I Q 2010

**Banki.** Oczekujemy wzrostu zysku netto o 17% Q/Q (niższe koszty i niższe rezerwy) i o 42% R/R (niska baza odniesienia). W stosunku do ub.r. przychody poprawią się o 6% R/R (niższy koszt finansowania, wyższe opłaty prowizyjne, lepsza koniunktura na rynkach kapitałowych). 1Q09 był najsłabszym kwartałem ub.r., m.in. ze względu na opcje.

**Paliwa.** PGNiG dzięki wysokim wolumenom sprzedaży, dodatniej marży importowej i wyższym taryfom dystrybucyjnym powinno wypracować rekordowe wyniki operacyjne. Wyniki spółek rafineryjnych liczone wg. LIFO będą pod presją mroźnej zimy i jeszcze niskich średnich marż oraz dyferencjału.

**Energetyka.** Spółkom energetycznym bardzo trudno będzie powtórzyć bardzo dobre wyniki z ubiegłego roku. W przypadku CEZ głównym powodem będzie znaczący spadek średniej ceny sprzedaży, a PGE zaksięguje istotnie niższe rekompensaty KDT. W polskich koncernach widoczny powinien być natomiast pozytywny efekt wyższych taryf dystrybucyjnych.

**Telekomunikacja.** Wyniki w przypadku Netii i TPSA powinny być zbliżone do 4Q2009. Netia jest nadal beneficjentem wcześniejszych decyzji UKE, co odbywa się kosztem TP. Sytuacja zmieni się dopiero w 2H2010.

**Media.** Oczekujemy dobrych wyników w spółkach mediowych. W TVN powinna pojawić się pozytywna dynamika na przychodach reklamowych, ale konsolidacja 'n' przez cały kwartał obniży wynik operacyjny w porównaniu do ubiegłego roku. Agora ponownie zaskoczy mocnym cięciem kosztów. W Cyfrowym Polsacie czynnikiem poprawy wyników będzie silniejszy złoty i spieniężenie wzrostu bazy abonenckiej z końcówki roku.

**Informatyczne.** Dobrych wyników spodziewamy się po Asseco Poland. Słabo pierwszy kwartał wypadnie w Sygnity. Comarch zakończy pierwszy kwartał niewielkim zyskiem, głównie dzięki obniżeniu strat SoftM. Wśród dystrybutorów dobre wyniki pokaże AB, nieco słabiej niż przed rokiem będzie w Actionie, duży wzrost sprzedaży zanotuje Asbis, a na wynikach Komputronika odbije się ostra zima.

**Górnictwo i metale.** W związku z wysokimi cenami surowców spółki wydobywcze (KGHM, LWB) powinny zanotować bardzo dobre wyniki, prawdopodobnie najlepsze w całym roku.


**Przemysł.** Kolejny słaby kwartał mają za sobą producenci maszyn i urządzeń dla górnictwa. Spodziewamy się słabych wyników w branży materiałów budowlanych w związku z niesprzyjającą pogodą w pierwszych dwóch miesiącach. Zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami pierwszy kwartał będzie bardzo dobry dla Astarty w związku z wysokimi cenami cukru.

**Budownictwo.** Wyniki Q1 2010 będą bardzo zróżnicowane i zaskakujące. Ważnym czynnikiem dobrych wyników będzie w wybranych spółkach wycena instrumentów pochodnych, przychody deweloperskie, niska dźwignia operacyjna i finansowa oraz duży udział starych kontraktów w przychodach.

**Deweloperzy.** Wyniki deweloperów mieszkaniowych będą wprost proporcjonalne do liczby przekazanych mieszkań, Polnord wykaże w wynikach sprzedaż biurowca Asseco, wycena nieruchomości GTC będzie dodatnia.

**Handel.** Dynamika przychodów w spółkach handlowych będzie zainfekowana przez niekorzystne warunki pogodowe w styczniu i lutym. Nie pozwoli to na osiągnięcie znaczących wzrostów na poziomie EBITDA.


## Banki

		<b>BZ WBK</b>					<b>Trzymaj</b>		
		<b>Banki</b>							
Analityk: Marta Jeżewska		P/E 2010	16,2	P/BV 2010	2,4	<b>Cena bieżąca</b>	<b>220,0 PLN</b>		
		P/E 2011	12,6	P/BV 2011	2,1	<b>Cena docelowa</b>	<b>204,5 PLN</b>		
(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	424	362	17,4%	1 798	1 563	15,0%	1 914	1 798	6,5%
Wynik prowizyjny	333	314	6,0%	1 434	1 315	9,0%	1 531	1 434	6,8%
NIM	3,0%	2,5%	-	3,2%	2,8%	-	3,1%	3,2%	-
WNDB	819	725	12,9%	3 466	3 239	7,0%	3 694	3 466	6,6%
Koszty działania	-417	-407	2,4%	-1 679	-1 622	3,6%	-1 795	-1 679	6,9%
Wynik operacyjny*	409	325	25,7%	1 813	1 644	10,2%	1 926	1 813	6,2%
Saldo rezerw	-103	-161	-36,0%	-478	-481	-0,6%	-236	-478	-50,7%
Zysk brutto	306	162	89,3%	1 335	1 163	14,7%	1 690	1 335	26,6%
Zysk netto	230	119	93,3%	993	886	12,1%	1 270	993	27,9%

\* przed kosztami rezerw

### Zgodnie z planem

Oczekujemy 230 mln PLN zysku netto w 1Q10. W relacji do początku ubiegłego roku, będzie to widoczna poprawa (+93% R/R), zarówno na poziomie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw (+26% R/R), jak i salda rezerw (spadek odpisów o 36% R/R). Za poprawą w stosunku do ubiegłego roku stoi przede wszystkim wyższy wynik odsetkowy (odbudowa marży odsetkowej), ale również poprawa wyniku prowizyjnego (m.in. na skutek poprawy koniunktury na rynkach kapitałowych). Jednocześnie koszty zostaną utrzymane pod kontrolą i oczekujemy wzrostów w skali nie przekraczającej inflacji. Uważamy, że nie uda się przebić wyników zrealizowanych w 4Q09 (246 mln PLN). Oczekujemy presji na wynik odsetkowy (spadek do 424 mln PLN z 434 mln PLN kwartał wcześniej). Kampania depozytowa przyniesie wzrost portfela depozytów (wyższy koszt finansowania na skutek wyższych wolumenów). Jednocześnie oczekujemy spadku portfela kredytów korporacyjnych, w ślad za dynamikami rynkowymi w segmencie przedsiębiorstw (-1,5% Q/Q) oraz chęcią banku zredukowania ekspozycji na kredyty dla deweloperów (spłacane kredyty).

		<b>Getin</b>					<b>Redukuj</b>		
		<b>Banki</b>							
Analityk: Marta Jeżewska		P/E 2010	14,5	P/BV 2010	1,8	<b>Cena bieżąca</b>	<b>11,06 PLN</b>		
		P/E 2011	11,6	P/BV 2011	1,6	<b>Cena docelowa</b>	<b>10,34 PLN</b>		
(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	301	248	21,2%	1 208	978	23,6%	1 330	1 208	10,1%
Wynik prowizyjny	104	119	-12,5%	482	443	9,0%	504	482	4,5%
NIM	3,3%	3,1%	-	3,2%	2,9%	-	3,2%	3,2%	-
WNDB	517	639	-19,0%	2 208	2 094	5,4%	2 394	2 208	8,4%
Koszty działania	-219	-222	-1,6%	-930	-861	8,0%	-987	-930	6,1%
Wynik operacyjny*	290	393	-26,2%	1 231	1 200	2,5%	1 352	1 231	9,8%
Saldo rezerw	-226	-245	-7,8%	-561	-842	-33,3%	-414	-561	-26,2%
Zysk brutto	64	150	-57,2%	669	358	87,1%	937	669	40,1%
Zysk netto	111	103	7,4%	544	276	97,0%	677	544	24,6%

\* przed kosztami rezerw

### Na wysoki zysk brutto poczekamy do drugiej połowy 2010

Uważamy, że zysk netto Getin Holding sięgnie 111 mln PLN w 1Q10, przy zysku brutto na poziomie 64 mln PLN. Istotnym czynnikiem wspierającym wynik netto będzie rozwiązanie rezerwy na podatek, który wg komentarza po 4Q09 podwyższy zysk netto o 74,4 mln PLN (niższe obciążenie podatkowe). Nasza prognoza zysku brutto w całym 2010 roku sięga 669 mln PLN (ponad 165 mln PLN średnio w kwartale). Uważamy, że wyższe poziomy zysku brutto będą obserwowane w drugiej połowie roku, gdy spadną odpisy na należności nieregularne. Oczekujemy dynamicznego wzrostu wyniku odsetkowego (z 274 mln PLN do 301 mln PLN), co będzie miało źródło w poprawie marży odsetkowej netto (zakładamy wzrost z 3,1% do ponad 3,3%). Pod presją znajdzie się wynik prowizyjny, gdzie coraz bardziej widoczny będzie wyczerpujący się potencjał przychodów z „pracy na bazie”. Dodatkowym czynnikiem wpływającym negatywnie na wynik prowizyjny będą słabe pod względem sprzedaży nowych kredytów styczeń i luty. Dopiero marzec przyniósł ożywienie i mimo zapowiedzi zarządu, że cały rok ma być udany, 1Q10 nie przyniesie jeszcze widocznej poprawy. Zakładamy zerowy wynik handlowy (kwartał wcześniej -4 mln PLN) oraz stabilny poziom wyniku na działalności ubezpieczeniowej. Wydatki pozostaną pod kontrolą (+1% Q/Q). W dalszym ciągu obciążeniem dla wyniku pozostaną złe kredyty. Uważamy, że w 1Q10 odpisy będą stanowiły 40% naszej całorocznej prognozy. Oczekujemy spadku odpisów w drugiej połowie roku.


**Banki**

 Analityk:  
Marta Jeżewska

# Handlowy

# Akumuluj

P/E 2010	17,0	P/BV 2010	1,7	<b>Cena bieżąca</b>	<b>82,2 PLN</b>
P/E 2011	12,4	P/BV 2011	1,6	<b>Cena docelowa</b>	<b>90,9 PLN</b>

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	371	390	-5,0%	1 508	1 505	0,2%	1 561	1 508	3,5%
Wynik prowizyjny	153	125	22,3%	645	556	16,0%	702	645	8,8%
NIM	3,9%	3,6%	-	3,8%	3,8%	-	3,7%	3,8%	-
WNDB	598	576	3,9%	2 483	2 418	2,7%	2 600	2 483	4,7%
Koszty działania	-338	-374	-9,7%	-1 420	-1 379	2,9%	-1 487	-1 420	4,8%
Wynik operacyjny*	266	221	20,6%	1 133	1 201	-5,6%	1 183	1 133	4,4%
Saldo rezerw	-91	-152	-40,4%	-327	-546	-40,1%	-78	-327	-76,2%
Zysk brutto	175	67	162,1%	806	655	23,0%	1 105	806	37,1%
Zysk netto	140	46	203,4%	633	504	25,6%	869	633	37,1%

\* przed kosztami rezerw

**Stopniowa poprawa**

Powoli odbudować się będzie kwartalny poziom wyniku odsetkowego, po trzech kwartałach spadków wywołanych wzrostem kosztu finansowania oraz spadkiem rentowności papierów dłużnych. Oczekujemy wzrostu z 355 mln PLN w 4Q09 do 371 mln PLN. Wynik prowizyjny będzie poprawiał się w relacji do 1Q09 (efekt poprawy koniunktury na rynkach kapitałowych, wzrostu opłat w poprzednim roku), jednak w relacji do wyniku 4Q09 nie oczekujemy istotnych wzrostów (153 mln PLN vs. 151 mln PLN). Oczekujemy wzrostu wyniku na działalności bankowej o 4% R/R, jednocześnie niższego o 10 mln PLN niż rezultat 4Q09. Mimo widocznej poprawy wyniku odsetkowego Q/Q, na przeszkodezie stanie słabszy wynik handlowy. W pozostałych przychodach negatywnym czynnikiem będzie rozliczenie obligacji Lehman Brothers (odpisy szacujemy na ok. 13 mln PLN). Programy oszczędnościowe prowadzone w ubiegłym roku będą przynosić efekty również w tym roku. Oczekujemy spadku kosztów o 10% R/R. Odpisy na złe kredyty w dalszym ciągu będą wysokie na tle rynku (3% średniego portfela kredytów netto), jednak ich skala istotnie spadnie w relacji do ubiegłego roku (4,1%). Uważamy, że bank nie będzie tworzył już rezerw w segmencie korporacyjnym (w 4Q09 odpisał w tym obszarze 59 mln PLN), a odpisy w segmencie detalicznym pozostaną na zbliżonym poziomie do 4Q09 (91 mln PLN vs. 98 mln PLN w 4Q09).


**Banki**

 Analityk:  
Marta Jeżewska

# ING BSK

# Trzymaj

P/E 2010	15,0	P/BV 2010	1,8	<b>Cena bieżąca</b>	<b>780 PLN</b>
P/E 2011	11,0	P/BV 2011	1,6	<b>Cena docelowa</b>	<b>749 PLN</b>

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	382	310	23,6%	1 539	1 442	6,7%	1 659	1 539	7,8%
Wynik prowizyjny	233	204	14,4%	972	900	8,0%	1 040	972	7,0%
NIM	2,5%	1,8%	-	2,5%	2,2%	-	2,5%	2,5%	-
WNDB	651	550	18,5%	2 650	2 488	6,5%	2 848	2 650	7,5%
Koszty działania	-389	-362	7,6%	-1 553	-1 488	4,4%	-1 620	-1 553	4,3%
Wynik operacyjny*	267	195	37,2%	1 116	991	12,7%	1 247	1 116	11,7%
Saldo rezerw	-58	-102	-43,4%	-329	-304	8,2%	-157	-329	-52,3%
Zysk brutto	226	103	119,3%	841	738	13,9%	1 145	841	36,2%
Zysk netto	183	81	126,2%	678	595	13,9%	923	678	36,2%

\* przed kosztami rezerw

**Powrót do wyższego wyniku**

Przyczyny słabych wyników 4Q09 (121 mln PLN zysku netto) leżały głównie w czynnikach jednorazowych (słaby wynik handlowy, strata na wycenie nieruchomości, przegląd portfeli kredytowych). Uważamy, że czynniki te nie będą oddziaływały negatywnie na wyniki 1Q10 i oczekujemy wzrostu kwartalnego wyniku netto do poziomu 183 mln PLN. Aktywna postawa w zakresie udzielania kredytów w ubiegłym roku (dynamiczny wzrost kredytów detalicznych, wygrane przetargi na finansowania samorządów na łączną kwotę 1,7 mld PLN) będą wspierać przychody odsetkowe. Uważamy również, że bank częściowo odbuduje pozycję w zakresie aktywów międzybankowych i papierów wartościowych co podniesie sumę bilansową. Oczekujemy 382 mln PLN wyniku odsetkowego, gdzie obok wzrostu wolumenów oczekujemy poprawy przede wszystkim marży kredytowej. Dobre momentum utrzyma wynik prowizyjny, dzięki poprawie przychodów na rynkach kapitałowych. Aktywność biznesowa i niska baza kosztowa w ubiegłym roku przemawiają za wzrostem wydatków (+8% R/R, +11% Q/Q). W relacji do 1Q09 głównym motorem jest wzrost kosztów osobowych, a w przypadku wydatków 4Q09, istotny wzrost księgowanych kosztów (w 4Q09 dokonano rewizji prowadzonych inicjatyw, które de facto miały wpływ na koszty całego roku). Uważamy, że bank istotnie obniży poziom rezerw zarówno w stosunku do 4Q09 (konserwatywne podejście do klienta detalicznego, stosunkowo młody portfel kredytów, głównie hipotecznych) jak i 1Q09 (brak odpisów na opcje).


**Banki**

 Analityk:  
Marta Jeżewska

# Kredyt Bank Trzymaj

P/E 2010	31,1	P/BV 2010	1,5	<b>Cena bieżąca</b>	<b>14,75 PLN</b>
P/E 2011	9,1	P/BV 2011	1,3	<b>Cena docelowa</b>	<b>15,3 PLN</b>

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	279	247	12,9%	1 110	1 061	4,6%	1 175	1 110	5,8%
Wynik prowizyjny	85	72	17,1%	354	304	16,4%	384	354	8,3%
NIM	2,9%	2,4%	-	2,8%	2,7%	-	2,9%	2,8%	-
WNDB	391	392	-0,3%	1 597	1 530	4,4%	1 699	1 597	6,4%
Koszty działania	-227	-270	-15,9%	-1 026	-1 023	0,2%	-1 079	-1 026	5,2%
Wynik operacyjny*	184	137	34,2%	651	848	-23,2%	700	651	7,5%
Saldo rezerw	-126	-184	-31,9%	-491	-803	-38,9%	-148	-491	-69,9%
Zysk brutto	59	-47	-	161	47	245,1%	552	161	243,1%
Zysk netto	47	-37	-	129	35	272,7%	442	129	243,1%

\* przed kosztami rezerw

**Poprawa w stosunku do 2009 roku**

Prognozujemy, że bank osiągnie najwyższy wynik kwartalny od początku 2009 roku. Ubiegłoroczne programy restrukturyzacji wydatków, w połączeniu z wpływem sprzedaży pośrednika finansowego Żagiel, przyniosą istotne obniżenie bazy kosztowej (-16% R/R). Będzie to wspierało wzrost wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw (+34% R/R). Po stronie przychodów oczekujemy poprawy na poziomie wyniku odsetkowego i prowizyjnego. Brak wzrostu wyniku na działalności bankowej to efekt spadku wyniku handlowego. Wynik odsetkowy poprawi się dzięki obniżeniu kosztów finansowania w relacji do 1Q09. Jednak wzrost Q/Q nie będzie już tak zauważalny (wzrost z 274 mln PLN do 279 mln PLN). Wynika to m.in. z faktu, że bank ponosi obecnie koszty związane z dystrybucją kredytów przez Żagiel. Poprawa wyniku prowizyjnego R/R ma swoje źródło w poprawiających się przychodach, jednak w relacji do 4Q09 źródła poprawy oczekujemy przede wszystkim po stronie kosztów (niższe koszty BIK, związane z przeglądem portfela kredytowego w ub. kwartale). Wysokie rezerwy w 4Q09 i przegląd portfela przemawia za niższymi odpisami na złe kredyty. W poprzednim kwartale przeprowadzono m.in. przegląd portfeli wszystkich kredytów detalicznych, nie tylko dystrybuowanych przez Żagiel. Oczekujemy 126 mln PLN odpisów, co i tak przekłada się na jedno z najwyższych kosztów ryzyka w sektorze (2% portfela kredytów netto).


