



Rynek akcji

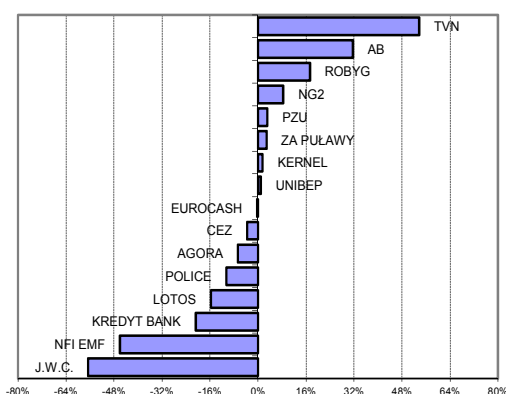
WIG 40 141

Średnie P/E 2012 10,9

Średnie P/E 2013 10,1

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 812 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



*liczone za okres: II kw.'11-I kw.'12 / I kw.'11-IV kw.'11

Zespół Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

Piotr Zybała
(48 22) 697 47 01
piotr.zybaladibre.com.pl

Prognozy wyników kwartalnych

I Q 2012

Finanse. Uważamy, że najsilniejsze wyniki zaraportuje PZU (na zyskach z działalności lokacyjnej) oraz PKO BP (na mocnym wyniku odsetkowym). Słabych wyników spodziewamy się w bankach detalicznych z presją na marżę depozytową (Getin Noble Bank, Millennium oraz Kredyt Bank) oraz w Pekao z powodu niższej sezonowo aktywności klientów korporacyjnych.

Paliwa. Wyniki rafinerii będą wsparte przeszacowaniami ropy i zobowiązań walutowych, ale po oczyszczeniu o te elementy raczej rozczarują. W przypadku PGNiG oczekujemy wysokich zysków w wydobywaniu i dystrybucji, neutralizowanych przez wysoką stratę na obrocie.

Energetyka. Najlepsze wyniki w ramach sektora powinna raportować PGE. W przypadku Tauronu po oczyszczeniu o czynniki jednorazowa również oczekujemy wysokiej dynamiki r/r. Słabiej na tym tle będą wyglądać Enea i CEZ, gdzie spodziewamy się spadków r/r.

Telekomunikacja. Wyniki Netii poprawią się głównie za sprawą konsolidacji nabytych pod koniec ubiegłego roku aktywów. Spadek wyników TP SA wyhamuje na skutek wygaśnięcia efektu obniżki MTR za połączenia głosowe.

Media. Słaba kondycja rynku reklamowego nie będzie sprzyjać wynikom Agory i TVN. Cyfrowy Polsat poprawi wyniki głównie dzięki segmentowi płatnej telewizji. W Cinema City o poprawie wyników zadecyduje brak kosztów restrukturyzacyjnych.

Informatyczne. Oczekujemy poprawy wyników u dystrybutorów IT oraz w Comarchu. Słabiej w porównaniu do ubiegłego roku kształtować się będą wyniki Asseco Poland i Sygma.

Górnictwo i metale. Spółki wydobywcze, z wyjątkiem zwiększającej wolumen produkcji LW Bogdanka, osiągną istotnie niższe wyniki w ujęciu r/r. W głównej mierze będzie to efekt spadku cen surowców.

Przemysł. Dobrych rezultatów spodziewamy się w Famurze, Kętach i Rovese. Słabe wyniki najprawdopodobniej zaraportuje Astarta, natomiast 1Q'12 pokaże czy całoroczna prognoza Kernela jest wykonalna.

Budownictwo. Słabo wypadną duże firmy. PBG i PXM zanotują rekordowy poziom zadłużenia. Gotówka netto BDX spadnie o połowę. Wzrost długu będzie najmniejszy w MSW. Znacznie lepiej prezentują się małe i średnie spółki (dobre wyniki w ERB, ULM, ELB, RFK, dodatnie przepływy w ZUE).

Deweloperzy. Oslabienie Euro obniży zyski deweloperów komercyjnych. Mimo to oczekujemy dobrych wyników P.A. Novej i Echo Investment. Przeciętne lub słabe wyniki deweloperów mieszkaniowych. Polnord może pokazać stratę na poziomie kilkunastu milionów PLN.

Handel. W Handlu 1Q jest sezonowo najslabszy. Bardzo dobrych i dobrych wyników spodziewamy się odpowiednio po LPP oraz NG2 i Eurocash. Słabe pokaże NFI EMF, Vistula oraz małe spółki z branży.

Banki



Banki

Get Bank

Redukuj

Analityk:
Iza Rokicka

P/E 2012 10,7 P/BV 2012 1,02
P/E 2013 10,5 P/BV 2013 0,93

Cena bieżąca 1,98 PLN
Cena docelowa 1,85 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Wynik odsetkowy	320	296	8%	1 590	1 344	18%	1 686	1 590	6%
NIM	2,37%	2,69%	-	2,99%	2,87%	-	3,06%	2,99%	-
Wynik prowizyjny	231	243	-5%	817	869	-6%	833	817	2%
WNDB	562	568	-1%	2 477	2 412	3%	2 609	2 477	5%
Koszty operacyjne	-205	-205	0%	-891	-833	7%	-952	-891	7%
Wynik operacyjny*	450	363	24%	1 678	2 285	-27%	1 653	1 678	-1%
Saldo rezerw	-255	-235	9%	-1 104	-1 208	-9%	-1 032	-1 104	-7%
Zysk brutto	195	128	52%	574	1 086	-47%	621	574	8%
Zysk netto	164	100	64%	471	950	-50%	503	471	7%

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

Wysoki zysk netto zbudowany na transakcjach jednorazowych

Chociaż spodziewamy się, że Getin Noble Bank zaraportuje wysoki zysk netto na poziomie 164 mln PLN (+64% R/R oraz +138% Q/Q), wynikać on będzie z zaksięgowania transakcji o charakterze jednorazowym. Spodziewamy się, zysku netto ze sprzedaży udziałów w Idea Banku 87 mln PLN, i zyski ze sprzedaży portfela kredytów konsumenckich z utratą wartości 17 mln PLN. W konsekwencji prognozujemy powtarzalny zysk netto z działalności operacyjnej na poziomie 60 mln PLN. Chociaż spodziewamy się spadku salda kredytów o 1% Q/Q, zakładamy wzrost depozytów o 1% Q/Q. Sądzymy, że ta dodatkowa płynność była bardzo kosztowna dla banku i dlatego prognozujemy spadek wyniku odsetkowego aż o 10% Q/Q do 320 mln PLN. Z drugiej strony spodziewamy się, że wynik prowizyjny poprawi się o 16% Q/Q do 231 mln PLN dzięki wyższej sprzedaży produktów inwestycyjnych i ubezpieczeniowych. W wyniku handlowym zakładamy tylko 11 mln PLN, z powodu negatywnego wyniku na wycenie swapów. W kosztach oczekujemy silnej kontroli i w konsekwencji stabilnego salda R/R oraz Q/Q. W rezerwach oczekujemy poprawy o 12% Q/Q do 255 mln PLN, częściowo z powodu lekko niższych rezerw na kredyty hipoteczne a częściowo z powodu transakcji sprzedaży kredytów zagrożonych.



Banki

Handlowy

Trzymaj

Analityk:
Iza Rokicka

P/E 2012 13,4 P/BV 2012 1,43
P/E 2013 12,5 P/BV 2013 1,42

Cena bieżąca 74,45 PLN
Cena docelowa 72,00 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Wynik odsetkowy	385	347	11%	1 472	1 434	3%	1 500	1 472	2%
NIM	3,76%	2,71%	-	3,72%	3,60%	-	3,71%	3,72%	-
Wynik prowizyjny	155	170	-9%	662	643	3%	709	662	7%
WNDB	679	603	13%	2 492	2 416	3%	2 589	2 492	4%
Koszty operacyjne	-410	-347	18%	-1 470	-1 432	3%	-1 518	-1 470	3%
Wynik operacyjny*	276	264	5%	1 025	997	3%	1 074	1 025	5%
Saldo rezerw	-28	-42	-33%	-116	-77	51%	-102	-116	-12%
Zysk brutto	249	222	12%	909	921	-1%	973	909	7%
Zysk netto	201	181	11%	727	736	-1%	778	727	7%

* przed kosztami rezerw

Pomimo rezerwy restrukturyzacyjnej zyski wysokie na zyskach ze sprzedaży portfela obligacji

Oczekujemy mocnych wyników za 1Q 2012 z zyskiem netto na poziomie 201 mln PLN (+11% R/R, ale -8% Q/Q), nawet pomimo zaksięgowania zapowiadanych wcześniej kosztów restrukturyzacji w wysokości 43 mln PLN.

Spodziewamy się dość drastycznego spadku depozytów Q/Q, o 16%, w konsekwencji sezonowego odpływu depozytów korporacyjnych. W kredytach prognozujemy umiarkowany wzrost o 2% Q/Q, dzięki przyrostowi kredytów korporacyjnych. Zakładamy, że wynik odsetkowy będzie silny, mając na uwadze wysoką bazę, i wzrośnie o 1% Q/Q do 385 mln PLN. Uważamy, że wysoki poziom stóp rynkowych pozwoli utrzymać wysoką rentowość depozytów. W wyniku prowizyjnym spodziewamy się wzrostu o 3% Q/Q do 155 mln PLN dzięki lepszemu wynikowi na działalności maklerskiej. Oznacza to nadal solidny spadek R/R o 9%. Uważamy, że wynik handlowy będzie szczególnie mocny. Spodziewamy się, że znaczny spadek rentowości obligacji w 1Q 2012 dał możliwość realizację zysków na portfelach obligacji. Prognozujemy wynik na poziomie 140 mln PLN (+53% Q/Q oraz +62% R/R), czyli na poziomie wyniku za 2Q 2010 kiedy nastąpił porównywalny spadek rentowości obligacji. Prognozujemy, że koszty operacyjne zwiększą się znacząco, o 18% R/R oraz 14% Q/Q do 410 mln PLN, z powodu utworzenia rezerwy restrukturyzacyjnej w wysokości 43 mln PLN. Bez rezerwy dynamika wyniosłaby 6% R/R oraz 2% R/R do 367 mln PLN. W saldzie rezerw spodziewamy się niskiego poziomu 28 mln PLN, chociaż znacząco więcej niż w 4Q 2011.



Banki

ING BSK

Trzymaj

 Analitik:
Iza Rokicka

 P/E 2012 12,4
P/E 2013 11,3

 P/BV 2012 1,48
P/BV 2013 1,35

 Cena bieżąca 81,9 PLN
Cena docelowa 80,0 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Wynik odsetkowy	490	435	13%	1 942	1 852	5%	2 040	1 942	5%
NIM	2,74%	2,67%	-	2,61%	2,76%	-	2,63%	2,61%	-
Wynik prowizyjny	245	251	-3%	1 012	1 021	-1%	1 048	1 012	4%
WNDB	755	715	6%	2 993	2 896	3%	3 130	2 993	5%
Koszty operacyjne	-438	-409	7%	-1 721	-1 664	3%	-1 786	-1 721	4%
Wynik operacyjny*	321	314	2%	1 287	1 249	3%	1 361	1 287	6%
Saldo rezerw	-65	-57	14%	-246	-172	43%	-215	-246	-13%
Zysk brutto	266	267	0%	1 061	1 118	-5%	1 168	1 061	10%
Zysk netto	213	213	0%	859	880	-2%	946	859	10%

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

Wynik netto neutralny, a struktura wyników zniekształcona przez konsolidację ING ABL

Prognozujemy, że zysk netto w 1Q 2011 wyniesie 213 mln PLN, czyli pozostanie na niezmienionym poziomie zarówno R/R jak i Q/Q. Zwracamy uwagę, że ING BSK po raz pierwszy będzie konsolidował spółkę ING ABL, która wpłynie na bilans banku oraz takie linie rachunku wyników jak wynik odsetkowy, koszty operacyjne czy saldo rezerw. Ponieważ nie znamy wyników tej spółki za 2011, zaprognozowanie jej wyników kwartalnych obarczone jest błędem.

Oczekujemy, że saldo kredytów wzrośnie o 6% lub o 2,7 mld PLN Q/Q, z czego ok. 2 mld PLN wynika z rozpoczęcia konsolidacji spółki ING ABL. W depozytach zakładamy spadek o 2% Q/Q, co wynika z sezonowego zachowania się oszczędności przedsiębiorstw. Prognozujemy, że wynik odsetkowy wzrośnie w tempie 13% R/R oraz 2% Q/Q do poziomu 490 mln PLN, a wynik prowizyjny spadnie o 3% R/R i 2% Q/Q do 245 mln PLN (niższe przychody Q/Q z kredytów kart oraz wymiany walut). W wyniku handlowym spodziewamy się odbicia do 20 mln PLN, po bardzo słabych rezultatach w 2Q i 3Q 2011. W kosztach operacyjnych zakładamy 6% wzrost Q/Q wywołany przyrostem wydatków administracyjnych (efekt niskiej bazy 4Q). W saldzie rezerw zakładamy zawiązania netto na poziomie 65 mln PLN, czyli koszt ryzyka w wysokości 60p.b.



Banki

Kredyt Bank

Zawieszona

 Analitik:
Iza Rokicka

 P/E 2012 -
P/E 2013 -

 P/BV 2012 -
P/BV 2013 -
Cena bieżąca 13,26 PLN
Cena docelowa -

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Wynik odsetkowy	249	285	-13%	1 163	1 150	1%	1 207	1 163	4%
NIM	2,31%	2,54%	-	2,48%	2,69%	-	2,50%	2,48%	-
Wynik prowizyjny	77	80	-4%	314	315	0%	321	314	2%
WNDB	381	386	-1%	1 549	1 546	0%	1 602	1 549	3%
Koszty operacyjne	-245	-232	5%	-1 014	-1 000	1%	-1 035	-1 014	2%
Wynik operacyjny*	156	165	-6%	619	626	-1%	640	619	3%
Saldo rezerw	-75	11	-	-336	-199	69%	-307	-336	-9%
Zysk brutto	82	177	-54%	283	431	-34%	333	283	18%
Zysk netto	66	134	-51%	226	327	-31%	266	226	18%

* przed kosztami rezerw

Systematyczna zmiana struktury finansowania negatywnie wpływa na wynik odsetkowy i zysk netto

Prognozujemy, że zysk netto Kredyt Banku wyniesie 66 mln PLN, czyli spadnie o 51% R/R, ale wzrośnie o 47% Q/Q. Uważamy, że saldo kredytów spadnie o 1% Q/Q z powodu umocnienia się PLN względem CHF. Z drugiej strony, zakładamy silny 3% wzrost Q/Q salda depozytów, ponieważ spodziewamy się, że Kredyt Bank będzie stopniowo rezygnował z finansowania bezpośredniego przez KBC i przechodził na rynek swapów. Konsekwencją takiego ruchu będzie presja na rentowość depozytów i marżę odsetkową. Zakładamy spadek marży odsetkowej o 15p.b. Q/Q do 2,3% oraz wyniku odsetkowego o 7% Q/Q do 249 mln PLN. W wyniku prowizyjnej zakładamy marginalny wzrost Q/Q o 3% do 77 mln PLN, a w wyniku handlowym utrzymanie wysokiego poziomu 55 mln PLN z 4Q 2011. Ten ostatni związany jest m.in. z wypłatami walutowych kredytów hipotecznych udzielonych w 4Q 2011, rosnącą transakcyjnością klientów SME na rynku walutowym oraz pozytywną wyceną pakietu akcji Dudy. Chociaż w kosztach operacyjnych zakładamy marginalną poprawę Q/Q do 245 mln PLN, prognozujemy wzrost wskaźnika koszty/dochodów o 1,6p.p. do 61,1% z powodu 4% Q/Q spadku przychodów ogółem. W saldzie rezerw zakładamy 75 mln PLN, czyli stabilny poziom w segmencie detalicznym na poziomie 50 mln PLN oraz 25 mln PLN w segmencie korporacyjnym. Zwracamy uwagę, że w naszych prognozach nie uwzględniamy żadnych rezerw związanych z problemami finansowymi DSS, którego niemal jedynym kredytodawcą jest Kredyt Bank.



Banki

Millennium

Sprzedaj

Analitik:
Iza Rokicka

P/E 2012 13,4 P/BV 2012 1,02
P/E 2013 11,0 P/BV 2013 0,93

Cena bieżąca 4,13 PLN
Cena docelowa 3,30 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Wynik odsetkowy	301	273	10%	1 214	1 191	2%	1 283	1 214	6%
NIM	2,35%	2,35%	-	2,33%	2,43%	-	2,34%	2,33%	-
Wynik prowizyjny	135	150	-10%	551	562	-2%	564	551	2%
WNDB	469	441	6%	1 905	1 902	0%	1 986	1 905	4%
Koszty operacyjne	-282	-273	3%	-1 121	-1 124	0%	-1 162	-1 121	4%
Wynik operacyjny*	185	166	11%	764	766	0%	804	764	5%
Saldo rezerw	-45	-37	21%	-295	-174	69%	-236	-295	-20%
Zysk brutto	140	129	8%	469	591	-21%	568	469	21%
Zysk netto	112	101	11%	375	466	-20%	454	375	21%

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

Zysk netto spadkowy Q/Q z powodu niższych przychodów

Prognozujemy umiarkowany zysk netto za 1Q 2011 na poziomie 112 mln PLN (+11% R/R, ale -10% Q/Q). Spodziewamy się spadku salda kredytów Q/Q o 3% z powodu efektu walutowego na walutowych kredytach hipotecznych. W depozytach oczekujemy marginalnego wzrostu Q/Q, w szczególności na oszczędnościach korporacyjnych. Po słabym wyniku odsetkowych w 4Q 2011 nie spodziewamy się poprawy Q/Q, ponieważ bank nadal miał na bilansie drogie depozyty. Oczekujemy wyniku na poziomie 301 mln PLN. Prognozujemy wynik prowizyjny na poziomie 135 mln PLN, czyli -10% R/R, ale +4% Q/Q. Poprawa Q/Q związana jest głównie z efektem sezonowym. W 1Q bank zwyczajowo księguje bonus ubezpieczeniowy, którego szacujemy na ok. 5 mln PLN. Ponadto spodziewamy się wyższych przychodów związanych z TFI w związku ze wzrostem aktywów pod zarządzaniem Q/Q. Prognozujemy wynik handlowy na poziomie 33 mln PLN (+81 % R/R, ale -43% Q/Q). W kosztach operacyjnych zakładamy marginalny spadek Q/Q do 282 mln PLN z powodu niższych wydatków rzeczowych. W końcu w saldzie rezerw spodziewamy się zawiązań netto na poziomie 45 mln PLN, co przekłada się na koszt ryzyka w wysokości 44p.b.



Banki

Pekao

Redukuj

Analitik:
Iza Rokicka

P/E 2012 13,8 P/BV 2012 1,67
P/E 2013 12,9 P/BV 2013 1,60

Cena bieżąca 144,0 PLN
Cena docelowa 135,0 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 187	1 061	12%	4 766	4 558	5%	4 952	4 766	4%
NIM	3,24%	3,17%	-	3,24%	3,25%	-	3,23%	3,24%	-
Wynik prowizyjny	564	597	-6%	2 376	2 449	-3%	2 458	2 376	3%
WNDB	1 911	1 805	6%	7 735	7 636	1%	8 033	7 735	4%
Koszty operacyjne	-941	-899	5%	-3 775	-3 672	3%	-3 900	-3 775	3%
Wynik operacyjny*	980	914	7%	4 016	4 025	0%	4 191	4 016	4%
Saldo rezerw	-145	-134	8%	-688	-538	28%	-620	-688	-10%
Zysk brutto	845	801	6%	3 396	3 568	-5%	3 643	3 396	7%
Zysk netto	682	648	5%	2 741	2 874	-5%	2 940	2 741	7%

* przed kosztami rezerw

Niski zysk netto z powodu zwyczajowej sezonowości w przychodach i rosnących kosztów

Oczekujemy, że wynik netto w 1Q 2012 będzie słaby na tle sektora, co częściowo można tłumaczyć sezonowością. Prognozujemy zysk na poziomie 682 mln PLN, czyli +5% R/R, ale -11% Q/Q.

Spodziewamy się, że zarówno kredyty jak i depozyty będą na niezmiennym poziomie Q/Q. Wynika to z sezonowo mocnego 4Q. Prognozujemy, że wynik odsetkowy spadnie o 1% Q/Q do 1 187 mln PLN (ale + 12 % R/R) z powodu presji na marżę odsetkową (- 10p.b. Q/Q do 3,24%). Naszym zdaniem zawężenie się marż będzie widoczna po obu stronach bilansu i będzie wynikach z presji konkurencyjnej. Spodziewamy się słabego wyniku prowizyjnego na poziomie tylko 564 mln PLN (-6% R/R oraz -5% Q/Q). Powodem spadku Q/Q będą słabsze przychody z kredytów w związku z mniejszą sprzedażą kredytów detalicznych oraz sezonowo niższe przychody z kart. W wyniku handlowym zakładamy 160 mln PLN (+9% R/R, ale -11% Q/Q), czyli blisko średnio kwartalnego poziomu z 2011. W kosztach zakładamy wzrost o 5% R/R oraz 3% Q/Q do 941 mln PLN. Wzrost Q/Q wynika z zarówno wyższych kosztów osobowych (po tym jak w 4Q 2011 bank rozwiązał część rezerw na bonusy) jak i wyższych wydatków rzeczowych (w związku z intensywnymi działaniami marketingowymi). W linii saldo rezerw spodziewamy się 145 mln PLN (+8% R/R oraz +10% Q/Q), co przekłada się na 61p.b. kosztu ryzyka, czyli poniżej średniorocznego poziomu z 2011.



Banki

Analitik:
Iza Rokicka

PKO BP

Akumuluj

P/E 2012 12,0 P/BV 2012 1,66
P/E 2013 10,8 P/BV 2013 1,53

Cena bieżąca 32,4 PLN
Cena docelowa 35,0 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Wynik odsetkowy	2 081	1 719	21%	7 721	7 609	1%	7 951	7 721	3%
NIM	4,34%	4,02%	-	4,03%	4,22%	-	3,95%	4,03%	-
Wynik prowizyjny	744	737	1%	2 996	3 101	-3%	3 054	2 996	2%
WNDB	2 900	2 535	14%	10 986	11 000	0%	11 285	10 986	3%
Koszty operacyjne	-1 141	-1 054	8%	-4 588	-4 411	4%	-4 747	-4 588	3%
Wynik operacyjny*	1 788	1 527	17%	6 532	6 731	-3%	6 686	6 532	2%
Saldo rezerw	-502	-438	15%	-2 317	-1 930	20%	-2 003	-2 317	-14%
Zysk brutto	1 286	1 085	19%	4 215	4 781	-12%	4 683	4 215	11%
Zysk netto	1 030	871	18%	3 374	3 807	-11%	3 749	3 374	11%

* przed kosztami rezerw

Zysk netto znowu powyżej 1 mld PLN przy zdrowej strukturze wyników

Prognozujemy wysoki wynik netto za 1Q 2012 na poziomie 1 030 mln PLN, czyli o 18% wyższy R/R i o 8% Q/Q. Głównym czynnikiem poprawy zysku R/R jest nadal silnie przyrastający wynik odsetkowy, a Q/Q spadek salda rezerw.

