



Rynek akcji

WIG

40 546

Średnie P/E 2012

9,6

Średnie P/E 2013

9,1

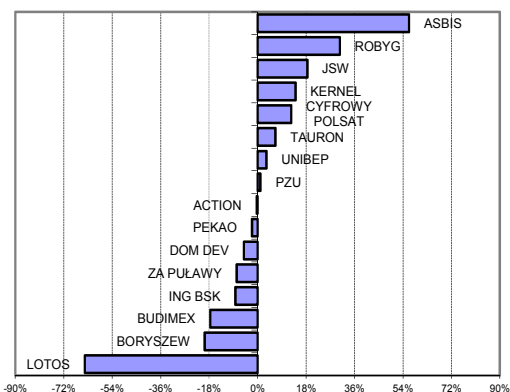
Średni dzienny obrót (3 m-ce)

714 mln PLN

Prognozy wyników kwartalnych

II Q 2012

Dynamika EPS wybranych spółek*



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

Zespół Analiz:

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

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

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

Piotr Grzybowski, 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

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

Finanse. Oczekujemy słabych wyników w sektorze bankowym z zyskiem netto średnio spadającym o 7% R/R oraz 12% Q/Q, głównie z powodu rezerw na sektor budowlany oraz presji na marżę odsetkową. Na tym tle negatywnie wypada ING BSK i Kredyt Bank, a relatywnie pozytywnie PKO BP i Handlowy. Oczekujemy również bardzo dobrych wyników od PZU, oraz umiarkowanych od Kruka.

Paliwa. Wyniki rafinerii będą zainfekowane księgowymi odpisami zapasów i przeszacowaniami zobowiązań walutowych, ale oczyszczone rezultaty powinny odzwierciedlać mocne makro w sektorze. Słabych rezultatów spodziewamy się po PGNiG.

Energetyka. Najlepsze wyniki w ramach sektora powinien pokazać Tauron, co ma istotne znaczenie wobec dość niskiego konsensusu na cały rok dla tej spółki. W pozostałych spółkach nie oczekujemy rezultatów mogących zmienić roczne prognozy.

Telekomunikacja. W Netii wpływ na wyniki będą miały rezerwy na koszty restrukturyzacji. W obu spółkach telekomunikacyjnych postępował spadek liczby Klientów stacjonarnych usług głosowych.

Media. Oczekujemy bardzo słabych wyników w spółkach mediowych. Jedynym podmiotem, który oparł się słabej koniunkturze na rynku reklamy i w kinach był naszym zdaniem Cyfrowy Polsat

Informatyczne. Dużej poprawy wyników r/r spodziewamy się w Comarchu i Asbisie. Dobre wyniki zaprezentuje też Asseco Poland. Kolejny słaby kwartał zaliczyło Sygnity.

Górnictwo i metale. Spadek cen surowców oznacza słabsze wyniki operacyjne KGHM i JSW w ujęciu r/r, LWB dzięki wzrostowi wydobycia nadal na fali wznoszącej.

Przemysł. Spodziewamy się dobrych wyników w Spółkach Famur (okazja do sprzedaży), Grupie Kęty, Kopex. Spadkowych wyników oczekujemy w Astarce, Boryszewie, Impexmetal (okazja do kupna) i Rovese.

Budownictwo. Wyniki raczej słabe, w dużej mierze z uwagi na negatywne one-offy (istotny wpływ w 5 z 9 spółek, odpisy na PBG, restrukturyzacja). Przepływy operacyjne będą negatywne (szczyt sezonu budowlanego).

Deweloperzy. Dobre wyniki będą udziałem segmentu mieszkaniowego (DOM i ROB oraz JWC dzięki czynnikom jednorazowym). Wyniki spółek segmentu komercyjnego mogą tym razem rozczarować.

Spis treści

1. Banki	4
1.1. Getin Noble Bank (d. Get Bank).....	4
1.2. Handlowy	4
1.3. ING BSK	5
1.4. Kredyt Bank	5
1.5. Millennium	6
1.6. Pekao	6
1.7. PKO BP	7
2. Ubezpieczyciele	8
2.1. PZU.....	8
3. Usługi finansowe	9
3.1. Kruk	9
4. Paliwa, chemia	10
4.1. Ciech	10
4.2. Lotos	10
4.3. MOL	11
4.4. PGNiG	11
4.5. Police.....	12
4.6. ZA Puławy	12
5. Energetyka	13
5.1. CEZ	13
5.2. Enea	13
5.3. PGE.....	14
5.4. Tauron	14
6. Telekomunikacja	15
6.1. Netia	15
6.2. TP SA	15
7. Media	16
7.1. Agora	16
7.2. Cinema City.....	16
7.3. Cyfrowy Polsat.....	17
7.4. TVN	17
8. IT	18
8.1. AB.....	18
8.2. Action.....	18
8.3. ASBIS	19
8.4. Asseco Poland	19
8.5. ComArch.....	20
8.6. Sygnity.....	20
9. Górnictwo i metale	21
9.1. JSW	21
9.2. KGHM	21
9.3. LW Bogdanka	22
10. Przemysł	23
10.1. Astarta	23
10.2. Boryszew	23
10.3. Famur	24
10.4. Impexmetal	24
10.5. Kernel	25
10.6. Kęty.....	25
10.7. Kopex	26
10.8. . Rovese.....	26
11. Budownictwo	27
11.1. Budimex	27
11.2. Elektrobudowa	27
11.3. Erbud	28
11.4. Mostostal Warszawa.....	28
11.5. Polimex Mostostal	29
11.6. Rafako	29
11.7. Ulma Construcccion Polska	30
11.8. Unibep	30
11.9. ZUE.....	31

12. Deweloperzy	32
12.1. BBI Development	32
12.2. Dom Development	32
12.3. Echo Investment	33
12.4. GTC	33
12.5. J.W. Construction.....	34
12.6. P.A. Nova.....	34
12.7. Polnord	35
12.8. Robyg	35
13. Terminy publikacji raportów	36
14. Aktualne rekomendacje DI BRE	37
15. Statystyki rekomendacji	38