**Banki**

 Analityk:  
Marta Jeżewska

# Millennium Trzymaj

P/E 2010	22,7	P/BV 2010	1,4	<b>Cena bieżąca</b>	<b>4,77 PLN</b>
P/E 2011	11,9	P/BV 2011	1,3	<b>Cena docelowa</b>	<b>4,38 PLN</b>

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	227	180	26,0%	965	691	39,6%	1101	965	14,1%
Wynik prowizyjny	148	126	17,7%	568	494	15,1%	608	568	7,0%
NIM	2,0%	1,5%	-	2,0%	1,5%	-	2,1%	2,0%	-
WNDB	420	397	5,6%	1 726	1 434	20,3%	1 926	1 726	11,6%
Koszty działania	-262	-258	1,6%	-1080	-1023	5,5%	-1154	-1080	6,9%
Wynik operacyjny*	163	143	14,1%	667	431	54,8%	792	667	18,7%
Saldo rezerw	-89	-129	-31,2%	-352	-436	-19,2%	-193	-352	-45,3%
Zysk brutto	74	13	454,6%	314	2	-	599	314	90,5%
Zysk netto	59	12	388,4%	255	1	-	485	255	90,5%

\* przed kosztami rezerw

**Poprawa zaczyna być widoczna**

Oczekujemy 59 mln PLN zysku netto w 1Q10 na bazie mocnej poprawy wyniku odsetkowego i prowizyjnego w relacji do ubiegłego roku. Z drugiej strony bank nie będzie już beneficjentem wysokiego wyniku handlowego, który podnosił poziom przychodów w 1H'09. Na wzrost wyniku odsetkowego o 26% R/R i o 9% Q/Q złoży się przede wszystkim poprawa marży depozytowej (na koniec 4Q09 była ona ciągle ujemna, -0,2%) oraz pozytywny wpływ dodatkowych kapitałów (bank pozyskał 1 mld PLN w połowie lutego). W przypadku wyniku prowizyjnego, wzrost o ponad 6% Q/Q (+18% R/R) wynika z poprawy wolumenów na rynkach kapitałowych oraz wyższym przychodom z ubezpieczeń. W stosunku do ubiegłego roku, istotnym czynnikiem jest również wzrost opłat za bankowość transakcyjną. Oczekujemy istotnego wzrostu wydatków w relacji do 4Q09 (262 mln PLN vs. 241 mln PLN w 4Q09). Motorem wzrostu będą koszty osobowe. Jednocześnie restrukturyzacja wydatków przeprowadzona na przestrzeni ub.r. przemawia za utrzymaniem ich na niezmiennym poziomie w relacji do 1Q09. Saldo rezerw pozostanie na wysokich poziomach i w coraz większym stopniu ciężać na nim będą rezerwy detaliczne. Uważamy, że zarówno dane dotyczące całego rynku, jak i przegląd portfela w Millennium w 3Q09 przemawia za niskimi odpisami w tym obszarze. Z kolei za rosnącym saldem odpisów w segmencie detalicznym przemawiają: sytuacja na rynku pracy oraz stosunkowo niskie rezerwy tworzone w ubiegłym roku.




**Banki**

 Analityk:  
Marta Jeżewska

# Pekao

## Trzymaj

 P/E 2010 17,5 P/BV 2010 2,5  
 P/E 2011 14,8 P/BV 2011 2,3

**Cena bieżąca 178,0 PLN**  
**Cena docelowa 175,7 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	994	910	9,3%	4 314	3 802	13,4%	4 660	4 314	8,0%
Wynik prowizyjny	623	529	17,9%	2 542	2 289	11,1%	2 722	2 542	7,1%
NIM	3,1%	2,7%	-	3,2%	2,9%	-	3,3%	3,2%	-
WNDB	1 777	1 694	4,9%	7 553	7 063	6,9%	8 131	7 553	7,7%
Koszty działania	-937	-925	1,3%	-3 823	-3 673	4,1%	-3 940	-3 823	3,1%
Wynik operacyjny*	859	789	8,8%	3 806	3 466	9,8%	4 267	3 806	12,1%
Saldo rezerw	-140	-92	53,0%	-571	-534	7,0%	-424	-571	-25,8%
Zysk brutto	740	711	4,1%	3 306	2 998	10,3%	3 920	3 306	18,6%
Zysk netto	596	566	5,3%	2 661	2 412	10,3%	3 157	2 661	18,7%

\* przed kosztami rezerw

**Brak wzrostu wolumenów ogranicza wzrost przychodów**

Uważamy, że Pekao nie poprawi wyniku netto zrealizowanego w 4Q09 (612 mln PLN). Na przeszkodzie stanie wzrost wydatków, który nie zostanie pokryty proporcjonalnym wzrostem przychodów. Oczekujemy wzrostu kosztów osobowych (wyższe rezerwy na bonusy, nie można mówić również o ograniczaniu zatrudniania czy zamrażaniu pensji). W skali roku dalej jest to jednak wzrost zgodny z długoterminową strategią banku (wzrost kosztów poniżej inflacji). Wynik na działalności bankowej wzrosło o niemal 5% R/R, jednak w relacji do 4Q09 oczekujemy płaskiego rezultatu (1,78 mld PLN vs. 1,79 mld PLN w 4Q09). Brak wzrostu po stronie kredytów oraz możliwy odpływ części depozytów pozyskanych kwartał wcześniej (bank zanotował wysoki przyrost po stronie korporacyjnej) nie dają potencjału do dynamicznego wzrostu wyniku odsetkowego. Wynik prowizyjny również ma ograniczony potencjał do wzrostu (presja na prowizje kredytowe przy niższej sprzedaży i rosnącej konkurencji). Obie te linie poprawią się umiarkowanie (łącznie o 30 mln PLN). Jednak z drugiej strony liczyć się należy ze spadkiem wyniku handlowego. Uważamy, że odpisy na złe kredyty pozostaną na poziomach zbliżonych do 4Q09 (ok. 0,7% kredytów netto). Bank w ubiegłym roku miał jedno z najniższych kosztów ryzyka wśród banków giełdowych, zatem nie dostrzegamy istotnego potencjału do ich obniżenia.


**Banki**

 Analityk:  
Marta Jeżewska

# PKO BP

## Trzymaj

 P/E 2010 17,6 P/BV 2010 2,4  
 P/E 2011 12,6 P/BV 2011 2,2

**Cena bieżąca 43,6 PLN**  
**Cena docelowa 40,1 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 469	1 193	23,2%	6 224	5 051	23,2%	6 824	6 224	9,6%
Wynik prowizyjny	718	550	30,5%	2 915	2 583	12,8%	3 111	2 915	6,7%
NIM	3,8%	3,5%	-	3,8%	3,5%	-	3,7%	3,8%	-
WNDB	2 308	2 099	9,9%	9 637	8 607	12,0%	10 447	9 637	8,4%
Koszty działania	-1 088	-1 082	0,6%	-4 436	-4 244	4,5%	-4 540	-4 436	2,3%
Wynik operacyjny*	1 260	1 063	18,5%	5 462	4 624	18,1%	6 168	5 462	12,9%
Saldo rezerw	-429	-374	14,7%	-1 538	-1 681	-8,5%	-707	-1 538	-54,0%
Zysk brutto	831	695	19,6%	3 925	2 943	33,4%	5 462	3 925	39,2%
Zysk netto	665	541	23,0%	3 101	2 306	34,5%	4 315	3 101	39,2%

\* przed kosztami rezerw

**Poprawa jest widoczna, jednak do 3,1 mld PLN zysku jeszcze daleko**

Oczekujemy 665 mln PLN zysku netto w 1Q10 (+23% R/R i +29% Q/Q), przy poprawie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw o 18,5% R/R. Motorem wzrostu będzie poprawa przychodów (WNDB +10% R/R), przy utrzymaniu ścisłej kontroli kosztów. Dynamiczny wzrost wyniku odsetkowego i prowizyjnego w relacji do 1Q09 wynika z niskiej bazy odniesienia (wojna depozytowa, niższy poziom opłat w bankowości transakcyjnej – podwyżki od 2Q09, niższy przychody z ekspozycji na rynki kapitałowe, istotnie niższy poziom aktywów w grupie). Jednak w relacji do 4Q09 wzrosty nie będą już tak dynamiczne. Na przeszkodzie do poprawy wyniku odsetkowego stanie niski poziom rynkowych stóp procentowych. Oczekujemy utrzymania się dość wysokich odpisów na ryzyko kredytowe. Źródłem rezerw pozostanie segment detaliczny (ponad ¾ ubiegłorocznych odpisów), gdzie w 1Q09 odpisy w tym obszarze były niższe niż w kolejnych kwartałach 2009 roku. Uważamy, że nie należy również liczyć na spadek rezerw w segmencie korporacyjnym. Aby zrealizować naszą prognozę 3,1 mld PLN zysku netto w 2010 roku (P/E'10 17,5), bank będzie musiał poprawiać wyniki z kwartału na kwartał, tak aby średnio w kwartale zysk sięgnął ponad 800 mln PLN.

## Paliwa, chemia



### Chemia

 Analitik:  
Kamil Kliszcz

## Ciech

 P/E 2010 13,2 EV/EBITDA 2010 6,0  
 P/E 2011 8,3 EV/EBITDA 2011 4,9

## Akumuluj

**Cena bieżąca 33,6 PLN**  
**Cena docelowa 39,2 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	1 021,6	990,8	3,1%	3 962,3	3 685,8	7,5%	4 332,3	3 962,3	9,3%
EBITDA	124,4	146,7	-15,2%	461,0	400,2	15,2%	513,6	461,0	11,4%
marża	12,2%	14,8%	-	11,6%	10,9%	-	11,9%	11,6%	-
EBIT	65,0	84,6	-23,1%	233,0	171,2	36,1%	273,9	233,0	17,5%
Zysk brutto	14,9	71,9	-79,3%	87,9	-44,3	-	139,3	87,9	-
Zysk netto	12,0	51,9	-76,8%	71,2	-56,8	-	112,8	71,2	-

### Spadek marż na sodzie, opóźnienie sezonu w rolnictwie

Wyniki operacyjne Ciechu mogą okazać się gorsze niż przed rokiem kiedy to rekordowy rezultat wygenerował segment sodowy. W 1Q'10 obserwowaliśmy znaczący spadek marż na tym produkcie i EBIT na tej działalności (33,7 mln PLN vs 65 mln PLN rok temu) będzie w naszej opinii budowany przede wszystkim przez księgowane przychody ze sprzedaży kawern (około 20 mln PLN). Gorszy wynik w ujęciu r/r wypracuje naszym zdaniem również segment agrochemiczny (13,3 mln PLN vs 24,9 mln PLN przed rokiem), co będzie wynikać z opóźnionego ze względu na pogodę sezonu w rolnictwie, przede wszystkim w zakresie wysoko rentownych środków ochrony roślin. Dodatnia dynamika zysku operacyjnego będzie możliwa tylko w przypadku segmentu organicznego (15,7 mln PLN vs -9,7 mln PLN), czemu sprzyjały rosnące wolumeny i odbudowujące się marże na TDI oraz innych kategoriach produktowych z tego obszaru. Lepszy wynik może wypracować również segment krzemianowy w związku z odbudowującym się rynkiem siarki, ale wpływ tego segmentu na skonsolidowany EBIT nie będzie znaczący. Na poziomie działalności finansowej oczekujemy ujemnego salda na poziomie aż -50 mln PLN, na co złożą się koszty odsetkowe (około 30 mln PLN) i ujemne różnice kursowe na pozycjach walutowych (-20 mln PLN). Ostatecznie więc zysk netto wyniesie zaledwie 12 mln PLN.



### Rafinerijny

 Analitik:  
Kamil Kliszcz

## Lotos

 P/E 2010 10,9 EV/EBITDA 2010 11,0  
 P/E 2011 7,4 EV/EBITDA 2011 7,0

## Redukuj

**Cena bieżąca 33,00 PLN**  
**Cena docelowa 26,50 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	3 635,0	2 716,6	33,8%	17 438,7	14 320,5	21,8%	23 976,6	17 438,7	37,5%
EBITDA	190,4	75,0	153,7%	805,9	724,1	11,3%	1 438,6	805,9	78,5%
marża	5,2%	2,8%	-	4,6%	5,1%	-	6,0%	4,6%	-
EBIT	106,7	1,7	-	457,1	424,2	7,8%	662,0	457,1	44,8%
Zysk brutto	48,5	-789,8	-	484,2	1 092,0	-55,7%	711,7	484,2	47,0%
Zysk netto	39,3	-659,0	-	391,6	883,3	-55,7%	576,0	391,6	47,1%

### Zaległa marża wydobywczą i efekt LIFO

Raportowany zysk operacyjny Lotosu w 1Q'2010 powinien w naszej opinii przekroczyć 106 mln PLN wobec 86 mln PLN w 4Q'09 i 1,7 mln PLN w 1Q'09. Ten bardzo dobry rezultat będzie w dużej mierze pochodną zaksięgowania zaległej marży wydobywczej na 87 tys. ton ropy Rozewie wydobytej, a nie sprzedanej w 4Q'09 (oczekujemy nawet do 49 mln PLN z tego tytułu) wraz z którą wynik operacyjny segmentu E&P powinien przekroczyć 63 mln PLN (zwracamy jednak uwagę, że wspomniana korekta znajdzie się prawdopodobnie w pozycji korekt konsolidacyjnych). Prognozowany EBIT w segmencie rafinerijnym (45,5 mln PLN vs 105 mln PLN w 4Q'09 i -4 mln PLN w 1Q'09) będzie z kolei budowany przede wszystkim przez efekt LIFO, który szacujemy na 45 mln PLN. Słabszy wynik po oczyszczeniu o przeszacowanie zapasów będzie konsekwencją niższych wolumenów w tradingu oraz sezonowego braku sprzedaży asfaltów. W naszych prognozach zakładamy również, iż Spółka w tym otoczeniu makro nie wykorzystywała mocy oddanej do użytku w grudniu instalacji CDU. Segment detaliczny ze względu na tradycyjną sezonowość wzmocnioną tym razem przez obfite opady śniegu zanotuje prawdopodobnie niewielką stratę operacyjną (-2 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy negatywnego wpływu wyceny hedgingu EUR/USD, którego wycena przyniesie naszym zdaniem około 61 mln PLN straty. W tym kontekście zysk netto wyniesie już tylko 39 mln PLN.


**Rafineryjny**

Analityk:

Kamil Kliszcz

# PGNiG

## Kupuj

 P/E 2010 10,6 EV/EBITDA 2010 4,9  
 P/E 2011 12,6 EV/EBITDA 2011 5,0

**Cena bieżąca 3,64 PLN**  
**Cena docelowa 4,32 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	6 376,8	6 378,9	0,0%	20 751,9	19 290,4	7,6%	21 034,5	20 751,9	1,4%
EBITDA	1 934,0	-87,7	-	4 082,7	2 830,0	44,3%	3 935,7	4 082,7	-3,6%
marża	30,3%	-1,4%	-	19,7%	14,7%	-	18,7%	19,7%	-
EBIT	1 542,6	-457,2	-	2 504,4	1 333,8	87,8%	2 177,2	2 504,4	-13,1%
Zysk brutto	1 542,6	-433,8	-	2 504,8	1 442,1	73,7%	2 106,9	2 504,8	-15,9%
Zysk netto	1 249,5	-398,8	-	2 028,9	1 202,0	68,8%	1 706,6	2 028,9	-15,9%

**Rekordowy kwartał w obrocie, mocna poprawa w dystrybucji**

Według naszych szacunków PGNiG powinno w 1Q'09 wygenerować rekordowe wyniki operacyjne, co będzie zawdzięczać bardzo dobrym rezultatom praktycznie we wszystkich segmentach działalności. Głównym kontrybutorem będzie jednak segment, gdzie dzięki zwiększonym wolumenom sprzedaży (+350 mln m<sup>3</sup>, czyli +8%) i dodatniej marży na gazie importowanym (około 58 PLN/tys. m<sup>3</sup>) Spółka powinna wypracować aż 812 mln PLN wobec -1,1 mld PLN straty w roku ubiegłym. Według naszych prognoz gaz zgromadzony w magazynach w II-gim i III-cim kwartale 2009 roku (sprzedany w 1Q'2010) powinien mieć neutralny wpływ na średnioważony koszt pozyskania surowca w tym okresie. Znaczącej poprawy oczekujemy również po segmencie dystrybucji (503 mln PLN vs. 393 mln PLN w 1Q'09) z uwagi na wzrost wolumenów (efekt mroźnej zimy) oraz wyższe taryfy sieciowe przyznane przez URE w połowie 2009 roku. Tylko w segmencie wydobywczym można naszym zdaniem spodziewać się ujemnej dynamiki w ujęciu r/r (EBIT 226 mln PLN vs. 272 mln PLN) ze względu na wyższą amortyzację, niższe pozataryfowe ceny gazu oraz gorszą rentowność na działalności usługowej. Ostatecznie skonsolidowany EBIT PGNIG powinien przekroczyć 1,5 mld PLN, a zysk netto 1,2 mld PLN.


**Rafineryjny**

Analityk:

Kamil Kliszcz

# PKN Orlen

## Trzymaj

 P/E 2010 10,6 EV/EBITDA 2010 5,1  
 P/E 2011 11,0 EV/EBITDA 2011 4,3

**Cena bieżąca 38,5 PLN**  
**Cena docelowa 40,2 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	17 991,8	14 701,9	22,4%	83 784,3	67 928,0	23,3%	89 823,6	83 784,3	7,2%
EBITDA	856,3	330,6	159,0%	4 248,3	3 665,0	15,9%	4 964,1	4 248,3	16,9%
marża	4,76%	2,25%	-	5,07%	5,40%	-	5,53%	5,07%	-
EBIT	216	-320	-	1 619,3	1 097,0	47,6%	2 030,3	1 619,3	25,4%
Zysk brutto	490	-1 271	-	1 965,5	1 441,0	36,4%	1 908,1	1 965,5	-2,9%
Zysk netto	392	-1 095	-	1 553,0	1 308,7	18,7%	1 502,7	1 553,0	-3,2%

**Mroźna zima nie sprzyjała, poprawa w petrochemii**

Wyniki Orlenu w 1Q'2010 były kształtowane z jednej strony przez klasyczną sezonowość dodatkowo w tym roku wzmocnioną przez obfite opady śniegu w styczniu i lutym, a z drugiej przez poprawiające się już otoczenie makro, zarówno w segmencie rafineryjnym jak i petrochemicznym. Na działalności rafineryjnej spodziewamy się zysku operacyjnego na poziomie 200 mln PLN, z czego aż 175 mln PLN będzie stanowił efekt LIFO (uwzględniamy w tym również wynik na tej części zapasów obowiązkowych sprzedanych do DB). Oczekiwane pogorszenie EBIT LIFO w relacji do poprzedniego kwartału to przede wszystkim efekt gorszej struktury uzysków (przypominamy, że w 4Q'09 w Płocku udało się poprawić strukturę produktów dzięki zapasom półproduktów zgromadzonych w czasie remontu z 3Q) oraz znacznego spadku wolumenów sprzedaży w związku z warunkami pogodowymi (w tym spadek marży na handlu towarami z importu). Niekorzystne otoczenie pogodowe nie pozostało zapewne bez wpływu również na segment detaliczny, gdzie spodziewamy się niższej sprzedaży zarówno paliw jak i produktów pozapaliwowych. Zysk operacyjny na tej działalności szacujemy na 61 mln PLN wobec 87 mln PLN przed rokiem. Istotnej poprawy oczekujemy natomiast w segmencie petrochemicznym, gdzie oprócz sezonowego odbicia na rynku nawozowym, zauważalny powinien być wpływ rosnących marż na olefinach i utrzymującego się popytu na rynkach globalnych. Wiele będzie w tym kontekście zależało od Unipetrolu, który ma w naszej opinii największy potencjał poprawy w ujęciu q/q w kontekście wyższych cracków i uruchomienia instalacji butadienu. Według naszych szacunków EBIT w petrochemii powinien sięgnąć 94 mln PLN vs. -17 mln PLN w 4Q'09 i -72 mln PLN w 1Q'09. Po uwzględnieniu kosztów nieprzypisanych na poziomie -139 mln PLN (poziom zbliżony do ubiegłorocznego po wyłączeniu zawiązanych wówczas rezerw), skonsolidowany zysk operacyjny wyniesie naszym zdaniem 216 mln PLN. Na działalności finansowej saldo powinno być dodatnie, dzięki przeszacowaniu kredytów denominowanych w EUR (efekt +311 mln PLN), co ostatecznie pozwoli na wypracowanie 392 mln PLN zysku netto.