Oczekujemy, marginalnych zmian w saldzie depozytów i kredytów Q/Q. Uważamy, że przyrost kredytów korporacyjnych zostanie zneutralizowany przez spadek kredytów detalicznych (w szczególności walutowych kredytów hipotecznych z powodu efektu walutowego). W depozytach prognozujemy sezonowy spadek Q/Q oszczędności przedsiębiorstw oraz delikatny wzrost depozytów detalicznych. Oczekujemy, że wynik odsetkowy utrzyma się na wysokim i solidnym poziomie. Prognozujemy wzrost o 21% R/R oraz 1% Q/Q do 2 081 mln PLN. Z drugiej strony spodziewamy się, że wynik prowizyjny będzie słabszy, i chociaż wzrośnie o 1% R/R, spadnie o 6% Q/Q do 744 mln PLN. Powodem spadku Q/Q będą niższe przychody z kredytów (po szczególnie mocnym 4Q 2011) oraz kart (efekt sezonowości). W wyniku handlowym zakładamy 75 mln PLN (-4% R/R oraz -9% Q/Q), czyli blisko kwartalnej średniej za 2011. Podsumowując, uważamy, że przychody ogółem przyrosną o 14% R/R, co z drugiej strony oznacza spadek o 2% Q/Q. W kosztach operacyjnych spodziewamy się sezonowego spadku, o 4% Q/Q do 1 141 mln PLN, zarówno w kosztach osobowych jak i rzeczowych. Po tym jak w 4Q 2011 bank zaksięgował w linii saldo rezerw kilka transakcji o charakterze jednorazowym, spodziewamy się spadku o 11% Q/Q do 502 mln PLN. Przekłada się to na koszt ryzyka w wysokości 142p.b., czyli -18p.b. Q/Q, ale +9p.b. R/R.

Ubezpieczyciele



Ubezpieczyciele

Analitik:
Iza Rokicka

PZU

P/E 2012 11,5 P/BV 2012 2,06
P/E 2013 10,8 P/BV 2013 2,00

Akumuluj

Cena bieżąca 312,1 PLN
Cena docelowa 345,0 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym	4 116	3 977	3%	15 787	15 279	3%	16 403	15 787	4%
Ubezpieczenia majątkowe	2 398	2 317	3%	8 838	8 527	4%	9 232	8 838	4%
Ubezpieczenia na życie	1 718	1 660	3%	6 949	6 752	3%	7 170	6 949	3%
Odszkodowania i świadczenia netto	-2 590	-2 401	8%	-10 797	-10 221	6%	-11 493	-10 797	6%
Koszty	-791	-799	-1%	-3 409	-3 346	2%	-3 565	-3 409	5%
Wynik techniczny	316	372	-15%	1 181	1 324	-11%	927	1 181	-22%
Wynik na działalności lokacyjnej	911	474	92%	1 931	1 594	21%	2 532	1 931	31%
Zysk brutto	1 175	962	22%	2 918	2 908	0%	3 091	2 918	6%
Zysk netto	903	792	14%	2 347	2 345	0%	2 495	2 347	6%

Bardzo wysoki wynik netto wsparty zyskami z działalności lokacyjnej

Prognozujemy, że PZU będzie miał bardzo wysoki poziom zysku netto na poziomie 903 mln PLN, czyli poprawi go o 14% R/R (nawet pomimo wysokiej bazy) oraz 86% Q/Q. Powodem tak dobrego rezultatu jest przede wszystkim wysoki wynik na działalności lokacyjnej, ale również sezonowo dobry wynik techniczny w segmencie majątkowym (nawet mimo wystąpienia najprawdopodobniej strat na ubezpieczeniach rolnych z powodu przezimowania).

Spodziewamy się utrzymania tempa przyrostu przypisu składki brutto na poziomie 3% R/R, w równym tempie w obu segmentach. Naszym zdaniem, w segmencie majątkowym głównym czynnikiem wzrostu będą nadal podwyżki cen polis komunikacyjnych, które były jeszcze przeprowadzane wybiórczo w trakcie 2011. Zakładamy że wskaźnik mieszany w majątku będzie płaski R/R na poziomie 89,5%, co przełoży się na wzrost wyniku technicznego o 4% R/R do poziomu 208 mln PLN. Chociaż nie wykluczamy, że straty na ubezpieczeniach rolnych mogą być wyższe niż 80 mln PLN odnotowane w 1Q 2011, sądzymy, że zostanie to zrekompensowane przez spadek R/R kosztów administracyjnych. W segmencie życiowym, mimo oczekiwanego wzrostu R/R przypisu składki, prognozujemy spadek wyniku technicznego o 37% R/R do 143 mln PLN. Uważamy, że rozwiązania rezerwy P będą znacząco mniejsze R/R i wyniosą ok. 100 mln PLN względem 218 mln PLN rok wcześniej.

Prognozujemy, że wynik na działalności lokacyjnej wyniesie aż 911 mln PLN i wzrośnie o 92% R/R oraz 64% Q/Q. Naszym zdaniem przyczynią się do tego nie tylko wzrosty na rynku kapitałowym ale również hossą na rynku obligacji.

Usługi finansowe

		Kruk					Kupuj				
 Finanse											
Analitik: Iza Rokicka		P/E 2012	10,2	P/BV 2012	2,65	Cena bieżąca		49,8 PLN			
		P/E 2013	9,0	P/BV 2013	2,07	Cena docelowa		59,4 PLN			
(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana		
Przychody ogółem	77,9	53,2	46%	361,3	274,0	32%	411,9	361,3	14%		
- zakupy wierzytelności	67,9	42,9	58%	321,7	230,4	40%	372,5	321,7	16%		
- inkaso	9,3	9,7	-4%	34,7	41,0	-15%	31,5	34,7	-9%		
Marża pośrednia	38,1	27,8	37%	186,2	143,7	30%	212,4	186,2	14%		
Marża pośrednia	48,9%	52,3%	-	51,5%	52,4%	-	51,6%	51,5%	-		
Zysk operacyjny	26,5	18,1	46%	128,6	96,0	34%	149,1	128,6	16%		
Zysk brutto	14,8	14,2	4%	85,4	68,5	25%	101,3	85,4	19%		
Zysk netto	14,1	14,1	0%	82,7	66,2	25%	95,2	82,7	15%		

Wynik netto pod presją negatywnych rewaluacji związanych z umocnieniem się RON względem PLN

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie tylko 14,1 mln PLN, czyli płasko R/R i Q/Q. Głównym powodem płaskiego wyniku netto, mimo dynamicznego tempa wzrostu biznesu jest negatywna rewaluacja (przez linię przychodów) portfeli rumuńskich z powodu silnego umocnienia się PLN względem RON o 7% Q/Q. Spodziewamy się, że wyniesie ona ok. 5 mln PLN i bezpośrednio obniży rentowość i wyniki kwartalne spółki.

W 1Q 2012 Kruk nie poinformował o żadnym zakupie portfela o wartości powyżej 24 mln PLN. W konsekwencji spodziewamy się niskich inwestycji w wysokości tylko 35 mln PLN (-55% R/R oraz -79% Q/Q) oraz spadku wartości portfela bilansowego o 2% Q/Q do 703 mln PLN. Chociaż oczekujemy, że spłaty na portfelach wzrosną o 11% Q/Q i 79% R/R do 118,6 mln PLN, zakładamy 7% Q/Q spadku na przychodach w segmencie zakupów wierzytelności do 67,9 mln PLN (ale wzrost o 58% R/R). Jest to związane z oczekiwanymi negatywnymi rewaluacjami portfeli rumuńskich. W pozostałych przychodach (w tym w inkasie) oczekujemy marginalnego spadku o 3% Q/Q i 3% R/R do 10,0 mln PLN. Naszym zdaniem przychody ogółem spadną o 7% Q/Q, ale wzrosną o 46% R/R do 77,9 mln PLN. Po tym jak w 4Q 2011 Kruk zaksięgował 5,6 mln PLN kosztów rezerwy na PCC, spodziewamy się spadku kosztów bezpośrednich i pośrednich ogółem o 13% Q/Q do 39,8 mln PLN. W konsekwencji prognozujemy, że marża pośrednia ogółem wzrośnie o 1% Q/Q i 37% R/R do 38,1 mln PLN. W kosztach ogólnego zarządu oczekujemy sezonowego spadku o 22% Q/Q do 10,9 mln PLN. Przełoży się to na rozszerzenie się marży EBIT o 5,5p.p. Q/Q do 34,0% oraz przyrost wyniku operacyjnego o 11% Q/Q oraz 46% R/R do 26,5 mln PLN. W wyniku na działalności finansowej zakładamy koszt netto w wysokości 11,6 mln PLN. Chociaż oznacza to aż 37% wzrost Q/Q (lub o 3,2 mln PLN Q/Q) w znacznej części wynika to z zaksięgowania w 4Q 2011 pozytywnych różnic kursowych w wysokości 1,7 mln PLN.

Paliwa, chemia



Rafineryjny

Analityk:
Kamil Kliszcz

Lotos

P/E 2012 9,3 EV/EBITDA 2012 8,2
P/E 2013 7,2 EV/EBITDA 2013 6,7

Redukuj

Cena bieżąca 29,97 PLN
Cena docelowa 21,60 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	8 877,9	6 519,5	36,2%	33 863,2	29 258,5	15,7%	33 863,2	33 863,2	0,0%
EBITDA	582,3	533,7	9,1%	1 342,1	1 608,8	-16,6%	1 630,9	1 342,1	21,5%
marża	6,6%	8,2%	-	4,0%	5,5%	-	4,8%	4,0%	-
EBIT	418,4	412,6	1,4%	651,3	1 016,5	-35,9%	854,9	651,3	31,3%
Zysk brutto	658,1	751,5	-12,4%	627,0	584,9	7,2%	807,4	627,0	28,8%
Zysk netto	533,0	635,2	-16,1%	420,9	653,8	-35,6%	541,4	420,9	28,6%

Znowu kwartał pod dużym wpływem zdarzeń jednorazowych

Wyniki Lotosu w 1Q'2012 kolejny raz będą w znacznym stopniu zniekształcone przez zdarzenia niegotówkowe związane z przeszacowaniem kredytów walutowych i zapasów ropy. Jeśli chodzi o poziom EBIT to w ramach prognozowanych przez nas 418 mln PLN, kwota 242 mln PLN wynika z dodatniego efektu LIFO. Oczyszczony wynik rafinerii powinien być mimo to lepszy w ujęciu r/r (149 mln PLN vs. 125 mln PLN), co będzie pochodną wyższego przerobu i lepszej struktury uzysków (mniejszy udział ciężkiego oleju opałowego, który dzięki uruchomieniu już wszystkich instalacji 10+ spadnie z 17% w 1Q'2011 do 8%), a także wpływu pozytywnych operacyjnych różnic kursowych. W segmencie wydobywczym zakładamy EBIT na poziomie 41 mln PLN (brak przerobu całej ropy wydobytej w kwartale przez Petrobaltic), a w obszarze detalicznym stratę rzędu -13 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się zysków z przeliczenia dolarowego długu po niższym kursie (215 mln PLN przypadnie na rachunek wyników, gdyż pozostałe 400 mln PLN zostanie rozliczone przez kapitały) oraz wyceny pozycji zabezpieczających (82 mln PLN). Zysk netto sięgnie dzięki temu 533 mln PLN.



Rafineryjny

Analityk:
Kamil Kliszcz

PGNiG

P/E 2012 25,0 EV/EBITDA 2012 7,5
P/E 2013 8,3 EV/EBITDA 2013 4,4

Redukuj

Cena bieżąca 4,10 PLN
Cena docelowa 3,69 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	8 642,0	7 045,0	22,7%	26 649,4	23 003,5	15,8%	29 195,9	26 649,4	9,6%
EBITDA	791,0	1 568,6	-49,6%	3 894,7	3 259,6	19,5%	6 676,7	3 894,7	71,4%
marża	9,2%	22,3%	-	14,6%	14,2%	-	22,9%	14,6%	-
EBIT	389,0	1 178,9	-67,0%	1 740,0	1 685,5	3,2%	4 325,1	1 740,0	148,6%
Zysk brutto	386,6	1 242,4	-68,9%	1 441,3	1 711,8	-15,8%	3 972,8	1 441,3	175,6%
Zysk netto	311,7	1 023,2	-69,5%	967,6	1 626,8	-40,5%	2 899,7	967,6	199,7%

Wysokie straty na obrocie rekompensowane pozostałymi segmentami i „Vattenfalle”

W 1Q ze względu na niekorzystną taryfę hurtową zakładamy wysoką stratę w segmencie obrotu (-759 mln PLN), która mogłaby być większa gdyby nie pozytywny efekt sprzedaży tańszego gazu zgromadzonego w magazynach oraz wykorzystania możliwości nowych interkonektorów i rewersu jamalskiego. Analiza otwartych pozycji zabezpieczających na koniec grudnia 2011 i średniego poziomu kursu USD/PLN w 1Q'2012 wskazuje, że tym razem wpływ hedgingu powinien być neutralny. Straty na handlu będą rekompensować bardzo dobre wyniki w obszarze wydobycia (445 mln PLN jako pochodna wysokich cen ropy i rosnących przychodów z usług serwisowych) oraz dystrybucji (594 mln PLN), gdzie poprawa r/r będzie związana z wyższym wolumenem przesłanego gazu do odbiorców domowych. W 1Q'2012 PGNiG będzie również konsolidował wyniki przejętych elektrociepłowni, który szacujemy na około 110 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej wzrost kosztów odsetkowych powinien być rekompensowany dodatnimi różnicami kursowymi na kredycie dolarowym w spółce norweskiej (+62 mln PLN). Ostatecznie więc zysk netto sięgnie 311 mln PLN.



Chemia

Police

Trzymaj

Analitik:
Kamil Kliszcz

P/E 2012 9,7
P/E 2013 8,6

EV/EBITDA 2012 6,1
EV/EBITDA 2013 5,5

Cena bieżąca 9,87 PLN
Cena docelowa 10,0 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	687,4	614,5	11,9%	2 647,2	2 765,6	-4,3%	2 409,6	2 647,2	-9,0%
EBITDA	66,3	92,3	-28,2%	158,5	336,3	-52,9%	176,9	158,5	11,6%
marża	9,6%	15,0%	-	6,0%	12,2%	-	7,3%	6,0%	22,6%
EBIT	46,3	72,9	-36,5%	86,5	257,7	-66,4%	105,2	86,5	21,7%
Zysk brutto	42,5	69,4	-38,8%	82,0	244,8	-66,5%	106,5	82,0	29,8%
Zysk netto	34,4	67,4	-49,0%	76,2	311,9	-75,6%	86,2	76,2	13,2%

Pogorszenie koniunktury w NPK i wzrost kosztów surowca w bieli

W 1Q'2012 oczekujemy pogorszenia wyników w Policach zarówno w obszarze bieli tytanowej, jak i części nawozowej. W pierwszym przypadku będzie to związane z podwojeniem cen głównych surowców w dotychczasowym kontrakcie przy utrzymaniu się cen produktu na poziomie z 4Q. Obniży to marżę nawet o kilkanaście mln PLN. Jeśli chodzi o segment nawozowy to znacznie mniejsza będzie kontrybucja ze strony amoniaku (spadek marż i ograniczenie dostaw gazu). Spodziewamy się również spadku marż i wolumenów sprzedaży NPK z uwagi na zastój na globalnych rynkach po bardzo dobrej końcówce ubiegłego roku. Benchmarki wskazują, że ceny DAP spadły q/q o 15% a mieszanki NPK o 8%, co przy znacznie mniejszej korekcie na surowcach implikuje wyraźne obniżenie jednostkowej rentowności. Na poziomie działalności finansowej nie oczekujemy istotnych odchyśleń w stosunku do poprzedniego okresu. Zakładamy, że Spółka zaksięguje standardowy podatek dochodowy, co implikuje zysk netto na poziomie 34 mln PLN.



Chemia

ZA Puławy

Redukuj

Analitik:
Kamil Kliszcz

P/E 12/13 10,6
P/E 13/14 10,4

EV/EBITDA 12/13 5,4
EV/EBITDA 13/14 5,3

Cena bieżąca 98,00 PLN
Cena docelowa 85,54 PLN

(mln PLN)	IIIQ11/12P	IIIQ10/11	zmiana	I-IIIQ11/12P	I-IIIQ10/11	zmiana	2011/12P	2010/11	zmiana
Przychody	1 032,6	897,6	15,0%	2 849,7	1 994,7	42,9%	3 440,5	2 882,3	19,4%
EBITDA	291,9	266,1	9,7%	638,1	276,2	131,0%	332,5	430,8	-22,8%
marża	28,3%	29,6%	-	22,4%	13,8%	-	9,7%	14,9%	-
EBIT	261,6	239,5	9,2%	549,6	209,2	162,8%	220,5	344,9	-36,1%
Zysk brutto	263,9	244,4	8,0%	563,0	221,3	154,4%	218,9	364,3	-39,9%
Zysk netto	213,8	197,9	8,0%	450,1	176,6	154,9%	177,3	296,6	-40,2%

Krajowa sprzedaż nawozów wywinduje wyniki

W trzecim kwartale roku obrotowego ZA Puławy powinny wypracować rekordowy wynik operacyjny sięgający 262 mln PLN. Będzie to przede wszystkim pochodną bardzo wysokiej rentowności osiąganą na sprzedaży nawozów w kraju, gdzie spadek globalnych benchmarków nie był jeszcze odczuwalny, a ceny gazu pozostawały jeszcze na niższym poziomie. Szczególnie korzystnie, co było widać już w poprzednim kwartale, prezentują się marże na moczniku. Te tendencje zostały zapewne wykorzystane do przekierowania części tego produktu z instalacji melaminowej na rynki nawozowe, z uwagi na cały czas słabnące marże na melaminie. Jeśli chodzi o kaprolaktam to benchmarki wskazują na 15% spadek modelowej marży liczonej względem benzenu, ale nadal są to poziomy gwarantujące dość wysokie zyski dla ZAP. W tym kwartale nie oczekujemy żadnego wpływu ze strony sprzedaży jednostek redukcji emisji, tym bardziej że ceny rynkowe uprawnień nie zachęcają do takich transakcji. Przy lekko dodatnim saldzie na działalności finansowej, zysk netto szacujemy na 213,8 mln PLN.

Energetyka



Energetyka

Analityk:
Kamil Kliszczyk

CEZ

P/E 2012 9,4 EV/EBITDA 2012 6,2
P/E 2013 9,3 EV/EBITDA 2013 6,3

Redukuj

Cena bieżąca 127,8 PLN
Cena docelowa 124,9 PLN

(mln CZK)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	58 780,8	56 805,0	3,5%	213 244,4	209 761,0	1,7%	230 025,0	213 244,4	7,9%
EBITDA	25 650,3	26 622,0	-3,7%	89 786,0	87 312,0	2,8%	87 999,1	89 786,0	-2,0%
marża	43,6%	46,9%	-	42,1%	41,6%	-	38,3%	42,1%	-
EBIT	19 412,3	20 564,0	-5,6%	63 250,0	61 542,0	2,8%	60 677,8	63 250,0	-4,1%
Zysk brutto	19 486,0	21 086,0	-7,6%	55 108,8	51 952,0	6,1%	55 487,3	55 108,8	0,7%
Zysk netto	15 783,7	17 259,0	-8,5%	44 047,3	40 830,0	7,9%	44 854,8	44 047,3	1,8%

Spadek wyników spowodowany brakiem zysków z CO₂ i stratami w Albanii

W 1Q'2012 mimo nieznacznego wzrostu cen energii zabezpieczonych kontraktami terminowymi (52,5 EUR/MWh vs. 52 EUR/MWh) zakładamy minimalny spadek zysków CEZ w ujęciu r/r. Będzie to spowodowane nieco gorszym wynikiem segmentu wytwarzania (13,3 mld CZK vs. 13,6 mld CZK) spowodowanym mniejszą produkcją w elektrowniach atomowych oraz brakiem zysków z uprawnień emisyjnych (1,3 mld CZK rok wcześniej), które nie w pełni będą skompensowane wyższymi zyskami z rumuńskich farm wiatrowych. W obszarze dystrybucji koncern również zanotuje naszym zdaniem pogorszenie rezultatów (4,1 mld CZK vs. 4,9 mld CZK), co będzie pochodną mniej korzystnego współczynnika korygującego w Czechach oraz stratami w spółce albańskiej (efekt wprowadzonych bardzo niekorzystnych taryf implikujących straty na działalności handlowej). Segment wydobywczy także nie będzie kontrybuował pozytywnie do dynamiki rocznej (0,8 mld CZK vs. 0,9 mld CZK) z uwagi na spadek cen węgla r/r. Na poziomie działalności finansowej oczekujemy niewielkiego dodatniego salda z uwagi na pozytywną kontrybucję wyceny opcji na akcje MOL-a, niższą kwotę podatku od darmowych uprawnień (spadek cen CO₂), poprawę zysków ze spółek tureckich oraz dodatnie różnice kursowe. Ostatecznie jednak wynik netto będzie niższy r/r o około 8,5%.



Energetyka

Analityk:
Kamil Kliszczyk

Enea

P/E 2012 8,2 EV/EBITDA 2012 3,3
P/E 2013 8,0 EV/EBITDA 2013 3,6


Akumuluj

Cena bieżąca 16,48 PLN
Cena docelowa 21,24 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	2 722,7	2 472,2	10,1%	10 336,7	9 690,1	6,7%	11 135,9	10 336,7	7,7%
EBITDA	432,8	439,4	-1,5%	1 746,3	1 561,7	11,8%	1 927,0	1 746,3	10,3%
marża	15,9%	17,8%	-	16,9%	16,1%	-	17,3%	16,9%	-
EBIT	241,4	282,8	-14,6%	1 102,4	850,7	29,6%	1 192,0	1 102,4	8,1%
Zysk brutto	269,4	311,8	-13,6%	1 097,6	993,7	10,5%	1 118,0	1 097,6	1,9%
Zysk netto	218,2	246,4	-11,5%	889,1	801,2	11,0%	905,6	889,1	1,9%


Ujemna dynamika EBIT z uwagi na wyższą amortyzację i wysoką bazę w obrocie

W 1Q'2012 w Enei oczekujemy negatywnej dynamiki zysków do czego w największym stopniu przyczyni się wysoka baza w segmencie obrotu. W ubiegłym roku w tym obszarze wygenerowano aż 78 mln PLN, ale głównie dzięki zmianom rezerw na świadczenia pochodzenia w kwocie 30 mln PLN i dlatego teraz zakładamy spadek EBIT do 47 mln PLN. W segmencie wytwarzania mimo konsolidacji EC Białostok zakładamy płaskie wyniki operacyjne r/r (97 mln PLN vs. 106 mln PLN) z uwagi na księgowanie 15 mln PLN dodatkowej amortyzacji uprawnień do emisji CO₂ rozpoznanych przy rozliczaniu transakcji przejęcie tej elektrociepłowni. Wyniki obciążą również wyższe koszty węgla i biomasy oraz słabsze rezultaty elektrowni wodnych z uwagi na mniej korzystne warunki hydrologiczne. Dystrybucja zgodnie z modelem zwrotu z WRA powinna poprawić rezultat sprzed roku o około 10 mln PLN do 136 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej nie oczekujemy specjalnych odchyleń w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, stąd wynik netto powinien sięgnąć 218 mln PLN.