Banki



Banki

Getin Noble Bank Trzymaj

Analityk:
Iza Rokicka

P/E 2012 9,2 P/BV 2012 0,88
P/E 2013 9,1 P/BV 2013 0,80

Cena bieżąca 1,71 PLN
Cena docelowa 1,85 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P**	2011**	zmiana
Wynik odsetkowy	326	340	-4%	656	635	3%	1 582	1 344	18%
NIM	2,30%	2,89%	-	2,35%	2,77%	-	2,88%	2,79%	-
Wynik prowizyjny	213	212	0%	439	455	-4%	817	869	-6%
WNDB	552	602	-8%	1 118	1 169	-4%	2 469	2 412	2%
Koszty operacyjne	-210	-201	5%	-423	-406	4%	-891	-833	7%
Wynik operacyjny*	347	1 090	-68%	800	1 453	-45%	1 670	2 285	-27%
Saldo rezerw	-245	-319	-23%	-493	-554	-11%	-1 101	-1 208	-9%
Zysk brutto	102	771	-87%	311	899	-65%	569	1 086	-48%
Zysk netto	81	691	-88%	238	791	-70%	467	950	-51%

* przed kosztami rezerw, ** dane dla Getin Noble Banku przed całkowitą fuzją z Get Bankiem (d. Allianz Bankiem)

Zysk netto niski, bo nie wsparty przez sprzedaż aktywów

Prognozujemy, że zysk netto dla Getin Noble Banku za 2Q 2012 wyniesie 81 mln PLN, co oznacza że spadnie o 48% Q/Q oraz o 88% R/R. Za tak drastycznymi spadkami stoją transakcje sprzedaży aktywów: w 2Q 2011 sprzedaż TU Europy, a w 1Q 2012 sprzedaż Idea Banku. Na bazie skorygowanej dynamiki ukształtują się na poziomie +13% R/R oraz +12% Q/Q.

Prognozujemy niewielki 1% spadek Q/Q wyniku odsetkowego do 326 mln PLN, co związane jest nadal w wysokim koszcie finansowania. W konsekwencji, naszym zdaniem marża odsetkowa spadnie o 8p.b. Q/Q do 2,3%. W wyniku prowizyjnym również oczekujemy spadku Q/Q, o 6%, co jest związane z niższą sprzedażą produktów finansowych widoczną m.in. w danych zaraportowanych przez Open Finance. W wyniku handlowym zakładamy 15 mln PLN negatywnej wyceny swapów, 25 mln PLN przychodów z tytułu wymiany walut oraz 4 mln PLN wpływów z dywidend. Ponieważ oczekujemy, że przychody powtarzalne spadną o 3% Q/Q, zakładamy również spadek kosztów operacyjnych o 2% Q/Q. W konsekwencji wskaźnik koszty/dochodów wyniesie 37,7%. W saldzie rezerw oczekujemy odpisów na płaskim poziomie Q/Q w wysokości 245 mln PLN (ale -23% R/R). Oznacza to, że koszt ryzyka wyniesie 230 p.b. Kluczowe pozostają rezerwy na kredyty hipoteczne.



Banki

Handlowy

Trzymaj

Analityk:
Iza Rokicka

P/E 2012 14,6 P/BV 2012 1,56
P/E 2013 13,6 P/BV 2013 1,55

Cena bieżąca 81,00 PLN
Cena docelowa 69,25 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	375	348	8%	773	695	11%	1 472	1 434	3%
NIM	3,71%	2,67%	-	3,75%	3,62%	-	3,72%	3,60%	-
Wynik prowizyjny	153	168	-9%	305	337	-10%	662	643	3%
WNDB	656	577	14%	1 396	1 180	18%	2 492	2 416	3%
Koszty operacyjne	-370	-368	0%	-785	-715	10%	-1 470	-1 432	3%
Wynik operacyjny*	286	208	38%	609	474	29%	1 025	997	3%
Saldo rezerw	-23	-15	50%	-38	-57	-34%	-116	-77	51%
Zysk brutto	263	192	37%	572	417	37%	909	921	-1%
Zysk netto	210	151	39%	454	335	36%	727	736	-1%

* przed kosztami rezerw

Mocny wynik handlowy po raz kolejny

Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 210 mln PLN, -14% Q/Q, ale +39% R/R. Ten dobry wynik to zasługa wysokiego wyniku handlowego, w tym na sprzedaży portfela obligacji.

Chociaż prognozujemy silny wzrost salda kredytów, o 4% Q/Q, uważamy, że nie przełoży się na wynik odsetkowy. Po tym jak w trakcie 1Q 2012 bank sprzedawał obligacje i najprawdopodobniej kontynuował ten proces w trakcie 2Q 2012, oczekujemy niższych przychodów odsetkowych z obligacji co spowoduje 6% Q/Q spadek wyniku odsetkowego do 375 mln PLN. W wyniku prowizyjnym prognozujemy stabilizację Q/Q, gdzie ubytek przychodów z działalności maklerskiej zostanie zastąpiony przez wyższe przychody z kart. Sądzymy, że wynik handlowy po raz drugi z rzędu będzie bardzo mocny, chociaż nie historycznie wysoki. Prognozujemy, 127 mln PLN, -33% Q/Q, ale +108% R/R. Oczekujemy zarówno zysków ze sprzedaży portfela obligacji AFS jak dobrego wyniku tradingowego. W kosztach operacyjnych prognozujemy 11% spadek Q/Q do 370 mln PLN jako efekt wysokiej bazy (zawiązanie rezerwy restrukturyzacyjnej). Oczekujemy spadku szczególnie w obszarze kosztów osobowych o 19% Q/Q do 180 mln PLN. Ponieważ Handlowy nie jest zaangażowany w finansowanie firm budowlanych, oczekujemy niskiego salda rezerw na poziomie 23 mln PLN, co implikuje koszt ryzyka w wysokości tylko 67p.b.



Banki

Analitik:
Iza Rokicka

ING BSK

Trzymaj

				P/E 2012	11,7	P/BV 2012	1,40	Cena bieżąca	77,5 PLN
				P/E 2013	10,7	P/BV 2013	1,28	Cena docelowa	80,0 PLN
(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	512	460	11%	1 025	894	15%	1 942	1 852	5%
NIM	2,80%	2,76%	-	2,85%	2,71%	-	2,61%	2,76%	-
Wynik prowizyjny	245	258	-5%	492	510	-3%	1 012	1 021	-1%
WNDB	782	732	7%	1 617	1 447	12%	2 993	2 858	5%
Koszty operacyjne	-459	-420	9%	-924	-829	12%	-1 721	-1 664	3%
Wynik operacyjny*	327	315	4%	702	629	12%	1 287	1 211	6%
Saldo rezerw	-140	-38	-	-204	-95	116%	-246	-172	43%
Zysk brutto	195	290	-33%	513	557	-8%	1 061	1 080	-2%
Zysk netto	156	234	-33%	428	446	-4%	859	842	2%

* przed kosztami rezerw

Brak zdarzeń jednorazowych + wysokie rezerwy na budownictwo = spadek zysku netto o 42% Q/Q

Oczekujemy zysku netto za 2Q 2012 na poziomie 156 mln PLN, czyli -42% Q/Q oraz -33% R/R. Głównym powodem tak drastycznego spadku zysków jest wysokie saldo rezerw związane z odpisami na budownictwo (w tym na PBG).