**Chemia**

# Police

## Redukuj

 Analityk:  
Kamil Kliszcz

P/E 2010	-	EV/EBITDA 2010	10,3	<b>Cena bieżąca</b>	<b>6,65 PLN</b>
P/E 2011	19,3	EV/EBITDA 2011	5,9	<b>Cena docelowa</b>	<b>5,50 PLN</b>

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	539,9	518,0	4,2%	1 919,9	1 485,6	29,2%	2 168,7	1 919,9	13,0%
EBITDA	18,9	-66,0	-	70,5	-327,4	-	123,5	70,5	75,2%
marża	3,5%	-12,7%	-	3,7%	-22,0%	-	5,7%	3,7%	-
EBIT	-0,7	-86,7	-	-6,1	-407,5	-	50,5	-6,1	-
Zysk brutto	4,8	-169,5	-	-12,3	-404,7	-	25,9	-12,3	-
Zysk netto	4,8	-174,5	-	-12,3	-422,1	-	25,9	-12,3	-

### Walka o break even

W pierwszym kwartale Police powinny zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Zarządu zbliżyć się do poziomu break even, co będzie związane przede wszystkim z obserwowaną w tym okresie poprawą sytuacji na rynku nawozowym. Wraz z sezonowym wzrostem popytu poprawiały się w Europie notowania podstawowych nawozów, DAP w relacji do 4Q'09 podrożał średnio o 50%, a mocznik o 14%. Oczywiście ze względu na ograniczoną działalność eksportową Spółki poprawa średniej jednostkowej ceny sprzedaży w Policach nie będzie aż tak spektakularna (ceny w kraju rosły wolniej, gdyż nie spadły aż tak mocno jak benchmark) i nie w całości poszerzy marżę z uwagi na wzrost cen surowców (fosforytów i siarki). Pozwoliło to jednak naszym zdaniem na znaczny wzrost wolumenów sprzedaży i lepsze pokrycie kosztów stałych (mniejszy udział sprzedaży z zapasów niż w poprzednich kwartałach). Przypominamy, że Spółka informowała o ponownym uruchomieniu wstrzymanych wcześniej linii NPK. Ostatecznie na poziomie zysku operacyjnego Police powinny wypracować niewielką stratę na poziomie niecałego -1 mln PLN. Wynik będzie jeszcze wzmocniony poprzez dodatnie saldo na działalności finansowej (efekt przeszacowania otwartych pozycji zabezpieczających) dzięki czemu Police pierwszy raz od 5 kwartałów zaraportują dodatni wynik netto na poziomie 4,8 mln PLN. Zwracamy jednak uwagę, że w kolejnych kwartałach utrzymanie break even będzie bardzo trudne.


**Chemia**

# ZA Puławy

## Trzymaj

 Analityk:  
Kamil Kliszcz

P/E 2010	16,7	EV/EBITDA 2010	5,3	<b>Cena bieżąca</b>	<b>71,95 PLN</b>
P/E 2011	6,1	EV/EBITDA 2011	2,6	<b>Cena docelowa</b>	<b>72,05 PLN</b>

(mln PLN)	IIIQ09/10P	IIIQ08/09	zmiana	I-IIIQ09/10P	I-IIIQ08/09	zmiana	2009/10P	2008/09	zmiana
Przychody	609,6	646,4	-5,7%	1 505,5	1 836,0	-18,0%	2 028,4	2 396,8	-15,4%
EBITDA	61,3	109,2	-43,9%	27,1	380,5	-92,9%	139,0	407,2	-65,9%
marża	10,0%	16,9%	-	1,8%	20,7%	-	6,9%	17,0%	-
EBIT	43,8	91,8	-52,3%	-24,6	332,8	-107,4%	67,9	338,3	-79,9%
Zysk brutto	50,5	37,4	35,0%	-4,0	211,3	-101,9%	83,7	241,2	-65,3%
Zysk netto	40,4	30,1	34,5%	-5,6	170,0	-103,3%	67,8	194,6	-65,2%

### Sezonowy wzrost przychodów, wyższe ceny w kraju

W wynikach 3Q'2009/10 spodziewamy się znaczącej poprawy w relacji do poprzednich kwartałów roku obrotowego 2009/10. Będzie to zarówno efektem sezonowej poprawy sprzedaży wolumenowej nawozów, jak i sygnalizowanych podwyżek w tym segmencie przeprowadzonych w kraju po ponad 30% redukcji cenników w październiku 2009. Poprawie rentowności w tym segmencie powinny sprzyjać również wyższe ceny podstawowych benchmarków na rynku europejskim, aczkolwiek zwracamy uwagę, że ze względu na utrudnienia pogodowe i konkurencję z rynku amerykańskiego dynamiki sprzedaży eksportowej RSM mogą okazać się rozczarowujące. Dodatkowo Spółka powinna w naszej opinii zanotować lepszy wynik q/q w segmencie chemicznym, gdzie obserwowaliśmy wzrost spreadów na melaminie (+7%) i można oczekiwać wyraźnie wyższych wolumenów w kaprolaktamie (brak remontu, który infekował wolumeny w poprzednim okresie). Wynik operacyjny ZAP powinien być dodatkowo wzmocniony przez rozpoznanie zysku na certyfikatach redukcji emisji NOx w kwocie około 12 mln PLN. Ostatecznie EBIT sięgnie więc 43,8 mln PLN vs -21,6 mln PLN w poprzednim kwartale (przypominamy jednak, że w 2Q'09/10 Spółka zaksięgowała dodatkowe przychody ze świadectw pochodzenia i certyfikatów NOx na +37 mln PLN). Po uwzględnieniu dodatniego salda na działalności finansowej, zysk netto w 3Q'09/10 szacujemy na 40 mln PLN.



## Energetyka



### Energetyka

 Analityk:  
Kamil Kliszcz

## CEZ

## Trzymaj

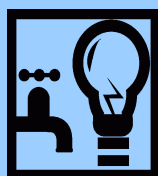
 P/E 2010 10,5 EV/EBITDA 2010 7,1  
 P/E 2011 10,6 EV/EBITDA 2011 7,0

**Cena bieżąca 141,8 PLN**  
**Cena docelowa 140,3 PLN**

(mln CZK)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	53 783,3	53 303,0	0,9%	189 756,3	196 352,0	-3,4%	194 221,9	189 756,3	2,4%
EBITDA	26 059,9	30 227,0	-13,8%	87 198,9	91 075,0	-4,3%	87 942,5	87 198,9	0,9%
marża	48,5%	56,7%	-	46,0%	46,4%	-	45,3%	46,0%	-
EBIT	19 853,2	24 797,0	-19,9%	61 657,7	68 199,0	-9,6%	61 339,4	61 657,7	-0,5%
Zysk brutto	20 313,5	23 980,0	-15,3%	59 193,7	64 946,0	-8,9%	58 669,0	59 193,7	-0,9%
Zysk netto	16 047,7	19 091,0	-15,9%	47 095,3	51 547,0	-8,6%	46 677,9	47 095,3	-0,9%

### Spadek średniej ceny sprzedaży energii powodem obniżenia marż

Wyniki CEZ w 1Q'10 zanotują w naszej opinii wyraźną ujemną dynamikę w porównaniu z rekordowym 1Q'09. Główną przyczyną spadku strumienia EBITDA będzie gorszy rezultat wypracowany przez segment wytwarzania energii, gdzie Spółka dotkliwie odczuje obniżoną o około 5 EUR/MWh średnią cenę sprzedaży. Częściowo ten negatywny efekt zostanie zneutralizowany wyższą o około 5% produkcją w elektrowniach atomowych (modernizacja elektrowni Dukowany) oraz zwiększonym przychodom ze sprzedaży ciepła w kontekście bardzo niskich temperatur w styczniu i lutym. Przy aktualnych cenach certyfikatów CO2 nie oczekujemy żadnych przychodów ze sprzedaży tych praw. Ostatecznie EBITDA na działalności produkcyjnej sięgnie naszym zdaniem około 19,3 mld CZK wobec 23,3 mld CZK przed rokiem. Lepiej w ujęciu r/r powinien prezentować się segment dystrybucji (EBITDA 3,9 mld CZK wobec 3,7 mld CZK w 1Q'09), gdzie oczekujemy wzrostu wolumenów (+6%) oraz pozytywnego efektu wyższych taryf sieciowych. Na działalności wydobywczej spadek cen energii, a za nim spadek cen węgla brunatnego wpłynie naszym zdaniem na obniżenie EBITDA z 1,5 mld CZK w 1Q'09 do 1,3 mld CZK. Na poziomie skonsolidowanego strumienia EBITDA ujemna dynamika w ujęciu r/r wyniesie więc około 14%, a EBIT ze względu na wyższą amortyzację spadnie aż o 20%. W przypadku działalności finansowej oprócz standardowych pozycji odsetkowych oczekujemy dodatniej kontrybucji ze strony jednostek konsolidowanych metodą praw własności (około 0,5 mld CZK) oraz zysku z przeszacowania opcji na akcje MOL-a w kwocie 0,8 mld CZK. Dodatkowo saldo na tym poziomie pozwoli na ograniczenie ujemnej dynamiki na zysku netto do niecałych 16%.



### Energetyka

 Analityk:  
Kamil Kliszcz

## Enea

## Akumuluj

 P/E 2010 12,4 EV/EBITDA 2010 4,2  
 P/E 2011 12,4 EV/EBITDA 2011 4,1

**Cena bieżąca 18,35 PLN**  
**Cena docelowa 21,62 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	1 931,9	1 884,7	2,5%	7 519,7	7 167,3	4,9%	7 602,7	7 519,7	1,1%
EBITDA	368,0	383,9	-4,1%	1 365,4	1 167,0	17,0%	1 379,8	1 365,4	1,1%
marża	19,1%	20,4%	-6,5%	18,2%	16,3%	-	18,1%	18,2%	-
EBIT	201,6	223,6	-9,9%	698,8	505,6	38,2%	699,5	698,8	0,1%
Zysk brutto	245,8	252,0	-2,5%	806,6	653,1	23,5%	808,4	806,6	0,2%
Zysk netto	199,1	201,3	-1,1%	653,4	513,6	27,2%	654,8	653,4	0,2%

### Wysoka baza z 1Q'09 trudna do pobicia

W ubiegłym roku ENEA w I-szym kwartale wypracowała rekordowy rezultat na poziomie EBITDA i w naszej opinii trudno będzie w tym roku wygenerować dodatnią dynamikę w tym zakresie. Niemożliwy do powtórzenia będzie w szczególności bardzo dobry rezultat w segmencie wytwarzania, gdzie oczekujemy spadku EBIT ze 123,4 mln PLN do 102,6 mln PLN, głównie z uwagi na niższe jednostkowe ceny sprzedaży oraz proporcjonalną alokację kosztów CO<sub>2</sub> i widoczne już w 2Q'09 zmiany w kontrakcie bezpośrednim z ENEA SA. Gorszych wyników spodziewamy się również w segmencie obrotu, gdzie pojawiają się nie w pełni pokryte taryfami dla gospodarstw domowych koszty kolorowej energii oraz prawdopodobnie niższe marże na klientach przemysłowych, którzy wykorzystując zasadę TPA starają się optymalizować swoje zakupy. Częściowo spadek zysków będzie rekompensowany przez segment dystrybucyjny, który dzięki nowym podwyższonym taryfom oraz wyższym wolumenom (konsumpcja prądu w Polsce w pierwszych dwóch miesiącach roku wzrosła o 3,3%), powinien zanotować 68,8 mln PLN EBIT vs 48,2 mln PLN. Skonsolidowany zysk operacyjny Grupy ENEA szacowany przez nas na poziomie 201,6 mln PLN będzie powiększony na działalności finansowej o odsetki od wysokiej pozycji gotówkowej oraz zyski z jednostek konsolidowanych metodą praw własności (przede wszystkim Elektrociepłownia Białystok). Ostatecznie zysk netto powinien sięgnąć 199,1 mln PLN.


**Energetyka**

 Analityk:  
Kamil Kliszcz

# PGE

 P/E 2010 12,1    EV/EBITDA 2010 5,4  
 P/E 2011 11,5    EV/EBITDA 2011 5,0

# Kupuj

**Cena bieżąca 21,99 PLN**  
**Cena docelowa 27,90 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	5 450,8	-	-	21 123,7	21 623,4	-2,3%	22 348,1	21 123,7	5,8%
EBITDA	1 928,6	-	-	7 394,2	7 983,4	-7,4%	7 950,2	7 394,2	7,5%
marża	35,4%	-	-	35,0%	36,9%	-	35,6%	35,0%	-
EBIT	1 246,9	-	-	4 667,4	5344,7	-12,7%	4 889,6	4667,4	4,8%
Zysk brutto	1 381,3	-	-	4 830,2	5378,5	-10,2%	5 010,3	4830,2	3,7%
Zysk netto	860,6	-	-	3 138,3	3370,7	-6,9%	3 305,3	3138,3	5,3%

**Wzrost wolumenów w dystrybucji, niższe rekompensaty KDT**

Skonsolidowany wynik operacyjny PGE za 1Q'2010 powinien być w naszej opinii zbliżony do poziomu wypracowanego w 4Q'2009 (niestety brakuje bazy porównywalnej z 1Q'09), choć nieco inaczej będzie wyglądać jego struktura. W segmencie wytwarzania zabraknie zaksięgowanego w 4Q rozwiązania rezerwy, niższe będą też rekompensaty KDT (212 mln PLN vs. 416 mln PLN), ale częściowo będzie to zneutralizowane sezonową poprawą rentowności elektrociepłowni, w tym generacją większej ilości żółtych certyfikatów z uwagi na niskie temperatury. Uwzględniając te czynniki szacujemy EBIT segmentu na 887 mln PLN vs. 1,06 mld PLN w 4Q'09 i 2,2 mld PLN w 1H'09. W segmencie dystrybucji oczekujemy poprawy rezultatów w związku z podwyżkami taryf sieciowych i wyższymi wolumenami (166 mln PLN vs. 207 mln PLN w 1H'09). W segmencie obrotu hurtowego spodziewamy się wygenerowania zysku operacyjnego zbliżonego do 4Q'09 (89 mln PLN), natomiast w handlu detalicznym Spółka zapewne zanotuje spadek zysków w związku z zaostrzeniem konkurencji na rynku odbiorców przemysłowych i nowych zaostrzonych limitów dotyczących zielonych certyfikatów. Ostatecznie skonsolidowany EBIT powinien sięgnąć około 1,2 mld PLN, a po uwzględnieniu zysków odsetkowych na pozycji gotówkowej i zysków alokowanych do mniejszości, kwartalny zysk netto wyniesie naszym zdaniem 860 mln PLN.

## Telekomunikacja



### Telekomunikacja

 Analityk:  
Michał Marczak

## Netia

 P/E 2010 50,4    EV/EBITDA 2010 5,0  
 P/E 2011 24,2    EV/EBITDA 2011 4,3

## Trzymaj

**Cena bieżąca 4,88 PLN**  
**Cena docelowa 4,30 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	394,1	375,7	4,9%	1 525,4	1 505,9	1,3%	1 629,0	1 525,4	6,8%
EBITDA	81,3	69,9	16,3%	323,5	284,3	13,8%	359,3	323,5	11,1%
marża	20,6%	18,6%	-	21,2%	18,9%	-	22,1%	21,2%	-
EBIT	6,2	-3,1	-	33,7	-14,2	-	79,2	33,7	135,1%
Zysk brutto	5,7	-6,9	-	46,6	1,1	-	96,2	46,6	106,3%
Zysk netto	4,6	-6,4	-	37,4	88,7	-57,8%	78,1	37,4	108,6%

### Solidny kwartał

Wzrost liczby abonentów szerokopasmowego dostępu do Internetu pozwoli spółce na wzrost poziomu przychodów q/q o 10 mln PLN (+2% q/q). Ze względu na sezonowość spodziewamy się niższych przychodów z ruchu telekomunikacyjnego, który nie będzie zamortyzowany wzrostem liczby użytkowników WLR (wygasająca dynamika). Nadal będzie postępować erozja przychodów w pośrednich usługach głosowych (preselekcja), wynikająca ze spadku efektywnej ceny za minutę rozmowy. Oczekujemy, że marża EBITDA wzrośnie do 20,6% w stosunku do 19,9% w 4Q2009 (po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych). Przypominamy, że w 4Q2009, kiedy spółka osiągnęła 15 mln PLN zysku operacyjnego, wynik został zawyżony zaksięgowaniem 15 mln PLN przychodów z tytułu porozumienia z TPSA. Oczekujemy, że w bieżącym i kolejnych kwartałach spółka będzie wykazywała dodatni wynik netto. Zatrzymanie przyrostu bazy abonenckiej powinno skutkować skokowym wzrostem marży EBITDA (brak COA), co jednak nie powinno nastąpić już w 1H2010. W związku z planami TP do wojny cenowej w szerokopasmowym dostępie do internetu może dojść w 2H2010.



### Telekomunikacja

 Analityk:  
Michał Marczak

## TPSA

 P/E 2010 23,1    EV/EBITDA 2010 4,7  
 P/E 2011 21,3    EV/EBITDA 2011 4,6

## Akumuluj

**Cena bieżąca 16,66 PLN**  
**Cena docelowa 19,20 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	3 901,0	4 312,0	-9,5%	15 215,9	15 525,4	-2,0%	15 061,5	15 215,9	-1,0%
EBITDA	1 443,0	1 670,0	-13,6%	5 597,8	5 597,7	0,0%	5 670,9	5 597,8	1,3%
marża	37,0%	38,7%	-	36,8%	36,1%	-	37,7%	36,8%	-
EBIT	463,0	610,0	-24,1%	1 665,5	1 578,7	5,5%	1 825,6	1 665,5	9,6%
Zysk brutto	340,3	411,0	-17,2%	1 292,4	1 191,0	8,5%	1 486,4	1 292,4	15,0%
Zysk netto	279,0	328,0	-14,9%	1 044,9	962,7	8,5%	1 201,9	1 044,9	15,0%

### Nadal bez przełomu

Pierwszy kwartał nie przyniesie przełomu pod względem dynamiki spadku przychodów czy kurczącej się bazy abonenckiej. W telefonii mobilnej nadal utrzymuje się wysoka asymetria stawek MTR (zostanie obniżona w lipcu br.) a w szerokopasmowym dostępie do internetu TPSA wprowadzi na rynek konkurencyjne cenowo oferty dopiero w 2Q2010. Oczekujemy, że skonsolidowane przychody obniżą się w ujęciu r/r o 9,5%, głównie za sprawą niższych przychodów telefonii mobilnej (-8%), co z kolei jest efektem nadal wysokiej bazy porównawczej dla MTR (obniżki w styczniu -23% i lipcu -36%). W przypadku telefonii stacjonarnej oczekujemy obniżenia przychodów o 17,8%, co będzie efektem obniżającej się bazy abonenckiej i spadku ARPU. Negatywny wpływ na przychody będzie miało również obniżenie cen w połączeniach F2M. Przychody z transmisji danych powinny utrzymać się na poziomie zbliżonym (-1,5% r/r) do poprzedniego roku. Po stronie kosztów zakładamy obniżenie wydatków związanych z opłatami hurtowymi (MTR) oraz niższe koszty wynajmu nieruchomości. W prognozie nie zakładamy dodatkowych rezerw związanych z prowadzonymi sprawami sądowymi.