		Energetyka		PGE			Kupuj		
		Analityk: Kamil Kliszcz		P/E 2012	7,9	EV/EBITDA 2012	4,0	Cena bieżąca	18,89 PLN
			P/E 2013	8,9	EV/EBITDA 2013	4,2			
(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	8 056,4	7 294,2	10%	30 022,9	28 111,4	6,8%	32 033,3	30 022,9	6,7%
EBITDA	2 422,7	2 178,7	11%	8 338,1	6 855,0	21,6%	7 896,2	8 338,1	-5,3%
marża	30,1%	29,9%	-	27,8%	24,4%	-	24,6%	27,8%	-
EBIT	1 721,9	1 519,6	13%	5 587,4	4 144,5	34,8%	5 114,4	5 587,4	-8,5%
Zysk brutto	1 767,0	1 571,1	12%	5 612,2	6 165,4	-9,0%	4 944,1	5 612,2	-11,9%
Zysk netto	1 409,6	1 239,2	14%	4 459,1	4 935,4	-9,7%	3 931,7	4 459,1	-11,8%

Wzrost r/r dzięki kontrybucji nowego bloku w Bełchatowie

W 1Q'2012 PGE powinna zanotować wzrost zysku operacyjnego r/r o ponad 200 mln PLN mimo zakładanych niższych o 108 mln PLN rekompensat z tytułu rozwiązania KDT. Będzie to możliwe dzięki wysokiej produkcji w elektrowniach opalanych węglem brunatnym, w tym w nowym bloku w Bełchatowie przy wzroście cen energii średnio o 5%. Zakładamy że pozwoli to na poprawę wyników segmentu wytwarzania do poziomu 1,29 mld PLN z 1,1 mld PLN (bez KDT-ów 1,22 mld PLN vs. 0,96 mld PLN rok wcześniej). Wraz ze wzrostem produkcji energii, poprawę wyników powinien zanotować segment obrotu hurtowego (57 mln PLN vs. 50 mln PLN) z uwagi na wyższe przychody prowizyjne. W segmencie dystrybucji również Spółka zanotuje wzrost EBIT (278 mln PLN vs. 252 mln PLN) dzięki wyższym taryfom i rosnącej stopie zwrotu z aktywów przesyłowych. W obszarze detalicznym zakładana poprawa zysków (62 mln PLN vs. 57 mln PLN) będzie wynikać z podwyżki taryfy G i niewielkiego rozszerzenia marż na zliberalizowanej części rynku. W segmencie OZE słabsze warunki hydrologiczne nie pozwolą na osiągnięcie ubiegłorocznych poziomów. Na poziomie działalności finansowej oczekujemy korzystniejszego salda odsetkowego (wzrost średniego poziomu gotówki) oraz dodatnich różnic kursowych na kredytach walutowych w kwocie 58 mln PLN. W tym kontekście wynik netto powinien sięgnąć 1,4 mld PLN. W naszych prognozach zakładamy, że w 1Q rezerwy na PDO (zapowiadane 270 mln PLN w całym roku) nie będą jeszcze rozpoznawane.

		Energetyka		Tauron			Kupuj		
		Analityk: Kamil Kliszcz		P/E 2012	6,3	EV/EBITDA 2012	3,5	Cena bieżąca	4,86 PLN
			P/E 2013	8,2	EV/EBITDA 2013	3,6			
(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	5 604,3	5 299,1	5,8%	25 380,5	20 755,2	22,3%	26 769,3	25 380,5	5,5%
EBITDA	922,4	860,6	7,2%	3 606,6	3 023,0	19,3%	3 579,5	3 606,6	-0,8%
marża	16,5%	16,2%	-	14,2%	14,6%	-	13,4%	14,2%	-
EBIT	522,4	511,0	2,2%	1 999,6	1 611,5	24,1%	1 725,0	1 999,6	-13,7%
Zysk brutto	454,1	486,7	-6,7%	1 704,1	1 565,9	8,8%	1 326,1	1 704,1	-22,2%
Zysk netto	361,6	382,5	-5,5%	1 356,8	1 220,0	11,2%	1 039,3	1 356,8	-23,4%

Kwartał zainfekowany rezerwami na PDO, oczyszczony EBIT znacznie wyższy r/r

W 1Q'2012 Tauron prawdopodobnie zaksięguje rezerwy związane z ogłoszonym programem dobrowolnych odejść w segmencie wytwarzania. PDO ma objąć 1300 osób stąd skala rezerw może w kwartale sięgnąć 50 mln PLN. W tym kontekście EBIT obszaru produkcyjnego szacujemy tylko na 137 mln PLN przy rekompensatach KDT na poziomie 90 mln PLN. W kopalniach węgla zakładamy już dodatni wynik z uwagi na uporanie się z problemami technicznymi i wzrostem wolumenu wydobywania (EBIT 19 mln PLN vs. -4,4 mln PLN rok wcześniej). W obszarze dystrybucji wzrost zysków r/r będzie znaczący (233 mln PLN vs. 167 mln PLN) nie tylko ze względu na taryfowy efekt rosnącego zwrotu z WRA, ale przede wszystkim na konsolidację przejętych aktywów GZE. Podobny efekt będzie zauważalny w obszarze obrotu, ale generalnie obniżenie marż handlowych na energii kupowanej z zewnątrz nie pozwoli na powtórzenie bardzo dobrych wyników sprzed roku (80 mln PLN vs. 92 mln PLN). Lepszy wynik r/r zanotuje natomiast obszar OZE (40 mln PLN vs. 34 mln PLN), głównie dzięki konsolidacji wyników 2 farm wiatrowych, które zneutralizują słabszy wynik elektrowni wodnych. Na poziomie działalności finansowej widoczne będą podwyższone koszty finansowania długu na przejście aktywów Vattenfalla w kwocie około 50 mln PLN i ostatecznie zysk netto wyniesie 361 mln PLN.

Telekomunikacja



Telekomunikacja

Analitik:
Piotr Grzybowski

Netia

P/E 2012 19,9 EV/EBITDA 2012 5,0
P/E 2013 16,3 EV/EBITDA 2013 4,3

Redukuj

Cena bieżąca 6,06 PLN
Cena docelowa 5,70 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	531,0	401,2	32,4%	2 283,0	1 618,8	41,0%	2 274,7	2 283,0	-0,4%
EBITDA	136,3	98,0	39,1%	584,3	611,5	-4,4%	615,5	584,3	5,3%
marża	25,7%	24,4%	-	25,6%	37,8%	-	27,1%	25,6%	-
EBIT	18,1	26,1	-30,5%	176,8	302,7	-41,6%	218,1	176,8	23,3%
Zysk brutto	7,1	29,1	-75,7%	132,0	317,3	-58,4%	176,4	132,0	33,6%
Zysk netto	5,7	-23,0	-124,7%	118,8	248,8	-52,2%	144,6	118,8	21,8%

Poprawa wyników tylko dzięki akwizycjom

W pierwszym kwartale synergie przewidywane przez zarząd w związku z akwizycjami Dialogu i Crowleya nie będą według nas jeszcze widoczne. Szacujemy, że nowe nabytki przyniosą około 132 mln PLN przychodów oraz 39 mln PLN dodatkowej EBITDA podczas gdy pozostałe aktywa Grupy zaledwie powtórzą ubiegłoroczne osiągnięcie. W rozbiciu segmentowym oczekujemy przychodów z transmisji danych na poziomie 165,9 mln PLN (+12,2% r/r) oraz wpływów ze sprzedaży tradycyjnych usług głosowych w wysokości 202,1 mln PLN (z wyłączeniem opłat interkonektowych), tj. o 58,3% więcej niż przed rokiem. Zadłużenie zaciągnięte pod zakup nowych aktywów wygeneruje w okresie saldo na działalności finansowej na poziomie -11,0 mln PLN. W zakresie danych operacyjnych nie spodziewamy się, by kwartał przyniósł poprawę w zakresie liczby użytkowników usługi szerokopasmowego dostępu do internetu. Dla usługi telefonii stacjonarnej oczekujemy utraty kolejnych 10 tys. klientów. Usługa telewizyjna może naszym zdaniem zyskiwać dzięki agresywnemu marketingowi (około 7 tys.), jednak wzrost liczby jej abonentów będzie wynikał w dużej mierze z niskiej i niedojrzalej bazy abonenckiej, co niweluje efekt churnu.



Telekomunikacja

Analitik:
Piotr Grzybowski

TPSA

P/E 2012 18,6 EV/EBITDA 2012 4,8
P/E 2013 16,6 EV/EBITDA 2013 4,6

Trzymaj

Cena bieżąca 16,70 PLN
Cena docelowa 17,40 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	3553,7	3729,0	-4,7%	14 529,6	14 922,0	-2,6%	14 537,3	14 529,6	0,1%
EBITDA	1303,7	1345,0	-3,1%	5 456,8	5 984,0	-8,8%	5 485,7	5 456,8	0,5%
marża	36,7%	36,1%	-	37,6%	40,1%	-	37,7%	37,6%	-
EBIT	490,7	367,0	33,7%	1 849,3	2 217,0	-16,6%	2 016,8	1 849,3	9,1%
Zysk brutto	398,7	236,0	68,9%	1 482,7	1 785,0	-16,9%	1 666,1	1 482,7	12,4%
Zysk netto	322,9	189,0	70,9%	1 199,0	1 917,0	-37,5%	1 347,6	1 199,0	12,4%

Redukcja kosztów hamuje erozję wyniku

Wygaśnięcie efektu styczniowej obniżki stawek MTR, a także mocna redukcja kosztów i amortyzacji spowodują według nas, że erozja wyniku TPSA czasowo ulegnie pewnemu wyhamowaniu. Zakładamy, że segment telefonii komórkowej osiągnie 1709 mln PLN przychodów (+1,1% r/r). W segmencie telefonii stacjonarnej oczekujemy 1074 mln PLN przychodów (wobec 1190 mln PLN w 1Q2011 tj. -9,8% r/r) oraz zredukowania liczby aktywnych linii o kolejne 150 tys. wobec ubiegłego kwartału. Ponadto spodziewamy się 600 mln PLN z obszaru usług przesyłu danych (64 mln PLN z dzierżawy łączy, 160 mln PLN z transmisji danych i 375 mln PLN z szerokopasmowego dostępu i telewizji) oraz 171 mln PLN wpływu ze sprzedaży towarów i pozostałych obszarów działalności. Po stronie kosztowej prognozujemy dalszy spadek amortyzacji (810 mln PLN vs. 978 mln PLN przed rokiem) oraz kosztów pracowniczych (459 mln PLN vs. 556 mln PLN przed rokiem). Koszty zewnętrznych zakupów szacujemy na 1701 mln PLN, a saldo pozostałej działalności operacyjnej na -92 mln PLN (w tym 10 mln PLN rezerw na kary i postępowania sądowe).

Media



Media

Analitik:
Piotr Grzybowski

Agora

P/E 2012 19,8 EV/EBITDA 2012 3,7
P/E 2013 17,8 EV/EBITDA 2013 3,4

Kupuj

Cena bieżąca 11,76 PLN
Cena docelowa 15,30 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	282,7	295,8	-4,4%	1 220,3	1 234,6	-1,2%	1 250,6	1 220,3	2,5%
EBITDA	21,7	32,2	-32,6%	130,9	144,7	-9,6%	135,1	130,9	3,2%
marża	7,7%	10,9%	-	10,7%	11,7%	-	10,8%	10,7%	-
EBIT	-1,3	10,2	-112,8%	40,8	51,9	-21,4%	43,6	40,8	7,0%
Zysk brutto	2,4	9,5	-74,8%	38,8	55,0	-29,4%	43,3	38,8	11,4%
Zysk netto	-1,7	6,1	-128,0%	30,3	42,2	-28,2%	33,6	30,3	10,8%

W prasie nadal zadyszka

Początek roku przyniósł kontynuację mocnego spadku wartości wydatków na reklamę prasową (-15,7% r/r w Gazecie Wyborczej, -13,0% w całym segmencie prasowym Agory). Spadku wpływów z reklam oczekujemy również w segmencie czasopism (-9,0% r/r). Pozostałe segmenty odnotują według nas pozytywną dynamikę wpływów z reklamy (outdoor +3,4% r/r, internet +5,0%, radio +4,0). Na poziomie EBITDA wzrosty te pozwolą na niewielką poprawę wyników we wszystkich trzech segmentach. Okaże się to jednak niewystarczające, by zrównoważyć spadek wyniku w segmencie prasowym. W kinie oczekujemy 3% spadku liczby sprzedanych biletów. Po stronie kosztowej spodziewamy się 1,1% dynamiki kosztów materiałów i energii oraz 1,5% wzrostu r/r kosztów wynagrodzeń. Spadną natomiast wydatki związane z reprezentacją i reklamą (-4,2% r/r) oraz rozpoznany koszt programu motywacyjnego (0,9 mln PLN).



Media

Analitik:
Piotr Grzybowski

Cinema City

P/E 2012 12,9 EV/EBITDA 2012 6,6
P/E 2013 10,6 EV/EBITDA 2013 5,7

Trzymaj

Cena bieżąca 30,70 PLN
Cena docelowa 33,50 PLN

(mln EUR)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	59,4	65,8	-9,7%	296,0	267,5	10,7%	323,7	296,0	9,4%
EBITDA	13,0	11,0	18,3%	61,7	50,1	23,1%	69,7	61,7	12,9%
marża	21,9%	16,7%	-	20,9%	18,7%	-	21,5%	20,9%	-
EBIT	6,0	4,9	22,3%	37,3	24,7	50,8%	44,6	37,3	19,7%
Zysk brutto	4,9	4,4	11,9%	34,7	21,1	64,7%	42,5	34,7	22,3%
Zysk netto	4,5	3,6	22,5%	29,0	20,9	38,6%	35,5	29,0	22,3%

Nadal bez wyraźnej poprawy w Palace Cinema

Oczekujemy, że liczba biletów sprzedanych w 1Q2012 spadnie r/r o 3,9% do 8,72 mln. Ponadto spodziewamy się, że średnia cena biletów obniży się o 2,4% r/r do 4,1 EUR, na co kluczowy wpływ będzie miało umocnienie euro w relacji do walut regionu, w którym działa spółka. W efekcie wpływy ze sprzedaży biletów wyniosą 35,8 mln EUR tj. o 12,7% mniej niż przed rokiem. Przychody ze sprzedaży barowej wyniosą 11,7 mln EUR, a sprzedaż reklam przyniesie 7,0 mln EUR. Przychody z dystrybucji szacujemy na poziomie 4,4 mln EUR. Po stronie kosztowej oczekujemy, że spółka nie będzie już rozpoznawać dalszych kosztów restrukturyzacji Palace Cinema. Wciąż jednak efekty restrukturyzacyjne nie będą w pełni widoczne, a poprawa marży dzięki niej osiągnięta zostanie częściowo zniwelowana przez negatywny efekt dźwigni operacyjnej.



Media

Cyfrowy Polsat Trzymaj

Analitik:
Piotr Grzybowski

P/E 2012 12,1 EV/EBITDA 2012 7,8
P/E 2013 11,5 EV/EBITDA 2013 7,3

Cena bieżąca 13,65 PLN
Cena docelowa 14,80 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	652,6	402,8	62,0%	2 842,4	2 365,9	20,1%	2 952,3	2 842,4	3,9%
EBITDA	217,2	123,6	75,7%	865,9	736,2	17,6%	906,3	865,9	4,7%
marża	33,3%	30,7%	-	30,5%	31,1%	-	30,7%	30,5%	-
EBIT	162,2	96,0	69,0%	692,4	562,0	23,2%	713,4	692,4	3,0%
Zysk brutto	198,9	93,6	112,4%	494,1	191,6	157,9%	531,0	494,1	7,5%
Zysk netto	161,1	76,4	110,9%	400,2	159,7	150,6%	430,1	400,2	7,5%

Udany kwartał

Pierwszy kwartał roku był naszym zdaniem udany dla Cyfrowego Polsatu. W segmencie nadawania telewizyjnego spółka nadal korzystała (choć w dużo mniejszym niż w poprzednich kwartałach zakresie) z rozszerzenia dystrybucji swoich kanałów tematycznych, co mimo słabej kondycji rynku reklamowego pozwoliło uzyskać w segmencie 71 mln PLN EBITDA. Z kolei w segmencie usług dla klientów indywidualnych wprowadzenie usługi multiroom powinno mieć pozytywny wpływ na realizowane przez spółkę ARPU i obok umocnienia złotego wpływać na poprawę realizowanych wyników. Szacujemy, że EBITDA tego segmentu wyniesie 147 mln PLN. Na saldzie na działalności finansowej spółka rozpozna 85,0 mln PLN zysku z przeszacowania zadłużenia walutowego i instrumentów zabezpieczających oraz około 53,6 mln PLN kosztów związanych z finansowaniem



Media

TVN

Trzymaj

Analitik:
Piotr Grzybowski

P/E 2012 10,9 EV/EBITDA 2012 7,6
P/E 2013 10,3 EV/EBITDA 2013 6,8

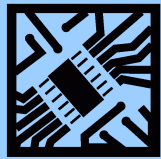
Cena bieżąca 9,35 PLN
Cena docelowa 10,30 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	429,0	582,4	-26,3%	2 779,8	2 466,1	12,7%	2 920,9	2 779,8	5,1%
EBITDA	105,4	116,5	-9,5%	713,8	659,8	8,2%	772,9	713,8	8,3%
marża	24,6%	20,0%	-	25,7%	26,8%	-	26,5%	25,7%	-
EBIT	83,4	52,7	58,5%	456,9	432,7	5,6%	529,3	456,9	15,9%
Zysk brutto	209,6	-25,9	-	334,8	-206,8	-	382,6	334,8	14,3%
Zysk z działalności kontynuowanej	176,1	-40,5	-	293,5	-317,4	-	309,9	293,5	-
Zysk z działalności zaniechanej	-46,1	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Zysk netto	130,0	-40,5	-	293,5	-317,4	-	309,9	293,5	5,6%

Telewizja nadal pod presją

Przeniesienie segmentu płatnej telewizji do działalności zaniechanej skutkować będzie mocnym spadkiem przychodów oraz poprawą wyniku operacyjnego Grupy. Oczekujemy, że po słabszym czwartym kwartale przychody reklamowe Grupy wzrosną o 2,5%. Wzrost kosztów programingu w segmencie telewizyjnym przewyższy jednak wzrost wpływów z reklamy, co przekładać się będzie na dalszy spadek wyniku EBITDA w segmencie nadawania telewizyjnego (ze 113,7 mln PLN do 102,1 mln PLN). W segmencie online spodziewamy się wzrostu EBITDA z 19,5 mln PLN do 20,5 mln PLN. Na saldzie na działalności finansowej spółka rozpozna 198,3 mln PLN zysku na przeszacowaniu zadłużenia walutowego oraz 81,5 mln PLN kosztów odsetkowych. Efektywna stawka podatkowa wyniesie w związku z wyodrębnieniem marek do osobnej spółki zależnej 16%. Strata na działalności zaniechanej wyniesie 46,1 mln PLN.

IT



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

AB

 P/E 2012 7,6 EV/EBITDA 2012 6,2
 P/E 2013 6,8 EV/EBITDA 2013 5,7

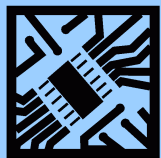
Trzymaj

 Cena bieżąca 20,40 PLN
 Cena docelowa 22,50 PLN

(mln PLN)	IIIQ11/12P	IIIQ10/11	zmiana	I-IIIQ11/12P	I-IIIQ10/11	zmiana	2011/12P	2010/11P	zmiana
Przychody	983,2	853,4	15,2%	3 356,6	2 763,4	21,5%	3 671,8	3 564,4	3,0%
EBITDA	14,7	10,6	38,0%	75,5	55,8	35,3%	69,9	69,7	0,2%
marża	1,5%	1,2%	-	-	-	-	1,9%	2,0%	-
EBIT	12,2	8,3	47,0%	67,9	49,1	38,3%	61,1	60,9	0,4%
Zysk brutto	10,2	9,3	9,1%	49,2	51,7	-4,8%	49,8	62,2	-20,0%
Zysk netto	8,2	7,7	7,6%	39,9	43,4	-8,0%	40,3	51,7	-21,9%

Minimalnie lepiej niż przed rokiem

Na wyniki AB w pierwszym kwartale kalendarzowym pozytywny wpływ miało wyhamowanie w marcu spadku kursu czeskiej korony w relacji do polskiego złotego, co pozwoliło na utrzymanie przeliczania wyników ATC po korzystnym kursie. Dynamika wzrostu przychodów nieco zwolniła głównie na skutek słabszej koniunktury w marcu i wyniosła zarówno na polskim jak i czeskim rynku około 15%. Marżę brutto szacujemy na poziomie 5,0%, przy kosztach ogólnych działalności w wysokości 31,5 mln PLN.



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Action

 P/E 2012 10,3 EV/EBITDA 2012 7,1
 P/E 2013 9,5 EV/EBITDA 2013 6,6

Redukuj

 Cena bieżąca 23,00 PLN
 Cena docelowa 18,10 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	713,5	540,1	32,1%	2 787,6	2 804,8	-0,6%	3 008,8	2 787,6	7,9%
EBITDA	15,8	14,1	11,4%	64,0	68,8	-7,0%	66,8	64,0	4,5%
marża	2,2%	2,6%	-	2,3%	2,5%	-	2,2%	2,3%	-
EBIT	12,8	11,3	13,3%	52,0	57,3	-9,3%	54,7	52,0	5,2%
Zysk brutto	11,4	10,2	11,2%	47,4	52,2	-9,2%	60,3	47,4	27,2%
Zysk netto	9,2	8,5	8,2%	38,4	42,4	-9,5%	41,4	38,4	8,0%

Wzrost przychodów, ale dużo mniejszy zysków

Oczekujemy, że dynamika wzrostu przychodów Actionu zwolniła w porównaniu do rekordowego czwartego kwartału wciąż jednak utrzymując się na wysokim ponad 30% poziomie. Obniżenie marż w połączeniu z dodatkowymi kosztami związanymi ze sponsoringiem Legii Warszawa spowodują jednak, że wzrosty zanotowane na pozostałych poziomach rachunku wyników będą już mniej imponujące. Oczekujemy, że rentowność brutto na sprzedaży wyniesie 6,4% vs. 6,9% przed rokiem. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosą natomiast 31,9 mln PLN wobec 29,4 mln PLN przed rokiem.