Chociaż oczekujemy silnych, 3% wzrostów Q/Q w saldzie kredytów i depozytów, sądzimy, że nie przełoży się to wzrost wyniku odsetkowego. Zakładamy, że promocja depozytowa (i dla detalu i dla korporacji), rosnąca waga nisko-marżowych kredytów hipotecznych w portfelu kredytowym oraz niższa rentowność obligacji, przełoży się na spadek marży odsetkowej o 10p.b. Q/Q do 2,8%. W konsekwencji prognozujemy, że wynik odsetkowy zostanie utrzymany na płaskim Q/Q poziomie 512 mln PLN, co byłoby dobrym wynikiem na tle konkurencji. W wyniku prowizyjnym zakładamy marginalny spadek o 1% Q/Q do 245 mln PLN spowodowany niższymi przychodami z działalności maklerskiej. Największego ubytku przychodów Q/Q oczekujemy w wyniku handlowym (o 50 mln PLN lub o 66%) co związane jest z wysoką bazą 1Q 2012. Po stronie kosztów operacyjnych, spodziewamy się 1% spadku Q/Q do 459 mln PLN. Oczekujemy oszczędności zarówno po stronie kosztów osobowych (niższe rezerwy na bonusy), jak i w wydatkach rzeczowych. Prognozujemy, że saldo rezerw wyniesie 140 mln PLN, czyli wzrośnie o 118% Q/Q oraz 272% R/R. Za te wzrosty odpowiada ekspozycja banku na sektor budowlany, w tym na PBG.



Banki

Analitik:
Iza Rokicka

Kredyt Bank

Zawieszona

				P/E 2012	-	P/BV 2012	-	Cena bieżąca	12,89 PLN
				P/E 2013	-	P/BV 2013	-	Cena docelowa	-
(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	188	298	-37%	405	584	-31%	1 163	1 150	1%
NIM	1,72%	2,63%	-	1,88%	2,66%	-	2,48%	2,69%	-
Wynik prowizyjny	87	81	7%	168	161	4%	314	315	0%
WNDB	321	393	-18%	678	778	-13%	1 549	1 546	0%
Koszty operacyjne	-254	-256	-1%	-493	-488	1%	-1 014	-1 000	1%
Wynik operacyjny*	98	164	-41%	231	329	-30%	619	626	-1%
Saldo rezerw	-40	-46	-12%	-98	-34	187%	-336	-199	69%
Zysk brutto	59	120	-51%	135	297	-55%	283	431	-34%
Zysk netto	46	88	-48%	102	222	-54%	226	327	-31%

* przed kosztami rezerw

Wynik odsetkowy nadal pod presją; bardzo wysoki wskaźnik koszty/dochodów

Prognozujemy, że zysk netto Kredyt Banku za 2Q 2012 wyniesie 46 mln PLN, co oznacza spadek o 19% Q/Q i 48% R/R. Trzeci kwartał z rzędu oczekujemy znacznego spadku wyniku odsetkowego, tym razem o 14% Q/Q do 188 mln PLN. Jest to konsekwencja agresywnej polityki depozytowej, jaką bank prowadzi od końca 2011 roku. W wyniku prowizyjnym prognozujemy dalszą poprawę (+6% Q/Q do 87 mln PLN) wynikającą z poprawy transakcyjności klientów korporacyjnych, w tym SME. Ponieważ nadal bank nie ma wprowadzonej polityki rachunkowości zabezpieczeń, przychody odsetkowe od swapów są wykazywane w wyniku handlowym. Z drugiej strony, oczekujemy straty na akcjach Dudy (ok. 7 mln PLN) oraz niższego wyniku z transakcji wymiany walut z powodu niższej wartości uruchomień walutowych kredytów hipotecznych. Sądzimy, że wynik handlowy ogółem wyniesie 46 mln PLN, -19% Q/Q, ale +257% R/R. Założyliśmy, że zysk ze sprzedaży udziałów w KBC TFI zostanie wykazany w pozostałym wyniku operacyjnym. W kosztach operacyjnych oczekujemy wysokiego wzrostu o 7% Q/Q. 4% Q/Q przyrost kosztów osobowych wynika z rezerwy na niewykorzystane urlopy, a 9% Q/Q wzrost w kosztach rzeczowych z wyższych wydatków na marketing oraz kosztów doradztwa przy fuzji z BZ WBK. W saldzie rezerw spodziewamy się dobrego wyniku, tylko 40 mln PLN (koszt ryzyka w wysokości 55p.b.). Będzie to rozwiązaniem części rezerw z powodu zmian w modelach banku. W końcu, przyjmujemy, że efektywna stawka podatkowa wyniesie 22%.



Banki

Analitik:
Iza Rokicka

Millennium

Trzymaj

P/E 2012 9,7 P/BV 2012 0,86
P/E 2013 9,7 P/BV 2013 0,81

Cena bieżąca 3,46 PLN
Cena docelowa 3,30 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	300	301	0%	596	574	4%	1 214	1 191	2%
NIM	2,34%	2,55%	-	2,32%	2,41%	-	2,33%	2,43%	-
Wynik prowizyjny	138	144	-4%	270	294	-8%	551	562	-2%
WNDB	480	481	0%	939	922	2%	1 905	1 902	0%
Koszty operacyjne	-279	-281	-1%	-562	-554	1%	-1 121	-1 124	0%
Wynik operacyjny*	199	192	4%	374	358	4%	764	766	0%
Saldo rezerw	-70	-44	59%	-108	-81	33%	-295	-174	69%
Zysk brutto	129	147	-12%	269	277	-3%	469	591	-21%
Zysk netto	104	115	-10%	214	216	-1%	375	466	-20%