## Media

		<b>Agora</b>					<b>Trzymaj</b>		
		<b>Media</b>		P/E 2010 21,4		EV/EBITDA 2010 6,6		<b>Cena bieżąca 24,96 PLN</b>	
Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2011 19,2		EV/EBITDA 2011 6,0		<b>Cena docelowa 24,20 PLN</b>			
(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	244,4	274,4	-10,9%	1 112,4	1 110,1	0,2%	1 180,2	1 112,4	6,1%
EBITDA	34,9	25,8	35,4%	149,7	134,1	11,6%	154,1	149,7	3,0%
marża	14,3%	9,4%	-	13,5%	12,1%	-	13,1%	13,5%	-
EBIT	14,4	5,7	153,4%	65,3	52,9	23,5%	69,5	65,3	6,3%
Zysk brutto	15,0	6,3	138,8%	73,6	54,4	35,2%	81,9	73,6	11,4%
Zysk netto	12,2	1,1	-	59,6	38,3	55,6%	66,1	59,6	10,9%

### Przychody reklamowe nadal w trendzie spadkowym

Pierwszy kwartał przyniósł w naszej opinii dalsze złagodzenie dynamiki spadkowej przychodów reklamowych, jednak wciąż utrzymuje się dwucyfrowe tempo ich spadku. Szacujemy, że w 1Q2010 przychody z reklamy zmniejszą się w porównaniu z ubiegłym rokiem o 12,2% do 156,9 mln PLN. Poprawy sytuacji w porównaniu do poprzedniego kwartału oczekujemy we wszystkich segmentach poza internetem, gdzie dynamika będzie naszym zdaniem słabsza niż w czwartym kwartale. W segmencie prasy zakładamy 17,3% spadku przychodów z reklamy, w segmencie outdooru 11,1% spadku, w segmencie radia 12,0% spadku, a w segmencie czasopism 14,0% spadku. Z kolekcji wydawniczych oczekujemy 17,0 mln PLN wpływów (-25,7% r/r), a ze sprzedaży egzemplarzowej 47,0 mln PLN (-5,1% r/r).

Niższe przychody będą zrekompensowane przez kontynuację cięć kosztów. Prognozujemy spadek kosztu materiałów i energii do 50,5 mln PLN (niższy kurs EUR, mniejsze zakupy papieru, mniejsza sprzedaż kolekcji wydawniczych), spadek kosztu wynagrodzeń do 59,0 mln PLN (pełen efekt przeprowadzonej restrukturyzacji zatrudnienia) oraz spadku kosztu reprezentacji i reklamy do 28,5 mln PLN (mniejsza liczba kolekcji, mniejsza konkurencja pomiędzy tytułami). W efekcie wynik operacyjny pierwszego kwartału wyniesie 14,4 mln PLN i 12,2 mln PLN zysku netto.

		<b>Cyfrowy Polsat</b>					<b>Akumuluj</b>		
		<b>Media</b>		P/E 2010 13,2		EV/EBITDA 2010 9,0		<b>Cena bieżąca 15,00 PLN</b>	
Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2011 11,8		EV/EBITDA 2011 7,7		<b>Cena docelowa 16,60 PLN</b>			
(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	358,5	336,9	6,4%	1 456,4	1 266,1	15,0%	1 534,5	1 456,4	5,4%
EBITDA	121,2	93,6	29,5%	438,9	327,4	34,0%	505,6	438,9	15,2%
marża	33,8%	27,8%	-	30,1%	25,9%	-	32,9%	30,1%	-
EBIT	104,2	85,4	22,1%	374,7	285,5	31,3%	417,2	374,7	11,4%
Zysk brutto	105,2	89,9	17,1%	376,1	293,7	28,1%	420,6	376,1	11,8%
Zysk netto	85,2	72,6	17,3%	304,7	237,9	28,0%	340,7	304,7	11,8%

### Udane rozpoczęcie roku

W naszej opinii Cyfrowy Polsat zaliczy pierwszy kwartał 2010 roku do bardzo udanych. Dynamiczny wzrost bazy abonentów z końcówki ubiegłego roku zostanie w pełni skonsumowany co przełoży się na wzrost przychodów z abonamentu do 338,9 mln PLN. Po stronie kosztowej oczekujemy dynamicznego wzrostu amortyzacji (30,4% q/q), kosztów dystrybucji i marketingu na poziomie 60,0 mln PLN. Z uwagi na umocnienie złotego oraz rozpoczęcia kompensowanie części kosztów licencyjnych z przychodami z usług transmisji oczekujemy spadku ich wartości o 7,5% r/r do 90,2 mln PLN. Koszty wynagrodzeń prognozujemy na poziomie 17,0 mln PLN, a koszt sprzedanych odbiorników na poziomie 19,0 mln PLN. W konsekwencji wynik operacyjny pierwszego kwartału estymujemy na 104,2 mln PLN. Saldo działalności finansowej zakładamy w wysokości +1,0 mln PLN, co przy efektywnej stawce podatku dochodowego zbliżonej do 19% przekłada się na 85,2 mln PLN zysku netto.




**Media**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

# TVN

 P/E 2010 21,9 EV/EBITDA 2010 12,7  
 P/E 2011 17,9 EV/EBITDA 2011 10,6

# Trzymaj

**Cena bieżąca 18,30 PLN**  
**Cena docelowa 16,00 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	571,0	435,1	31,2%	2 472,8	2 123,4	16,5%	2 691,1	2 472,8	8,8%
EBITDA	112,5	201,5	-44,2%	659,3	794,8	-17,0%	769,3	659,3	16,7%
marża	19,7%	46,3%	-	26,7%	37,4%	-	28,6%	26,7%	-
EBIT	59,5	174,4	-65,9%	430,3	612,1	-29,7%	525,7	430,3	22,2%
Zysk brutto	98,0	-43,3	-	299,3	380,8	-21,4%	402,9	299,3	34,6%
Zysk netto	109,3	-29,1	-	284,7	420,8	-32,3%	348,7	284,7	22,5%

### Wzrost przychodów reklamowych

Oczekujemy, że w pierwszym kwartale TVN udało się wyjść na pozytywną dynamikę przychodów reklamowych. Według naszych prognoz wpływ z tytułu reklamy wzrosną w ciągu pierwszych trzech miesięcy roku o 2,4% do 298,0 mln PLN. Na osiągniętym wyniku zaważy jednak konsolidacja przez pełen okres wyników platformy 'n', przy zaledwie 20 dniach konsolidacji w roku ubiegłym. Spodziewamy się, że ITI Neovision przyniesie 11,0 mln PLN straty EBITDA (wobec 8,7 mln PLN straty przed rokiem) i 38,0 mln PLN straty operacyjnej (12,9 mln PLN). Oczekujemy, że koszty programingu segmentu telewizyjnego utrzymają się na zeszłorocznym poziomie, a koszt amortyzacji licencji będzie pochodził ze wzrostu liczby abonentów platformy cyfrowej. Koszty programu motywacyjnego szacujemy na około 4,5 mln PLN, a koszty reklamy i promocji na 23,0 mln PLN. W związku z realizacją umów zakupu 49% akcji ITI Neovision w pierwszym kwartale dojdzie do odpisania pozostałej części warunkowej zapłaty za wcześniej nabyty pakiet, jednak zakładamy, że odpis ten nie przejdzie przez rachunek wyników, a jedynie zostanie uwzględniony w kapitałach spółki. W efekcie wynik operacyjny wyniesie według nas 59,5 mln PLN. Na poziomie salda na działalności finansowej oczekujemy kosztów obsługi długu w wysokości 64,2 mln PLN oraz pozytywnego wpływu przeszacowania walutowego zadłużenia na poziomie 110,7 mln PLN. Wynik mniejszości za okres konsolidacji 51% pakietu 'n' szacujemy na -8,9 mln PLN, co pozwoli spółce osiągnąć wynik netto dla akcjonariuszy w wysokości 109,3 mln PLN.


**Media**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

# WSiP

 P/E 2010 12,9 EV/EBITDA 2010 8,8  
 P/E 2011 12,9 EV/EBITDA 2011 8,9

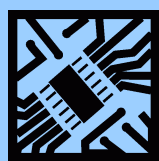
# Trzymaj

**Cena bieżąca 16,70 PLN**  
**Cena docelowa 17,20 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	15,2	14,5	5,1%	198,2	226,0	-12,3%	200,2	198,2	1,0%
EBITDA	-9,1	-11,0	-	42,7	39,4	8,2%	42,8	42,7	0,4%
marża	-60,0%	-75,9%	-	21,5%	17,5%	-	21,4%	21,5%	-
EBIT	-10,9	-12,2	-	38,6	33,5	15,0%	38,7	38,6	0,3%
Zysk brutto	-11,0	-12,0	-	39,6	31,3	26,8%	39,7	39,6	0,0%
Zysk netto	-11,4	-12,4	-	32,0	22,6	41,9%	32,0	32,0	0,0%

### Kwartał bez historii

Pierwszy kwartał jest zwyczajowo w działalności WSiP martwym sezonem. Prognozujemy utrzymanie się przychodów spółki na nieznacznie wyższym od ubiegłorocznego poziomu (15,2 mln PLN vs 14,5 mln PLN). Marża brutto na sprzedaży wyniesie według naszych oczekiwań 62%, a koszty ogólne działalności sięgną w omawianym okresie 20,8 mln PLN. Szacujemy saldo pozostałej działalności operacyjnej na +0,5 mln PLN. Wynik operacyjny pierwszego kwartału wyniesie zgodnie z powyższymi założeniami -10,9 mln PLN. Spodziewamy się salda działalności finansowej w wysokości -0,2 mln PLN oraz 0,4 mln PLN podatku dochodowego, co przekłada się na prognozę straty netto w wysokości 11,4 mln PLN.

**IT**

**IT**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

**AB**

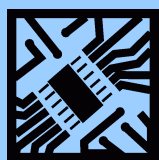
 P/E 2010 10,7 EV/EBITDA 2010 7,8  
P/E 2011 10,4 EV/EBITDA 2011 7,1

**Trzymaj**
**Cena bieżąca 17,83 PLN**  
**Cena docelowa 18,80 PLN**

(mln PLN)	IIIQ09/10P	IIIQ08/09	zmiana	I-III09/10P	I-III08/09	zmiana	2009/10P	2008/09	zmiana
Przychody	649,0	646,8	0,3%	2 217,9	2 267,1	-2,2%	2 635,9	2 839,7	-7,2%
EBITDA	10,4	12,6	-17,6%	44,0	67,6	-35,0%	47,9	83,0	-42,3%
marża	1,6%	2,0%	-	2,0%	3,0%	-	1,8%	2,9%	-
EBIT	8,4	11,2	-24,7%	37,8	63,7	-40,6%	40,2	76,5	-47,4%
Zysk brutto	5,4	6,9	-21,8%	33,0	26,2	25,9%	34,0	37,5	-9,3%
Zysk netto	4,4	4,5	-2,6%	25,6	17,8	43,7%	26,5	27,0	-1,7%

**Mniej korzystne kursy walutowe, ale wynik wciąż dobry**

Oczekujemy, że mimo gorszego otoczenia makroekonomicznego (niższy kurs czeskiej korony, słabszy popyt ze strony konsumenta) trzeci kwartał przyniesie w AB dobre wyniki finansowe. Przewidujemy, że Grupie uda się utrzymać zeszłoroczny poziom sprzedaży, przy czym wzrost sprzedaży w Czechach powinien zrekomensować osłabienie korony czeskiej, a sprzedaż w Polsce ukształtuje się naszym zdaniem na porównywalnym poziomie r/r. Marża brutto ukształtuje się według naszych prognoz na poziomie 5,1% przy kosztach ogólnych działalności sięgających 21,7 mln PLN. Saldo pozostałej działalności szacujemy na -3,0 mln PLN, co w efekcie przekłada się na wynik operacyjny w wysokości 8,4 mln PLN. Saldo działalności finansowej prognozujemy na -3,0 mln PLN, co pozwoli spółce na wypracowanie zysku netto w wysokości 4,4 mln PLN.


**IT**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

**Action**

 P/E 2010 14,2 EV/EBITDA 2010 9,8  
P/E 2011 11,5 EV/EBITDA 2011 8,4

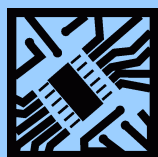
**Trzymaj**
**Cena bieżąca 22,26 PLN**  
**Cena docelowa 18,49 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IIIQ08/09*	zmiana	2010P	2008/09	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	442,0	466,3	-5,2%	2 142,3	3 079,4	-30,4%	2 344,6	2 142,3	9,4%
EBITDA	12,0	14,9	-19,3%	49,0	51,0	-4,0%	57,4	49,0	17,2%
marża	2,7%	3,2%	-	2,3%	1,7%	-	2,4%	2,3%	-
EBIT	10,5	12,9	-18,3%	40,1	38,1	5,3%	48,4	40,1	20,7%
Zysk brutto	9,8	12,0	-18,4%	33,5	31,8	5,6%	42,2	33,5	25,7%
Zysk netto	7,9	9,6	-17,1%	27,0	23,3	15,8%	33,3	27,0	23,5%

\* obejmuje okres 02-04.2009

**Spółki zależne rentowne, ale wynik nieco słabszy niż przed rokiem**

Uważamy, że sprzedaż Action Ukraina i restrukturyzacja przeprowadzona w pozostałych spółkach zależnych spowoduje, że wszystkie konsolidowane podmioty przyniosą w tym kwartale zysk. Mimo to jednak wynik może okazać się słabszy od ubiegłorocznego ze względu na brak zysków jakie w zeszłym roku spółka rozpoznała ze względu na kursy walutowe. Uszczuplenie przychodów spowodowane zawieszeniem działalności na Ukrainie, a także zamknięciem nierentownych lokalizacji w Sferisie powinno być częściowo zrekomensowane przez wzrost sprzedaży w A.pl oraz Gramy.pl. W efekcie przychody spadną o 5,2%. Marża brutto na sprzedaży wyniesie naszym zdaniem 8,1% przy kosztach ogólnych działalności w wysokości 27,3 mln PLN (wobec 33,7 mln PLN przed rokiem). Saldo pozostałej działalności operacyjnej przewidujemy na poziomie +2,0 mln PLN. Niewielkie zadłużenie pozwoli zredukować saldo na działalności finansowej do -0,7 mln PLN.


**IT**

 Analitik:  
Piotr Grzybowski

# ASBIS

**Redukuj**

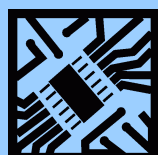
 P/E 2010 12,5 EV/EBITDA 2010 6,4  
 P/E 2011 8,9 EV/EBITDA 2011 5,4

**Cena bieżąca 4,78 PLN**  
**Cena docelowa 4,61 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	307,4	237,9	29,2%	1 316,8	1 167,9	12,7%	1 470,0	1 316,8	11,6%
EBITDA	3,8	-3,9	-	18,6	5,8	221,5%	22,6	18,6	21,5%
marża	1,2%	-1,7%	-	1,4%	0,5%	-	1,5%	1,4%	-
EBIT	3,0	-4,5	-	15,6	2,9	441,2%	19,6	15,6	25,1%
Zysk brutto	1,8	-6,2	-	10,3	-2,8	-	14,2	10,3	38,0%
Zysk netto	1,4	-6,2	-	8,1	-3,2	-	11,3	8,1	38,8%

### Uwaga na różnice kursowe

Pierwszy kwartał był według naszych oczekiwań kontynuacją pozytywnego trendu wzrostu przychodów obserwowanego w końcówce ubiegłego roku. Spodziewamy się, że w 1Q2010 przychody Asbis wzrosły r/r o 29,2% do 307,4 mln USD. Duży wzrost sprzedaży odbył się niestety w środowisku znacznego umocnienia dolara amerykańskiego do EUR i innych walut regionu, co nie pozostało naszym zdaniem bez wpływu na marżę brutto na sprzedaży, którą szacujemy na poziomie 4,9%. Koszty ogólne działalności w okresie szacujemy na 12,1 mln USD, co przekłada się na 3,0 mln USD zysku operacyjnego. Saldo działalności finansowej prognozujemy na poziomie -1,4 mln USD. Zysk netto okresu szacujemy na 1,4 mln USD.


**IT**

 Analitik:  
Piotr Grzybowski

# Asseco Poland

**Kupuj**

 P/E 2010 13,7 EV/EBITDA 2010 7,8  
 P/E 2011 12,9 EV/EBITDA 2011 7,3

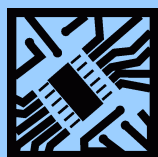
**Cena bieżąca 59,65 PLN**  
**Cena docelowa 72,10 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	715,0	710,0	0,7%	3 193,7	3 050,3	4,7%	3 389,2	3 193,7	6,1%
EBITDA	148,2	141,6	4,7%	641,2	646,1	-0,7%	663,2	641,2	3,4%
marża	20,7%	19,9%	-	20,1%	21,2%	-	19,6%	20,1%	-
EBIT	110,2	114,6	-3,8%	517,6	525,5	-1,5%	537,0	517,6	3,7%
Zysk brutto	129,5	104,7	23,8%	514,9	514,4	0,1%	547,1	514,9	6,2%
Zysk netto	88,9	75,0	18,5%	337,1	373,4	-9,7%	358,2	337,1	6,2%

### Dobry kwartał mimo zakończenia dużych kontraktów

Mimo zakończenia fazy wdrożenia systemu informatycznego w PKO BP oczekujemy, że Asseco Poland zaprezentuje dobre wyniki finansowe za pierwszy kwartał. Ubytek przychodów w spółce matce (bez uwzględnienia wchłonięcia ABG) powinien zostać zrekompensowany przez nowe nabytki, przez co skonsolidowana sprzedaż powinna kształtować się na poziomie nieznacznie wyższym od ubiegłorocznego (715,0 mln PLN vs 710 mln PLN przed rokiem). Marża brutto na sprzedaży kształtuje się naszym zdaniem na poziomie wyższym niż w ubiegłym kwartale (32,3%) na czym zaważy większy udział w miksie sprzedażowym wysokorentownych kontraktów spółki-matki. Wchłonięcie ABG pozwoli naszym zdaniem na zredukowanie kosztów ogólnych działalności do 119,0 mln PLN (vs 125,1 mln PLN przed rokiem). Wynik operacyjny kwartału szacujemy na 110,2 mln PLN.

Na poziomie salda działalności finansowej spodziewamy się 20,0 mln PLN zysku rozpoznanego na przejęciu od Prokom Investments nieruchomości, która stanowi ekwiwalent zwrotu odpisanej pożyczki. Całość salda działalności finansowej prognozujemy na poziomie 19,0 mln PLN. Spodziewamy się zysku mniejszości na poziomie 16,0 mln PLN, co w efekcie przełoży się na 88,9 mln PLN zysku netto.


**IT**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

# Comarch

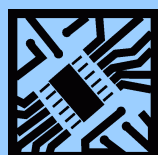
**Redukuj**

 P/E 2010 21,0 EV/EBITDA 2010 11,2 **Cena bieżąca 103,5 PLN**  
 P/E 2011 16,1 EV/EBITDA 2011 8,3 **Cena docelowa 93,1 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	153,7	159,7	-3,8%	710,8	730,6	-2,7%	829,4	710,8	16,7%
EBITDA	12,9	3,3	292,1%	66,8	57,7	15,8%	89,0	66,8	33,2%
marża	11,38%	13,21%	-	9,4%	7,9%	-	10,7%	9,4%	-
EBIT	3,9	-5,9	-	34,8	15,8	119,7%	56,4	34,8	62,1%
Zysk brutto	4,7	-6,9	-	38,2	19,9	92,3%	60,5	38,2	58,2%
Zysk netto	4,9	-2,8	-	39,2	33,3	17,7%	51,1	39,2	30,3%

## SoftM nadal ze stratą, ale wyniki lepsze niż przed rokiem

Przychody Grupy Comarch spadły według naszych szacunków w pierwszym kwartale w porównaniu do ubiegłego roku o 3,8% do 153,7 mln PLN, na co wpływ miało osłabienie EUR oraz niższa sprzedaż zależnego SoftM. Spodziewamy się, że niemiecka spółka po rentownym czwartym kwartale ponownie przyniesie stratę na poziomie około 0,4 mln EUR. Straty oczekujemy również po spółkach celowych Comarchu (-1,7 mln PLN). W samej spółce matce spodziewamy się utrzymania zeszłorocznego poziomu przychodów przy nieznacznie lepszej rentowności, co przełoży się na skonsolidowany wynik operacyjny na poziomie 3,9 mln PLN. Saldo na działalności finansowej prognozujemy na poziomie +0,8 mln PLN, a podatek na 0,7 mln PLN. Wynik netto zakładamy na poziomie 4,9 mln PLN przy 0,9 mln PLN straty mniejszości.