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

ASBIS

Trzymaj

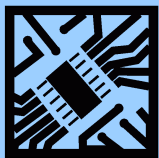
 P/E 2012 8,3 EV/EBITDA 2012 4,9
 P/E 2013 7,3 EV/EBITDA 2013 5,0

Cena bieżąca 2,48 PLN
Cena docelowa 2,60 PLN

(mln USD)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	368,5	349,6	5,4%	1 533,7	1 482,1	3,5%	1 642,8	1 533,7	7,1%
EBITDA	5,1	4,5	12,7%	17,7	18,8	-6,1%	18,9	17,7	6,8%
marża	1,4%	1,3%	-	1,2%	1,3%	-	1,1%	1,2%	-
EBIT	4,3	3,8	14,0%	14,6	15,7	-6,9%	15,7	14,6	7,8%
Zysk brutto	1,9	1,1	75,4%	6,8	6,9	-0,3%	7,7	6,8	13,3%
Zysk netto	1,3	0,8	68,9%	5,2	5,4	-3,2%	6,0	5,2	13,6%

Lepiej niż przed rokiem

Asbis zanotuje niewielką poprawę wyników w porównaniu do ubiegłego roku, a wpływ na nią będą miały częściowo efekty wyższych marż na dyskach twardej, które powinny przynieść spółce niewielki dodatkowy zarobek również w 1Q2012 oraz wprowadzone przez zarząd oszczędności w kosztach działalności. Oczekujemy utrzymania porównywalnych marż w ujęciu r/r (5,5% rentowności brutto). Zakładamy przy tym neutralny wpływ różnic kursowych na realizowany wynik. Koszty ogólne działalności wyniosą 16,1 mln USD wobec 15,7 mln USD przed rokiem.



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Asseco Poland

Kupuj

 P/E 2012 8,7 EV/EBITDA 2012 5,2
 P/E 2013 8,1 EV/EBITDA 2013 4,7

Cena bieżąca 47,30 PLN
Cena docelowa 65,00 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	1 278,9	1 196,9	6,8%	4 862,1	4 960,0	-2,0%	5 117,8	4 862,1	5,3%
EBITDA	213,7	220,6	-3,1%	844,3	838,6	0,7%	873,7	844,3	3,5%
marża	16,7%	18,4%	-	17,4%	16,9%	-	17,1%	17,4%	-
EBIT	159,4	181,6	-12,2%	688,6	644,6	6,8%	715,3	688,6	3,9%
Zysk brutto	172,4	180,8	-4,7%	723,4	718,5	0,7%	768,7	723,4	6,3%
Zysk netto	93,5	97,2	-3,8%	421,2	397,1	6,1%	450,3	421,2	6,9%

Kwartał bez historii

Asseco Poland zaprezentuje naszym zdaniem w pierwszym kwartale spadek wyniku operacyjnego w ujęciu r/r. Wynikać to będzie częściowo ze wzrostu amortyzacji spowodowanego zmianą metod amortyzacyjnych w Formuli Systems. Na wyniki wpływ będzie też miał zysk związany z odzyskaniem kontroli nad Sapiens International w Grupie Formula. Asseco rozpozna w związku z tym 13,7 mln PLN przychodu finansowego, który w połowie jednak przypadając będzie akcjonariuszom mniejszościowym Formuli Systems powiększając wynik mniejszości do 47,9 mln PLN.

Na poziomie skonsolidowanego zysku operacyjnego oczekujemy, że jednostka dominująca wypracuje EBIT w wysokości 74,0 mln PLN, Formula Systems osiągnie 42,0 mln PLN EBIT, Asseco Business Solutions 7,6 mln PLN zysku operacyjnego, Asseco CE 16,8 mln PLN zysku operacyjnego, a ASEE wypracuje EBIT na poziomie 11,4 mln PLN.



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Comarch

Redukuj

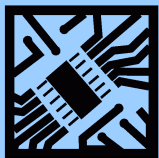
 P/E 2012 15,7 EV/EBITDA 2012 7,0
 P/E 2013 14,6 EV/EBITDA 2013 6,2

Cena bieżąca 62,50 PLN
Cena docelowa 45,90 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	165,3	147,5	12,1%	825,3	784,6	5,2%	877,5	825,3	6,3%
EBITDA	13,2	-0,2	-	64,8	81,3	-20,3%	70,9	64,8	9,4%
marża	8,0%	-0,1%	-	7,9%	10,4%	-	8,1%	7,9%	-
EBIT	0,1	-7,4	-	28,3	39,6	-28,7%	34,8	28,3	23,0%
Zysk brutto	1,1	-5,9	-	31,6	40,6	-22,3%	38,6	31,6	22,2%
Zysk netto	2,1	-0,9	-	32,1	37,5	-14,4%	34,5	32,1	7,6%

Na operacyjnym plusie

Pierwszy kwartał był w naszej opinii udany dla spółki. Słabszy r/r kurs złotego sprzyjał rentowności kluczowej dla Comarchu działalności eksportowej, a ponadto lepszy niż dotychczas wynik zaprezentował niemiecki Comarch SuB. Oczekujemy też, że spółka rozpozna w 1Q2012 sporą część prac wykonanych w ramach kontraktu dla Eplusa. W związku z tym spodziewamy się wzrostu przychodów do 165,3 mln PLN (+12,1% r/r) oraz dobrej rentowności (18,2% vs. 15,7% przed rokiem). W związku z uruchomieniem placówki diagnostycznej spodziewamy się wzrostu straty operacyjnej realizowanej przez spółki celowe: z 2,0 mln PLN przed rokiem do 3,1 mln PLN w 1Q2012. Strata operacyjna Comarchu SuB zmaleje z 1,7 mln EUR do 0,5 mln EUR.



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Sygnity

Trzymaj

 P/E 2012 15,9 EV/EBITDA 2012 6,5
 P/E 2013 11,3 EV/EBITDA 2013 5,4

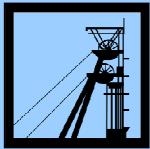
Cena bieżąca 22,95 PLN
Cena docelowa 23,00 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	109,8	112,0	-2,0%	611,8	566,0	8,1%	655,6	611,8	7,2%
EBITDA	4,0	5,9	-32,3%	43,5	23,4	86,1%	49,1	43,5	12,9%
marża	3,6%	5,2%	-	7,1%	4,1%	-	7,5%	7,1%	-
EBIT	0,3	1,4	-80,0%	27,6	8,0	245,2%	32,9	27,6	19,3%
Zysk brutto	-1,4	-0,9	-	21,7	2,0	-	30,4	21,7	39,8%
Zysk netto	-1,2	-1,2	-	17,2	8,2	109,8%	24,2	17,2	40,8%

Słaby start w 2012 rok

Sygnity zaprezentuje w naszej opinii przeciętne wyniki za pierwszy kwartał 2012 roku. Wysoka baza poprzedniego roku (spółka rozpoznała wtedy część przychodów z kontraktów, które przesunięte zostały z 4Q2010) spowoduje, że spółka mimo dobrego całorocznego backlogu odnotuje spadek przychodów w kwartale. Oczekujemy spadku rentowności brutto na sprzedaży do 18,1% w porównaniu do 20,4% odnotowanych przed rokiem, na co wpływ będzie miał większy udział sprzętu i rozwiązań obcych w miksie sprzedażowym, a także ogólnie niższa rentowność realizowanych w okresie zamówień. Na poziomie kosztów ogólnych działalności spodziewamy się rozpoznania całości oszczędności wprowadzonych w ramach restrukturyzacji, które nie były jeszcze widoczne w pełni w 1Q2011. Koszty te spadną do 19,1 mln PLN wobec 21,9 mln PLN przed rokiem.

Górnictwo i metale

Górnictwo węgla **JSW**

Kupuj

 Analitik:
 Michał Marczak

 P/E 2012 7,3
 P/E 2013 9,0

 EV/EBITDA 2012 3,0
 EV/EBITDA 2013 3,3

 Cena bieżąca 90,60 PLN
 Cena docelowa 127,00 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	1 994,9	2 267,2	-12,0%	8 605,1	9 376,8	-8,2%	8 366,3	8 605,1	-2,8%
EBITDA	676,9	989,7	-31,6%	2 797,6	3 576,9	-21,8%	2 531,8	2 797,6	-9,5%
marża	33,9%	43,7%	-	32,5%	38,1%	-	30,3%	32,5%	-
EBIT	430,9	788,7	-45,4%	1 878,9	2 732,6	-31,2%	1 535,6	1 878,9	-18,3%
Zysk brutto	426,9	774,5	-44,9%	1 857,1	2 699,1	-31,2%	1 519,5	1 857,1	-18,2%
Zysk netto	351,5	608,0	-42,2%	1 472,3	2 086,6	-29,4%	1 204,7	1 472,3	-18,2%

Wysokie wydobycie, słabe ceny

Wyniki spółki w ujęciu r/r istotnie pogarszają się, przede wszystkim za sprawą niższych cen węgla i koksu. Należy również pamiętać, że spółka wchodziła na GPW „na wynikach 1Q2011”, co może spowodować że pewne pozycje kosztowe będą obecnie wyższe niż przed rokiem. Chodzi przede wszystkim o wydatki związane z pracami przygotowawczymi (usługi obce). W naszej prognozie zakładamy, że spółka wydobędzie 2,45 mln ton węgla koksowego i 1,05 mln ton węgla energetycznego, w porównaniu z ub.r. odpowiednio: 2,3 i 0,93 mln ton. Produkcja i sprzedaż koksu wyniesie 0,8 mln ton w stosunku do 0,74 mln ton przed rokiem. Należy przy tym podkreślić, że wzrost jest efektem przejścia koksowni Zabrze i Victoria. Oznacza to, że w relacji do zainstalowanych mocy produkcyjnych produkcja utrzymuje się – podobnie jak w 4Q2011 – na niskim poziomie. Ceny sprzedaży węgla koksowego (średnia ważona dla węgla hard i semi-soft) szacujemy na 696 PLN/t (-16,8% q/q). Takie założenie zostało poczynione przy benchmarku węgla australijskiego typu hard na poziomie 235 USD/t. Cena węgla energetycznego powinna oscylować na poziomie 315 PLN/t, tj. nadal na poziomie istotnie wyższym niż średnia krajowa (ok. 280 PLN/t), co wynika z faktu, że spółka wykorzystuje słabiej sprzedający się węgiel semi-soft do produkcji wysokokalorycznego węgla energetycznego.



Metale

KGHM

Trzymaj

 Analitik:
 Michał Marczak

 P/E 2012 6,6
 P/E 2013 10,9

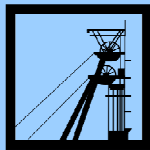
 EV/EBITDA 2012 2,3
 EV/EBITDA 2013 3,0

 Cena bieżąca 139,10 PLN
 Cena docelowa 151,50 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	5 023,0	4 773,5	5,2%	18 150,9	20 097,4	-9,7%	16 735,9	18 150,9	-7,8%
EBITDA	2 140,0	2 588,3	-17,3%	7 864,6	14 360,0	-45,2%	6 168,4	7 864,6	-21,6%
marża	42,6%	54,2%	-	43,3%	71,5%	-	36,9%	43,3%	-
EBIT	1 962,6	2 421,6	-19,0%	7 147,6	13 687,6	-47,8%	5 392,0	7 147,6	-24,6%
Zysk brutto	1 956,6	2 413,5	-18,9%	7 117,6	13 654,6	-47,9%	5 392,0	7 117,6	-24,2%
Zysk netto	1 584,8	1 958,4	-19,1%	4 224,6	11 334,5	-62,7%	2 560,7	4 224,6	-39,4%

Rośnie produkcja ze złomów, wydobycie bez zmian

W porównaniu z ub.r. wyniki KGHM istotnie pogorszą się przede wszystkim z powodu oczekiwanego przez nas ujemnego wyniku na transakcjach zabezpieczających (-250 mln PLN, 1Q2011 ponad 58 mln PLN zysku na zabezpieczeniach). W ujęciu kwartalnym cena miedzi wzrosła o 11,1% a srebra o 16% (efekt ten częściowo amortyzuje 9% umocnienie PLN w stosunku do USD). W ujęciu r/r średnia kwartalna cena miedzi w USD obniżyła się o 13,5%, ale w ujęciu złotówkowym tylko o 3%. W przypadku srebra średnia cena w PLN jest o 14,6% wyższa r/r, co również będzie miało pozytywne przełożenie na sprzężony koszt jednostkowy produkcji. Zakładana przez nas sprzedaż miedzi wzrośnie r/r o 5,3% (do 140 tys. ton, istotny wpływ na poziom przychodów), ale będzie to efekt rosnącego przerobu złomów. Wydobycie i sprzedaż miedzi pochodzącej z kopalń KGHM ukształtuje się na poziomie zbliżonym do tego sprzed roku (104 vs. 100 tys. ton). Prognoza nie zakłada konsolidacji z przejętą Quadra FNX, dla której w maju zarząd KGHM powinien przedstawić prognozy dotyczące przyszłego wydobycia jak również planowanych inwestycji.



Górnictwo węgla

LW Bogdanka Trzymaj

Analityk:

Michał Marczak

P/E 2012 14,1

P/E 2013 9,1

EV/EBITDA 2012 6,4

EV/EBITDA 2013 4,4

Cena bieżąca 123,60 PLN

Cena docelowa 132,00 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	438,8	310,0	41,6%	1 916,9	1 301,3	47,3%	2 479,6	1 916,9	29,4%
EBITDA	165,1	77,9	112,0%	722,5	450,6	60,3%	963,7	722,5	33,4%
marża	37,6%	25,1%	-	37,7%	34,6%	-	38,9%	37,7%	-
EBIT	85,0	43,7	94,5%	404,3	265,7	52,1%	605,4	404,3	49,7%
Zysk brutto	83,5	44,8	86,2%	271,9	288,2	-5,7%	386,8	271,9	42,2%
Zysk netto	66,0	36,0	83,4%	298,6	221,2	35,0%	463,5	298,6	55,2%

Rośnie wydobywanie

Oczekujemy, że w 1Q2012 spółka wypracuje 66 mln PLN zysku netto, tj. blisko dwukrotnie więcej niż w 1Q2011, ale o połowę mniej niż w 4Q2011. Za wzrost w ujęciu r/r odpowiada rosnące wydobywanie dzięki kopalni w Stefanowie. W prognozie oczekujemy, że spółka wydobędzie i sprzeda 2 mln ton węgla energetycznego (średni przychód na tonę: 211 PLN, tj. +0,8 q/q i +5,3% r/r). W 1Q2011 było to zaledwie 1,44 mln ton (sprzedaż, wydobywanie: 1,32 mln ton). Wyniki są słabsze niż w rekordowym 4Q, ze względu na: rosnącą amortyzację (+18 mln PLN) a przede wszystkim fakt, że w poprzednim kwartale wyniki zawyżyło rozwiązanie rezerwy na podatek od wyrobisk górniczych na kwotę 65 mln PLN (pełny efekt). Zgodnie z zapowiedziami zarządu, w 1Q nie należy oczekiwać wpływu wzrostu cen węgla wynegocjowanych na przełomie roku. Spółka musi uregulować część niezrealizowanych w poprzednim roku dostaw, po cenach jeszcze sprzed podwyżek. Efekt podwyżek będzie w pełni widoczny od 2Q2012. Istotne przy wynikach, będzie to jakie prognozy tegorocznego wydobycia podtrzyma zarząd. Biorąc pod uwagę ostatnio raportowane dane o produkcji, można oczekiwać, że prognoza zarządu w tym względzie: 7,7-8,3 mln ton, może przesunąć się w górę.

Przemysł



Przemysł spożywczy

Analitik:
Jakub Szkopek

Astarta

Redukuj

P/E 2012 4,7 EV/EBITDA 2012 5,1
P/E 2013 3,8 EV/EBITDA 2013 4,2

Cena bieżąca 63,15 PLN
Cena docelowa 56,10 PLN

(mln UAH)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	773,4	553,6	39,7%	4 261,4	4 332,1	-1,6%	4 150,4	4 261,4	-2,6%
EBITDA	205,2	276,5	-25,8%	1 250,5	1 236,0	1,2%	1 338,5	1 250,5	7,0%
marża	26,5%	50,0%	-	29,3%	28,5%	-	32,2%	29,3%	-
EBIT	154,1	236,7	-34,9%	1 046,3	1 041,1	0,5%	1 113,4	1 046,3	6,4%
Zysk brutto	121,5	223,1	-45,5%	871,2	1 003,6	-13,2%	941,0	871,2	8,0%
Zysk netto	120,3	219,8	-45,3%	850,1	976,1	-12,9%	920,0	850,1	8,2%

Wyniki pod presją niskich cen cukru i mleka

W 1Q12 spodziewamy się, że Spółka sprzeda 56,0 tys. ton cukru (+47,4% r/r), 85,0 tys. ton zbóż (+36,0% r/r) i 18,7 tys. ton mleka (+40,4% r/r). Ceny cukru były w 1Q'12 o 32% r/r niższe, pszenicy 15% r/r niższe, jęczmienia 5% r/r wyższe, słonecznika 19% r/r niższe, kukurydzy 9% r/r niższe, soi 8% r/r niższe. Ceny mleka mimo spadków na przestrzeni miesiąca były o 3% r/r wyższe. Szacujemy, że w wyniku spadku średnich cen marża brutto ze sprzedaży w 1Q'12 wyniesie 29,9% vs. 46,6% w 1Q'11. Według naszych kalkulacji wynik na rewaluacji aktywów biologicznych do wartości godziwej w 1Q'12 wyniesie -20,7 mln UAH (vs. -20,5 mln UAH w 1Q'11) natomiast rewaluacja aktywów biologicznych związanych z produkcją roślinną wyniesie +33,0 mln UAH (vs. 20,6 mln UAH w 1Q'11). Spodziewamy się ujemnego przeszacowania aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą (-31,9 mln UAH vs. +30 mln UAH w 1Q'11), w wyniku spadających na przestrzeni kwartału cen mleka na lokalnym rynku (efekt wprowadzenia zakazu importu serów z Ukrainy przez Rosję). Nasze szacunki odnośnie kalkulacji przeszacowania aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą zakładają 5% spadek cen mleka na przestrzeni kwartału. Ujemne przeszacowania mogą być jednak znacznie wyższe, gdyż na przestrzeni 1Q'12 spadek cen mleka na lokalnym rynku wyniósł 15,5% (nawet -95,2 mln UAH). Astarta kalkuluje wartość aktywów w oparciu o własne ceny transakcyjne, które mogą z opóźnieniem reagować na zmieniające się warunki rynkowe - dlatego uwzględniamy łagodniejszy scenariusz. Spodziewamy się słabych wyników Astarty za 1Q'12.



Przemysł

Analitik:
Jakub Szkopek

Boryszew

Redukuj

P/E 2012 18,7 EV/EBITDA 2012 8,9
P/E 2013 17,9 EV/EBITDA 2013 8,5

Cena bieżąca 0,75 PLN
Cena docelowa 0,65 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	1 194,3	1 021,6	16,9%	4 618,0	4 332,8	6,6%	4 681,0	4 618,0	1,4%
EBITDA	96,6	73,4	31,7%	304,1	351,0	-13,4%	301,3	304,1	-0,9%
marża	8,1%	7,2%	-	6,6%	8,1%	-	6,4%	6,6%	-
EBIT	70,7	48,4	46,1%	199,8	253,3	-21,1%	199,4	199,8	-0,2%
Zysk brutto	63,5	42,2	50,5%	160,8	230,1	-30,1%	164,0	160,8	1,9%
Zysk netto	43,9	18,7	134,5%	90,5	145,4	-37,7%	94,4	90,5	4,2%

Wyniki wyższe tylko w rezultacie efektów jednorazowych

W 1Q12 spodziewamy się, że sprzedaż segmentu automotive wzrośnie do 451,6 mln PLN (+187,5% r/r). Szacujemy, że obroty Maflow wzrosną o 14,3% r/r do poziomu 179,6 mln PLN, natomiast sprzedaż AKT-Theysohn wyniesie 259,9 mln PLN, a Ymos konsolidowany przez pół miesiąca wypracuje przychody na poziomie 12,1 mln PLN. Szacujemy, że sprzedaż Impexmetal spadnie o 19,4% r/r do poziomu 579,8 mln PLN, za sprawą 6,7% spadku wolumenów sprzedaży i średnich cen. Szacujemy, że wynik EBIT segmentu automotive wyniesie 16,3 mln PLN (vs. 4,4 mln PLN w 1Q'11), a części Impexmetal 26,7 mln PLN (-28,2% r/r). Prognozujemy, że Spółka w 1Q'12 zaksięguje efekt jednorazowy związany z nabyciem aktywów Ymos poniżej wartości godziwej (bad will), którego wartość szacujemy na 25 mln PLN. Dodatkowo zakładamy, że Spółka sprzeda certyfikaty CO2 za łączną kwotę 2,3 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się pozytywnego efektu 2,5 mln PLN z tytułu przeszacowania wartości kontraktów Forward na sprzedaż walut, w związku z umocnieniem się złotówki do euro. W 1Q'11 duża część wyników była rezultatem bardzo dobrych wyników Grupy Impexmetal, co w rezultacie prowadziło do wysokich zysków akcjonariuszy mniejszościowych. W 1Q'12 w związku z zaksięgowaniem efektu jednorazowego związanego z nabyciem Ymos, wynik akcjonariuszy jednostki dominującej znajduje się na wyższym poziomie (saldo pozostałej działalności w 1Q'11 było niskie i wynikało jedynie ze sprzedaży certyfikatów CO2). Gdyby nie efekt jednorazowy związany z przejściem Ymos, to wówczas wynik operacyjny w 1Q'12 byłby o 5,6% niższy niż w analogicznym okresie roku ubiegłego.



Przemysł spożywczy

Analitik:
Gabriela Borowska

CEDC

Trzymaj

P/E 2012 25,2 EV/EBITDA 2012 11,2 **Cena bieżąca 13,70 PLN**
P/E 2013 11,3 EV/EBITDA 2013 9,1 **Cena docelowa 13,80 PLN**

(mln USD)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	164,5	156,7	4,97%	931,1	877,6	6,09%	1 037,5	931,1	38,07%
EBITDA	14,7	14,5	1,37%	141,1	-961,6	-	178,1	141,1	26,22%
marża	9,0%	9,2%	-	15,2%	-109,6%	-	17,2%	15,2%	-
EBIT	10,3	9,4	-	122,8	-981,3	-	159,4	122,8	29,80%
Zysk brutto	-16,1	12,6	-	15,8	-1 250,8	-	35,3	15,8	123,42%
Zysk netto	-16,1	1,1	-	12,5	-1 291,8	-	27,9	12,5	123,36%
Zysk netto adj.	-16,1	-17,4	-	12,5	-11,8	-	27,9	12,5	123,36%

Wyniki na poziomie zbliżonym r/r

Szacujemy, że CEDC zakończyło kwartał ze sprzedażą na poziomie 164,5 mln USD (+5% r/r). W Polsce zwiększona sprzedaż przed świętami weszła w tym roku w wyniki 1Q (w 2011 w 2Q). W 1Q 2011 spółka przez marketingowanie rynku i konsolidację Whitehall zaraportowała bardzo niską marżę w porównaniu do 1Q 2010, jednak w tym kwartale spodziewamy się, że rentowność brutto na sprzedaży była na zbliżonym poziomie r/r (38%). Szacujemy marżę EBITDA na 9,0% wobec 9,2% w 1Q 2011. Na poziomie wyniku netto spodziewamy się straty -16,1 mln USD wobec zysku 1,1 mln USD w 1Q 2011. W 1Q 2011 wyłączając zdarzenia jednorazowe, w tym głównie różnice kursowe (31,1 mln USD) spółka osiągnęłaby na poziomie oczyszczonym stratę netto -17,4 mln USD, czyli spodziewamy się, że wynik będzie porównywalny r/r.