* przed kosztami rezerw

Wynik netto pod presją rezerw na PBG

Prognozujemy, że zysk netto Millennium za 2Q 2012 spadnie o 10% R/R i 6% Q/Q do 104 mln PLN. Powodem tego słabego rezultatu są dodatkowe rezerwy, jakie naszym zdaniem bank utworzy na swoją ekspozycję względem PBG. W naszych prognozach zakładamy, że wyniosą one 40 mln PLN i wynikają z kredytów względem grupy PBG w wysokości 110 mln PLN. Zakładamy wzrost salda wolumenów, o 3% Q/Q kredytów (w tym z powodu osłabienia się PLN o 3% względem CHF) oraz wzrost o 2% Q/Q depozytów. Uważamy, że zapadła część drogich depozytów jakie bank pozyskał na przełomie 2011 i 2012, dzięki czemu Millennium utrzyma marżę odsetkową na praktycznie płaskim poziomie Q/Q - 2,34%. W konsekwencji prognozujemy, że wynik odsetkowy poprawi się o 2% Q/Q do 300 mln PLN. W wyniku prowizyjnym również spodziewamy się poprawy Q/Q, o 4%, dzięki przychodom z funduszy inwestycyjnych (przyrost aktywów), przelewów i kart. Znaczący wzrost wyniku handlowego, o 35% Q/Q, to wynik częściowego odwrócenia negatywnej wyceny swapów z 1Q 2012. Sądymy, że Millennium wykaże się dalszą kontrolą kosztów operacyjnych. Zakładamy, że spadną one o 1% Q/Q do 279 mln PLN, dzięki niższym kosztom osobowym (niższe rezerwy na bonusy). Oczekujemy, że saldo rezerwy wyniesie 70 mln PLN, co oznacza wzrost 59% R/R oraz 86% Q/Q. Głównym powodem tego przyrostu są rezerwy na PBG w wysokości 40 mln PLN.



Banki

Analitik:
Iza Rokicka

Pekao

Redukuj

P/E 2012 13,7 P/BV 2012 1,66
P/E 2013 12,8 P/BV 2013 1,59

Cena bieżąca 143,0 PLN
Cena docelowa 130,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	1 172	1 125	4%	2 366	2 187	8%	4 766	4 558	5%
NIM	3,18%	3,40%	-	3,22%	3,30%	-	3,24%	3,25%	-
Wynik prowizyjny	577	645	-10%	1 128	1 242	-9%	2 376	2 449	-3%
WNDB	1 914	1 900	1%	3 816	3 705	3%	7 735	7 661	1%
Koszty operacyjne	-939	-926	1%	-1 850	-1 825	1%	-3 775	-3 672	3%
Wynik operacyjny*	993	988	1%	2 000	1 904	5%	4 016	4 056	-1%
Saldo rezerw	-197	-134	46%	-332	-270	23%	-688	-544	27%
Zysk brutto	810	882	-8%	1 694	1 683	1%	3 396	3 593	-5%
Zysk netto	653	714	-9%	1 364	1 363	0%	2 741	2 899	-5%

* przed kosztami rezerw

Rezerwy na spółki budowlane powodem spadku wyniku netto o 8% Q/Q

Prognozujemy, że zysk netto za 2Q 2012 wyniesie 653 mln PLN, czyli spadnie o 8% Q/Q oraz 9% R/R. Spadek ten jest wynikiem większych rezerw, w tym na sektor budowlany (w szczególności PBG). Chociaż oczekujemy 2% wzrostu Q/Q salda kredytów, naszym zdaniem nie zostanie to odzwierciedlone w wyniku odsetkowym. Z powodu presji na rentowość aktywów (niższa rentowość obligacji w środowisku rosnących stóp procentowych oraz spadek marży na kredytach z powodu rosnącej wagi nisko-marżowych kredytów hipotecznych), zakładamy, że marża spadnie o 7p.b. Q/Q do 3,2%, a w konsekwencji wynik odsetkowy skurczy się o 2% Q/Q do 1 172 mln PLN. W wyniku prowizyjnym oczekujemy sezonowego obicia o 5% Q/Q do 577 mln PLN, głównie dzięki wyższym przychodom z kart i kredytów. Ponieważ sądymy, że wynik handlowy (łącznie z wynikiem z inwestycji) poprawi się o 5% Q/Q do 165 mln PLN, oczekujemy, że przychody łącznie poprawią się o 1% Q/Q i R/R. W kosztach operacyjnych oczekujemy 3% przyrostu Q/Q do 939 mln PLN z powodu wyższych kosztów marketingowych (sponsor EURO 2012 w piłce nożnej) oraz wydatków związanych z rebrandingiem sieci. W saldzie rezerw prognozujemy wzrost o 45% Q/Q oraz 46% R/R do 197 mln PLN z powodu wyższych rezerw na spółki sektora budowlanego (w tym PBG). Koszt ryzyka ukształtuje się na poziomie 81p.b., +25p.b. Q/Q oraz +17p.b. R/R.



Banki

Analitik:
Iza Rokicka

PKO BP

Trzymaj

P/E 2012 12,2 P/BV 2012 1,68 Cena bieżąca 32,80 PLN
P/E 2013 10,9 P/BV 2013 1,55 Cena docelowa 33,70 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	1 999	1 855	8%	4 058	3 575	14%	7 721	7 609	1%
NIM	4,19%	4,22%	-	4,24%	4,10%	-	4,03%	4,22%	-
Wynik prowizyjny	745	804	-7%	1 469	1 541	-5%	2 996	3 101	-3%
WNDB	2 826	2 701	5%	5 714	5 236	9%	10 986	11 000	0%
Koszty operacyjne	-1 133	-1 069	6%	-2 286	-2 123	8%	-4 588	-4 411	4%
Wynik operacyjny*	1 723	1 666	3%	3 494	3 192	9%	6 532	6 731	-3%
Saldo rezerw	-568	-443	28%	-1 095	-881	24%	-2 317	-1 930	20%
Zysk brutto	1 155	1 222	-5%	2 407	2 307	4%	4 215	4 781	-12%
Zysk netto	924	967	-4%	1 929	1 838	5%	3 374	3 807	-11%

* przed kosztami rezerw

Wynik odsetkowy spadnie drugi kwartał z rzędu, pomimo rosnących stóp procentowych

Prognozujemy, że wynik netto wyniesie 924 mln PLN, -4% R/R oraz -8% Q/Q. Głównym powodem pogorszenia wyników są wyższe odpisów na ryzyko kredytowe.