**IT**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

# Komputronik Trzymaj

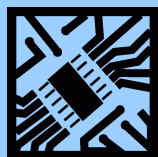
 P/E 09/10 47,7 EV/EBITDA 9/10 15,0 **Cena bieżąca 10,05 PLN**  
 P/E 10/11 11,0 EV/EBITDA 7,7 **Cena docelowa 11,56 PLN**

(mln PLN)	VQ09/10P	IQ09/10	zmiana	2009/10P	2008	zmiana	2010/11P	2009/10P	zmiana
Przychody	179,7	186,0	-3,4%	1 025,4	758,7	35,2%	916,9	1 025,4	-10,6%
EBITDA	0,2	2,6	-91,5%	10,1	15,0	-32,5%	16,2	10,1	60,2%
marża	0,1%	1,4%	-	1,0%	2,0%	-50,1%	1,8%	1,0%	79,2%
EBIT	-1,2	1,2	-	2,3	10,0	-76,6%	10,8	2,3	362,3%
Zysk brutto	-1,1	1,1	-	-1,0	6,1	-	8,0	-1,0	-
Zysk netto	-0,6	1,2	-	2,2	5,8	-63,0%	7,5	2,2	247,9%

## Mroźna zima odbija się na wynikach

Duże mrozy, które w styczniu i lutym negatywnie wpływały na dynamikę sprzedaży detalicznej w Polsce odcisnęły również swoje piętno na wynikach Komputronika. Ciężka sytuacja rynkowa nie pozwoliła według nas na wzrost obrotów w Karen, jednocześnie obniżając sprzedaż w spółce-matce. W rezultacie oczekujemy, że skonsolidowane przychody spadną o 3,4%. Marża brutto wyniesie według naszych założeń 12,2%, a spadek rentowności brutto zostanie w dużym stopniu powstrzymany przez wyższy poziom refundowanych kosztów reklamy, które będą uwzględnione w przychodach. Koszty te jednak powiększą koszty ogólne działalności, które według naszych prognoz wzrosną do 23 mln PLN mimo umocnienia złotego i eliminacji części lokalizacji. W związku z powyższym stratę operacyjną grupy szacujemy na 1,2 mln PLN, przy czym strata poniesiona przez Karen sięgnie według naszych prognoz 2,1 mln PLN. Saldo finansowe wyniesie +0,1 mln PLN, na co wpływ będzie miał zysk rozpoznany na przejętych, a następnie sprzedanych akcjach Techmeksu, który szacujemy na 0,5 mln PLN. Stratę netto prognozujemy na poziomie 0,6 mln PLN.




**IT**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

# Sygnity

**Kupuj**

 P/E 2010 - EV/EBITDA 2010 9,3  
 P/E 2011 14,1 EV/EBITDA 2011 5,1

**Cena bieżąca 13,92 PLN**  
**Cena docelowa 18,20 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	120,4	140,4	-14,2%	653,0	572,7	14,0%	756,8	653,0	15,9%
EBITDA	-9,6	-6,3	-	22,0	-60,3	-	39,1	22,0	78,0%
marża	-8,0%	-4,5%	-	3,4%	-10,5%	-	5,2%	3,4%	-
EBIT	-17,6	-16,1	-	-9,6	-94,8	-	8,4	-9,6	-
Zysk brutto	-20,6	-18,0	-	-16,9	-103,1	-	0,3	-16,9	-
Zysk netto	-19,6	-17,2	-	-13,7	-89,4	-	0,3	-13,7	-

## Za nami słaby kwartał

Spodziewamy się, że pierwszy kwartał nie przyniesie pozytywnego przełomu w odniesieniu do wyników. Przychody Grupy naszym zdaniem spadną o 14,2% do 120,4 mln PLN. Wpływ na spadek przychodów będzie miała częściowo ubiegłoroczna sprzedaż spółek zależnych (Web In i KPG), których brak obniży przychody pierwszego kwartału o około 8,5 mln PLN. Marża brutto wyniesie według naszych szacunków 19,5%, przy kosztach ogólnych działalności na poziomie 41,6 mln PLN (wobec 46,8 mln PLN przed rokiem). Oczekujemy przy tym, że nie będzie w pełni widoczny efekt wprowadzonej redukcji kosztów osobowych i oszczędności z tego tytułu wyniosą w pierwszym kwartale tylko 3,0 mln PLN. W efekcie wynik operacyjny wyniesie -17,6 mln PLN przy -16,1 mln PLN przed rokiem (około 1 mln PLN zysku operacyjnego miały sprzedane spółki). Wynik netto wyniesie według naszych szacunków około -19,6 mln PLN.

## Górnictwo i metale



### Metale

 Analityk:  
Michał Marczak

## KGHM

### Redukuj

 P/E 2010 10,0 EV/EBITDA 2010 6,0  
 P/E 2011 13,2 EV/EBITDA 2011 8,8

**Cena bieżąca 116,1 PLN**  
**Cena docelowa 90,3 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	3 155,9	2 377,2	32,8%	11 060,5	10 600,3	4,3%	10 359,9	11 060,5	-6,3%
EBITDA	1 434,9	929,2	54,4%	3 641,5	3 211,5	13,4%	2 414,2	3 641,5	-33,7%
marża	45,5%	39,1%	-	32,9%	30,3%	-	23,3%	32,9%	-
EBIT	1 291,2	796,3	62,2%	3 098,1	2 663,8	16,3%	1 843,0	3 098,1	-40,5%
Zysk brutto	1 286,2	783,6	64,1%	2 790,8	3 066,6	-9,0%	2 118,7	2 790,8	-24,1%
Zysk netto	1 041,8	627,9	65,9%	2 270,1	2 540,9	-10,7%	1 716,1	2 270,1	-24,4%

### Wysokie ceny miedzi- najlepszy kwartał w roku?

W 1Q2010 średnia cena miedzi na giełdzie w Londynie wyniosła 7 274 USD/t, tj. o 9,5% więcej niż w poprzednim kwartale. W tym czasie średni kurs PLN w stosunku do USD był nieco niższy, co zwiększa pozytywny wpływ wzrostu cen (w PLN) do +11,9% q/q. Średnia kwartalna cena srebra wyniosła 550 USD/kg, tj. o 3,5% mniej w ujęciu q/q. Negatywny wpływ w porównaniu z 4Q2009 na stronę przychodową będzie miał niższy łączny wolumen sprzedaży miedzi (125 tys. ton vs. 146 tys. ton). Na wynik operacyjny będzie miało to mniejsze przełożenie, gdyż spodziewamy się korzystnej dla spółki zmiany struktury sprzedaży, tj. utrzymania sprzedaży miedzi z własnej rudy na poziomie zbliżonym do 4Q2009 (111 tys. ton vs. 112 tys. ton) przy spadku przerobu miedzi z wsadów obcych do 14 tys. ton z 34 tys. ton. Pozytywny wpływ na rentowność będzie miał również mniejszy niż w poprzednim kwartale udział miedzi zabezpieczonej opcjami (39 tys. ton vs. 55 tys. ton).



### Górnictwo węgla

 Analityk:  
Michał Marczak

## LW Bogdanka Trzymaj

 P/E 2010 13,9 EV/EBITDA 2010 5,5  
 P/E 2011 9,9 EV/EBITDA 2011 3,6

**Cena bieżąca 75,1 PLN**  
**Cena docelowa 80,5 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	285,4	-	-	1 184,0	1 118,0	5,9%	1 574,8	1 184,0	33,0%
EBITDA	106,1	-	-	388,9	362,1	7,4%	545,0	388,9	40,1%
marża	37,2%	-	-	32,8%	32,4%	-	34,6%	32,8%	-
EBIT	70,1	-	-	243,3	226,7	7,3%	333,8	243,3	37,2%
Zysk brutto	75,1	-	-	238,3	229,0	4,1%	333,5	238,3	40,0%
Zysk netto	58,6	-	-	184,0	190,8	-3,6%	257,5	184,0	40,0%

### Wyższe koszty, ale nadal wysokie zyski

Spółka nie publikowała wyników za 1Q2009, co utrudnia prognozowanie wyników za pierwsze trzy miesiące br. W prognozie zakładamy, że sprzedaż węgla wyniesie 1,3 mln ton, po średniej cenie 210 PLN za tonę. Oczekujemy, że jednostkowy koszt produkcji węgla wyniesie 164 PLN/t i będzie odzwierciedlał rosnące koszty związane z inwestycją w Polu Stefanów. W prognozie nie zakładamy dodatkowych rezerw ponad wymagane ustawą o górnictwie. Większe znaczenie od wyników ma obecnie przyspieszenie prac związanych z realizacją wydobycia w Stefanowie, szczególnie inwestycji związanej z przerobem urobku węgla.

## Przemysł



### Przemysł spożywczy

 Analityk:  
Jakub Szkopek

## Astarta

 P/E 2010 16,0 EV/EBITDA 2010 9,6  
P/E 2011 13,9 EV/EBITDA 2011 8,4

### Sprzedaj

**Cena bieżąca 58,25 PLN**  
**Cena docelowa 31,60 PLN**

(mln UAH)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	467,0	233,8	99,8%	1 624,5	1 468,8	10,6%	1 746,0	1 624,5	7,5%
EBITDA	192,4	41,2	367,0%	492,2	601,0	-18,1%	595,8	492,2	21,0%
marża	41,2%	17,6%	-	30,3%	40,9%	-	34,1%	30,3%	-
EBIT	174,0	18,3	851,6%	418,5	529,3	-20,9%	468,6	418,5	12,0%
Zysk brutto	165,0	2,9	-	343,1	422,1	-18,7%	394,6	343,1	15,0%
Zysk netto	123,8	9,6	-	254,3	385,3	-34,0%	292,9	254,3	15,2%

### Cukier motorem wyników

Sporo wyższe niż na całym świecie ceny cukru na Ukrainie były głównym motorem wzrostu zarówno rentowności jak przychodów w 1Q2010. W sumie ceny cukru były średnio o 138,8% wyższe niż jak w analogicznym okresie rok wcześniej. Spodziewamy się, że astronomiczne wysokie ceny przełożyły się w pewnym stopniu na niższe wolumeny sprzedaży cukru (-6,8% r/r). Oczekujemy, że segment sprzedaży cukru wygenerował przychody większe o 105,0% r/r, a segment produkcji roślinnej o 134,5% r/r (za sprawą spodziewanych wyższych o 59,1% r/r wolumenów sprzedaży i wyższych cen poszczególnych zbóż). Sprzedaż produkcji zwierzęcej była o 57,8% r/r wyższa dzięki wyższym cenom mleka i wyższym wolumenom sprzedaży po tym jak rozbudowano moce produkcyjne farm krów. W sumie szacujemy, że przychody ze sprzedaży w 1Q2009 wzrosły o 99,8% r/r. Wysokie ceny cukru i większe wolumeny sprzedaży produktów rolnych przyczyniły się natomiast do poprawy rentowności na poziomie EBIT, który spodziewamy się, że wzrósł do poziomu 174,0 mln UAH. W naszej prognozie szacujemy, że wskutek umocnienia UAH do EUR o 1,5% na przestrzeni 1Q2010 zysk wynikający z rewaluacji portfela kredytów mógł sięgnąć 11,8 mln UAH. Zysk netto oczekujemy na poziomie 123,8 mln UAH.



### Materiały budowlane

 Analityk:  
Jakub Szkopek

## Cersanit

 P/E 2010 17,0 EV/EBITDA 2010 10,2  
P/E 2011 15,8 EV/EBITDA 2011 8,6

### Redukuj

**Cena bieżąca 15,28 PLN**  
**Cena docelowa 13,63 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	290,3	303,2	-4,3%	1 496,3	1 413,6	5,8%	1605,1	1 496,3	7,3%
EBITDA	58,0	60,5	-4,1%	318,7	278,7	14,3%	366,9	318,7	15,1%
marża	20,0%	20,0%	-	21,3%	19,7%	-	22,9%	21,3%	-
EBIT	29,0	30,1	-3,7%	202,5	162,3	24,8%	247,3	202,5	22,1%
Zysk brutto	39,7	-51,4	-	152,5	-11,7	-	172,7	152,5	13,2%
Zysk netto	38,0	-48,3	-	129,4	-10,3	-	139,9	129,4	8,1%

### Niesprzyjająca pogoda źle wpływa na branżę budowlaną i wykończeniową

W pierwszym kwartale 2010 roku spodziewamy się przychodów ze sprzedaży na poziomie 290,3 mln PLN (-4,3% r/r). Oczekujemy dodatniej dynamiki w segmentach ceramiki sanitarnej i artykułów okoliceramicznych oraz ujemnej dynamiki w segmencie płytek ceramicznych. Naszym zdaniem niesprzyjające warunki pogodowe przyczyniły się do odłożenia w czasie decyzji dotyczących remontów i modernizacji powierzchni mieszkalnych. Wciąż również na rynku obserwowana była znacząca konkurencja pomiędzy producentami płytek, co wywierało nacisk na cenę i niskie realizowane marże. W pierwszym kwartale 2010 roku oczekujemy zysku operacyjnego na poziomie 29,0 mln PLN i wartości EBITDA na poziomie 58,0 mln PLN. Spodziewamy się również, że na zysk brutto i zysk netto wpływ będzie miała wartość przeszacowania kredytów i pożyczek w związku ze zmianami kursów walut, w jakich Spółka posiada zadłużenie. Na przestrzeni pierwszego kwartału kurs EUR/PLN spadł o 5,8%, RON/PLN spadł o 2,6%, USD/PLN spadł o 0,04%, EUR/RON spadł o 3,3%, EUR/UAH spadł o 7,3%, a UAH/PLN spadł o 1,8%. Szacujemy, że przeszacowanie portfela kredytów może pozytywnie wpłynąć na rachunek zysków i strat w kwocie 30,9 mln PLN. Oczekujemy że zysk netto 1Q2009 może wynieść 38,0 mln PLN. Gdyby nie przeszacowanie portfela kredytów, szacowana przez nas wartość zysku netto za pierwszy kwartał 2010 wyniosłaby 7,0 mln PLN.


**Przemysł  
elektromaszynowy**

# Famur

**Sprzedaj**

 Analitik:  
Jakub Szkopek

 P/E 2010 17,5  
P/E 2011 14,1  
EV/EBITDA 2010 9,8  
EV/EBITDA 2011 8,0

**Cena bieżąca 2,59 PLN**  
**Cena docelowa 2,16 PLN**

(mln PLN)	1Q2010P	1Q2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	192,8	283,5	-32,0%	664,8	695,1	-4,4%	720,1	664,8	8,3%
EBITDA	22,2	73,4	-69,7%	126,1	133,5	-5,5%	148,5	126,1	17,7%
marża	11,5%	25,9%	-	19,0%	19,2%	-	20,6%	19,0%	-
EBIT	13,8	65,0	-78,8%	92,3	100,7	-8,4%	111,0	92,3	20,3%
Zysk brutto	14,4	20,2	-28,5%	89,0	77,9	14,2%	110,3	89,0	24,0%
Zysk netto	11,7	15,9	-26,3%	71,2	58,0	22,7%	88,5	71,2	24,3%

**Większe przychody, niska rentowność**

W 1Q2010 spodziewamy się przychodów ze sprzedaży o 32,0% niższych niż w analogicznym okresie rok wcześniej. W segmencie maszyn górniczych i innych urządzeń dla górnictwa oczekujemy kontynuacji trendu obserwowanego w czwartym kwartale (wzrastające przychody przy niższej rentowności). W sumie szacujemy, że przychody segmentów spadną o odpowiednio 43,0% r/r i 25,7% r/r. W segmencie odlewów spodziewamy się przychodów ze sprzedaży na poziomie zbliżonym do czwartego kwartału 2009 i o 59,0% niższych niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. W segmencie urządzeń dźwigowych i przeładunkowych oczekujemy przychodów ze sprzedaży na poziomie 33,7% niższym niż w 1Q2010 przy nieco gorszej rentowności w porównaniu do 4Q2009 na skutek umocnienia się złotówki w porównywanym okresie. W segmencie pozostałej działalności spodziewamy się przychodów o 148,6% r/r wyższych na skutek transakcji sprzedaży węgla w ramach rozliczenia obligacji wyemitowanych przez Katowicki Holding Węglowy. Spółka dyskonto związane z objęciem obligacji rozlicza w części finansowej, natomiast uzyskany węgiel jest przedmiotem handlu na poziomie przychodów i kosztów ze sprzedaży (na marży zbliżonej do zera). W pierwszym kwartale Spółka nie będzie jeszcze konsolidować Spółki Zameł. W naszej prognozie uwzględniamy 3,6 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych związanych z dotacjami z funduszu Innowacyjna Gospodarka w związku z budową zakładów Famur-2. Spodziewamy się, że w części finansowej w rachunku zysków i strat pojawi się również kwota w wysokości 1,5 mln PLN związana z rozliczeniem transzy obligacji o nominalie 45 mln PLN wyemitowanych przez KHW.


**Metale**

# Kęty

**Trzymaj**

 Analitik:  
Jakub Szkopek

 P/E 2010 12,2  
P/E 2011 10,7  
EV/EBITDA 2010 7,0  
EV/EBITDA 2011 6,3

**Cena bieżąca 116,6 PLN**  
**Cena docelowa 120,4 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	240,9	247,7	-2,7%	1 193,2	1 111,0	7,4%	1266,9	1 193,2	6,2%
EBITDA	31,0	46,0	-32,7%	189,7	189,0	0,4%	207,3	189,7	9,3%
marża	12,9%	18,6%	-	15,9%	17,0%	-	16,4%	15,9%	-
EBIT	14,9	30,1	-50,3%	123,4	124,9	-1,2%	138,6	123,4	12,4%
Zysk brutto	18,1	4,4	311,4%	109,4	91,9	19,1%	124,6	109,4	13,9%
Zysk netto	14,7	2,8	427,5%	88,4	70,6	25,2%	100,8	88,4	14,0%

**Zima obniża wynik**

Niesprzyjające warunki pogodowe w pierwszych dwóch miesiącach bieżącego roku sprawiły, że gorsze wyniki sprzedaży zanotowane zostały w segmentach związanych z sektorem budownictwa. Według oficjalnej prognozy Zarządu wyniki sprzedaży segmentów systemów aluminiowych, usług budowlanych i akcesoriów budowlanych były o 10-15% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Segment wyrobów wyciskanych wygenerował przychody o 30% wyższe r/r, a segment opakowań giętkich posiadał sprzedaż na podobnym poziomie do analogicznego okresu rok wcześniej. Nasze prognozy są zbliżone do oficjalnej prognozy Zarządu. W IQ2010 Spodziewamy się przychodów ze sprzedaży na poziomie 240,9 mln PLN, zysku operacyjnego na poziomie 14,9 mln PLN i zysku netto na poziomie 14,7 mln PLN.