Materiały budowlane

Analitik:
Jakub Szkopek

Centrum Klima Kupuj

P/E 2012 9,5 EV/EBITDA 2012 6,0 **Cena bieżąca 11,19 PLN**
P/E 2013 8,9 EV/EBITDA 2013 5,5 **Cena docelowa 15,00 PLN**

(mln PLN)	IQ2011P	IQ2010	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	23,7	21,4	10,7%	107,9	93,2	15,7%	112,4	107,9	4,2%
EBITDA	3,0	2,9	4,2%	16,1	13,5	19,3%	17,3	16,1	7,0%
marża	12,7%	13,5%	-	15,0%	14,5%	-	15,4%	15,0%	-
EBIT	2,2	2,1	0,8%	12,6	10,4	21,6%	13,4	12,6	6,0%
Zysk brutto	2,1	2,2	-2,6%	12,4	10,1	23,4%	13,2	12,4	6,4%
Zysk netto	1,7	1,7	1,1%	10,1	8,1	24,4%	10,7	10,1	6,4%

Spodziewany spadek rentowności w wyniku osłabienia złotówki w 4Q'11

W 1Q'12 warunki pogodowe sprzyjały prowadzeniu prac wykończeniowych, co przekładało się na wyższą sprzedaż materiałów budowlanych (obroty w Polskich Składach Budowlanych wzrosły w 1Q'12 o 7% r/r). Spodziewamy się, że przychody na dystrybucji towarów spadną o 2,5% r/r, w rezultacie łagodnych warunków pogodowych, jakie miały miejsce w lato 2011 roku (w 3-4Q'11 sprzedaż segmentu była o 7-13% r/r niższa, szacujemy jednak że negatywną dynamikę w 1Q'12 rekompensować będą podwyżki cenników, na jakie Spółka zdecydowała się w 4Q'11). Na produkcji spodziewamy się nadal dwucyfrowej dynamiki wzrostu sprzedaży (+39,5% r/r), co wynikać będzie z jednej strony z kontynuacji wzrostu wolumenów sprzedaży oraz osłabienia PLN do EUR, co powoduje wzrost przychodów eksportowych liczonych w PLN. Szacujemy, że marża brutto ze sprzedaży spadnie w 1Q'12 do 24,5% z 25,8% w 1Q'11, co będzie rezultatem osłabienia złotówki do dolara i spodziewanego spadku rentowności na dystrybucji towarów. Zakładamy również 11% r/r wzrostu kosztów sprzedaży oraz 4% wzrostu kosztów zarządu. W rezultacie prognozujemy w 1Q'12 wzrost EBIT o 0,8% r/r i wyniku netto o 1,1% r/r.



Przemysł elektromaszynowy

Famur

Trzymaj

Analityk:
Jakub Szkopek

P/E 2012 12,5 EV/EBITDA 2012 7,2
P/E 2013 12,2 EV/EBITDA 2013 7,2

Cena bieżąca 3,60 PLN
Cena docelowa 3,60 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011*	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	311,1	282,2	10,3%	936,4	922,6	1,5%	967,2	936,4	3,3%
EBITDA	82,4	69,1	19,2%	274,5	262,0	4,8%	273,3	274,5	-0,4%
marża	26,5%	24,5%	-	29,3%	28,4%	-	28,3%	29,3%	-
EBIT	57,6	39,2	46,8%	186,1	154,2	20,7%	186,5	186,1	0,2%
Zysk brutto	61,5	38,0	61,9%	175,9	133,8	31,5%	180,7	175,9	2,8%
Zysk netto	46,8	29,2	60,3%	138,5	95,2	45,4%	142,2	138,5	2,7%

* wyniki sprzed wypłaty dywidendy niepieniężnej

Kolejny kwartał udanych wyników

W 1Q'12 zakładamy, że Spółka prowadzić będzie prace przygotowawcze nad obudowami dla KHW (za 41,9 mln PLN), KW (za 38,3 mln PLN) i zaawansowane prace nad kontraktem dla Południowego koncernu Węglowego za 60,4 mln PLN. Zakładamy również, że w 1Q'12 Spółka prowadzić będzie końcowe rozliczenia związane z obudową dla Przedsiębiorstwa Górniczego Silesia za 70,7 mln PLN. Na poziomie przychodów zakładamy dodatkowo 15,0 mln PLN z tytułu sprzedaży węgla w ramach wykupu obligacji objętych od KHW. Spodziewamy się wzrostu marży brutto ze sprzedaży w 1Q'12 do poziomu 28,3% (vs. 27,0% w 1Q'11), co z jednej strony wynika z działania dźwigni operacyjnej, z drugiej zaś z 17% r/r spadku amortyzacji (efekt większej ilości kontraktów zawiązywanych za pośrednictwem instytucji finansującej). Zakładamy wzrost kosztów sprzedaży (+32,8% r/r; rozliczenie części kontraktów i koszty z tym związane) oraz spadek kosztów zarządu (o 18,1% r/r; wysoka baza 2012 roku wynika z kosztów związanych z przejściem spółki Remag i konsolidacji wypłaconych w dywidendzie niepieniężnej PGO i Zamet Industry). Na poziomie działalności finansowej zakładamy 6,5 mln PLN pozytywnego efektu związanego z umocnieniem się na przestrzeni 1Q'12 PLN do EUR (Famur na koniec 2011 roku miał otwarte kontrakty Forward na sprzedaż 14,9 mln EUR oraz kredyt walutowy na kwotę 10,3 mln EUR). Spodziewamy się udanych rezultatów Famuru za 1Q'12.



Metale

Impexmetal

Kupuj

Analityk:
Jakub Szkopek

P/E 2012 10,3 EV/EBITDA 2012 6,7
P/E 2013 8,7 EV/EBITDA 2013 5,7

Cena bieżąca 4,15 PLN
Cena docelowa 5,70 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	585,8	719,4	-18,6%	2 574,9	2 249,3	14,5%	2 556,0	2 574,9	-0,7%
EBITDA	39,8	52,1	-23,5%	169,0	202,2	-16,4%	180,5	169,0	6,8%
marża	6,8%	7,2%	-	6,6%	9,0%	-	7,1%	6,6%	-
EBIT	26,7	37,2	-28,2%	116,5	142,2	-18,1%	130,4	116,5	12,0%
Zysk brutto	23,3	37,6	-38,1%	94,7	126,0	-24,8%	112,0	94,7	18,2%
Zysk netto	18,1	31,2	-41,8%	80,2	106,6	-24,7%	95,1	80,2	18,6%

Baza roku 2011 w segmencie aluminium bardzo wysoka

W 1Q12 spodziewamy się dalszej poprawy obłożenia mocy produkcyjnych na Hucie Aluminium Konin. Nie przewidujemy natomiast, by wolumen sprzedaży mógł wrócić do poziomów z 1Q'11 (zakładamy 17,5 tys. ton sprzedaży vs. 20,4 tys. ton w 1Q'11). W pozostałych segmentach spodziewamy się lekkiego spadku wolumenu sprzedaży (-1,1% r/r). Na poziomie operacyjnym zakładamy spadek marży w segmencie wyrobów walcowanych, w efekcie czego wynik operacyjny segmentu wyniesie 9,0 mln PLN (-50,8% r/r) (w 1Q'11 w wyniku wysokiej sprzedaży marże znacząco wzrosły). W segmencie miedzi (Hutmen, WM Dziedzice, Szopienice) zakładamy wzrost wyniku operacyjnego do 2,2 mln PLN (+37,5% r/r), natomiast ołowiu spadek o 16% r/r do 10 mln PLN (efekt łagodniejszej zimy i niższej marży na recyklingu odpadu). Według nas, podobnie jak miało to miejsce w 4Q'12 FŁT Polska nadal korzystać będzie na sprzedaży eksportowej przy korzystnych kursach walutowych w wyniku czego wynik EBIT wzrośnie o 11% r/r do 5,0 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się, że Grupa zaksięguje 2 mln PLN dodatnich różnic kursowych związanych z wyceną kontraktów Forward w związku z umocnieniem się złotówki do euro. Uważamy, że raczej mało prawdopodobne jest pobicie wysokich wyników, jakie zostały zanotowane w 1Q'11.



Przemysł spożywczy

Analitik:
Jakub Szkopek

Kernel

P/E 2012 7,2 EV/EBITDA 2012 5,9
P/E 2013 6,3 EV/EBITDA 2013 4,8

Redukuj

Cena bieżąca 74,50 PLN
Cena docelowa 61,10 PLN

(mln USD)	IIIQ2012P	IIIQ2011	różnica	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	662,8	515,4	28,6%	2 339,7	1 899,1	23,2%	2773,0	2 339,7	18,5%
EBITDA	113,4	90,1	25,7%	369,7	309,6	19,4%	408,2	369,7	10,4%
marża	17,1%	17,5%	-	15,8%	16,3%	-	14,7%	15,8%	-
EBIT	95,7	81,8	17,0%	313,4	277,3	13,0%	349,9	313,4	11,6%
Zysk brutto	86,6	66,2	30,9%	279,8	208,4	34,3%	317,7	279,8	13,5%
Zysk netto	81,4	77,9	4,6%	261,4	226,3	15,5%	295,3	261,4	13,0%

Wyniki 1Q'12 zweryfikują całoroczne prognozy

W 1Q'12 spodziewamy się, że Kernelowi uda się wyeksportować 320 tys. ton oleju słonecznikowego luzem (+43% r/r) (zdaniem Zarządu część towaru, jaki miał zostać wysłany w 4Q'11 został wysłany w 1Q'12) oraz 600 tys. ton zboża (+53% r/r) (10% z łącznie wyeksportowanych wolumenów zboża z Ukrainy). Zakładamy, że nadal wysokie marże uda się utrzymać w segmencie oleju butelkowanego luzem (17,1% marży EBITDA i 120 USD EBITDA na tonę przetworzonego słonecznika vs. 12,2% i 79,3 USD EBITDA na tonę w 1Q'11). Spodziewamy się natomiast spadku marży w segmencie oleju luzem z 20,2% w 1Q'11 (130,6 USD EBITDA na tonę przetworzonego słonecznika) do 18,8% (103,3 USD EBITDA na tonę przetworzonego słonecznika). W 1Q'11 w segmencie oleju luzem miał miejsce odwrócony efekt LIFO związany z przerabianiem droższego słonecznika w 4Q'10 (kupionego bezpośrednio z farm), oraz tańszego w kolejnych kwartałach (pochodzącego z wcześniej zakupionych zapasów). W bieżącym roku Zarząd informował, że zapasy słonecznika zgromadzonego w ukraińskich tłoczniach są na wyjątkowo niskim poziomie, dlatego liczymy na niższą różnicę w marży między 2Q i 3Q roku obrotowego. Dodatkowo w 1Q'12 szacunkowa marża na przerobie słonecznika była na poziomie średnio o 14,8% niższym niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Niska dynamika na poziomie netto wynika z wysokiej bazy 1Q'11 - ujemnego podatku VAT związanego z ze zmianą stopy podatkowej na Ukrainie jaka miała miejsce od 1 stycznia 2011 roku. Według naszych prognoz po trzech kwartałach nasza prognoza wykonana będzie w 70,5% na poziomie przychodów, 69,5% EBITDA i 70,1% zysku netto. Średnio w ostatnich trzech latach po trzech kwartałach całoroczne wyniki na powyższych poziomach wykonane były w średnio 78-79%. Jeśli rezultat okazałby się gorszy od naszych prognoz wówczas osiągnięcie całorocznych rezultatów na założonym poziomie mogłoby być utrudnione.



Metale

Analitik:
Jakub Szkopek

Kęty

P/E 2012 9,7 EV/EBITDA 2012 6,1
P/E 2013 9,3 EV/EBITDA 2013 5,8

Akumuluj

Cena bieżąca 117,5 PLN
Cena docelowa 136,7 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	357,4	322,6	10,8%	1 481,8	1 489,7	-0,5%	1 533,3	1 481,8	3,5%
EBITDA	45,5	42,8	6,3%	225,1	221,6	1,6%	231,0	225,1	2,6%
marża	12,7%	13,3%	-	15,2%	14,9%	-	15,1%	15,2%	-
EBIT	25,8	26,2	-1,5%	150,5	151,1	-0,4%	155,8	150,5	3,5%
Zysk brutto	26,8	23,2	15,5%	137,7	129,4	6,4%	143,6	137,7	4,3%
Zysk netto	21,4	18,8	13,8%	111,5	114,2	-2,4%	116,3	111,5	4,3%

Spodziewana poprawa zeszlrocznych rezultatów

W 1Q'12 warunki pogodowe sprzyjały prowadzeniu prac wykończeniowych, co przekładało się na wyższą sprzedaż materiałów budowlanych (obroty w Polskich Składowach Budowlanych wzrosły w 1Q'12 o 7% r/r). Zarząd Grupy Kęty spodziewa się przychodów ze sprzedaży na poziomie 350 mln PLN, głównie za sprawą wzrostu obrotu segmentu Usług Budowlanych (+22% r/r) oraz Systemów Aluminiowych (+24% r/r). Sprzedaż Segmentu Akcesoriów Budowlanych według komunikatu Zarządu była w 1Q'12 o około 11% r/r wyższa, a Segment Opakowań Giętkich oraz Wyrobów Wyciskanych osiągnęły porównywalną wartość obrotu co w analogicznym okresie roku ubiegłego. Zysk operacyjny Zarząd szacuje na około 25 mln PLN, a EBITDA 45 mln PLN. Saldo działalności finansowej ze względu na umocnienie złotówki od początku roku będzie miało wynik dodatni i wyniesie +1,5 mln PLN. Zysk netto według prognozy wyniesie 21 mln PLN. Nasza prognoza rezultatów tylko nieznacznie odbiega od wcześniej zaraportowanych szacunków Zarządu Grupy Kęty. Spodziewamy się poprawy wyników finansowych na każdym poziomie, poza wynikiem EBIT, który obciążony jest wyższą o 18,5% r/r amortyzacją (efekt programu inwestycyjnego).



Przemysł elektromaszynowy

Kopex

Trzymaj

Analitik:
Jakub Szkopek

P/E 2012 10,0 EV/EBITDA 2012 6,4
P/E 2013 10,3 EV/EBITDA 2013 6,2

Cena bieżąca 21,90 PLN
Cena docelowa 22,60 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011*	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	515,0	559,1	-7,9%	2 073,7	2 126,3	-2,5%	2132,2	2 073,7	2,8%
EBITDA	69,6	74,3	-6,4%	335,6	274,7	22,2%	332,4	335,6	-0,9%
marża	13,5%	13,3%	-	16,2%	12,9%	-	15,6%	16,2%	-
EBIT	43,6	50,7	-14,0%	231,5	172,0	34,6%	223,6	231,5	-3,4%
Zysk brutto	40,7	41,3	-1,4%	195,0	186,0	4,9%	189,2	195,0	-3,0%
Zysk netto	38,0	27,4	38,4%	162,9	153,5	6,1%	158,3	162,9	-2,9%

Spodziewany solidny 1Q'12

W 1Q'12 spodziewamy się 43,5% r/r wzrostu obrotu segmentu usług górniczych (nowe realizowane umowy pionowe i poziome) oraz 27,7% r/r wzrostu sprzedaży urządzeń elektrycznych i elektronicznych (efekt poprawy koniunktury na rynkach byłego ZSSR). Zakładamy ujemną dynamikę (-3,3% r/r) w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (w rezultacie zmiany sposobu konsolidacji Tagao), sprzedaży energii (-48,3% r/r; wygaszanie działalności) oraz obrotem węglem (-71,6% r/r, spadek sprzedaży węgla w ramach objętych obligacji od KHW). Spodziewamy się również wzrostu kosztów sprzedaży i zarządu w 1Q'12 o 14,5% r/r. Na poziomie działalności finansowej zakładamy, że w 1Q'12 Spółka zaksięguje 12,2 mln PLN pozytywnego efektu z tytułu wyceny kontraktów forward (na koniec 2011 roku Spółka posiadała otwarte pozycje na sprzedaż 41,9 mln EUR i 5,1 mln USD). Dodatkowo zakładamy, że na wyniki kwartału będzie miało wpływ przeszacowanie wartości pożyczek wewnątrzgrupowych, co przy dynamicznym umocnieniu się PLN do EUR powoduje ujemne różnice kursowe na poziomie około -6,0 mln PLN. Znacznie wyższe wyniki będą według nas na poziomie netto, co związane jest ze zmianą prezentacji zależnego Tagao w 4Q'11 z metody konsolidacji pełnej na praw własności (obecnie wyniki Tagao raportowane będą wyłącznie na poziomie wyniku netto).



Papierniczy

Mondi

Sprzedaj

Analitik:
Michał Marczak

P/E 2012 12,3 EV/EBITDA 2012 8,4
P/E 2013 14,2 EV/EBITDA 2013 9,1

Cena bieżąca 71,95 PLN
Cena docelowa 74,40 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	588,9	690,7	-14,7%	2 473,3	2 771,7	-10,8%	2 404,2	2 473,3	-2,8%
EBITDA	110,1	160,1	-31,3%	469,1	610,4	-23,2%	431,7	469,1	-8,0%
marża	18,7%	23,2%	-	19,0%	22,0%	-	18,0%	19,0%	-
EBIT	71,0	122,2	-41,9%	321,7	457,3	-29,7%	287,7	321,7	-10,6%
Zysk brutto	67,0	112,9	-40,7%	312,0	420,0	-25,7%	268,1	312,0	-14,1%
Zysk netto	64,9	111,6	-41,8%	293,0	396,0	-26,0%	252,8	293,0	-13,7%

Niższe ceny papieru, wysokie makulatury

W 1Q średnia cena testlinera na rynku europejskim obniżyła się w stosunku do poprzedniego kwartału o 7,9%, flutingu o 7% a kraftlinera 6,3%. Po uwzględnieniu umocnienia PLN w stosunku do Euro, daje to spadki cen wyrażonych w złotówce odpowiednio o: 12,1%; 11,9% i 10,6%. Czynnikiem ten będzie miał istotne przełożenie na poziom przychodów spółki. W analogicznym czasie średnia cena makulatury obniżyła się jedynie o 2,3% a wyrażona w PLN o 6,8%, co będzie miało dodatkowy negatywny wpływ na poziom wygenerowanej marży na produkcji i sprzedaży papierów makulaturowych (w przypadku testlinera teoretyczna marża – cena papieru minus cena zużytej makulatury - obniżyła się z 1,4 tys. PLN w 4Q do 1,1 tys. PLN) i poziomu EBITDA (spadek marży z 23,2% do 18,7%). Mniejsze od ubiegłorocznych będą również wpływy ze sprzedaży certyfikatów zielonych i czerwonych, jak również certyfikatów CO2, co wynika ze spadku ich cen jak również mniejszej liczby jednostek dostępnych do sprzedaży.



Materiały budowlane

Analitik:
Jakub Szkopek

Rovese

Akumuluj

P/E 2012 10,4 EV/EBITDA 2012 5,9
P/E 2013 9,4 EV/EBITDA 2013 5,2

Cena bieżąca 4,37 PLN
Cena docelowa 6,00 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	393,5	367,9	7,0%	1 714,9	1 638,2	4,7%	1 786,3	1 714,9	4,2%
EBITDA	63,7	55,1	15,6%	300,9	250,7	20,0%	311,1	300,9	3,4%
marża	16,2%	15,0%	-	17,5%	15,3%	-	17,4%	17,5%	-
EBIT	34,4	27,0	27,4%	184,0	135,8	35,5%	194,5	184,0	5,7%
Zysk brutto	99,9	-6,9	-	139,8	102,9	35,9%	155,7	139,8	11,4%
Zysk netto	95,3	-5,9	-	113,2	87,8	29,0%	126,1	113,2	11,4%

Otoczenie sprzyja – pora na wynik

W 1Q'12 warunki pogodowe sprzyjały prowadzeniu prac wykończeniowych, co przekładało się na wyższą sprzedaż materiałów budowlanych (obroty w Polskich Składach Budowlanych wzrosły w 1Q'12 o 7% r/r). Również ceny produktów dalej kontynuowały wzrostowy trend (indeks cen PSB w kategorii płytki ceramiczne, wyposażenie łazienek i kuchni wzrósł w I-II'12 o 2% q/q i 5,5% r/r). Dodatkowo wyższa taryfa gazowa zaczęła obowiązywać od 1 kwietnia i nie miała wpływu na wyższe koszty wytworzenia w 1Q'12 dla producentów ceramiki. W 1Q'12 spodziewamy się 9% r/r wzrostu obrotów w segmencie płytek ceramicznych (ceny +5,9% r/r, wolumen +3% r/r), 8% r/r wzrostu sprzedaży ceramiki sanitarnej (ceny +5,5% r/r, wolumen +2,0% r/r) i 10% spadku przychodów w segmencie artykułów około ceramicznych. Według naszych szacunków marża brutto ze sprzedaży w 1Q'12 wyniesie 35,5% (vs. 35,6% w 4Q'11 i 34,6% w 1Q'11). Na wysokość przychodów i kosztów finansowych pozytywny efekt powinien wynikać z przeszacowania portfela kredytów walutowych w efekcie dynamicznego umacniania się złotówki do EUR i USD na przestrzeni 1Q'12 (o odpowiednio 5,8% i 8,7%). Całkowity efekt szacujemy na +76,6 mln PLN vs. -31,4 mln PLN w 1Q'11. Otoczenie makroekonomiczne w 1Q'12 wyraźnie sprzyjało Grupie Rovese, spodziewamy się że będzie to miało przełożenie na dobre rezultaty minionego kwartału.

Budownictwo



Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Budimex

Akumuluj

P/E 2012 9,0 EV/EBITDA 2012 3,9
P/E 2013 11,2 EV/EBITDA 2013 6,9

Cena bieżąca 83,35 PLN
Cena docelowa 98,10 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	1 012,9	797,8	27,0%	5 648,5	5 516,7	2,4%	4 738,8	5 648,5	-16,1%
EBITDA	41,5	64,6	-35,7%	294,1	340,6	-13,7%	257,3	294,1	-12,5%
marża	4,1%	8,1%	-	5,2%	6,2%	-	5,4%	5,2%	-
EBIT	36,2	57,9	-37,4%	265,4	319,4	-16,9%	228,2	265,4	-14,0%
Zysk brutto	45,2	57,8	-21,7%	291,8	326,6	-10,6%	235,0	291,8	-19,5%
Zysk netto	36,6	46,7	-21,5%	236,4	260,9	-9,4%	190,4	236,4	-19,5%

Wysoka baza Q1 2011; negatywne przepływy operacyjne ~ 800 mln PLN

Oczekujemy wyższych przychodów, ale niższego EBIT i niższego zysku netto. Przyczyną niższych wyników jest marża brutto na sprzedaży, która zgodnie z prognozą w Q1 2012 wyniesie 7,8%. Mamy tutaj do czynienia z wysoką bazą Q1 2011 (Q1 2011: 11,8%). W kolejnych dwóch kwartałach 2011 roku marża brutto nie przekraczała 8% (Q2 2011: 7,6%, Q3 2011: 7,5%). Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 41,6 mln PLN. W prognozie nie uwzględniamy zdarzeń jednorazowych na poziomie pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych i finansowych. Przewidujemy, że stany gotówki netto spadną z 1,58 mld PLN do 0,75 mld PLN, czyli praktycznie o połowę. Oznacza to negatywne przepływy operacyjne na poziomie około -800 mln PLN. W Q1 2011 gotówka netto spadła z 1,74 mld PLN na koniec roku do blisko 1,05 mld PLN. Na koniec roku 2012 stany gotówki netto powinny ponownie wzrosnąć do około 0,8-0,9 mld PLN. Szacunki te uwzględniają rekordową planowaną dywidendę (0,27 mld PLN).



Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Elektrobudowa Trzymaj

P/E 2012 11,7 EV/EBITDA 2012 7,4
P/E 2013 9,8 EV/EBITDA 2013 6,2

Cena bieżąca 112,70 PLN
Cena docelowa 112,40 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	201,8	145,1	39,1%	961,9	945,2	1,8%	1 087,8	961,9	13,1%
EBITDA	14,5	7,3	99,8%	65,0	61,6	5,6%	76,2	65,0	17,2%
marża	7,2%	5,0%	-	6,8%	6,5%	-	7,0%	6,8%	-
EBIT	11,6	4,3	171,4%	53,4	49,3	8,5%	64,0	53,4	19,7%
Zysk brutto	11,9	3,8	210,5%	56,5	49,1	14,9%	67,4	56,5	19,4%
Zysk netto	9,6	3,5	177,4%	45,7	37,9	20,6%	54,6	45,7	19,4%

Wyniki jak w 2009 roku!

Przewidujemy dużą poprawę wyników w Elektrobudowie. Zysk netto będzie zbliżony do wyniku w 1 kwartale 2009 roku. Poprawa będzie zawdzięczana: a) wyjątkowo wysokim jak na 1 kwartał przychodom (21% prognozy rocznej); b) wysokiej marży brutto (8,1%), zbliżonej do marży zanotowanej w Q4 2011 (8,3%); c) brakowi negatywnych zdarzeń z tytułu pozostałej działalności operacyjnej. Z punktu oceny działalności biznesowej, w Q1 2012 zobaczymy efekt wzrostu obciążenia mocy fabryki rozdzielnic oraz rekordowego portfela zamówień. Na koniec Q4 2011 portfel wyniósł 0,85 mld PLN (Q4 2010: 0,62 mld PLN). Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 4,7 mln PLN. Prognoza nie uwzględnia większych zdarzeń z tytułu pozostałej działalności operacyjnej i finansowej. Gotówka netto zgodnie z prognozą spadnie w Q1 2012 o około 14 mln PLN q/q. Spadek gotówki netto wynika m.in. z wzrostu przychodów i rozpoczęcia realizacji dużych kontraktów w formule generalnego wykonawstwa. Wskaźniki rotacji kapitału obrotowego pozostają na bezpiecznym poziomie.

**Budownictwo**

Analitik:
Maciej Stokłosa

Erbud**Kupuj**

P/E 2012 7,4 EV/EBITDA 2012 4,3
P/E 2013 7,3 EV/EBITDA 2013 3,6

Cena bieżąca 16,00 PLN
Cena docelowa 24,00 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	203,0	276,0	-26,5%	1 176,0	1 497,5	-21,5%	1 144,0	1 176,0	-2,7%
EBITDA	9,8	-13,2	-	45,5	-4,7	-	46,7	45,5	2,6%
marża	4,8%	-4,8%	-	3,9%	-0,3%	-	4,1%	3,9%	-
EBIT	8,1	-14,5	-	38,7	-12,6	-	38,2	38,7	-1,3%
Zysk brutto	6,3	-15,4	-	34,3	-21,1	-	35,1	34,3	2,3%
Zysk netto	5,0	-14,2	-	27,0	-21,4	-	27,7	27,0	2,5%

Małe przychody, wysokie marże, dobry wynik

Oczekujemy, że wyniki w Q1 2012 będą dobre, lepsze, niż w Q1 2010 i Q1 2011. „Wycyszczony” bilans, połączony z realizacją nowych kontraktów, o wyższej rentowności, powinien zapewnić wysoką rentowność brutto na sprzedaży. Przewidujemy, że wyniesie ona aż 9,9% (Q4 2011: 6,2%). Koszty ogólne przewidujemy na poziomie 4,5 mln PLN, co pozwala szacować marżę EBIT na wysokim jak na branżę poziomie 4,1%. Rentowność EBIT w ramach krajowego budownictwa kubaturowego, szacujemy na 4,5%, przy przychodach rzędu 139 mln PLN. W prognozie nie uwzględniamy większych zdarzeń z tytułu pozostałej działalności operacyjnej i finansowej. Należy się liczyć z umiarkowanym, sezonowym wzrostem zadłużenia. W kontekście przyszłych kwartałów, na uwagę zasługują prognozowane niższe o 26,5% q/q przychody w Q1 2012. W Q2 2012 przychody również będą znacznie niższe r/r, co związane jest z opóźnionym wejściem w życie kontraktu na budowę dużego biurowca w Warszawie, budynku Eurocentrum. Wstępnie należy szacować zysk netto w Q2 2012 na poziomie około 7 mln PLN.

**Budownictwo**

Analitik:
Maciej Stokłosa

Mostostal Warszawa**Kupuj**

P/E 2012 6,3 EV/EBITDA 2012 1,5
P/E 2013 4,6 EV/EBITDA 2013 1,0

Cena bieżąca 12,18 PLN
Cena docelowa 27,20 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	512,3	549,3	-6,7%	2 843,7	3 396,3	-16,3%	2 832,8	2 843,7	-0,4%
EBITDA	15,8	9,6	64,4%	100,8	-104,7	-	121,9	100,8	20,9%
marża	3,1%	1,7%	-	3,5%	-3,1%	-	4,3%	3,5%	-
EBIT	5,2	0,0	-	58,7	-144,8	-	78,6	58,7	33,8%
Zysk brutto	5,4	4,0	34,4%	53,8	-149,1	-	73,2	53,8	36,1%
Zysk netto	3,1	0,6	-	38,7	-124,5	-	52,7	38,7	36,1%

Wynik zbliżony do zera; przepływy ujemne, ale dług mniejszy, niż w Q3 2011

Wynik Mostostalu Warszawa w Q1 2012 będzie zbliżony do zera, a przepływy operacyjne ujemne. Mimo to, dług netto będzie niższy, niż w Q3 2011, gdy wyniósł 102,9 mln PLN. Obecnie Mostostal ma w bankach aktywne linie kredytowe na około 70 mln PLN. Linie te nie są w pełni wykorzystane. Mostostal pożyczycy od Acciony 11 listopada kwotę 62,7 mln PLN. Zawartą 3 kwietnia umowę pożyczki w kwocie 104 mln PLN należy tłumaczyć jako dalsze dążenie do rezygnacji z finansowania bankowego, nie zaś jako zapowiedź znacznego zwiększenia zadłużenia spółki. Acciona na koniec 2011 roku dysponowała niewykorzystanymi liniami kredytowymi na kwotę 1,6 mld EUR. Przeciętny koszt długu w Accionie to 5,5-6% rocznie (w MSW po dużej stracie w 2011 roku byłoby to 9-10%). Powracając do wyników na poziomie rachunku zysków i strat, oczekujemy niższych przychodów, co związane jest z mniejszym portfelem zamówień na rok 2012. Nie budzi to naszych obaw, jeśli chodzi o prognozy przyszłych wyników. Wypełnienie portfela na rok 2013 może sięgnąć blisko 80%, jeśli Mostostal podpisze nowe kontrakty na budowę spalarni odpadów (złożone najkorzystniejsze oferty cenowe). Marżę brutto Grupy szacujemy na poziomie 5,1%. Na poziomie jednostkowym marżę szacujemy na jedynie 3,5% (duży udział dróg w przychodach). Oczekujemy 20,1 mln PLN kosztów ogólnych, w prognozie nie uwzględniamy większych pozostałych zdarzeń operacyjnych i finansowych. Przewidujemy, że zysk netto Remaku w Q1 2012 wyniesie około 2 mln PLN, a Mostostalu Płock - około 0,4 mln PLN.

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

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 4,6
P/E 2013 4,1EV/EBITDA 2012 4,3
EV/EBITDA 2013 3,3**Cena bieżąca 28,31 PLN**
Cena docelowa 67,40 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	874,9	477,6	83,2%	5 014,6	3 733,8	34,3%	4 300,3	5 014,6	-14,2%
EBITDA	52,8	44,7	18,0%	289,6	397,3	-27,1%	366,1	289,6	26,4%
marża	6,0%	9,4%	-	5,8%	10,6%	-	8,5%	5,8%	-
EBIT	36,0	33,5	7,5%	210,7	336,2	-37,3%	286,8	210,7	36,1%
Zysk brutto	24,0	30,3	-20,9%	133,6	271,3	-50,8%	234,2	133,6	75,3%
Zysk netto	13,8	24,1	-42,8%	88,9	206,5	-56,9%	138,4	88,9	55,6%

Niskie zyski, nowy rekord zadłużenia netto: 1,8 mld PLN, oczekiwana prognoza na rok 2012

Oczekujemy słabych wyników. Przewidujemy, że zadłużenie netto Grupy wzrośnie z 1,46 mld PLN na koniec 2011 roku do 1,8 mld PLN na koniec Q1 2012 (wcześniejsza prognoza: 1,65 mld PLN). Za wzrost zadłużenia odpowiedzialne będą głównie dwa zdarzenia: a) wzrost zadłużenia w Hydrobudowie o około 120 mln PLN (dodatnie przepływy w Q4 2011); b) zapłata III raty za Rafako i rozliczenie wezwania na akcje spółki (około 190 mln PLN). W Q2 2012 operacyjne przepływy w PBG również mogą być ujemne, co związane jest z zaplanowaną spłatą zaległych zobowiązań podwykonawców (głównie chodzi o A1). Wysokość zaległych zobowiązań szacujemy na 150-200 mln PLN. Zobowiązania mogą być spłacone z: a) kredytu pomostowego; b) emisji obligacji zamiennych na akcję; c) sprzedaży Skalar Office lub PBG Erigo. Każda z alternatyw będzie pozytywna. Wracając do wyników Q1 2012, oczekujemy wzrostu przychodów, którego przyczyną jest konsolidacja Rafako (przychody pro forma: 544 mln PLN). Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na poziomie 10,9% (Rafako: 13,5%, Hydrobudowa: 4,5%, pozostałe spółki: 14%). W przychodach Grupy PBG, pomijając Rafako, duży udział mają kontrakty drogowe. Zakładamy 1,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 12 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Zyski mniejszości przewidujemy na poziomie 5,7 mln PLN. Wraz z raportem Q1 2012 powinna być opublikowana prognoza na rok 2012. Oczekujemy: ujęcia roszczeń w prognozie, słabego wyniku netto, dodatnich przepływów operacyjnych.

**Budownictwo****Polimex Mostostal Akumuluj**

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 4,7
P/E 2013 4,4EV/EBITDA 2012 4,3
EV/EBITDA 2013 3,9**Cena bieżąca 0,93 PLN**
Cena docelowa 2,01 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	972,2	879,7	10,5%	5 185,2	4 826,8	7,4%	4 714,5	5 185,2	-9,1%
EBITDA	55,6	53,7	3,5%	285,5	229,4	24,5%	286,3	285,5	0,3%
marża	5,7%	6,1%	-	5,5%	4,8%	-	6,1%	5,5%	-
EBIT	31,4	30,0	4,6%	188,4	136,3	38,2%	188,3	188,4	-0,1%
Zysk brutto	6,2	20,3	-69,6%	105,5	92,3	14,3%	112,3	105,5	6,4%
Zysk netto	8,5	12,5	-31,7%	100,5	100,4	0,2%	107,0	100,5	6,4%

Spadek kosztów ogólnych, duży, ale „uzasadniony” wzrost zadłużenia

Przewidujemy, że tak jak w przypadku PBG, zadłużenie netto Polimexu istotnie wzrośnie w Q1 2012. Poziom długu netto spółki na koniec Q1 2012 szacujemy na poziomie 1,1 mld PLN (Q3 2011: 1,024 mld PLN, Q4 2011: 0,62 mld PLN). Za wzrost zadłużenia netto odpowiada...spłata przeterminowanych zobowiązań. W raporcie rocznym (nota 35.2) Polimex zaprezentował przeterminowane zobowiązania na kwotę aż 537,5 mln PLN (w tym 282,6 mln PLN - do 1 miesiąca). Kwota przeterminowanych zobowiązań jest w Polimexie mniejsza, niż w PBG i nie budzi naszych obaw. Linie kredytowe Polimexu są praktycznie w pełni wykorzystane. Zatory płatności są typowe dla sektora. Wracając do rachunku zysków i strat, oczekujemy wzrostu przychodów r/r i relatywnie wysokiej marży brutto na sprzedaży (8,2%). Przewidujemy spadek kosztów ogólnych do poziomu 47,9 mln PLN. Zakładamy 3,5 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych netto. Wraz z dobrą marżą brutto na sprzedaży i spadkiem kosztów ogólnych, pozwoli to osiągnąć wyższy EBIT r/r. Oczekujemy 25,2 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto, w tym 7 mln PLN ujemnych różnic kursowych.

**Budownictwo**
 Analityk:
Maciej Stokłosa
Rafako**Trzymaj**
 P/E 2012 9,2 EV/EBITDA 2012 4,7
 P/E 2013 7,8 EV/EBITDA 2013 3,4

Cena bieżąca 8,60 PLN
Cena docelowa 11,00 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	330,7	202,1	63,6%	1 655,8	1 093,4	51,4%	2 078,9	1 655,8	25,6%
EBITDA	22,0	15,1	45,3%	106,4	76,7	38,8%	123,4	106,4	16,0%
marża	6,6%	7,5%	-	6,4%	7,0%	-	5,9%	6,4%	-
EBIT	17,5	12,1	45,3%	89,1	64,0	39,2%	105,4	89,1	18,3%
Zysk brutto	17,8	13,9	28,1%	87,7	78,5	11,7%	105,5	87,7	20,3%
Zysk netto	13,0	10,8	20,1%	65,1	58,1	12,1%	76,5	65,1	17,5%

Dobry kwartał w Rafako

Oczekujemy, że Q1 2012 będzie dobry dla Rafako. Przewidujemy wysokie przychody, na poziomie 330,7 mln PLN, z czego 75,8 mln PLN to wpływ konsolidacji Energomontażu Południe. Przewidujemy marżę brutto na sprzedaży na wysokim poziomie (13,5%, Q4 2011: 14,6%). Oczekujemy 26,0 mln PLN kosztów ogólnych. Zakładamy pozostałe koszty operacyjne na poziomie 1,1 mln PLN i pozostałe przychody finansowe netto w kwocie 0,3 mln PLN. Prognozujemy 1,4 mln PLN zysków mniejszości. Prognoza nie uwzględnia zdarzeń jednorazowych. Stan gotówki netto będzie zbliżony do jej poziomu z Q4 2011 (100,8 mln PLN). Perspektywy wyników na kolejne kwartały są porównywalne.

**Budownictwo**
 Analityk:
Maciej Stokłosa
Ulma CP**Trzymaj**
 P/E 2012 11,7 EV/EBITDA 2012 3,5
 P/E 2013 23,3 EV/EBITDA 2013 3,9

Cena bieżąca 64,00 PLN
Cena docelowa 69,30 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	65,7	49,0	34,2%	265,1	294,5	-10,0%	245,0	265,1	-7,6%
EBITDA	31,9	23,4	36,1%	116,2	155,6	-25,3%	94,4	116,2	-18,8%
marża	48,6%	47,9%	-	43,8%	52,8%	-	38,5%	43,8%	-
EBIT	11,1	3,9	182,9%	43,6	72,5	-39,9%	23,0	43,6	-47,3%
Zysk brutto	8,5	0,8	-	35,9	60,9	-41,1%	18,0	35,9	-49,9%
Zysk netto	6,9	0,7	-	28,7	49,3	-41,8%	14,4	28,7	-49,9%

Lepiej r/r, ale od Q3 2012 spadek wyników

Wyniki Q1 2012 będą dobre. Spółka cały czas w Q1 2012 i Q2 2012 doświadcza bardzo dużego popytu na dostawę szalunków na duże budowy infrastrukturalne. Oczekujemy bardzo wysokich przychodów, jak na zimowy kwartał - na poziomie 65,7 mln PLN. Przy relatywnie niezmienniej bazie kosztów własnych sprzedaży (Q1 2012: 48,5 mln PLN, Q4 2011: 53,9 mln PLN) i ograniczonych kosztach ogólnych (5,8 mln PLN), powinno to pozwolić na wypracowanie 11,1 mln PLN EBIT. Przewidujemy 2,6 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Prognoza nie uwzględnia zdarzeń jednorazowych. Dług netto w Q1 2012 spadnie - przewidujemy, że o około 15 mln PLN. Spadek wynika z niewielkich wydatków kapitałowych, ponoszonych przez spółkę, w relacji do amortyzacji i wyniku netto. Przewidujemy, że wyniki Q2 2012 mogą być zbliżone r/r (Q2 2011: 12,6 mln PLN zysku netto). Od Q3 2012 oczekujemy stopniowego spadku przychodów i wyników q/q. Związane jest to z zakończeniem budowy obiektów inżynierskich na dużych budowach drogowych i spadkiem stawek dzierżawy sprzętu (nowe kontrakty).

**Budownictwo**

Analitik:
Maciej Stokłosa

Unibep**Kupuj**

P/E 2012 7,1 EV/EBITDA 2012 6,4
P/E 2013 6,9 EV/EBITDA 2013 3,7

Cena bieżąca 5,60 PLN
Cena docelowa 7,00 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	144,2	139,9	3,1%	894,1	939,4	-4,8%	889,5	894,1	-0,5%
EBITDA	5,9	5,3	11,7%	44,1	39,0	13,0%	42,4	44,1	-3,9%
marża	4,1%	3,8%	-	4,9%	4,2%	-	4,8%	4,9%	-
EBIT	4,2	3,6	16,3%	37,7	33,8	11,5%	36,0	37,7	-4,5%
Zysk brutto	3,0	2,9	3,7%	33,6	30,1	11,7%	34,3	33,6	2,2%
Zysk netto	2,5	2,3	6,9%	26,9	21,1	27,5%	27,5	26,9	2,1%

Wyniki podobne r/r, brak pokrycia kosztów stałych w Q1 w drogówce i produkcji, mimo dużego backlogu

Przewidujemy, że wyniki Q1 2012 będą zbliżone r/r. Oczekujemy niewielkiego wzrostu przychodów r/r i dobrej marży brutto na sprzedaży (7,7%). Wysoka rentowność brutto to m.in. efekt rozliczanego w segmencie budownictwa kontraktu na budowę biurowca przy ul. Grzybowskiej dla BPS oraz sprzedaży mieszkań w projekcie deweloperskim Point House. Działalność drogowa w Q1 2012 wygeneruje bardzo niewielkie przychody (2,5 mln PLN) i w efekcie - stratę brutto na sprzedaży na poziomie około 1,5 mln PLN. Podobnie sytuacja wygląda w produkcji - mimo dużego portfela zamówień na cały rok, przychody w segmencie wyniosą w Q1 2012 jedynie 6 mln PLN. Na kolejne kwartały nie rodzi to jednak ryzyk - portfel zleceń na rok 2012 w segmencie sięga 63 mln PLN. Działalność deweloperska (sprzedaż mieszkań) doda do wyniku brutto na sprzedaży 4 mln PLN. Przepływy operacyjne w Q1 2012 będą neutralne. W kolejnych kwartałach oczekujemy znacznego wzrostu przychodów (duży portfel zamówień) i poprawy wyników.

**Budownictwo**

Analitik:
Maciej Stokłosa

ZUE**Kupuj**

P/E 2012 8,0 EV/EBITDA 2012 3,7
P/E 2013 7,8 EV/EBITDA 2013 3,3

Cena bieżąca 7,20 PLN
Cena docelowa 9,20 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	53,6	46,0	16,5%	594,7	583,0	2,0%	594,7	594,7	0,0%
EBITDA	-2,0	-1,6	-	36,7	36,1	1,9%	36,3	36,7	-1,3%
marża	-3,8%	-3,5%	-	6,2%	6,2%	-	6,1%	6,2%	-
EBIT	-3,7	-3,3	-	27,2	28,2	-3,6%	26,6	27,2	-2,2%
Zysk brutto	-4,3	-3,6	-	25,3	27,0	-6,1%	25,8	25,3	1,7%
Zysk netto	-3,3	-2,7	-	19,9	21,2	-6,3%	20,2	19,9	1,8%

W Q1 ZUE zawsze generuje stratę; dodatni operacyjny cash flow

Oczekujemy straty netto. Nie odbiega to jednak od wyników lat ubiegłych (Q1 2011: -2,7 mln PLN; Q1 2010: -4,1 mln PLN, poprzednie lata - również straty w Q1). Interpretacja analityczna wyników ograniczy się naszym zdaniem do bilansu spółki - a tutaj oczekujemy spadku zadłużenia netto do kilkunastu mln PLN. Strata spowodowana jest bardzo niskimi przychodami. Przychody nie pokrywają kosztów stałych i kosztów pośrednich w Q1. Widać to już na poziomie „symbolicznej” marży brutto na sprzedaży (1,3%, Q1 2011: 0,3%). Marża brutto na sprzedaży nie ma wartości prognostycznej na kolejne kwartały. Koszty ogólne ZUE w Q1 2012 przewidujemy na poziomie 4,1 mln PLN. Przewidujemy 0,6 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto, 0,2 mln PLN straty akcjonariuszy mniejszościowych. W kolejnych kwartałach należy oczekiwać wzrostu przychodów i poprawy wyników.

Deweloperzy



Deweloperzy

BBI Development Trzymaj

Analitik:
Piotr Zybala

P/E 2012 349,7 EV/EBITDA 2012 31,9 **Cena bieżąca 0,32 PLN**
P/E 2013 38,0 EV/EBITDA 2013 49,5 **Cena docelowa 0,34 PLN**

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	9,2	39,0	-76,3%	58,4	69,6	-16,1%	50,9	58,4	-12,9%
EBITDA	-0,9	21,6	-	12,1	24,6	-50,7%	12,2	12,1	0,6%
marża	-9,4%	55,3%	-	20,8%	35,3%	-	24,0%	20,8%	-
EBIT	-0,9	21,6	-	11,9	24,4	-51,1%	12,0	11,9	0,6%
Zysk brutto	-1,5	20,9	-	8,6	21,9	-60,8%	8,8	8,6	3,0%
Zysk netto	-1,3	16,8	-	0,5	15,8	-97,0%	4,4	0,5	820,9%

Słaby wynik na początek roku

Q1 2012 będzie w BBID najprawdopodobniej słabszy q/q i z pewnością dużo gorszy r/r, Złożą się na to niewielka liczba przekazanych na początku roku mieszkań oraz osłabienie EUR w stosunku do złotego. W pierwszym kwartale zaledwie jedno mieszkanie z inwestycji Dom na Dolnej zostanie zaksięgowane w wyniku. Wpływy ze sprzedaży pierwszych apartamentów w Rezydencji Foksal oraz mieszkań w Szczecinie pojawią się dopiero w wynikach Q2 2012. Wycena nieruchomości inwestycyjnych będzie pod presją w związku z osłabieniem się kursu EUR. Pomimo negatywnego wpływu waluty na wycenę PL Unii, spodziewamy się dodatniej rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych na poziomie 1,5 mln PLN. Największe przychody powinien przynieść segment usług (prognoza: 6,3 mln PLN), który został w Q4 2011 wyodrębniony z pozostałej działalności operacyjnej. Szacujemy, że przy całkowitych przychodach na poziomie 9,2 mln PLN, Spółka poniesie stratę na poziomie EBIT ok. -0,9 mln PLN. Saldo kosztów finansowych prognozujemy na -0,6 mln PLN (niższe koszty finansowe q/q w związku z dodatnią wyceną instrumentów zabezpieczających przyszłe transze kredytowe). Stratę netto w Q1 szacujemy na 1,3 mln PLN.