Chociaż oczekujemy wzrostu salda kredytów i depozytów Q/Q, dynamiki będą raczej niskie w granicach 1-2%. Ponieważ sądzimy, że bank będzie rósł głównie w obszarze kredytów hipotecznych, a dynamika salda kredytów gotówkowych będzie nadal ujemne, oczekujemy dalszego zawężania się marż kredytowych. Pomimo rosnących rynkowych stóp procentowych, uważamy że nie będą one wspierać marży depozytowej z powodu wysokiej konkurencji na rynku o depozyty detaliczne. Prognozujemy, że marża odsetkowa zawęzi się o 14p.b. Q/Q do 4,2%, a wynik odsetkowy spadnie o 3% Q/Q do 1 999 mln PLN. W wyniku prowizyjnym prognozujemy sezonowe odbicie o 3% Q/Q dzięki wyższym przychodów z kart oraz rachunków. Uważamy, że wraz ze spadającymi przychodami, obniżą się również koszty operacyjne banku o 2% Q/Q (ale +6% R/R). Oczekujemy oszczędności w zakresie kosztów osobowych związanych z premiami i bonusami. W końcu, prognozujemy, że saldo rezerw wzrośnie o 8% Q/Q oraz o 28% R/R do 568 mln PLN, co oznacza koszt ryzyka na poziomie 160 p.b. Chociaż bank nie posiada ekspozycji względem PBG, uważamy, że PKO BP zawiąże wyższe rezerwy na segment budowlany w związku z ogólnie pogarszającą się sytuacją w branży. Zakładamy, że rezerwy na segment detaliczny zostaną utrzymane na relatywnie stabilnym poziomie.

Ubezpieczyciele



Ubezpieczyciele

Analitik:
Iza Rokicka

PZU

P/E 2012 12,7 P/BV 2012 2,29
P/E 2013 12,0 P/BV 2013 2,22

Trzymaj

Cena bieżąca 346,0 PLN
Cena docelowa 345,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym	3 960	3 696	7%	8 283	7 673	8%	15 787	15 279	3%
Ubezpieczenia majątkowe	2 145	2 023	6%	4 660	4 340	7%	8 838	8 527	4%
Ubezpieczenia na życie	1 815	1 673	9%	3 622	3 333	9%	6 949	6 752	3%
Odszkodowania i świadczenia netto	-2 803	-2 617	7%	-5 580	-5 018	11%	-10 797	-10 221	6%
Koszty	-866	-787	10%	-1 732	-1 586	9%	-3 408	-3 346	2%
Wynik techniczny	294	293	0%	520	665	-22%	1 181	1 324	-11%
Wynik na działalności lokacyjnej	693	605	15%	1 566	1 079	45%	1 931	1 594	21%
Zysk brutto	969	935	4%	1 997	1 897	5%	2 918	2 908	0%
Zysk netto	787	762	3%	1 609	1 554	4%	2 347	2 345	0%

Wysoki wynik netto wsparty zyskami z działalności lokacyjnej, po raz drugi z rzędu

Prognozujemy, że PZU będzie miał bardzo wysoki poziom zysku netto w wysokości 787 mln PLN, czyli +3% R/R, ale -4% Q/Q. Powodem tak dobrego rezultatu jest przede wszystkim wysoki wynik na działalności lokacyjnej oraz nadal dobry (po sezonowo mocnym 1Q) wynik techniczny w segmencie majątkowym.

Chociaż zakładamy spowolnienie dynamiki przyrostu składki brutto względem 1Q 2012, nadal naszym zdaniem utrzyma się ona na wysokim poziomie 7% R/R. Jest to zasługa przede wszystkim mocnego segmentu życiowego z wynikiem +9% R/R (ubezpieczenia indywidualne). W majątku oczekujemy wzrostu w wysokości 6% R/R, jako konsekwencji podwyżek cen polis komunikacyjnych, które były jeszcze wybiórczo przeprowadzane w trakcie 2011 (zarówno dla klienta masowego jak i korporacyjnego). Zakładamy że wskaźnik mieszany w majątku poprawi się o 3,1p.p. R/R do 93,1% (brak dużych jednostkowych zdarzeń oraz przymrozków), co przełoży się na wzrost wyniku technicznego o 92% R/R do poziomu 148 mln PLN. W segmencie życiowym, mimo oczekiwanego wzrostu R/R przypisu składki, prognozujemy spadek wyniku technicznego o 34% R/R do 167 mln PLN. Uważamy, że rozwiązania rezerwy P będą znacząco mniejsze R/R i wyniosą ok. 30 mln PLN względem 73 mln PLN rok wcześniej.

Prognozujemy, że wynik na działalności lokacyjnej wyniesie aż 693 mln PLN i wzrośnie o 15% R/R, ale spadnie o 15% Q/Q. Naszym zdaniem przyczyni się do tego przede wszystkim hossą na rynku obligacji. Na koniec, zwracamy uwagę, że w naszych prognozach nie uwzględniamy żadnych transakcji o charakterze jednorazowym.

Usługi finansowe



Finanse

Analitik:
Iza Rokicka

Kruk

P/E 2012 9,3
P/E 2013 8,2
P/BV 2012 2,40
P/BV 2013 1,88

Kupuj

Cena bieżąca 45,10 PLN
Cena docelowa 59,40 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody ogółem	85,3	70,7	21%	165,2	123,9	33%	361,3	274,0	32%
- zakupy wierzytelności	75,4	59,5	27%	145,2	102,4	42%	321,7	230,4	40%
- inkaso	8,7	10,4	-16%	17,3	20,1	-14%	34,7	41,0	-15%
Marża pośrednia	45,4	43,0	6%	87,8	70,8	24%	186,2	143,7	30%
<i>Marża pośrednia</i>	53,2%	60,8%	-	53,2%	57,2%	-	51,5%	52,4%	-
Zysk operacyjny	31,3	30,6	2%	59,9	48,7	23%	128,6	96,0	34%
Zysk brutto	19,3	25,1	-23%	35,0	39,3	-11%	85,4	68,5	25%
Zysk netto	18,3	25,0	-27%	32,3	39,1	-17%	82,7	66,2	25%

Znacząca poprawa Q/Q z powodu braku negatywnych zdarzeń

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie tylko 18,3 mln PLN, czyli lepiej 31% Q/Q, ale 27% gorzej R/R. Głównym powodem poprawy wyniku Q/Q jest brak negatywnych rewaluacji spowodowanych silną PLN względem RON, natomiast za spadkiem zysku R/R stoi brak pozytywnych rewaluacji jakie spółka dokonała rok wcześniej.