**Przemysł  
elektromaszynowy**

# Kopex

## Trzymaj

 Analityk:  
Jakub Szkopek

 P/E 2010 14,8 EV/EBITDA 2010 7,6  
P/E 2011 12,3 EV/EBITDA 2011 6,5

**Cena bieżąca 21,70 PLN**  
**Cena docelowa 21,65 PLN**

(mln PLN)	1Q2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	575,3	592,9	-3,0%	2 429,0	2 313,4	5,0%	2 572,2	2 429,0	5,9%
EBITDA	37,7	76,5	-50,7%	259,6	237,6	9,3%	285,8	259,6	10,1%
marża	6,6%	12,9%	-	10,7%	10,3%	-	11,1%	10,7%	-
EBIT	15,6	58,9	-73,4%	171,2	154,1	11,1%	195,0	171,2	13,9%
Zysk brutto	12,5	50,3	-75,2%	144,7	120,2	20,4%	171,7	144,7	18,7%
Zysk netto	10,1	35,4	-71,4%	109,2	92,8	17,7%	131,1	109,2	20,0%

### Słaby 1Q2010

W pierwszym kwartale 2010 spodziewamy się słabych wyników operacyjnych oraz zbliżonego poziomu przychodów w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej. Oczekujemy zbliżonych do 4Q2009 przychodów ze sprzedaży segmentów usług górniczych jako, że kontrakt dla JSW za 180,5 mln PLN na pogłębienie szybu nie będzie jeszcze księgowany w 1Q2010. Spodziewamy się niższych o 31,2% r/r przychodów w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa oraz kontynuacji wysokiej dynamiki w segmencie urządzeń elektrycznych i elektronicznych (+22,1% r/r). Oczekujemy również wysokiej sprzedaży w segmencie handlu energią, którego przychody szacujemy na poziomie 4Q2009 i 21,3% wyższym w porównaniu do 1Q2009. Również wysoką dynamikę naszym zdaniem pokaże segment handlu węglem (+26,6% r/r), jako że Spółka obligacje węglowe objęte od KHW S.A. rozlicza na poziomie zysku brutto ze sprzedaży przy zerowej marży, a dyskonto związane z rozliczeniem obligacji księgowane jest w kosztach i przychodach finansowych. Spodziewamy się, że na wyniki operacyjne negatywnie wpłynąć będzie koniec prac związanych z realizacją kontraktu dla Shenhua Ningxia Coal Industry Group (Chiny) za 85 mln USD (Zarząd zapowiadał niską rentowność ostatniego etapu robót) oraz niższa rentowność segmentu usług górniczych w związku z przygotowaniem do realizacji kontraktu dla JSW S.A. W segmencie odlewów szacujemy, że strata zaobserwowana w poprzednich okresach będzie kontynuowana. Na poziomie kosztów finansowych oprócz przychodów i kosztów odsetkowych spodziewamy się 2-3 mln PLN przychodów związanych z transakcjami typu forward (na przestrzeni 1Q2010 złotówka ulegała aprecjacji w stosunku do walut obcych) oraz z rozliczenia obligacji węglowych objętych od KHW (0,57 mln PLN). W sumie zysk operacyjny szacujemy na poziomie 15,6 mln PLN, a zysk netto na poziomie 10,1 mln PLN.


**Papierniczy**

# Mondi

## Redukuj

 Analityk:  
Michał Marczak

 P/E 2010 17,9 EV/EBITDA 2010 10,2  
P/E 2011 12,5 EV/EBITDA 2011 8,4

**Cena bieżąca 71,50 PLN**  
**Cena docelowa 67,50 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	469,7	316,4	48,5%	1 799,9	1 360,8	32,3%	1 986,1	1 799,9	10,3%
EBITDA	101,0	36,9	173,6%	413,5	217,9	89,7%	493,3	413,5	19,3%
marża	21,5%	11,7%	-	23,0%	16,0%	-	24,8%	23,0%	-
EBIT	58,2	10,8	436,9%	242,2	99,6	143,1%	323,0	242,2	33,4%
Zysk brutto	46,8	-4,2	-	209,0	74,6	180,2%	292,4	209,0	39,9%
Zysk netto	41,7	-3,8	-	195,7	71,4	174,1%	279,0	195,7	42,6%

### Wzrost wolumenu sprzedaży ale i wzrost cen surowca

Srednie ceny papieru CCM na rynku europejskim w 1Q2010 były wyższe niż w poprzednim kwartale odpowiednio: kraftlinera o 2,2%, testlinera o 2,8% a flutingu o 3,9%. Negatywnie na poziom przychodów działało umocnienie PLN w stosunku do EUR (+4,5%), zakładamy jednak, że połowa tej pozycji była przez spółkę zabezpieczona. W prognozie zakładamy również, że sprzedaż papieru w ujęciu q/q wzrosła o 18 tys. ton, pochodzących z nowej maszyny papierniczej MP7. Implikuje to wzrost wydajności MP7 do 1,15 tys. ton na dobę z 1 tys. w 4Q2009. Dodatkowo w prognozie uwzględniamy przychody ze sprzedaży certyfikatów CO2, co zwiększa zysk brutto o 4 mln PLN (zakładamy sprzedaż połowy przeznaczonych do tego celu certyfikatów pozostałych z roku 2009). Po stronie kosztów przyjęliśmy, że ceny makulatury wzrosły w ujęciu q/q o 0%, co (pomimo wzrostu cen papieru) obniża marżę EBITDA o ponad 1 punkt procentowy vs. 4Q2009.

## Budownictwo



### Budownictwo

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

## Budimex

## Sprzedaj

P/E 2010	14,0	EV/EBITDA 2010	11,2	<b>Cena bieżąca</b>	<b>101,7 PLN</b>
P/E 2011	16,1	EV/EBITDA 2011	11,2	<b>Cena docelowa</b>	<b>85,1 PLN</b>

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	600,7	676,3	-11,2%	4 419,2	3 289,9	34,3%	4 548,0	4 419,2	2,9%
EBITDA	68,6	36,2	89,6%	238,3	221,7	7,5%	221,8	238,3	-6,9%
marża	11,4%	5,4%	-	5,4%	6,7%	-	4,9%	5,4%	-
EBIT	63,1	30,7	105,7%	216,2	200,5	7,8%	199,3	216,2	-7,8%
Zysk brutto	62,2	41,7	49,1%	228,8	224,2	2,1%	199,4	228,8	-12,9%
Zysk netto	50,4	32,6	54,3%	185,3	173,7	6,7%	161,5	185,3	-12,9%

### 350 oddanych mieszkań i wycena forwardów zapewni bardzo dobre wyniki

Prognozujemy spadek przychodów za Q1 2010 11,2% r/r (budownictwo: 387,0 mln PLN, deweloperka: 183,8 mln PLN, działalność pozostała: 30,0 mln PLN). Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na 13,6% (Q1 2009: 20,4%). W segmencie budowlanym marżę szacujemy na 12,9%, w segmencie deweloperskim na 16%, w segmencie pozostałym na 7,5%. W prognozie nie zakładamy istotnych ruchów na rezerwach. Jest za wcześnie, aby myśleć o rozwiązaniach rezerw z 2009 roku, nowe rezerwy też mogą nie być zawiązane, gdyż w Q1 2010 nie podpisano dużych kontraktów drogowych. Stare kontrakty budowlane w Q1 2010, ze względu na silną zimę, będą odpowiedzialne aż za 62% przychodów.

Koszty ogólne prognozujemy na poziomie 36,0 mln PLN, czyli nieznacznie wyższym niż w roku ubiegłym (35,4 mln PLN). Zakładamy 1,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto, 18,2 mln PLN zysku na wycenie instrumentów pochodnych i 1,1 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto (z czego 3 mln PLN to ujemne różnice kursowe, zaś pozostała kwota odsetki). Zakładamy efektywną stopę podatkową = 19%. Ostatecznie, wynik netto w Q1 2010 powinien wynieść ponad 50 mln PLN. Pomijając efekt zmian kursów walutowych, wynik netto wyniósłby 38,0 mln PLN. Gdyby w Q1 2010 przekazano 1/4 mieszkań przewidzianych do przekazania w 2010 roku (568 mln PLN przychodów w całym roku), wynik netto wyniósłby 45,0 mln PLN (32,7 mln PLN bez efektu zmiany kursów walutowych).



### Budownictwo

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

## Centrum Klima Akumuluj

P/E 2010	13,5	EV/EBITDA 2010	8,9	<b>Cena bieżąca</b>	<b>12,7 PLN</b>
P/E 2011	7,0	EV/EBITDA 2011	6,2	<b>Cena docelowa</b>	<b>15,1 PLN</b>

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	17,40	17,06	2,0%	75,25	72,43	3,9%	92,40	75,25	22,8%
EBITDA	2,13	2,34	-9,1%	10,74	10,15	5,9%	15,34	10,74	42,9%
marża	12,2%	13,7%	-	14,3%	14,0%	-	16,6%	14,3%	-
EBIT	1,62	1,94	-16,6%	8,68	8,59	1,1%	11,46	8,68	32,0%
Zysk brutto	1,74	1,47	18,7%	9,80	8,56	14,4%	12,30	9,80	25,5%
Zysk netto	1,41	1,19	18,2%	7,90	6,91	14,3%	9,89	7,90	25,2%

### Wynik pod wpływem rosnących cen towarów i materiałów

Oczekujemy, że przychody w Q1 2010 będą nieznacznie wyższe niż w Q1 2009. Mimo dużego, zimowego spowolnienia, wyniki sprzedażowe marca powinny pokazać znaczną poprawę (rozpoczęcie budowy stanów surowych ma miejsce z opóźnieniem 1-2 miesięcy). Oczekujemy pogorszenia marży brutto na sprzedaży r/r (Q1 2010: 26,2%, Q1 2009: 27,3%). W segmencie produkcji marżę brutto zakładamy na poziomie 27,5% (Q4 2009: 32,3%), w segmencie dystrybucji zaś na poziomie 25,7% (Q4 2009: 25,8%). Niższe marże wynikają z opóźnionego wpływu zmian w cennikach spółki na wyniki finansowe (wzrost kosztów towarów i materiałów). Rewizja cenników Centrum Klima miała miejsce w lutym 2010 roku.

Prognozę kosztów ogólnych w stosunku do raportu analitycznego pozostawiamy bez zmian (2,9 mln PLN). Zakładamy pozostałe koszty operacyjne w wysokości 0,04 mln PLN i EBIT w wysokości 1,6 mln PLN. Pozostałe przychody finansowe netto zakładamy na poziomie 0,13 mln PLN (z tego 0,1 mln PLN to ujemne różnice kursowe, pozostała zaś część to odsetki). Zgodnie z prognozą wynik brutto na sprzedaży wyniesie 1,74 mln PLN, zysk netto zaś 1,41 mln PLN.


**Budownictwo**

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

# Elektrobudowa Trzymaj

 P/E 2010 17,3 EV/EBITDA 2010 10,7 **Cena bieżąca 177,5 PLN**  
 P/E 2011 15,5 EV/EBITDA 2011 9,3 **Cena docelowa 169,2 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	113,5	122,7	-7,5%	683,5	692,9	-1,4%	726,6	683,5	6,3%
EBITDA	11,1	15,0	-26,2%	68,4	76,0	-10,1%	76,2	68,4	11,4%
marża	9,8%	12,2%	-	10,0%	11,0%	-	10,5%	10,0%	-
EBIT	8,2	12,6	-34,9%	52,8	63,7	-17,0%	55,3	52,8	4,6%
Zysk brutto	8,2	12,7	-35,4%	60,3	67,3	-10,5%	67,4	60,3	11,8%
Zysk netto	6,6	9,5	-30,2%	49,1	53,4	-8,1%	54,6	49,1	11,2%

**Wynik gorszy r/r z powodu niższych przychodów i niższego wyniku spółek rosyjskich**

Oczekujemy, że Q1 2010 przyniesie przychody niższe o 7,5% r/r. Spadek przychodów wynika z silniejszej niż w roku ubiegłym zimy i jest mniejszy niż w przypadku wielu innych spółek budowlanych, ze względu na profil działalności Elektrobudowy (prace instalacyjne w budynkach, produkcja). Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 9,7% (Q1 2009: 9,9%). W całym roku oczekujemy marży wyższej o 1 pkt. procentowy. Koszty sprzedaży i zarządu szacujemy łącznie na 4,1 mln PLN (Q1 2009: 4,25 mln PLN).

Pozostałe przychody operacyjne netto szacujemy na 1,3 mln PLN, z czego 0,85 mln PLN to dodatni wynik spółek rosyjskich, 0,6 mln PLN to pozostałe koszty operacyjne netto, zaś 1,0 mln PLN to przychód odsetkowy (księgowany w pozostałej działalności operacyjnej). Zakładamy neutralny wpływ pozostałej działalności finansowej. Wynik netto zgodnie z prognozą wyniesie w Q1 2010 6,6 mln PLN.

Wyniki Q1 2010 będą naszym zdaniem interpretowane neutralnie. Marże brutto na sprzedaży pozostają względnie niezmiennie, niższe przychody generują jednak niższy o 2,6 mln PLN wynik brutto na sprzedaży. Niższy też jest wpływ pozostałej działalności operacyjnej. Przypominamy, że działalność ta przyniosła w Q1 2009 doskonały wynik (3,2 mln PLN), ale w Q2 2009 już statę (-5,1 mln PLN).


**Budownictwo**

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

# Erbud

# Trzymaj

 P/E 2010 12,3 EV/EBITDA 2010 8,6 **Cena bieżąca 50,0 PLN**  
 P/E 2011 12,6 EV/EBITDA 2011 8,1 **Cena docelowa 54,6 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	195,0	162,4	20,1%	1226,0	958,6	27,9%	1340,5	1226,0	9,3%
EBITDA	9,2	18,0	-48,6%	66,9	69,5	-3,7%	66,2	66,9	-1,0%
marża	4,7%	11,1%	-	5,5%	7,2%	-	4,9%	5,5%	-
EBIT	7,7	16,6	-53,6%	60,7	61,6	-1,5%	59,9	60,7	-1,2%
Zysk brutto	8,0	18,2	-55,8%	65,0	58,4	11,4%	63,5	65,0	-2,3%
Zysk netto	6,5	12,3	-47,3%	51,3	44,6	15,0%	50,0	51,3	-2,6%

**Wzrost przychodów mimo zimy, Q1 2009 jest nieporównywalny**

Oczekujemy, że pomimo surowej zimy, przychody Erbudu w Q1 2010 wzrosną r/r. Z 195 mln PLN przychodów, 148,5 mln PLN będzie wynikać z generalnego wykonawstwa w Polsce, 26,4 mln PLN z działalności eksportowej, 4,2 mln PLN z działalności drogowej i 15,9 mln PLN z działalności deweloperskiej. W Q1 2009 niskie przychody wynikały z opóźnionego wejścia w życie nowych zleceń. Oczekujemy, że marża brutto na sprzedaży w Q1 2010 wyniesie 9,2%, podczas gdy w Q1 2009 wynosiła ona aż 19,8%). Wyjątkowo wysoka marża brutto w Q1 2009 wynikała z zakończeniu starych kontraktów budowlanych i nie jest powtarzalna.

Przewidujemy, że koszty ogólne wyniosą w Q1 2010 9,9 mln PLN, tzn. będą niższe niż w poprzednich kwartałach (Q1 2009: 12,9 mln PLN). Spadek kosztów ogólnych wynika głównie z redukcji kosztów w spółce zależnej Budlex. Zakładamy że pozostałe koszty operacyjne netto wyniosą 0,3 mln PLN. Oczekujemy EBIT na poziomie 7,7 mln PLN, pozostałych przychodów finansowych netto w wysokości 0,4 mln PLN, efektywnej stopy podatkowej w wysokości 19% i zysku brutto przed opodatkowaniem na poziomie 8 mln PLN.

Mimo znacznego, sięgającego 50% spadku wyniku operacyjnego i netto, wyniki Q1 2010 nie będą naszym zdaniem złe. Wynik Q1 2009 był rewelacyjny i nie jest powtarzalny. Marża netto w Q1 2010 wyniesie 3,3%, co jest wynikiem niezłym, jak na typową spółkę budowlaną i zimowy kwartał.


**Budownictwo**

# Mostostal Warszawa Trzymaj

Analitik:

Maciej Stokłosa

P/E 2010 13,6

13,6

EV/EBITDA 2010 7,5

7,5

**Cena bieżąca 72,6 PLN**

P/E 2011 15,4

15,4

EV/EBITDA 2011 7,9

7,9

**Cena docelowa 78,2 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	537,8	570,8	-5,8%	2 731,7	2 700,8	1,1%	3 018,4	2 731,7	10,5%
EBITDA	39,6	61,9	-36,0%	168,8	211,7	-20,2%	156,3	168,8	-7,4%
marża	7,4%	10,9%	-	6,2%	7,8%	-	5,2%	6,2%	-
EBIT	30,4	55,3	-45,1%	131,8	183,8	-28,3%	118,4	131,8	-10,2%
Zysk brutto	31,2	38,5	-19,0%	146,1	168,9	-13,5%	131,6	146,1	-9,9%
Zysk netto	20,3	26,9	-24,6%	107,4	120,3	-10,7%	94,8	107,4	-11,7%

**Niewielki wzrost przychodów w jednostce, Q1 2010 nie jest porównywalny r/r**

Oczekujemy, że przychody Grupy Mostostal Warszawa w umiarkowanym stopniu będą dotknięte efektem zimy. Oczekujemy niewielkiego wzrostu przychodów na poziomie jednostkowym (+1,4%, 352,8 mln PLN przychodów). Zakładamy, że pozostałe spółki wygenerują 185 mln PLN przychodów, czyli mniej, niż w porównywalnym okresie roku ubiegłego (222,9 mln PLN). Przewidujemy marżę brutto na poziomie 10,3% na poziomie jednostkowym i na poziomie 10,15% na poziomie skonsolidowanym (w roku ubiegłym odpowiednio: 15,8%, 13,0%).

Oczekujemy, że koszty ogólne wyniosą w Q1 2010 22,4 mln PLN (Q1 2009: 21,1 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto zakładamy na poziomie 1,8 mln PLN, pozostałe przychody finansowe zaś na poziomie 0,8 mln PLN. Zysk akcjonariuszy mniejszościowych zgodnie z prognozą wyniesie 5,0 mln PLN, zaś zysk netto akcjonariusza większościowego 20,3 mln PLN.

Podsumowując, pomimo, że wynik będzie niższy niż w roku ubiegłym, nadal oceniamy go pozytywnie. W jednostce dominowały będą stare kontrakty budowlane (aż 79% przychodów), charakteryzujące się dobrymi marżami i mniejszym uzależnieniem od warunków pogodowych (zima głównie opóźniła rozpoczęcie nowych zleceń). Mostostal w Q1 2010 wygeneruje niecałe 20% wyniku rocznego.


**Budownictwo**

# PBG

# Sprzedaj

Analitik:

Maciej Stokłosa

P/E 2010 16,0

16,0

EV/EBITDA 2010 10,9

10,9

**Cena bieżąca 228,0 PLN**

P/E 2011 16,2

16,2

EV/EBITDA 2011 10,8

10,8

**Cena docelowa 173,2 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	349,3	349,1	0,1%	3343,0	2733,1	22,3%	3506,3	3343,0	4,9%
EBITDA	22,9	46,5	-50,8%	343,2	338,5	1,4%	319,8	343,2	-6,8%
marża	6,6%	13,3%	-	10,3%	12,4%	-	9,1%	10,3%	-
EBIT	11,6	34,8	-66,7%	298,0	293,5	1,5%	274,4	298,0	-7,9%
Zysk brutto	2,6	25,3	-89,6%	277,4	266,9	3,9%	278,6	277,4	0,4%
Zysk netto	2,1	23,2	-90,9%	203,1	191,5	6,1%	201,1	203,1	-1,0%

**Najslabszy wynik od Q1 2006. Słaba struktura wyniku. Potężny wpływ dźwigni operacyjnej.**

Oczekujemy, że przychody utrzymają się na poziomie zbliżonym do roku ubiegłego. Zakładamy duży spadek marży brutto na sprzedaży (z 17,3% w Q1 2009 do 11,3% w Q1 2010). Przyczyną spadku marży jest znacznie gorsza r/r struktura przychodów. Zima negatywnie wpłynęła na postęp realizacji wybranych wysoko marżowych kontraktów (LMG, Wierzchowice). Z kolei presja czasowa powoduje, że duży udział w przychodach Grupy PBG mają nisko marżowe kontrakty stadionowe (aż 40% przychodów GK PBG i 60% przychodów Hydrobudowy). Obawiamy się, że silna zima może wpłynąć na korektę w dół rentowności kontraktów stadionowych, którą możemy zobaczyć już w wynikach Q1 2010.

Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 27,9 mln PLN, nie zakładamy za to pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych. Uważamy, że wycena nieruchomości komercyjnej w toku prawdopodobnie nie pojawi się w wynikach Q1 2010. W całym 2010 roku oczekujemy z tego tytułu przychodów z wyceny na poziomie 20,9 mln PLN. Ostatecznie EBIT wyniesie zgodnie z prognozą 11,6 mln PLN. Zakładamy pozostałe koszty finansowe netto na poziomie 9,0 mln PLN, zapłacony podatek na poziomie 0,5 mln PLN, 0,4 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych i jedynie 2,1 mln PLN zysku akcjonariusza jednostki dominującej. Zwracamy uwagę, że wynik Q1 2010 jest pod potężnym wpływem dźwigni operacyjnej. W Q1 2010 PBG zgodnie z prognozą zrealizuje jedynie 10,45% prognozy przychodów na rok 2010. W Hydrobudowie zakładamy 242 mln PLN przychodów, marżę brutto na sprzedaży na poziomie 7,5% (Q1 2009: 12,0%), 5,5 mln PLN EBIT i 1,8 mln PLN zysku netto.


**Budownictwo**

# Polimex Mostostal Trzymaj

Analitik:

Maciej Stokłosa

P/E 2010 15,0

15,0

EV/EBITDA 2010 9,3

9,3

**Cena bieżąca 5,10 PLN**

P/E 2011 13,7

13,7

EV/EBITDA 2011 8,6

8,6

**Cena docelowa 5,16 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	791,3	882,0	-10,3%	4 502,5	4 852,7	-7,2%	4 761,1	4 502,5	5,7%
EBITDA	52,3	81,7	-36,0%	311,1	353,9	-12,1%	318,6	311,1	2,4%
marża	6,6%	9,3%	-	6,9%	7,3%	-	6,7%	6,9%	-
EBIT	27,0	62,3	-56,7%	209,8	271,9	-22,8%	217,3	209,8	3,6%
Zysk brutto	16,4	51,3	-68,0%	175,3	223,6	-21,6%	184,2	175,3	5,1%
Zysk netto	9,8	34,2	-71,2%	156,5	155,7	0,5%	171,7	156,5	9,7%

**Słaby zimowy wynik, duży wpływ dźwigni operacyjnej i finansowej, słabszy wynik produkcji**

Oczekujemy, że w Q1 2010 przychody Polimexu spadną o około 10% r/r. W podziale na segmenty oczekujemy 178,8 mln PLN przychodów w produkcji, 240,8 mln PLN w budownictwie, 175,8 mln PLN w energetyce, 136 mln PLN w chemii, 60 mln PLN w drogach i kolei. Oczekujemy marży brutto na poziomie 10,5%, czyli o 0,2% wyższej, niż zakłada całoroczna prognoza. Koszty ogólne wyniosą zgodnie z prognozą 55,1 mln PLN (Q1 2009: 53,9 mln PLN), pozostałe koszty operacyjne netto 1,3 mln PLN, zaś EBIT 27,0 mln PLN (-56,7% r/r, marża: 3,4%).

Pozostałe koszty finansowe netto prognozujemy na poziomie 10,5 mln PLN, zakładamy też, że ujemne różnice kursowe będą o 1 mln PLN wyższe niż dodatni wynik na przeszacowaniu instrumentów pochodnych. Zakładamy efektywną stopę podatkową w wysokości 19% (podatek: 3,1 mln PLN). Zysk akcjonariuszy mniejszościowych szacujemy na 3,45 mln PLN, zysk netto zaś na 9,8 mln PLN.

Podsumowując, oczekujemy słabego wyniku w Q1 2010. Główną przyczyną słabych wyników jest dźwignia operacyjna i finansowa. W Q1 2010 Polimex wygeneruje jedynie 17,6% prognozowanych na cały rok przychodów. Spółka generuje znaczne koszty finansowe (10,8 mln PLN kosztów odsetkowych netto w Q1 2010) oraz spore koszty ogólne działalności. W Q1 2010 oczekujemy również dość słabego wyniku segmentu produkcji (marża: 14,5%), co nie jest zgodne z naszymi wcześniejszymi spostrzeżeniami i wynika ze wzrostu cen stali, spadku kursu EUR/PLN, uruchomienia nowych mocy oraz spadku popytu związanego z zimą. Q2 2010 przyniesie znaczną poprawę marż w segmencie.


**Budownictwo**

# Rafako

# Trzymaj

Analitik:

Maciej Stokłosa

P/E 2010 18,4

18,4

EV/EBITDA 2010 10,3

10,3

**Cena bieżąca 13,9 PLN**

P/E 2011 15,5

15,5

EV/EBITDA 2011 8,2

8,2

**Cena docelowa 13,6 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	209,6	209,6	0,0%	1 036,0	996,5	4,0%	1 477,0	1 036,0	42,6%
EBITDA	11,0	27,8	-60,4%	70,2	72,7	-3,4%	80,6	70,2	14,7%
marża	5,3%	13,3%	-60,4%	6,8%	7,3%	-7,0%	5,5%	6,8%	-19,6%
EBIT	7,0	24,3	-71,3%	54,0	56,9	-5,1%	63,7	54,0	17,9%
Zysk brutto	11,4	13,0	-12,5%	65,6	48,2	36,1%	77,8	65,6	18,6%
Zysk netto	8,8	9,4	-6,2%	53,1	34,7	53,2%	63,0	53,1	18,6%

**Umiarkowany wpływ zimy, rewelacyjny wynik Q1 2010 nie do powtórzenia**

Oczekujemy, że przychody Rafako w Q1 2010 będą niezmiennie r/r. Zima nie wpływa na możliwość prowadzenia działalności produkcyjnej, ale może opóźnić niektóre kontrakty inżynierskie (np. znajdującą się na wstępnym etapie budowy instalacje odsiarczania w Elektrowni Siekierki). Zakładamy, że marża brutto na sprzedaży w Q1 2010 wyniesie 10,75% (Q1 2009: aż 17,85%, tak duży wzrost marży wynikał z rozwiązania istotnych rezerw). Nie zakładamy istotnych ruchów na rezerwach na kontrakty w Q1 2010.

Zakładamy, że koszty ogólne działalności wyniosą w Q1 2010 14,8 mln PLN (Q1 2009: 13,0 mln PLN). Zakładamy pozostałe koszty operacyjne w wysokości 0,75 mln PLN. Ostatecznie, EBIT zgodnie z prognozą wyniesie ma 7 mln PLN. Zakładamy pozostałe przychody finansowe w wysokości 4,4 mln PLN. Na kwotę tą składają się m.in. zysk na wycenie instrumentów pochodnych (11,85 mln PLN) oraz ujemne różnice kursowe (9,2 mln PLN). Zwracamy uwagę, że w porównaniu do poprzednich kwartałów, Rafako koszty prowizji bankowych wykaże w kosztach własnych sprzedaży, a nie kosztach finansowych. Koszty te to około 2 mln PLN kwartalnie. Zgodnie z prognozą efektywna stopa podatkowa wyniesie 19%, zysk akcjonariuszy mniejszościowych 0,35 mln PLN, zaś zysk netto 8,8 mln PLN.

Podsumowując, spodziewamy się, że Rafako w Q1 2010 wygeneruje mniej, niż 20% wyniku prognozowanego na cały rok. Ryzyko prognozy jest znaczne, ze względu na możliwe ruchy na rezerwach na kontrakty budowlane.




**Budownictwo**

# Trakcja Polska Redukuj

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

 P/E 2010 17,2 EV/EBITDA 2010 10,0  
P/E 2011 19,9 EV/EBITDA 2011 9,3

**Cena bieżąca 4,50 PLN**  
**Cena docelowa 4,16 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	74,8	102,9	-27,3%	676,8	711,6	-4,9%	922,1	676,8	36,2%
EBITDA	10,9	0,3	-	52,2	86,7	-39,7%	53,2	52,2	1,9%
marża	14,6%	0,3%	-	7,7%	12,2%	-	5,8%	7,7%	-
EBIT	8,3	-2,0	-	41,7	76,7	-45,5%	42,5	41,7	1,8%
Zysk brutto	8,7	2,6	229,9%	49,1	87,8	-44,1%	49,6	49,1	1,1%
Zysk netto	7,0	2,0	257,7%	39,8	71,6	-44,4%	40,2	39,8	1,1%

**Istotny dodatni wynik dzięki wycenie instrumentów pochodnych**

Oczekujemy, że Trakcja Polska w Q1 2010 zrealizuje 74,8 mln PLN przychodów, z czego 6,9 mln PLN to wycena instrumentów pochodnych, zaś 3,5 mln PLN to przychody z oddania mieszkań w projekcie deweloperskim PRK 7. Przewidujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 20,6% (Q1 2009: 2,8%). Poziomy marż są kompletnie nieporównywalne. W Q1 2009 spółka zanotowała ujemną wycenę instrumentów pochodnych, w Q1 2010 zaś dodatnią (wycena księgowana w przychodach i kosztach sprzedaży). Marża brutto na sprzedaży w Q1 2010 pomijając wycenę instrumentów pochodnych wyniosłaby 12,5%. Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 6,7 mln PLN (Q1 2009: 6,2 mln PLN).

Zgodnie z prognozą EBIT wyniesie 8,3 mln PLN, pozostałe koszty operacyjne netto 0,45 mln PLN, pozostałe przychody finansowe netto zaś 0,4 mln PLN. Zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 19%. Ostatecznie wynik netto wyniesie zgodnie z prognozą 7 mln PLN (1,5 mln PLN pomijając wycenę instrumentów pochodnych).

Wyniki Q1 2010, podobnie jak wyniki Q2 2010, ciągle są bardzo dobre. Poza wyceną instrumentów pochodnych przyczyną jest dominujący, sięgający 75% lub powyżej udział starych, wysokomarżowych kontraktów w przychodach. Na przełomie Q2/Q3 2010 stare kontrakty się kończą i w kolejnych kwartałach ich udział w przychodach spada do 25% i poniżej.


**Budownictwo**

# Ulma Construcccion Trzymaj

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

 P/E 2010 17,0 EV/EBITDA 2010 5,1  
P/E 2011 12,8 EV/EBITDA 2011 4,5

**Cena bieżąca 80,5 PLN**  
**Cena docelowa 82,2 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	40,7	40,3	1,0%	221,4	175,4	26,2%	247,6	221,4	11,9%
EBITDA	17,7	15,6	13,7%	112,6	68,6	64,2%	125,2	112,6	11,2%
marża	43,6%	38,7%	-	50,9%	39,1%	-	50,6%	50,9%	-
EBIT	-1,0	-0,9	-	43,4	4,0	996,2%	52,0	43,4	19,8%
Zysk brutto	-4,4	-3,6	-	30,8	-6,6	-	40,7	30,8	32,1%
Zysk netto	-3,6	-3,2	-	24,9	-5,5	-	33,0	24,9	32,5%

**Zima powoduje, że wynik Q1 2010 będzie podobny do Q1 2009; wzrost EBITDA**

Oczekujemy, że z powodu zimy wzrost przychodów q/q wyniesie jedynie 1%. Q1 2009 był wyjątkowo słaby ze względu na wstrzymanie nowych inwestycji kubaturowych. W Q1 2010 zima uniemożliwiła w styczniu i lutym rozpoczęcie bardzo wielu nowych budów, a co za tym idzie montaż szalunków na budowie i fakturowanie klienta za wykorzystanie sprzętu. Oczekujemy 40,7 mln PLN przychodów, 3,26 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (Q1 2009: 3,6 mln PLN), 4,0 mln PLN kosztów ogólnych (Q1 2009: 4,2 mln PLN). Zakładamy pozostałe koszty operacyjne na poziomie 0,25 mln PLN i EBIT w wysokości -1,0 mln PLN.

Pozostałe koszty finansowe netto wyniosą zgodnie z prognozą 3,5 mln PLN, strata brutto przed opodatkowaniem 4,4 mln PLN, strata netto zaś 3,6 mln PLN. Pomimo braku poprawy na poziomie EBIT i zysku netto, zwracamy uwagę na wzrost EBITDA r/r o 2,1 mln PLN (+13,7%). Wzrost EBITDA to wynik wzrostu amortyzacji r/r 2,3 mln PLN (efekt zakupu nowych szalunków w 2009 roku i w Q1 2010). Ostatecznie, zważywszy na wyższą EBITDĘ, wynik Q1 2010 będzie lepszy niż w roku ubiegłym.


**Budownictwo**

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

# Unibep

**Redukuj**

 P/E 2010 14,4    EV/EBITDA 2010 9,6  
 P/E 2011 13,5    EV/EBITDA 2011 7,8

**Cena bieżąca 8,00 PLN**  
**Cena docelowa 7,52 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	105,5	74,1	42,4%	658,3	395,6	66,4%	689,6	658,3	4,8%
EBITDA	5,8	5,1	14,8%	28,7	28,5	0,6%	27,2	28,7	-5,4%
marża	5,5%	6,9%	-	4,4%	7,2%	-	3,9%	4,4%	-
EBIT	4,6	4,5	2,5%	23,7	24,1	-1,6%	22,0	23,7	-6,9%
Zysk brutto	4,3	5,6	-23,1%	23,4	23,5	-0,4%	24,8	23,4	6,3%
Zysk netto	3,5	3,7	-3,7%	18,9	18,3	2,9%	20,0	18,9	6,3%

**Wyższe przychody r/r, podobny EBIT i zysk netto**

Oczekujemy, że przychody Unibepu wzrosną w Q1 2010 r/r o ponad 40%, pomimo mocnej zimy. Oczekujemy, że 78,5 mln PLN przychodów wygeneruje segment generalnego wykonawstwa w kraju (Q1 2009: 47,1 mln PLN), jedynie 3 mln PLN budownictwo drogowe, 19 mln PLN działalność deweloperska, 5 mln PLN działalność pozostała. W Q1 2009 poważnie dał sobie we znaki deficyt nowych kontraktów budowlanych, dlatego trudno mówić o porównywalności przychodów r/r. 105,5 mln PLN przychodów to 16% prognozy całorocznej na rok 2010. Oczekujemy, że rentowność brutto w Q1 2010 wyniesie 9,2% (generalne wykonawstwo w kraju: 7,9%, ale działalność deweloperska: 17,8%).

Zakładamy koszty ogólne na poziomie 4,6 mln PLN, pozostałe koszty operacyjne netto w wysokości 0,55 mln PLN, pozostałe koszty finansowe netto w wysokości 0,25 mln PLN i efektywną stopę podatkową na poziomie 19%. Ostatecznie, wynik netto zgodnie z prognozą wyniesie 3,5 mln PLN.

Wyniki Q1 2010 zapowiadają się dobrze. Przypominamy, że trudne warunki pogodowe opóźniły rozpoczęcie nowych kontraktów, w efekcie, wzrósł udział starych, wysoko marżowych kontraktów w przychodach. Ponadto korzystna jest struktura wyniku - spółka w Q1 2010 realizuje 16% rocznej prognozy przychodów, ale w segmencie deweloperskim jest to aż 27% prognozy, a w segmencie generalnego wykonawstwa aż 17,25%.

## Deweloperzy



### Deweloperzy

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

# Dom Development Trzymaj

 P/E 2010 50,0 EV/EBITDA 2010 36,0 **Cena bieżąca 53,0 PLN**  
 P/E 2011 15,6 EV/EBITDA 2011 12,3 **Cena docelowa 51,6 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	150,3	190,6	-21,2%	481,3	704,4	-31,7%	651,4	481,3	35,3%
EBITDA	18,7	54,1	-65,5%	44,9	113,6	-60,4%	119,9	44,9	166,7%
marża	12,4%	28,4%	-	9,3%	16,1%	-	18,4%	9,3%	-
EBIT	18,2	53,5	-66,0%	43,0	111,2	-61,3%	117,9	43,0	174,2%
Zysk brutto	17,4	51,7	-66,4%	32,1	100,8	-68,1%	102,9	32,1	220,3%
Zysk netto	14,1	41,6	-66,2%	26,0	80,2	-67,6%	83,4	26,0	220,3%

### Najlepszy wynik w nienajlepszym roku

Dom Development oczekuje, że w 2010 roku przekaze klientom około 800 mieszkań, czyli o prawie połowę mniej, niż w 2009 roku. Oczekujemy, że liczba przekazanych mieszkań będzie największa w roku i wyniesie 276 lokali. Na pozostałe kwartały pozostaje średnio po 175 mieszkań. Zakładamy też przekazanie 250 m2 powierzchni komercyjnej. Mieszkania przekazywanych mieszkań będzie zróżnicowana - duży udział będą miały wysoko-marżowe mieszkania w projekcie Grzybowska (marża: 29,5%), ale i stosunkowo nisko-marżowe mieszkania w projektach Derby i Regaty (marże rzędu 16,5-17%). Ostatecznie oczekujemy 150,3 mln PLN przychodów i 35,5 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 23,6%).

Prognozujemy koszty ogólne na poziomie 16,6 mln PLN, pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 0,75 mln PLN, pozostałe koszty finansowe netto zaś na poziomie 0,8 mln PLN. Ostatecznie, wynik netto wyniesie w Q1 2010 14,1 mln PLN, czyli znacznie mniej niż w Q1 2009 (41,6 mln PLN), gdzie były rozpoznawane oddania wysoko marżowych projektów o podwyższonym standardzie. Z drugiej strony, 14 mln PLN to ponad połowa wyniku prognozowanego na cały rok (26 mln PLN). Rok 2010 jest słaby, ze względu na niską liczbę przekazywanych mieszkań, a to z kolei wynika ze wstrzymania rozpoczynania nowych inwestycji w 2008 roku i w I połowie roku 2009.



### Deweloperzy

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

# GTC

## Redukuj

 P/E 2010 17,1 EV/EBITDA 2010 14,4 **Cena bieżąca 24,0 PLN**  
 P/E 2011 8,1 EV/EBITDA 2011 9,4 **Cena docelowa 21,8 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	220,5	203,2	8,5%	881,8	719,5	22,6%	754,5	881,8	-14,4%
EBITDA	102,3	152,9	-33,1%	716,4	-341,6	-	1177,9	716,4	64,4%
marża	46,4%	75,2%	-	81,2%	-47,5%	-	156,1%	81,2%	-
EBIT	101,8	152,3	-33,2%	714,4	-343,5	-	1175,9	714,4	64,6%
Zysk brutto	55,3	100,3	-44,9%	411,7	-600,4	-	870,4	411,7	111,4%
Zysk netto	40,6	9,7	321,1%	308,8	-482,1	-	648,4	308,8	110,0%

### Tym razem dodatnie przeszacowanie, wynik bez większych zaskoczeń

Oczekujemy, że przychody w Q1 2010 wyniosą 220,5 mln PLN, z czego przychody z najmu szacujemy na 123,3 mln PLN, a przychody z działalności mieszkaniowej na 97,2 mln PLN. Zakładamy marżę brutto na działalności mieszkaniowej na poziomie 12,5% i na poziomie 75% w przypadku działalności w segmencie komercyjnym. Zysk brutto na sprzedaży w wysokości 104,6 mln PLN pomniejszają koszty ogólne w wysokości 24,7 mln PLN oraz pozostałe koszty operacyjne w wysokości 0,6 mln PLN. Na wynik pozytywnie wpływa za to dodatnia wycena nieruchomości komercyjnych w budowie. W Q1 2010 wycen nieruchomości dokonuje zarząd GTC. Uważamy, że wyceny bieżących nieruchomości pozostaną bez zmian q/q, ale spółka rozpozna zysk na wycenie projektów w toku. Zysk na wycenie projektów w toku szacujemy na 22,5 mln PLN.

Pozostałe koszty finansowe netto szacujemy na 61,4 mln PLN. W szacunkach uwzględniamy jedynie pozycje z tytułu odsetek. Na 14,8 mln PLN szacujemy udział w zysku jednostek stowarzyszonych (wycena czeskich nieruchomości w budowie). Zapłacony podatek szacujemy na 10,5 mln PLN, zyski mniejszości na 4,1 mln PLN, zaś zysk netto na 40,6 mln PLN.