Deweloperzy

Dom Development Trzymaj

Analitik:
Piotr Zybala

P/E 2012 10,3 EV/EBITDA 2012 8,4 **Cena bieżąca 35,97 PLN**
P/E 2013 17,0 EV/EBITDA 2013 15,0 **Cena docelowa 31,40 PLN**

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	136,5	20,2	-	797,4	584,3	36,5%	642,5	797,4	-19,4%
EBITDA	14,4	-14,2	-	105,9	105,6	0,2%	65,2	105,9	-38,4%
marża	10,6%	-70,5%	-	13,3%	18,1%	-	10,1%	13,3%	-
EBIT	13,8	-14,8	-	103,4	103,2	0,3%	62,8	103,4	-39,3%
Zysk brutto	13,6	-15,0	-	105,5	102,8	2,6%	64,2	105,5	-39,2%
Zysk netto	11,0	-12,2	-	85,4	82,7	3,4%	52,0	85,4	-39,2%

Najsłabszy kwartał w roku

Podobnie jak w 2011 r., pierwszy kwartał 2012 r. będzie najsłabszym kwartałem w roku. Do użytku oddany został jedynie pierwszy etap projektu Wilno na Targówku na łącznie 130 mieszkań (prawie wszystkie sprzedane). Łączną liczbę przekazanych w Q1 2012 szacujemy na 298 lokali, przy przychodach równych 136 mln PLN. Pierwszy kwartał roku przyniesie spadek marży deweloperskiej wyraźnie poniżej 30% (Wilno jest projektem z kilkunastoprocentową marżą). W całym 2012 r. marża brutto na sprzedaży powinna być zbliżona do 25%. Oczekujemy niewielkiego wzrostu kosztów SG&A do 20,0 (+7% q/q, +2% r/r) oraz ujemnego salda pozostałej działalności operacyjnej w wysokości -1,0 mln PLN (znajdują się tu między innymi koszty utrzymania wybudowanych mieszkań). Wzrost zadłużenia, który nastąpił w Q4 2011 oraz Q1 2012 nie powinien istotnie wpłynąć na saldo kosztów finansowych na początku roku (prognoza -2,0 mln PLN). Większość kosztów odsetek jest kapitalizowana w bezpośrednich kosztach budowy mieszkań. Prognozowany przez nas zysk netto pierwszego kwartału to zaledwie 13% naszej całorocznej prognozy, która jest konserwatywna. Struktura przekazanych w 2012 r. kształtuje się w ten sposób, że w każdym kolejnym kwartale roku możemy zaobserwować coraz wyższy wynik finansowy.



Deweloperzy

Echo Investemnt

Kupuj

Analitik:
Piotr Zybala

P/E 2012 6,4
P/E 2013 11,6

EV/EBITDA 2012 9,9
EV/EBITDA 2013 28,0

Cena bieżąca 4,03 PLN
Cena docelowa 4,70 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	141,5	86,0	64,4%	563,2	404,2	39,4%	595,7	563,2	5,8%
EBITDA	-38,0	128,3	-	407,7	550,0	-25,9%	168,1	407,7	-58,8%
marża	-26,9%	149,1%	-	72,4%	136,1%	-	28,2%	72,4%	-
EBIT	-39,2	127,1	-	396,3	545,8	-27,4%	156,6	396,3	-60,5%
Zysk brutto	38,1	69,4	-45,1%	325,6	188,7	72,5%	180,2	325,6	-44,7%
Zysk netto	31,6	55,2	-42,7%	263,7	164,0	60,8%	146,0	263,7	-44,7%

Niezły wynik mimo niekorzystnego wpływu umocnienia złotych

W pierwszym kwartale możemy ujrzyć w Echo rekordowy poziom około 140 mln PLN przychodów (+25%q/q oraz +64% r/r). Przy porównywalnych wpływach z najmu, przychody wzrosną za sprawą segmentu mieszkaniowego (rozliczenie inwestycji Kasztanowa Aleja w Poznaniu oraz kolejne przekazania mieszkań w projekcie Klimt House). Spodziewamy się prawie 80 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (+17% q/q, 27% r/r). Wzrost dzięki rozliczeniu mieszkań i wzrostowi marż na wynajmie. SG&A powinny spaść poniżej 20 mln PLN, gdyż nie pojawią się dodatkowe koszty związane ze sprzedażą nieruchomości, które wystąpiły w 2011 r. Kluczowy wpływ na wycenę nieruchomości inwestycyjnych w Q1 2012 miało umocnienie kursu PLN do EUR (szacowany spadek wartości nieruchomości o około 180 mln PLN). Indeksacja czynszów oraz wycena części nieruchomości w budowie wpłyną natomiast korzystnie na wycenę. Ostatecznie zakładamy ujemny wynik na rewaluacji w wysokości 104 mln PLN, co implikuje stratę EBIT w wysokości 44 mln PLN. Dodatnia wycena kredytów walutowych oraz kontraktów forward powinna wynieść około 115 mln PLN. Po uwzględnieniu efektu powyższych przeszacowań instrumentów finansowych oraz pozostałych kosztów finansowych prognozujemy zysk brutto w wysokości 38 mln PLN oraz zysk netto 32 mln PLN. Zwracamy uwagę na duże znaczenie kursów walutowych dla wyniku Echo w pierwszym kwartale. Łączny wpływ przeszacowań z tego tytułu szacujemy na -65 mln PLN.



Deweloperzy

GTC

Zawieszona

Analitik:
Piotr Zybala

P/E 2012 21,1
P/E 2013 5,6

EV/EBITDA 2012 22,9
EV/EBITDA 2013 11,9

Cena bieżąca 6,87 PLN
Cena docelowa -

(mln EUR)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	37,4	34,7	7,6%	161,3	153,7	5,0%	165,1	161,3	2,4%
EBITDA	18,2	29,6	-38,5%	61,2	-230,7	-	128,7	61,2	110,4%
marża	48,7%	85,2%	-	37,9%	-150,1%	-	77,9%	37,9%	-
EBIT	18,2	29,4	-38,3%	60,6	-231,2	-	128,1	60,6	111,5%
Zysk brutto	1,1	14,9	-92,4%	4,5	-319,6	-	68,7	4,5	-
Zysk netto	1,3	10,3	-87,2%	17,0	-270,4	-	63,8	17,0	275,5%

Pierwszy od roku kwartał z dodatnim wynikiem

Przychody z tytułu wynajmu powierzchni były wyjątkowo stabilne w zeszłym roku. W całym 2011 r. Spółka osiągnęła z tego tytułu 100,2 mln EUR, przy czym w Q3 i Q4 przychody wyniosły po 25,0 mln EUR. Takiego samego wyniku spodziewamy się w Q1 2012, przy jednoczesnym niewielkim wzroście przychodów z tytułu opłat serwisowych (zmniejszenie pustostanów, oddanie do użytku biurowca Corius). Przy powyższych założeniach prognozujemy zysk brutto ze sprzedaży segmentu komercyjnego na 22,6 mln EUR (+0,4% q/q). Segment mieszkaniowy tradycyjnie nie powinien odegrać istotnej roli w wyniku GTC. Kilkunastoprocentowe marże wypracowane w Q3 i Q4 dzięki sprzedaży domów w Konstancinie mogą istotnie spaść w związku ze zmianą struktury przekazywanych lokali. Wynik segmentu mieszkaniowego w Q1 2012 szacujemy na 0,2 mln EUR (-75% q/q). Prawdopodobny jest spadek SG&A (prognoza: 5,0 mln EUR vs. Q4 2011: 8,2 mln EUR), mimo że pojawią się w nich koszty doradztwa w związku z prowadzoną emisją akcji. Oczekujemy lekko dodatniego wyniku z rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych w wysokości 1,0 mln EUR (możliwe przeszacowanie biurowca Corius, oddanego do użytku na przełomie 2011 i 2012 r.). Na rynku nieruchomości komercyjnych nie zaistniały w ostatnim kwartale istotne zmiany, które usprawiedliwiłyby znaczną zmianę wartości aktywów. Jednocześnie odpisy dokonane przez GTC w 2011 r. były na tyle duże, że nie spodziewamy się rozpoznania straty na wycenie w Q1 2012. Saldo działalności finansowej szacujemy na -17,0 mln EUR vs. -22,4 mln EUR w Q4 2011 (brak zdarzeń o charakterze jednorazowym oraz strat wygenerowanych przez jednostki stowarzyszone). Podsumowując, GTC jest w stanie osiągnąć w pierwszym kwartale 2012 r. dodatni wynik finansowy (prognoza: 1,3 mln EUR). Byłby to zarazem pierwszy kwartał od roku z wynikiem powyżej zera.

**Deweloperzy****J.W. Construction Redukuj**

Analitik:
Piotr Zybala

P/E 2012 10,2
P/E 2013 10,2

EV/EBITDA 2012 13,5
EV/EBITDA 2013 16,0

Cena bieżąca 5,30 PLN
Cena docelowa 6,10 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	66,4	125,6	-47,1%	395,4	378,6	4,4%	335,0	395,4	-15,3%
EBITDA	9,6	34,4	-72,1%	86,3	76,2	13,3%	88,8	86,3	2,9%
marża	14,5%	27,4%	-	21,8%	20,1%	-	26,5%	21,8%	-
EBIT	6,5	31,6	-79,5%	73,8	63,9	15,5%	76,3	73,8	3,4%
Zysk brutto	2,0	23,6	-91,6%	34,8	39,5	-11,7%	34,7	34,8	-0,4%
Zysk netto	1,6	19,3	-91,7%	28,2	31,3	-9,7%	28,1	28,2	-0,4%

Brak większych zmian od ostatniego kwartału

Wynik Q1 2012 nie powinien znacznie odbiegać od wyników poprzedniego kwartału. Spółka prawdopodobnie nie rozpoczęła jeszcze przekazania mieszkań z inwestycji w Ożarowie i Łodzi. Na pierwsze przychody z wynajmu powierzchni komercyjnej przy ul. Badyłarskiej oraz w Krynicy przyjdzie nam poczekać przynajmniej do Q3 2012. Wynik Q1 2012 kształtują zatem te same projekty, co w ostatnich kilku kwartałach. W Q1 wydaje się nam realne przekazanie około 150 mieszkań. Uwzględniając wpływ z segmentu hotelowego, TBS oraz budowlanego, przychody Q1 szacujemy na 66,4 mln PLN. Zakładamy ok. 12% spadek kosztów ogólnych q/q oraz dodatnią rewaluację projektu komercyjnego w Szczecinie w wysokości 5 mln PLN, co daje nam EBIT na poziomie 6,5 mln PLN. Odsetki od uruchamianych przez Spółkę kredytów realizacyjnych są kapitalizowane w kosztach budowy mieszkań, dlatego saldo działalności finansowej nie powinno ulec istotnej zmianie w stosunku do zeszłego kwartału (prognoza: 4,5 mln PLN). Szacujemy, że Spółka może zamknąć pierwszy kwartał z podobnym wynikiem finansowym jak w Q4 2011. Q2 2011 może być pod tym względem znacznie lepszy. Wszystko zależy od terminu rozliczenia dwóch projektów, które w Q1 2012 były na ukończeniu: Osiedle Centrum II w Łodzi oraz Słoneczny Park w Ożarowie Mazowieckim.

**Deweloperzy****P.A. Nova****Kupuj**

Analitik:
Piotr Zybala

P/E 2012 12,0
P/E 2013 6,7

EV/EBITDA 2012 14,4
EV/EBITDA 2013 7,7

Cena bieżąca 21,50 PLN
Cena docelowa 25,80 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	35,8	35,0	2,4%	214,1	173,9	23,1%	230,5	214,1	7,7%
EBITDA	9,3	6,6	41,7%	29,7	32,5	-8,6%	51,9	29,7	74,6%
marża	26,1%	18,8%	-	13,9%	18,7%	-	22,5%	13,9%	-
EBIT	8,4	5,9	42,7%	26,7	29,7	-10,2%	49,1	26,7	84,1%
Zysk brutto	7,4	5,0	47,3%	22,0	26,4	-16,6%	39,3	22,0	78,5%
Zysk netto	6,0	4,3	38,0%	17,8	21,2	-15,7%	31,9	17,8	78,5%

Przeszacowanie działki zakupionej w Jaworznie zrekompensuje mniejszą liczbę rozliczonych projektów

Z uwagi na mniejszą liczbę realizowanych budów na początku roku, przychody Q1 2012 nie będą imponujące (prognoza: 35,8 mln PLN). Częściowo rozliczony zostanie zaledwie jeden projekt budowlano deweloperski, co odbije się na wyniku. Mniejszy zysk z segmentu budowlano-deweloperskiego częściowo zrównoważą wyższe wpływy z najmu (rozliczenie z najemcami części kosztów poniesionych przez Spółkę w 2011 r.). Pozytywnie na wynik wpłynie również wycena gruntu pod centrum handlowe w Jaworznie, który Spółka odkupiła od GC Investment na początku roku (prognoza: 4,0 mln PLN). Uwzględniając powyższe wydarzenia, EBIT okresu powinien w Q1 przekroczyć 8 mln PLN. Nie spodziewamy się istotnych zmian na poziomie działalności finansowej. Saldo wyniku finansowego powinno utrzymać się w okolicach -1,0 mln PLN. Zysk netto Q1 2012 szacujemy na 6,0 mln PLN. Byłby to najwyższy wynik kwartalny od Q4 2010 r.

W Q2 2012, w wynikach nie znajdują się najprawdopodobniej przeszacowania nieruchomości oraz dodatkowe wpływy z rozliczenia z najemcami, niemniej rozliczenie większej liczby projektów budowlano-deweloperskich stwarza szansę na utrzymanie dobrego wyniku finansowego.

**Deweloperzy**

Analitik:
Piotr Zybala

Polnord**Trzymaj**

P/E 2012 5,0 EV/EBITDA 2012 17,1 **Cena bieżąca 15,70 PLN**
P/E 2013 4,4 EV/EBITDA 2013 - **Cena docelowa 13,00 PLN**

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	74,8	21,5	248,8%	266,6	289,1	-7,8%	303,8	266,6	14,0%
EBITDA	-6,8	19,1	-	52,6	78,5	-33,0%	-4,2	52,6	-
marża	-9,1%	88,9%	-	19,7%	27,2%	-	-1,4%	19,7%	-
EBIT	-7,3	18,4	-	50,9	76,4	-33,4%	-5,9	50,9	-
Zysk brutto	-15,3	20,7	-	71,5	65,4	9,3%	81,9	71,5	14,7%
Zysk netto	-12,4	15,7	-	57,9	70,9	-18,3%	66,4	57,9	14,7%

Rozliczenie projektu w Sopocie destrukcyjne dla marż

W Q4 2011 Polnord dokonał odpisu aktualizującego wartość inwestycji w Sopocie o wartości 10,8 mln PLN, co było przyczyną niskiej 16% marży brutto ze sprzedaży. Przekazanie pierwszych mieszkań z Sopotu nastąpiło dopiero na początku 2012 r., co odbije się negatywnie na wyniku Q1. Nawet po uwzględnieniu odpisu dokonanego w 2011 r., mieszkania z Sopotkiej Rezydencji mogą być rozpoznawane w wyniku nawet z kilkunastoprocentową stratą. Z tego powodu szacowana przez nas marża brutto ze sprzedaży może spaść w Q1 2012 nawet poniżej 10% (Zysk brutto ze sprzedaży: 7,3 mln PLN przy przychodach 74,8 mln PLN). Oczekiwany spadek kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu do ok. 13,5 mln PLN, vs. 16,2 mln w Q4 2011, nie uchroni najprawdopodobniej Polnordu przed stratą na poziomie EBIT (prognoza: -7,3 mln PLN). Strata zostanie jeszcze pogłębiona po uwzględnieniu kosztów finansowych okresu. W Q1 spodziewamy się ponadto straty spowodowanej utratą wartości akcji DSS, którą szacujemy na 2 mln PLN (w Q4 2011 Spółka dokonała częściowego odpisu wartości posiadanego pakietu akcji w wysokości 5,2 mln PLN). Podsumowując, strata za Q1 2012 w Polnordzie może wynieść kilkanaście mln PLN (prognoza: -12,4 mln PLN).

**Deweloperzy**

Analitik:
Piotr Zybala

Robyg**Trzymaj**

P/E 2012 8,5 EV/EBITDA 2012 8,7 **Cena bieżąca 1,39 PLN**
P/E 2013 11,9 EV/EBITDA 2013 11,9 **Cena docelowa 1,43 PLN**

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	82,4	34,8	136,7%	440,1	160,5	174,3%	399,7	440,1	-9,2%
EBITDA	11,2	2,3	-	79,1	11,6	-	64,3	79,1	-18,7%
marża	13,5%	6,6%	-	18,0%	7,2%	-	16,1%	18,0%	-
EBIT	10,9	2,1	-	78,3	10,7	-	63,5	78,3	-18,9%
Zysk brutto	8,0	1,8	-	78,0	1,4	-	62,7	78,0	-19,6%
Zysk netto	4,8	0,9	-	42,1	22,3	88,8%	30,1	42,1	-28,5%

Więcej przekazania i lepsze marże

Z zakończonych w pierwszym kwartale projektów: City Apartments E2 oraz Osiedle Kameralne E1, najwięcej mieszkań będzie pochodzić z inwestycji na Bemowie, w której Spółka posiada 50% udziałów. Sporo mieszkań jest jeszcze do przekazania w zakończonych w Q4 2011 inwestycjach na Wilanowie. Szacujemy, że łącznie w Q1 2012 Robyg przekazał około 220 mieszkań i zrealizował przychody na poziomie 82 mln PLN. Marża brutto ze sprzedaży powinna przekroczyć 23% vs. 22,3% w Q4 2011. Na początku roku powinien być widoczny spadek kosztów sprzedaży i kosztów ogólnego zarządu, które są sezonowo wysokie w czwartym kwartale (prognoza: 7,5 mln PLN vs. Q4 2011: 8,7 mln PLN). Koszty finansowe w Q4 2011 były zainfekowane negatywnymi zdarzeniami jednorazowymi. Uwzględniając to, saldo działalności finansowej prognozujemy na -3,0 mln PLN vs. -6,6 mln PLN w Q4 2011. Efektywną stopę procentową w Q1 szacujemy na 30,5%, co wynika z uwzględnienia korekt konsolidacyjnych dokonanych przy okazji IPO. Rzeczywiście zapłacony podatek dochodowy powinien być, dzięki przeprowadzonej w Q4 restrukturyzacji organizacyjnej, znacznie niższy.

Handel



Handel

Analityk:
Gabriela Borowska

Eurocash

P/E 2012 22,8 EV/EBITDA 2012 13,4
P/E 2013 17,7 EV/EBITDA 2013 11,2

Trzymaj

Cena bieżąca 39,85 PLN
Cena docelowa 34,70 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	3 772,4	2 079,4	81,42%	15 463,3	9 980,6	54,93%	16 059,4	15 463,3	3,85%
EBITDA	54,7	32,7	67,48%	477,7	265,8	79,74%	547,8	477,7	14,69%
marża	1,5%	1,6%	-	3,1%	2,7%	-	3,4%	3,1%	-
EBIT	30,4	14,6	108,87%	378,6	193,0	96,21%	444,8	378,6	17,49%
Zysk brutto	9,2	9,7	-5,58%	283,2	151,0	87,57%	369,0	283,2	30,31%
Zysk netto	8,4	8,8	-4,70%	239,4	134,4	78,13%	308,9	239,4	29,04%

Kolejny bardzo dobry sprzedażowo kwartał

Szacujemy, że Eurocash ma za sobą kolejny bardzo dobry sprzedażowo kwartał. W samym Eurocashu spodziewamy się wzrostu sprzedaży r/r o 15%, natomiast na danych raportowanych wzrost powinien wynieść +81% ze względu na konsolidację od początku roku spółek dystrybucyjnych Tradis. Wysoka dynamika sprzedaży w 1Q 2012 była wspierana przez efekt świąt. Większa sprzedaż przed świętami wchodziła w 2012 w wyniki 1Q podczas gdy w 2011 w wyniki 2Q. Wyższa sprzedaż była też wspierana przez ceny, co z kolei powinno być widoczne w marży. Spodziewamy się rentowności EBITDA na poziomie 1,5% wobec 1,6% w 1Q 2011. Podobnie jak w poprzednich kwartałach spółka wspierała sprzedaż (LFL) i przepływy operacyjne oddając marżę klientom. Przy takich założeniach wynik EBITDA powinien być wyższy 68% r/r przy czym wzrost wynika głównie z konsolidacji spółek dystrybucyjnych Tradis. Szacujemy koszty finansowe na 21,2 mln PLN wobec salda na działalności finansowej na poziomie -3,8 mln PLN w 1Q 2011. Wyższe koszty finansowe to wynik zaciągniętych zobowiązań finansowych na nabycie spółek dystrybucyjnych. Na poziomie wyniku netto szacujemy 8,4 mln PLN wobec 8,8 mln PLN w 1Q 2011.



Handel

Analityk:
Gabriela Borowska

LPP

P/E 2012 - EV/EBITDA 2012 -
P/E 2013 - EV/EBITDA 2013 -

Zawieszona

Cena bieżąca 2 851 PLN
Cena docelowa -

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	649,9	500,5	29,84%	2 895,6	2 492,5	16,17%	3 299,2	2 895,6	13,94%
EBITDA	68,4	34,4	98,83%	431,7	437,5	-1,32%	513,0	431,7	18,84%
marża	10,5%	6,9%	-	14,9%	17,6%	-	15,5%	14,9%	-
EBIT	42,7	10,8	-	318,9	342,0	-6,76%	394,0	318,9	23,54%
Zysk brutto	37,7	19,1	97,72%	297,7	329,9	-9,77%	380,4	297,7	27,78%
Zysk netto	31,1	14,1	119,75%	251,9	267,8	-5,96%	319,4	251,9	26,83%

Rekordowy wynik kwartalny

Przychody LPP były już wcześniej raportowane na poziomie 651 mln PLN, co daje +30% wzrostu r/r. Sprzedaż wyniosła w kolejnych miesiącach 1Q 2012 236 mln PLN (+28%) w styczniu, 173 mln PLN (+24% r/r) w lutym i 242 mln PLN (+42% r/r) w marcu. Powierzchnia na koniec 1Q 2012 to około 354 tys. m² (+13% r/r) co oznacza wzrost sprzedaży na średni m² na poziomie +19% do 621 PLN/m². Marża brutto na sprzedaży była już raportowana i wyniosła 52,5% wobec 49,9% w 1Q 2011, dzięki znacznie wyższej rentowności r/r w lutym i płaskiej r/r marży w bardzo dobrym sprzedażowo marcu. Spodziewamy się kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu (SG&A) na poziomie 299 mln PLN, 285 PLN na średni m² (+15% r/r). Wzrost SGA to wynik głównie bardzo dobrej dynamiki sprzedaży na średni m² oraz wyższego kursu EUR, który bezpośrednio wpływa na płacone czynsze. Na poziomie wyniku na działalności finansowej szacujemy -5 mln PLN wobec 8,2 mln zysku w 1Q 2011 (wtedy w wyniku pomogły dodatnie różnice kursowe). Szacujemy, że optymalizacja podatkowa zmniejszy efektywną stopę podatku do 17% wobec 26% w 1Q 2011 (1Q zwykle ma najwyższą efektywną stopę podatku w całym roku). Ostatecznie szacujemy wynik netto na poziomie 31 mln PLN wobec 14 mln PLN w 1Q 2011, co daje kolejny kwartalny rekord wyniku.