W trakcie 2Q 2012 Kruk poinformował o zakupie portfeli za łączną wartość 34 mln PLN. W naszych prognozach zakładamy, że wydał łącznie 50 mln PLN (+312% Q/Q, ale -80% R/R), co spowoduje wzrost portfela bilansowego o 1% Q/Q oraz 31% R/R do 700 mln PLN. Sądzymy, że spłaty z portfeli wzrosną o 9% Q/Q i 52% R/R do 117,8 mln PLN, co przełoży się na przyrost przychodów z zakupów wierzytelności o 8% Q/Q i 27% R/R do 75,4 mln PLN. W naszych prognozach nie oczekujemy żadnych znaczących rewaluacji. W pozostałych przychodach (w tym w inkasie) oczekujemy marginalnego spadku o 2% Q/Q i 11% R/R do 9,9 mln PLN. Naszym zdaniem przychody ogółem wzrosną o 7% Q/Q i o 21% R/R do 85,3 mln PLN. W kosztach pośrednich i bezpośrednich prognozujemy wzrost o 7% Q/Q i 44% R/R do 39,9 mln PLN, co wynika z większej skali działalności. W konsekwencji prognozujemy, że marża pośrednia ogółem wzrośnie o 7% Q/Q i 6% R/R do 45,4 mln PLN. W kosztach ogólnego zarządu oczekujemy poziomu 12,0 mln PLN, co oznacza 2% spadku Q/Q, ale 16% wzrostu R/R. Przełoży się to na przyrost wyniku operacyjnego o 10% Q/Q i 2% R/R do 31,3 mln PLN. W wyniku na działalności finansowej zakładamy koszt netto w wysokości 12,0 mln PLN, -6% Q/Q, ale +118% R/R. W końcu zakładamy, że efektywna stopa podatkowa wyniesie 5% względem 0,1% w 2Q 2011 i 10,9% w 1Q 2012.

Paliwa, chemia



Chemia

Analitik:
Kamil Kliszc

Ciech

P/E 2012 18,6 EV/EBITDA 2012 5,2
P/E 2013 9,7 EV/EBITDA 2013 4,5

Trzymaj

Cena bieżąca 18,3 PLN
Cena docelowa 21,6 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 080,6	1 015,1	6,5%	2 253,3	2 137,1	5,4%	4 290,3	4 174,5	2,8%
EBITDA	114,9	81,6	40,9%	249,3	178,4	39,8%	418,9	340,8	22,9%
marża	10,6%	8,0%	-	11,1%	8,3%	-	9,8%	8,2%	-
EBIT	52,4	27,1	93,6%	124,2	69,3	79,3%	164,6	118,7	38,7%
Zysk brutto	22,2	-6,4	-	29,3	9,3	-	22,7	8,6	162,6%
Zysk netto	17,9	0,0	-	28,7	1,9	-	22,7	1,5	-

Znaczna poprawa wyników r/r dzięki TDI

Wyniki Ciechu za 2Q'2012 powinny przynieść kontynuację pozytywnych tendencji zaobserwowanych w poprzednim kwartale. Oczekujemy dobrych rezultatów w segmencie sodowym (EBIT 47,7 mln PLN vs. oczyszczone 43 mln PLN w 1Q'2012 i 13 mln PLN w 2Q'2011), które będą pochodną wysokich wolumenów (brak problemów technicznych i logistycznych widocznych w 1Q) i dobrych cen sprzedaży. Jedynym ryzykiem dla takiej prognozy jest kwestia elektrociepłowni w Niemczech, która mogą mieć gorszy wynik q/q z uwagi na spadek cen energii. W segmencie organicznym mimo sezonowego spadku wysoko rentownej sprzedaży środków ochrony roślin zakładamy dodatni EBIT (9 mln PLN) z uwagi na pozytywne tendencje na deficytowy do tej pory TDI. Wyższe notowania produktu przy spadku cen wsadu surowcowego powinno wygenerować wyraźną poprawę r/r, kiedy to ten produkt zainfekował wynik kwotą -20 mln PLN. W obszarze krzemianowym zakładamy pogorszenie wyniku w związku z podwyżką cen gazu. Po uwzględnieniu ujemnego salda na działalności finansowej (odsetki i część odsetkowa raty dzierżawnej za elektrociepłownię) zysk netto powinien się zbliżyć do 18 mln PLN. Nasze prognozy nie uwzględniają sygnalizowanych przez Zarząd odpisów aktywów trwałych.



Rafinerijny

Analitik:
Kamil Kliszc

Lotos

P/E 2012 8,1 EV/EBITDA 2012 7,8
P/E 2013 6,3 EV/EBITDA 2013 6,4

Redukuj

Cena bieżąca 26,34 PLN
Cena docelowa 21,60 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	7 941,3	6 777,1	17,2%	15 773,6	13 296,6	18,6%	33 863,2	29 258,5	15,7%
EBITDA	313,8	466,8	-32,8%	898,1	1 000,5	-10,2%	1 342,1	1 608,8	-16,6%
marża	4,0%	6,9%	-	5,7%	7,5%	-	4,0%	5,5%	-
EBIT	148,1	321,1	-53,9%	567,1	733,7	-22,7%	651,3	1 016,5	-35,9%
Zysk brutto	-174,4	301,2	-	562,6	1 052,7	-46,6%	627,0	584,9	7,2%
Zysk netto	-141,3	253,4	-	455,8	888,7	-48,7%	420,9	653,8	-35,6%

Mocny wynik LIFO skonsumowany przez efekt zapasów i waluty

Sprzyjające otoczenie makro w sektorze powinno sprzyjać wynikom segmentu rafinerijnego i na tej podstawie szacujemy EBIT LIFO w tym obszarze aż na 274 mln PLN i to przy uwzględnieniu -86 mln PLN z tytułu operacyjnych różnic kursowych. Raportowany zysk segmentu będzie jednak istotnie niższy (82 mln PLN) z uwagi na spodziewane ujemne przeszacowania zapasów na -192 mln PLN. W obszarze wydobywczym oczekujemy spadku zysków q/q (67 mln PLN vs. 134 mln PLN), nie tylko ze względu na spadek średniej ceny ropy, ale również z uwagi na niższe wolumeny (spadek produkcji testowej z B8), aczkolwiek zwracamy uwagę, że nieodłączną „częścią” EBIT z tej działalności są wyłączenia konsolidacyjne szacowane w tym kwartale na -15 mln PLN (brak synchronizacji między sprzedażą ropy do rafinerii a sprzedażą produktów jej rafinacji). Segment detaliczny powinien dzięki wyższym marżom paliwowym na stacjach zbliżyć się na poziomie operacyjnym w okolice zera. Na działalności finansowej saldo będzie mocno ujemne w związku z przeszacowaniem kredytów walutowych (-176 mln PLN) i stratami na hedgingu walutowym (-93 mln PLN), tak więc ostatecznie Lotos zanotuje stratę netto.