Na koniec półrocza wycen nieruchomości ponownie dokonają zewnętrzni konsultanci. Uważamy, że wtedy możliwa jest lekka korekta w górę wycen starych nieruchomości GTC.


**Deweloperzy**

# J.W. Construction Trzymaj

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

 P/E 2010 8,0 EV/EBITDA 2010 6,7  
P/E 2011 8,9 EV/EBITDA 2011 10-

**Cena bieżąca 16,8 PLN**  
**Cena docelowa 15,1 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	93,5	240,5	-61,1%	776,3	713,3	8,8%	428,3	776,3	-44,8%
EBITDA	16,5	55,4	-70,2%	212,0	156,8	35,2%	155,8	212,0	-26,5%
marża	17,7%	23,0%	-	27,3%	22,0%	-	36,4%	27,3%	-
EBIT	11,4	51,6	-77,8%	191,7	142,7	34,3%	135,5	191,7	-29,3%
Zysk brutto	8,1	44,6	-81,9%	180,4	119,2	51,3%	125,3	180,4	-30,5%
Zysk netto	6,5	35,5	-81,6%	146,1	100,4	45,5%	101,5	146,1	-30,5%

## Wynik podobny do Q2 2009

Uważamy, że wynik J.W. Construction za Q1 2010 będzie zbliżony do wyniku Q2 2009, kiedy J.W. zaskoczyło przekazaniem małej liczby mieszkań. Uważamy, że w wynikach Q1 2010 zostanie rozpoznane oddanie jedynie 280 mieszkań, co zapewni 85,3 mln PLN przychodów i 20,2 mln PLN zysku brutto (marża 23,7%). Działalność hotelowa zapewni 5,3 mln PLN przychodów i 1,0 mln PLN zysku brutto (marża: 18%), działalność TBS zaś 3,0 mln PLN przychodów i 1,5 mln PLN zysku netto (marża: 50%). Łącznie szacujemy przychody w Q1 2010 na 93,5 mln PLN, zaś zysk brutto na sprzedaży na 22,6 mln PLN (marża: 24,2%). Zakładamy, że koszty ogólne wyniosą 10,55 mln PLN, pozostałe koszty operacyjne netto 0,6 mln PLN, zaś EBIT 11,4 mln PLN.

Uważamy, że rozpoczęcie inwestycji biurowej Jerolimskie Point (4157 PUM) nie pozwoli na wykazanie zysku z wyceny nieruchomości w toku, gdyż inwestycja prowadzona jest spekulacyjnie (finansowana z kapitału własnego, brak najemców). Pozostałe koszty finansowe netto szacujemy na 3,4 mln PLN, podatek dochodowy na 1,5 mln PLN, zysk netto zaś na 6,5 mln PLN. Ryzyko odchylenia wyników od naszej prognozy jest naszym zdaniem znaczne, ze względu na niepewność odnośnie liczby przekazanych mieszkań.


**Deweloperzy**

# Polnord

**Kupuj**

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

 P/E 2010 25,3 EV/EBITDA 2010 20,7  
P/E 2011 13,1 EV/EBITDA 2011 14,9

**Cena bieżąca 41,1 PLN**  
**Cena docelowa 52,6 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	115,8	22,5	414,7%	414,2	221,3	87,2%	311,0	414,2	-24,9%
EBITDA	24,3	17,2	41,4%	64,4	106,9	-39,8%	104,2	64,4	61,7%
marża	20,9%	76,3%	-	15,6%	48,3%	-	33,5%	15,6%	-
EBIT	23,8	16,6	42,9%	62,5	104,9	-40,4%	102,3	62,5	63,6%
Zysk brutto	24,7	15,6	58,0%	44,4	86,0	-48,4%	85,7	44,4	93,3%
Zysk netto	20,0	11,9	67,7%	35,9	63,6	-43,5%	69,5	35,9	93,3%

## 20 mln PLN zysku dzięki sprzedaży projektu biurowca Asseco

Przewidujemy, że w Q1 2010 Polnord wygeneruje 38,0 mln PLN przychodów i 8,3 mln PLN zysku brutto (marża: 21,9%) z działalności w segmencie mieszkaniowym oraz 77,8 mln PLN przychodów i 26,2 mln PLN zysku brutto (marża: 33,7%) ze sprzedaży budynku Asseco. Oczekujemy, że w wyniku Q1 2010 zostanie rozpoznane oddanie 86 mieszkań (liczba ważona udziałami Polnordu w projektach). Zgodnie z prognozą koszty ogólne wyniosą 12,5 mln PLN (Q1 2009: 14,9 mln PLN). Na 2 mln PLN szacujemy zysk na wycenie projektu biurowca Pol-Aqua. Zakładamy, że pozostałe koszty operacyjne wyniosą 0,25 mln PLN.

Zgodnie z prognozą przychody finansowe netto wyniosą 0,9 mln PLN (1,4 mln PLN - zysk na wycenie pożyczek Fadesy zaciągniętych w EUR, 1,5 mln PLN - zysk na wycenie instrumentów pochodnych zamkniętych w Q1 2010 przed Fadesę, 2 mln PLN - koszty odsetkowe). Zysk netto zgodnie z prognozą wyniesie 20,0 mln PLN.

Bardzo dobry wynik w Q1 2010 Polnord zawdzięcza sprzedaży biurowca Asseco po cenie wyższej niż wartość księgową. Gdyby transakcja nie miała miejsca, strata EBIT w Q1 2010 wyniosłaby 4,2 mln PLN, zaś strata netto 1,2 mln PLN.

## Handel



### Handel

 Analitik:  
Kamil Kliszcz

# Emperia Holding Trzymaj

 P/E 2010 15,8 EV/EBITDA 2010 8,2 **Cena bieżąca 80,5 PLN**  
 P/E 2011 14,2 EV/EBITDA 2011 7,2 **Cena docelowa 81,6 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	1 314,2	1 286,5	2,2%	6 051,6	5 543,7	9,2%	6 462,5	6 051,6	6,8%
EBITDA	29,4	28,0	5,1%	187,2	174,2	7,4%	213,2	187,2	13,9%
marża	2,2%	2,2%	-	3,1%	3,1%	-	3,3%	3,1%	-
EBIT	13,0	13,3	-2,1%	112,5	110,7	1,7%	124,4	112,5	10,6%
Zysk brutto	9,2	9,6	-4,7%	95,2	89,6	6,2%	105,6	95,2	11,0%
Zysk netto	7,4	2,6	185,0%	77,1	68,2	13,0%	85,6	77,1	11,0%

### Brak poprawy r/r ze względu na zimę

W wynikach Emperii za 1Q'2010 spodziewamy się sygnalizowanego już przez Zarząd negatywnego efektu obfitych opadów śniegu w styczniu i lutym. Utraconych z tego względu przychodów raczej nie udało się w naszej opinii w pełni odrobić w marcu, czego efektem będzie zakładana przez nas niska dynamika sprzedaży w segmencie hurtowym. Przy zachowaniu marży EBITDA na zbliżonym do ubiegłorocznego poziomie, Spółce nie uda się raczej zanotować dodatniej dynamiki EBIT ze względu na wyższe odpisy amortyzacyjne. W naszych szacunkach nie zakładamy żadnych nietypowych zdarzeń na poziomie pozostałej działalności operacyjnej i finansowej. Zwracamy jednak uwagę, że w relacji r/r znacząco powinien się poprawić zysk netto Grupy ze względu na zaniżoną przez wysoką efektywną stopę procentową bazę odniesienia (rok temu Spółka zaksięgowała aż 7 mln PLN podatku dochodowego przy zysku brutto sięgającym 9,6 mln PLN).



### Handel

 Analitik:  
Kamil Kliszcz

# Eurocash Trzymaj

 P/E 2010 22,6 EV/EBITDA 2010 12,2 **Cena bieżąca 21,09 PLN**  
 P/E 2011 18,4 EV/EBITDA 2011 10,4 **Cena docelowa 18,60 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	1 520,6	1 486,6	2,3%	7 395,4	6 698,3	10,4%	8 072,8	7 395,4	9,2%
EBITDA	29,8	27,7	7,4%	220,1	194,5	13,2%	259,2	220,1	17,8%
marża	2,0%	1,9%	-	3,0%	2,9%	-	3,2%	3,0%	-
EBIT	17,1	15,9	7,4%	173,7	145,2	19,7%	209,8	173,7	20,7%
Zysk brutto	15,6	13,5	15,8%	155,0	128,8	20,4%	190,3	155,0	22,8%
Zysk netto	12,6	10,5	20,3%	125,5	102,5	22,5%	154,1	125,5	22,8%

### Śnieżna zima obniży dynamikę przychodów

Obfite opady śniegu paraliżujące komunikację w styczniu i lutym nie pozostaną bez wpływu na przychody osiągnięte w 1Q'10 przez spółki handlowe, w tym Eurocash, szczególnie w segmencie cash&carry. Uwzględniając ten czynnik sprzedaż Spółki w tym okresie szacujemy na 1,5 mld PLN, co implikuje dynamikę w ujęciu r/r na poziomie 2,3%, czyli znacznie poniżej zakładanego przez nas celu na cały 2010 rok. Przy nieco wyższej marży EBITDA (malejący udział niskomarkowych papierosów) pozwoli to na wygenerowanie około 30 mln PLN zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację. Dynamika na poziomie zysku netto powinna być większa niż na poziomie EBITDA ze względu na oczekiwane korzystniejsze saldo na działalności finansowej (wyższa pozycja gotówkowa) oraz niższą efektywną stopę procentową (19% vs. 22% przed rokiem).



**Terminy publikacji raportów**

Spółka	1Q10 jednostkowy	1Q10 skonsolidowany	2010 roczny
AB	17.05.10*	17.05.10*	02.11.10**
ACTION	17.05.10	17.05.10	31.08.10
AGORA	13.05.10	13.05.10	12.04.10
ASBIS	06.05.10	06.05.10	30.03.10
ASSECO POLAND	14.05.10	14.05.10	30.04.10
ASTARTA	14.05.10	14.05.10	19.03.10
BPH	12.05.10	12.05.10	31.03.10
BRE	05.05.10	05.05.10	01.03.10
BUDIMEX	28.04.10	28.04.10	22.03.10
BZWBK	13.05.10	13.05.10	02.03.10
CENTRUM KLIMA	13.05.10	13.05.10	15.03.10
CERSANIT	17.05.10	17.05.10	30.04.10
CEZ	11.05.10	11.05.10	30.04.10
CIECH	17.05.10	17.05.10	30.04.10
COMARCH	14.05.10	14.05.10	30.04.10
CYFROWY POLSAT	11.05.10	11.05.10	18.03.10
DOM DEVELOPMENT	06.05.10	06.05.10	15.03.10
ELEKTROBUDOWA	17.05.10	17.05.10	22.03.10
EMPERIA HOLDING	17.05.10	17.05.10	30.04.10
ENEA	17.05.10	17.05.10	22.03.10
ERBUD	17.05.10	17.05.10	30.04.10
EUROCASH	12.05.10	12.05.10	19.04.10
FAMUR	17.05.10	17.05.10	30.04.10
GETIN	14.05.10	14.05.10	19.03.10
GTC	17.05.10	17.05.10	26.02.10
HANDLOWY	06.05.10	06.05.10	17.03.10
ING BSK	12.05.10	12.05.10	31.03.10
J.W. CONSTRUCTION	12.05.10	12.05.10	17.03.10
KĘTY	27.04.10	27.04.10	08.04.10
KGHM	14.05.10	14.05.10	31.03.10
KOMPUTRONIK	16.08.10	16.08.10	31.03.10
KOPEX	17.05.10	17.05.10	30.04.10
KREDYT BANK	12.05.10	12.05.10	26.02.10
LOTOS	27.04.10	27.04.10	30.04.10
LW BOGDANKA	17.05.10	17.05.10	22.03.10
MILLENNIUM	26.04.10	26.04.10	01.03.10
MONDI	06.05.10	06.05.10	24.02.10
MOSTOSTAL WARSZAWA	17.05.10	17.05.10	29.04.10
NETIA	06.05.10	06.05.10	22.02.10
PBG	17.05.10	17.05.10	30.04.10
PEKAO	12.05.10	12.05.10	12.03.10
PGE	17.05.10	17.05.10	22.03.10
PGNiG	13.05.10	13.05.10	22.03.10
PKN ORLEN	13.05.10	13.05.10	30.04.10
PKO BP	17.05.10	17.05.10	15.03.10
POLICE	17.05.10	17.05.10	31.03.10
POLIMEX MOSTOSTAL	13.05.10	13.05.10	15.04.10
POLNORD	17.05.10	17.05.10	22.03.10
RAFAKO	14.05.10	14.05.10	22.03.10
SYGNITY	17.05.10	17.05.10	29.04.10
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	22.04.10	22.04.10	23.02.10
TRAKCJA POLSKA	14.05.10	14.05.10	19.03.10
TVN	13.05.10	13.05.10	18.02.10
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	14.05.10	14.05.10	19.03.10
UNIBEP	14.05.10	14.05.10	22.03.10
WSiP	12.05.10	12.05.10	30.04.10
ZA PUŁAWY	11.05.10*	11.05.10*	11.05.10**

Źródło: Spółki; \* Publikacja raportu kwartalnego 3Q 2009/2010; \*\* Publikacja raportu rocznego 2009/2010

**Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.**

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2010
AB	Trzymaj	18,80	17,83	2010-03-18	17,50	10,4
ACTION	Trzymaj	18,49	22,26	2010-04-07	22,00	14,2
AGORA	Trzymaj	24,20	24,96	2010-02-24	23,85	21,4
ASBIS	Redukuj	4,61	4,78	2010-03-29	5,08	12,5
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	59,65	2010-04-06	57,60	13,7
ASTARTA	Sprzedaj	31,60	58,25	2010-02-12	50,00	16,1
BUDIMEX	Sprzedaj	85,10	101,70	2010-03-29	96,60	14,0
BZWBK	Trzymaj	204,50	220,00	2010-04-07	216,50	16,2
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	15,10	12,67	2010-04-07	13,14	13,5
CERSANIT	Redukuj	13,63	15,28	2010-04-01	16,03	17,0
CEZ	Trzymaj	140,30	141,80	2010-03-03	133,90	10,5
CIECH	Akumuluj	39,20	33,60	2010-03-17	33,40	13,2
COMARCH	Redukuj	93,10	103,50	2010-02-15	102,90	21,0
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	15,00	2010-03-25	15,79	13,2
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	51,60	53,00	2010-04-13	55,65	50,0
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	177,50	2010-03-12	171,00	17,3
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	80,50	2010-03-09	77,50	15,8
ENEA	Akumuluj	21,62	18,35	2010-03-30	18,91	12,4
ERBUD	Trzymaj	54,60	50,00	2010-03-11	53,30	12,3
EUROCASH	Trzymaj	18,60	21,09	2010-03-09	17,60	22,6
FAMUR	Sprzedaj	2,16	2,59	2010-03-08	2,60	17,5
GETIN	Redukuj	10,34	11,06	2010-04-07	11,37	14,5
GTC	Redukuj	21,80	24,00	2010-04-07	24,95	17,1
HANDLOWY	Akumuluj	90,90	82,20	2010-04-07	83,90	17,0
ING BSK	Trzymaj	749,00	780,00	2010-04-07	766,00	15,0
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	16,81	2010-04-13	15,65	8,0
KĘTY	Trzymaj	120,36	116,60	2010-02-24	115,00	12,2
KGHM	Redukuj	90,40	113,20	2009-12-01	107,80	10,0
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	10,05	2009-12-08	11,39	11,0
KOPEX	Trzymaj	21,65	21,70	2010-04-07	22,50	14,8
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	14,75	2010-04-07	14,60	31,1
LOTOS	Redukuj	26,50	33,00	2010-04-07	31,40	10,9
LW BOGDANKA	Trzymaj	80,10	61,45	2010-02-03	77,00	11,4
MILLENNIUM	Trzymaj	4,38	4,77	2010-04-07	4,45	22,7
MONDI	Redukuj	67,30	70,00	2010-04-09	73,40	17,9
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	78,20	72,65	2010-04-07	77,00	13,6
NETIA	Trzymaj	4,30	4,85	2009-11-06	4,36	50,4
PBG	Sprzedaj	173,20	228,00	2010-04-07	216,00	16,0
PEKAO	Trzymaj	175,70	178,00	2010-03-05	165,50	17,5
PGE	Kupuj	27,90	21,99	2010-03-30	23,00	12,1
PGNiG	Kupuj	4,32	3,64	2010-03-24	3,70	10,6
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	38,50	2010-04-08	39,40	10,6
PKO BP	Trzymaj	40,10	43,60	2010-03-17	39,07	17,6
POLICE	Redukuj	5,50	6,65	2010-02-24	6,29	
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	5,16	5,10	2010-04-07	5,24	15,0
POLNORD	Kupuj	52,60	41,10	2010-04-13	39,29	25,3
RAFAKO	Trzymaj	13,60	13,88	2010-03-12	13,55	18,4
SYGNITY	Kupuj	18,20	13,92	2010-03-02	12,57	14,1
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	19,20	16,67	2009-10-30	17,58	23,1
TRAKCJA POLSKA	Redukuj	4,16	4,50	2010-03-30	4,58	17,2
TVN	Trzymaj	16,00	18,30	2010-02-22	15,30	21,9
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	80,50	2010-01-06	84,50	17,0
UNIBEP	Redukuj	7,52	8,00	2010-04-07	9,00	14,4
WSiP	Trzymaj	17,20	16,70	2009-09-03	16,61	12,9
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	71,95	2010-01-06	80,90	16,7

**Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu**

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Trzymaj	Akumuluj	18,49	2010-04-07
ASBIS	Redukuj	Trzymaj	4,61	2010-03-29
ASSECO POLAND	Kupuj	Kupuj	72,10	2010-04-06
BUDIMEX	Sprzedaj	Akumuluj	85,10	2010-03-29
BZWBK	Trzymaj	Akumuluj	204,50	2010-04-07
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	Kupuj	15,10	2010-04-07
CERSANIT	Redukuj		13,63	2010-04-01
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	Trzymaj	16,60	2010-03-25
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	Trzymaj	51,60	2010-04-13
ENEA	Akumuluj	Akumuluj	21,62	2010-03-30
GETIN	Redukuj	Trzymaj	10,34	2010-04-07
GTC	Redukuj	Trzymaj	21,80	2010-04-07
HANDLOWY	Akumuluj	Kupuj	90,90	2010-04-07
ING BSK	Trzymaj	Akumuluj	749,00	2010-04-07
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	Trzymaj	15,10	2010-04-13
KOPEX	Trzymaj	Redukuj	21,65	2010-04-07
KREDYT BANK	Trzymaj	Akumuluj	15,30	2010-04-07
LOTOS	Redukuj	Trzymaj	26,50	2010-04-07
MILLENNIUM	Trzymaj	Akumuluj	4,38	2010-04-07
MONDI	Redukuj	Trzymaj	67,30	2010-04-09
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	Akumuluj	78,20	2010-04-07
PBG	Sprzedaj	Redukuj	173,20	2010-04-07
PGE	Kupuj	Kupuj	27,90	2010-03-30
PGNiG	Kupuj	Kupuj	4,32	2010-03-24
PKN ORLEN	Trzymaj	Akumuluj	40,20	2010-04-08
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	Akumuluj	5,16	2010-04-07
POLNORD	Kupuj	Kupuj	52,60	2010-04-13
TRAKCJA POLSKA	Redukuj	Trzymaj	4,16	2010-03-30
UNIBEP	Redukuj	Akumuluj	7,52	2010-04-07

**Statystyka rekomendacji**

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	3	11	30	5	5	0	3	11	1	4
procent	5,6%	20,4%	55,6%	9,3%	9,3%	0,0%	15,8%	57,9%	5,3%	21,1%

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

**Departament Analiz:**

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

**Analitycy:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 księgową

**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 księgową) - 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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka.

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.