**Handel**

Analitik:
Gabriela Borowska

NFI EMF

P/E 2012 19,5 EV/EBITDA 2012 6,3
P/E 2013 11,5 EV/EBITDA 2013 5,3

Trzymaj

Cena bieżąca 9,73 PLN
Cena docelowa 8,80 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	705,6	630,2	11,98%	3 341,4	3 224,5	3,63%	3 551,5	3 341,4	6,29%
EBITDA	7,9	14,5	-45,54%	257,9	242,7	6,28%	297,5	257,9	15,36%
marża	1,1%	2,3%	-	7,7%	7,5%	-	8,4%	7,7%	-
EBIT	-31,6	-12,6	151,78%	128,2	116,1	10,45%	170,2	128,2	32,74%
Zysk brutto	-46,0	-11,8	-	74,7	80,8	-7,44%	120,8	74,7	61,65%
Zysk netto	-48,1	-11,9	-	52,0	79,6	-34,68%	88,4	52,0	69,91%

Segment modowy psuje wyniki

Spodziewamy się, że NFI EMF ma za sobą sprzedażowo udany kwartał: przychody +12,0% przy zmianie powierzchni sprzedaży o 2% r/r. W sprzedaży segmentów Empik i Smyk pomogła zwiększona sprzedaż przed świętami, która w tym roku weszła jeszcze w 1Q, natomiast w 2011 rozłożyła się na 1Q i 2Q. Szacujemy oba segmenty na odpowiednio 263,4 mln PLN (+12% r/r) i 217,2 mln PLN (+25% r/r). W segmencie Moda i uroda spodziewamy się płaskiej sprzedaży (spadek w segmencie modowym, wzrost w dystrybucji) mimo spadku powierzchni handlowej związanego z zamknięciami sklepów. Gorzej sytuacja wygląda jeśli chodzi o rentowność sprzedaży. Spodziewamy się, że dobra sprzedaż segmentu Smyk była realizowana przy niższej marży oraz, że wyprzedaże segmentu modowego również obniżyły rentowność segmentu. Ostatecznie spodziewamy się rentowności brutto na sprzedaży na poziomie 41,2% wobec 42,9% w 1Q 2011. Na poziomie wyniku operacyjnego uwzględniliśmy koszty programu motywacyjnego (-1,8 mln PLN) oraz koszty związane z zamknięciami sklepów w segmencie modowym (-20,0 mln PLN). Zamknięcia dotyczą głównie marki Peacocks, a koszty to przede wszystkim niezamortyzowana część majątku. Po w/w wynik operacyjny szacujemy na -31,6 mln PLN w 1Q 2012 (wobec -12,6 mln PLN w 1Q 2011). Wynik na działalności finansowej prognozujemy na -14,3 mln PLN wobec 0,8 mln PLN w 1Q 2011. Wynik netto po uwzględnieniu zysków mniejszości powinien wynieść -48,1 mln PLN wobec -12,0 mln PLN w 1Q 2011.

**Handel**

Analitik:
Gabriela Borowska

NG2

P/E 2012 15,0 EV/EBITDA 2012 10,7
P/E 2013 12,1 EV/EBITDA 2013 8,8

Kupuj

Cena bieżąca 56,15 PLN
Cena docelowa 54,00 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	256,5	184,9	38,71%	1 238,3	1 092,5	13,35%	1 359,1	1 238,3	9,76%
EBITDA	16,3	4,0	-	219,3	184,8	18,70%	262,1	219,3	19,52%
marża	6,4%	2,1%	-	17,7%	16,9%	-	19,3%	17,7%	-
EBIT	9,6	-1,9	-	189,5	160,5	18,05%	230,0	189,5	21,35%
Zysk brutto	5,6	-3,7	-	178,0	152,9	16,39%	221,3	178,0	24,34%
Zysk netto	4,2	-6,2	-	143,6	123,7	16,08%	178,7	143,6	24,44%

Bardzo dobry 1Q 2012

Sprzedażowo 1Q 2012 był dla NG2 bardzo udany z dynamiką przychodów na poziomie +39% r/r (spółka raportuje wyniki sprzedaży wcześniej). W dynamice sprzedaży w styczniu (+60% r/r) i w lutym (+41% r/r) pomogła niska baza 2011, kiedy spółka nie miała wystarczająco dużo zimowego towaru i sprzedaż była słaba oraz zimowa pogoda. W marcu wynik sprzedaży też był bardzo dobry +29% r/r w czym także pomogła aura. Szacujemy, że powierzchnia handlowa na koniec kwartału wyniosła 178 tys. m² (+11% r/r), co oznaczałoby wzrost sprzedaży na średni m² do 487 PLN (+27% r/r). Spodziewamy się, że bardzo dobra sprzedaż realizowana była przy niższej r/r procentowej marży brutto na sprzedaży (-1,5p.p. r/r). Szacujemy, że koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (SG&A) wyniosły w sumie 119,6 mln PLN (+21,7% r/r). SG&A na średni m² wyniosły 227 PLN i były wyższe +12% r/r głównie przez większą sprzedaż na średni m² oraz przez wyższy r/r kurs EUR, który wpływa na koszty czynszów. Wynik EBIT szacujemy na 9,6 mln PLN wobec straty -1,9 mln PLN w 1Q 2011. Spodziewamy się, że koszty działalności finansowej będą wyższe ze względu na wyższe zobowiązania finansowe i saldo na działalności finansowej wyniesie -4,0 mln PLN wobec -1,8 mln PLN w 1Q 2011. Wynik netto powinien wynieść około 4,2 mln PLN wobec straty -6,2 mln PLN w 1Q 2012.

**Handel**

Analityk:
Gabriela Borowska

Vistula

P/E 2012 15,6 EV/EBITDA 2012 7,7
P/E 2013 9,1 EV/EBITDA 2013 6,9

Trzymaj

Cena bieżąca 0,96 PLN
Cena docelowa 0,90 PLN

(mln PLN)	IQ2012P	IQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	86,7	79,0	9,68%	418,6	387,7	7,98%	461,2	418,6	10,16%
EBITDA	2,0	7,0	-70,91%	44,0	39,1	12,62%	49,3	44,0	11,81%
marża	2,4%	8,9%	-	10,5%	10,1%	-	10,7%	10,5%	-
EBIT	-1,3	3,4	-	31,4	25,3	24,10%	37,5	31,4	19,41%
Zysk brutto	-6,2	-2,5	-	8,5	1,5	-	14,5	8,5	70,80%
Zysk netto	-6,2	-1,9	-	6,9	0,0	-	11,7	6,9	69,57%

Sprzedazowo dobry kwartał, wyniki słabe

Spodziewamy się, że Vistula ma za sobą dobry kwartał pod względem sprzedaży. Wzrost przychodów o 9,7% r/r dla całej grupy wynikać będzie ze wzrostu na średni m2 o 11% w segmencie odzieżowym i o 9% w segmencie jubilerskim. Szacujemy, że rentowność brutto na sprzedaży będzie niższa r/r o -2,1p.p. o 49,9%. Głównym powodem niższej marży są wyższe koszty zakupu przez kursy walutowe, głównie EUR. Również przez kurs walutowy wyższe będą koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (SG&A), szacujemy, że wyniosą one 44,5 mln PLN (+7% r/r), SG&A na średni m2 617 PLN (+7% r/r). Przy w/w założeniach spodziewamy się, że spółka osiągnie stratę operacyjną na poziomie -1,3 mln PLN wobec 3,4 mln PLN zysku EBIT w 1Q 2011. Wyniki 1Q 2011 były jednak wspierane przez sprzedaż nieruchomości i spółki zależnej, zysk zrealizowany na tej transakcji wynosił 3,6 mln PLN. Szacujemy saldo na działalności finansowej na -4,9 mln PLN wobec -5,9 mln PLN w 1Q 2011. Wynik netto szacujemy na -6,2 mln PLN, wobec -1,9 mln PLN w 1Q 2011. Wynik po oczyszczeniu o wspomnianą sprzedaż spółki i majątku w 1Q 2011 byłby zbliżony r/r.

Terminy publikacji raportów

Spółka	1 kw. 2012 jednostkowy	1 kw. 2012 skonsolidowany	2011
AB	2012-05-15*	2012-05-15*	2012-03-01
ACTION	2012-05-07	2012-05-07	2012-03-19
AGORA	2012-05-11	2012-05-11	2012-04-13
ASBIS	2012-05-08	2012-05-08	2012-03-29
ASSECO POLAND	2012-05-11	2012-05-11	2012-03-16
ASTARTA	2012-05-10	2012-05-10	2012-04-19
BBI DEVELOPMENT	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-20
BORYSZEW	2012-05-15	2012-05-15	2012-04-26
BUDIMEX	2012-04-25	2012-04-25	2012-03-20
CEDC	2012-05-10	2012-05-10	2012-02-29
CENTRUM KLIMA	2012-05-08	2012-05-08	2012-03-12
CERSANIT	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-20
CEZ	2012-05-10	2012-05-10	2012-04-30
CIECH	2012-04-23	2012-04-23	2012-03-20
CINEMA CITY	2012-05-18	2012-05-18	2012-03-16
COMARCH	2012-05-15	2012-05-15	2012-04-30
CYFROWY POLSAT	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-12
DOM DEVELOPMENT	2012-04-25	2012-04-25	2012-03-02
ECHO	2012-05-15	2012-05-15	2012-04-30
ELEKTROBUDOWA	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-20
ENEA	2012-05-14	2012-05-14	2012-04-27
ERBUD	2012-05-15	2012-05-15	2012-04-27
EUROCASH	2012-05-11	2012-05-11	2012-03-20
FAMUR	2012-05-15	2012-05-15	2012-04-30
GET BANK	2012-05-15	2012-05-15	2012-02-29
GTC	2012-05-14	2012-05-14	2012-03-05
HANDLOWY	2012-05-07	2012-05-07	2012-03-19
IMPEXMETAL	2012-05-14	2012-05-14	2012-04-20
ING BSK	2012-05-09	2012-05-09	2012-03-02
J.W.C.	2012-05-10	2012-05-10	2012-03-15
JSW	2012-05-10	2012-05-10	2012-03-13
KERNEL	2012-05-15***	2012-05-15***	2012-02-29**
KĘTY	2012-04-25	2012-04-25	2012-04-04
KGHM	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-30
KOPEX	2012-05-15	2012-05-15	2012-04-30
KREDYT BANK	2012-05-10	2012-05-10	2012-02-24
KRUK	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-20
LOTOS	2012-05-08	2012-05-08	2012-04-20
LPP	2012-05-10	2012-05-10	2012-04-26
LW BOGDANKA	2012-05-09	2012-05-09	2012-03-20
MILLENNIUM	2012-04-27	2012-04-27	2012-02-29
MOL	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-29
MONDI	2012-05-07	2012-05-07	2012-02-16
MOSTOSTAL WARSZAWA	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-20
NETIA	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-15
NFI EMF	2012-05-15	2012-05-15	2012-04-27
NG2	2012-05-10	2012-05-10	2012-04-27
PA NOVA	2012-05-10	2012-05-10	2012-03-08
PBG	2012-05-15	2012-05-15	2012-04-30
PEKAO	2012-05-10	2012-05-10	2012-03-20
PGE	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-14
PGNiG	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-20
PKN ORLEN	2012-04-25	2012-04-25	2012-03-29
PKO BP	2012-05-14	2012-05-14	2012-03-05
POLICE	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-20
POLIMEX MOSTOSTAL	2012-05-14	2012-05-14	2012-03-20
POLNORD	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-20
PZU	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-15
RAFAKO	2012-05-15	2012-05-15	2012-04-30
ROBYG	2012-05-10	2012-05-10	2012-03-15
SYGNITY	2012-05-15****	2012-05-15****	2012-03-21
TAURON	2012-05-10	2012-05-10	2012-03-19
TPSA	2012-04-26	2012-04-26	2012-02-14
TRAKCJA TILTRA	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-20
TVN	2012-05-11	2012-05-11	2012-02-15
ULMA CP	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-12
UNIBEP	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-06
VISTULA	2012-05-15	2012-05-15	2012-03-20
ZA PUŁAWY	2012-05-15*	2012-05-15*	2012-02-29*****
ZUE	2012-05-14	2012-05-14	2012-03-19

Źródło: Spółki; * Publikacja raportu za 3Q 2011/2012; ** Publikacja raportu za 1H 2012; *** Publikacja raportu za 3Q 2012; **** Publikacja raportu za VQ kwartał roku obrotowego; ***** Publikacja raportu za 1H 2011/2012;

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2012	P/E 2013	EV/EBITDA 2012	EV/EBITDA 2013
Banki										
GET BANK	Redukuj	2012-03-21	1,98	1,85	1,98	-6,6%	10,7	10,5		
HANDLOWY	Trzy maj	2012-01-19	73,95	72,00	74,45	-3,3%	13,4	12,5		
ING BSK	Trzy maj	2012-01-19	80,70	80,00	81,90	-2,3%	12,4	11,3		
KREDYT BANK	Zawieszona	2012-02-28	11,96	-	13,26	-	-	-		
MILLENNIUM	Sprzedaj	2012-03-05	4,34	3,30	4,13	-20,1%	13,4	11,0		
PEKAO	Redukuj	2012-01-19	145,90	135,00	144,00	-6,3%	13,8	12,9		
PKO BP	Akumuluj	2012-04-05	33,00	35,00	32,40	8,0%	12,0	10,8		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2012-01-23	327,00	345,00	312,10	10,5%	11,5	10,8		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2012-03-29	50,90	59,40	49,80	19,3%	10,2	9,0		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2012-01-16	17,35	21,50	17,46	23,1%	12,8	9,7	4,9	4,3
LOTOS	Redukuj	2012-03-05	26,84	21,60	29,97	-27,9%	9,2	7,2	8,5	6,6
MOL	Redukuj	2012-04-19	242,10	214,57	242,10	-11,4%	12,8	9,9	6,2	5,2
PGNIG	Redukuj	2012-01-16	4,04	3,69	4,10	-10,0%	25,0	8,3	8,2	4,6
PKN ORLEN	Trzy maj	2011-11-17	39,25	39,00	37,15	5,0%	13,3	11,1	6,2	5,5
POLICE	Trzy maj	2012-01-16	9,62	10,00	9,87	1,3%	9,7	8,6	5,6	4,4
ZA PUŁAWY	Redukuj	2012-04-05	102,00	85,54	98,00	-12,7%	10,4	10,1	5,4	5,3
Energetyka										
CEZ	Redukuj	2012-01-05	140,00	124,90	127,80	-2,3%	9,3	9,1	6,6	6,7
ENEA	Akumuluj	2011-11-04	17,77	21,24	16,48	28,9%	8,2	8,0	3,3	3,6
PGE	Kupuj	2012-03-05	19,80	23,07	18,89	22,1%	7,9	9,0	4,2	4,9
TAURON	Kupuj	2012-01-02	5,35	7,44	4,86	53,1%	6,3	8,2	3,8	4,3
Telekomunikacja										
NETIA	Redukuj	2012-04-05	6,35	5,70	6,06	-5,9%	19,9	16,3	5,0	4,6
TPSA	Trzy maj	2012-01-23	17,90	17,40	16,70	4,2%	18,6	16,6	4,8	4,6
Media										
AGORA	Kupuj	2012-01-23	10,66	15,30	11,76	30,1%	19,8	17,8	3,7	3,4
CINEMA CITY	Trzy maj	2012-03-05	32,00	33,50	30,70	9,1%	12,9	10,6	6,6	5,7
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2011-10-13	15,35	14,80	13,65	8,4%	12,1	11,5	7,8	7,3
TVN	Trzy maj	2011-12-05	10,13	10,30	9,35	10,2%	10,9	10,3	7,6	6,8
IT										
AB	Trzy maj	2012-03-05	21,72	22,50	20,40	10,3%	7,6	6,8	6,2	5,7
ACTION	Redukuj	2012-03-05	23,25	18,10	23,00	-21,3%	10,3	9,5	7,1	6,6
ASBIS	Trzy maj	2012-03-05	2,80	2,60	2,48	4,8%	8,3	7,3	4,9	5,0
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	47,30	37,4%	8,7	8,1	5,2	4,7
COMARCH	Redukuj	2011-10-13	50,25	45,90	62,50	-26,6%	15,7	14,6	7,0	6,2
SYGNITY	Trzy maj	2012-03-05	21,76	23,00	22,95	0,2%	15,9	11,3	6,5	5,4
Górnictwo i Metale										
JSW	Kupuj	2012-01-23	99,00	127,00	90,60	40,2%	7,3	9,0	3,0	3,3
KGHM	Trzy maj	2012-03-05	151,40	151,50	139,10	8,9%	6,6	10,9	2,3	3,0
LW BOGDANKA	Trzy maj	2012-03-05	127,80	132,00	123,60	6,8%	14,1	9,1	6,4	4,4
Przemysł										
ASTARTA	Redukuj	2012-03-01	66,00	56,1	63,15	-11,2%	4,7	3,8	5,1	4,2
BORYSZEW	Redukuj	2012-03-05	0,82	0,65	0,75	-13,3%	18,7	17,9	8,9	8,5
CEDC	Trzy maj	2012-01-23	13,10	13,8	13,70	0,7%	25,2	11,3	11,2	9,1
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-11-15	9,65	15,0	11,19	34,0%	9,5	8,9	6,0	5,5
FAMUR	Trzy maj	2012-03-05	3,66	3,6	3,60	0,0%	12,5	12,2	7,2	7,2
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-01-19	3,46	5,7	4,15	37,3%	10,3	8,7	6,7	5,7
KERNEL	Redukuj	2012-01-10	71,00	61,1	74,50	-18,0%	7,2	6,3	5,9	4,8
KĘTY	Akumuluj	2012-03-05	123,40	136,7	117,50	16,3%	9,7	9,3	6,1	5,8
KOPEX	Trzy maj	2012-03-05	23,10	22,6	21,90	3,2%	10,0	10,3	6,4	6,2
MONDI	Sprzedaj	2012-04-05	71,50	74,4	71,95	3,4%	12,3	14,2	8,4	9,1
ROVESE	Akumuluj	2012-03-05	5,38	6,0	4,37	37,3%	10,4	9,4	5,9	5,2
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2012-02-27	87,80	98,10	83,35	17,7%	9,0	11,2	3,9	6,9
ELEKTROBUDOWA	Trzy maj	2012-03-05	116,00	112,40	112,70	-0,3%	11,7	9,8	7,4	6,2
ERBUD	Kupuj	2012-01-26	17,25	24,00	16,00	50,0%	7,4	7,3	4,5	3,9
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2012-01-26	18,72	27,20	12,18	123,3%	6,3	4,6	2,2	1,6
PBG	Kupuj	2012-03-12	52,10	67,40	28,31	138,1%	4,6	4,1	6,5	5,2
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	2012-03-05	1,74	2,01	0,93	116,1%	4,7	4,4	4,4	3,9
RAFAKO	Trzy maj	2012-03-05	10,60	11,00	8,60	27,9%	9,2	7,8	5,6	4,2
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1,10	-	0,96	-	-	-	-	-
ULMA CP	Trzy maj	2012-04-05	67,50	69,30	64,00	8,3%	11,7	23,4	3,5	3,9
UNIBEP	Kupuj	2012-01-23	6,04	7,00	5,60	25,0%	7,1	6,9	6,4	3,7
ZUE	Kupuj	2012-01-26	7,33	9,20	7,20	27,8%	8,0	7,8	4,0	3,5
Deweloperzy										
BBI DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	0,32	0,34	0,32	6,3%	349,7	38,0	31,9	49,5
DOM DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	29,50	31,40	35,97	-12,7%	10,3	17,0	8,4	15,0
ECHO	Kupuj	2012-01-24	3,75	4,70	4,03	16,6%	6,4	11,6	9,9	28,0
GTC	Zawieszona	2012-04-05	6,28	-	6,87	-	-	-	-	-
J.W.C.	Redukuj	2012-01-23	7,15	6,10	5,30	15,1%	10,2	10,2	13,5	16,0
PA NOVA	Kupuj	2012-01-23	19,23	25,80	21,50	20,0%	12,0	6,7	14,4	7,7
POLNORD	Trzy maj	2012-01-23	15,10	15,70	13,00	20,8%	5,3	4,7	17,5	-
ROBYG	Trzy maj	2012-03-05	1,46	1,43	1,39	2,9%	8,5	11,9	8,7	11,9
Handel										
EUROCASH	Trzy maj	2012-03-05	34,40	34,70	39,85	-12,9%	22,8	17,7	13,4	11,2
LPP	Zawieszona	2012-04-05	2 950,00	-	2851,00	-	-	-	-	-
NFI EMF	Trzy maj	2011-12-29	8,34	8,80	9,73	-9,6%	19,5	11,5	6,3	5,3
NG2	Kupuj	2011-12-29	46,50	54,00	56,15	-3,8%	15,0	12,1	10,7	8,8
VISTULA	Trzy maj	2011-11-21	0,86	0,90	0,96	-6,2%	15,6	9,1	7,7	6,9

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
GTC	Zawieszona	Trzymaj		2012-04-05
KRUK	Kupuj	Akumuluj	59,40	2012-03-29
LPP	Zawieszona	Kupuj		2012-04-05
MOL	Redukuj		214,57	2012-04-19
MONDI	Sprzedaj	Zawieszona	74,40	2012-04-05
NETIA	Redukuj	Trzymaj	5,70	2012-04-05
PKO BP	Akumuluj	Trzymaj	35,00	2012-04-05
ULMA CP	Trzymaj	Akumuluj	69,30	2012-04-05
ZA PUŁAWY	Redukuj	Trzymaj	85,54	2012-04-05

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	14	25	8	17	3	6	6	4	10
procent	4,5%	20,9%	37,3%	11,9%	25,4%	10,3%	20,7%	20,7%	13,8%	34,5%

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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KRUK, Macrolog, Magellan, Mieszko, Mond, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Poland, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrolog, Magellan, Marka, Mieszko, Mond, Neuca, PA Nova, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polmot Warfama, Robyg, Rubikon Partners NFI, Solar, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

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

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

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.