Rafineryjny

MOL

Redukuj

Analityk:

Kamil Kliszcz

P/E 2012 11,3
P/E 2013 8,8EV/EBITDA 2012 5,4
EV/EBITDA 2013 4,6Cena bieżąca 248,0 PLN
Cena docelowa 208,2 PLN

(mld HUF)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 278,7	1 308,9	-2,3%	2 639,0	2 510,6	5,1%	5 731,0	5 343,2	7,3%
EBITDA	144,6	155,3	-6,9%	302,0	331,9	-9,0%	540,4	603,0	-10,4%
marża	11,3%	11,9%	-	11,4%	13,2%	-	9,4%	11,3%	-
EBIT	70,5	78,4	-10,1%	153,9	187,6	-18,0%	214,5	253,2	-15,3%
Zysk brutto	68,3	71,0	-3,9%	158,2	211,8	-25,3%	195,1	218,4	-10,7%
Zysk netto	51,0	54,0	-5,5%	124,7	146,6	-15,0%	140,9	153,7	-8,3%

Rafineria pod znakiem przestojów i słabego popytu

Szacujemy, że EBIT koncernu w 2Q'2012 sięgnie 70,5 mld HUF, co oznacza spadek zarówno r/r jak i q/q. Standardowo głównym kontrybutorem do wyników będzie segment wydobywczy, który mimo spadku cen ropy powinien poprawić wynik względem 1Q'2012 w związku z zaksięgowanymi w poprzednim okresie rezerwami na odszkodowania w Angoli i problemami z morskim wydobyciem w Chorwacji. W obszarze rafineryjnym dzięki znacznej poprawie warunków makro (marże produktowe i dyferencjał) oczekujemy wyraźnie dodatniego EBIT LIFO (25 mld HUF) po kilku kwartałach strat z rządu. Wynik mógłby być lepszy gdyby nie realizacja zaplanowanych przestojów remontowych w głównych rafineriach i presji na wolumeny na rodzimych rynkach. Przy porównaniu q/q zwracamy uwagę na podwyższoną bazę odniesienia w spółce chorwackiej z uwagi na przerobienie zmagazynowanej tańszej ropy z własnego wydobycia. Raportowany rezultat będzie słabszy w związku z prognozowanym ujemnym efektem LIFO rządu -16 mld HUF. W segmencie gazowym wynik (11,2 mld HUF) nadal będzie pod presją strat chorwackiej spółki handlowej, aczkolwiek powinny być one o połowę mniejsze niż w 1Q (-7 mld HUF vs. -15 mld HUF). Po uwzględnieniu niewielkiego ujemnego salda na działalności finansowej, zysków mniejszości i podatku (podobnie jak w poprzednich kwartałach zakładamy efektywną stopę poniżej nominalnej) wynik netto powinien być zbliżony do ubiegłorocznego.



Rafineryjny

PGNiG

Redukuj

Analityk:

Kamil Kliszcz

P/E 2012 24,1
P/E 2013 8,0EV/EBITDA 2012 7,3
EV/EBITDA 2013 4,2Cena bieżąca 3,95 PLN
Cena docelowa 3,69 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	5 594,1	4 478,4	24,9%	14 540,7	11 523,4	26,2%	26 649,4	23 003,5	15,8%
EBITDA	449,4	281,1	59,9%	1 204,2	1 849,7	-34,9%	3 894,7	3 259,6	19,5%
marża	8,0%	6,3%	-	8,3%	16,1%	-	14,6%	14,2%	-
EBIT	-5,4	-106,2	-	294,5	1 072,8	-72,5%	1 740,0	1 685,5	3,2%
Zysk brutto	-119,5	-2,8	-	209,4	1 239,6	-83,1%	1 441,3	1 711,8	-15,8%
Zysk netto	-96,8	-19,7	-	200,0	1 003,5	-80,1%	967,6	1 626,8	-40,5%

Wydobycie zneutralizuje straty na obrocie

W 2Q'2012 PGNiG zanotuje naszym zdaniem niewielką stratę operacyjną mimo obowiązującej od kwietnia podwyżki taryfy. Wynik na segmencie obrotu szacujemy na -239 mln PLN, co będzie pochodną wzrostu kosztów zakupu gazu rosyjskiego (kurs USD/PLN) i niższego udziału surowca sprowadzanego rewersem (ograniczenia take-or-pay) oraz nieznaczących zysków z transakcji zabezpieczających (20 mln PLN). Ten słaby rezultat powinien neutralizować segment wydobywczy, gdzie dzięki wyższym cenom i wolumenom ropy oraz brakowi odpisów EBIT wzrośnie z 72 mln PLN do 263 mln PLN. W obszarze dystrybucji zakładamy sezonową stratę (-37 mln PLN), ale powinna ona być niższa r/r z uwagi na przesunięcie części opłat z 1Q (efekt sposobu fakturowania). Aktywa energetyczne powinny wesprzeć skonsolidowany EBIT kwotą 15 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej saldo powinno być wyraźnie ujemne z uwagi na koszty odsetkowe (-75 mln PLN) oraz straty na przeszacowaniu dolarowego kredytu w spółce norweskiej. Ostatecznie strata netto Grupy może zbliżyć się do -100 mln PLN pod warunkiem braku rozpoznania aktywa podatkowego na działalności w Norwegii.



Chemia

Analitik:
Kamil Kliszcz

Police

P/E 2012 10,3 EV/EBITDA 2012 6,5
P/E 2013 9,1 EV/EBITDA 2013 5,8

Trzymaj

Cena bieżąca 10,49 PLN
Cena docelowa 10,00 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	683,3	675,1	1,2%	1 409,6	1 289,6	9,3%	2 647,2	2 617,6	1,1%
EBITDA	54,6	71,9	-24,1%	137,2	164,2	-16,4%	158,5	322,7	-50,9%
marża	8,0%	10,7%	-	9,7%	12,7%	-	6,0%	12,3%	-
EBIT	35,2	52,9	-33,5%	97,0	125,8	-22,9%	86,5	249,8	-65,4%
Zysk brutto	26,6	49,4	-46,2%	87,5	118,8	-26,3%	82,0	238,8	-65,7%
Zysk netto	21,5	48,1	-55,2%	71,1	115,5	-38,5%	76,2	238,8	-68,1%

Pogorszenie z uwagi na wyższe koszty

W 2Q'2012 oczekujemy pogorszenia wyników Polic zarówno w ujęciu r/r jak i q/q. Osłabienie będzie nie tylko wynikiem standardowego czynnika sezonowego, ale również presji na stronę kosztową. Po pierwsze negatywnie oddziaływała podwyżka cen gazu (około 15 mln PLN), która przy stabilnych cenach nawozów w kraju (na niektórych produktach pojawiała się presja na posezonowe obniżki) na pewno znajdzie odzwierciedlenie w realizowanej marży. Po drugie Spółka będzie już w pełni partycypować w wyższych cenach surowców do bieli tytanowej, podczas gdy w 1Q korzystała jeszcze w części na zgromadzonych tańszych zapasach. Czynnikiem neutralizującym te negatywne efekty powinna być sprzedaż amoniaku, którego ceny w 2Q były wyraźnie wyższe q/q co nawet przy podwyżce taryfy gwarantowało wyraźne zwiększenie benchmarkowej marży na tym produkcie. Niemniej jednak nie pozwoli to na powtórzenie wyników z 1Q. Na poziomie działalności finansowej saldo powinno być zbliżone q/q, ale nie oczekujemy powtórzenia jednorazowych zysków zaksięgowanych z podmiotów konsolidowanych metodą praw własności, które w 1Q sięgnęły 9,7 mln PLN. Ostatecznie po uwzględnieniu podatku (tylko księgowy zapis z uwagi na realizowaną tarczę podatkową) zysk netto spółki powinien wynieść 21,5 mln PLN.



Chemia

Analitik:
Kamil Kliszcz

ZA Puławy

P/E11/12 3,5 EV/EBITDA11/12 1,8
P/E12/13 11,2 EV/EBITDA12/13 4,1

Trzymaj

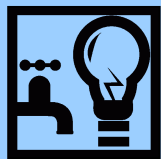
Cena bieżąca 109,0 PLN
Cena docelowa 96,6 PLN

(mln PLN)	IVQ11/12P	IVQ10/11	zmiana	2011/12P	2010/11	zmiana	2012/13P	2011/12P	zmiana
Przychody	1 014,7	887,6	14,3%	3 947,0	2 882,3	36,9%	3 373,5	3 947,0	-14,5%
EBITDA	106,8	154,6	-30,9%	776,0	430,8	80,1%	339,0	776,0	-56,3%
marża	10,5%	17,4%	-	19,7%	14,9%	-	10,0%	19,7%	-
EBIT	75,7	135,7	-44,2%	655,7	344,9	90,1%	203,7	655,7	-68,9%
Zysk brutto	85,2	143,0	-40,4%	679,0	364,3	86,4%	209,9	679,0	-69,1%
Zysk netto	73,1	120,3	-39,2%	554,0	296,9	86,6%	175,1	554,0	-68,4%

Rozczarowująca prognoza na ostatni kwartał

Zarząd ZA Puławy opublikował w ostatnich dniach wstępne szacunki wyników za zakończony w czerwcu rok obrotowy 2011/12 (mogą się one jeszcze zmienić), które są nieco rozczarowujące w stosunku do naszych oczekiwań. Zysk netto ma sięgnąć 554 mln PLN (nasza prognoza 585 mln PLN), a EBITDA 776 mln PLN (prognoza 835 mln PLN) przy przychodach rzędu 3,95 mld PLN (nasze szacunki 3,98 mld PLN). Stan gotówki na koniec czerwca wynosił 571 mln PLN, czyli więcej niż szacowaliśmy (476 mln PLN). Odchylenie od naszych prognoz w 4Q'2011/12 może wynikać z większego negatywnego wpływu pogorszenia sytuacji makroekonomicznej na rynku kaprolaktamu (mocny spadek spreadu do benzenu) i melaminy (spadek średnich cen przy dodatkowym obciążeniu podwyżką cen gazu). Słabiej mógł wypaść również biznes nawozowy ze względu na zaostrożoną konkurencję na rynku krajowym, szczególnie na saletrze amonowej. Niewykluczone, że wyższe były również standardowe w tym okresie rezerwy na świadczenia pracownicze.

Energetyka



Energetyka

Analitik:
Kamil Kliszc

CEZ

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

EV/EBITDA 2012 5,9
EV/EBITDA 2013 6,0

Trzymaj

Cena bieżąca 118,0 PLN
Cena docelowa 117,5 PLN

(mln CZK)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	50 180,0	46 749,0	7,3%	110 973,0	103 554,0	7,2%	213 244,4	209 761,0	1,7%
EBITDA	17 402,5	17 293,0	0,6%	43 716,5	43 915,0	-0,5%	89 786,0	87 312,0	2,8%
marża	34,7%	37,0%	-	39,4%	42,4%	-	42,1%	41,6%	-
EBIT	10 920,5	11 140,0	-2,0%	30 752,5	31 704,0	-3,0%	63 250,0	61 542,0	2,8%
Zysk brutto	9 108,5	8 452,0	7,8%	27 117,5	29 538,0	-8,2%	55 108,8	51 952,0	6,1%
Zysk netto	7 377,9	6 739,0	9,5%	22 200,9	23 998,0	-7,5%	44 047,3	40 756,0	8,1%

Straty w Albanii nadrobione w Rumunii

W 2Q'2012 operacyjne wyniki koncernu powinny być zbliżone do ubiegłorocznych, choć porównanie r/r wypadnie różnie w poszczególnych segmentach. W obszarze wytwarzania zakładamy poprawę r/r (9,2 mld CZK vs. 8,5 mld CZK), ale po oczyszczeniu EBIT z 2011 roku o zaksięgowane wówczas (i wyłączone w konsolidacji) zyski na transakcji na CO2 z elektrownią w Warnie (1,1 mld CZK). Przy zbliżonych wolumenach z elektrowni jądrowych i podobnych cenach realizacji będzie to możliwe dzięki dodatkowej kontrybucji z rumuńskich farm wiatrowych (+0,5 mld CZK r/r). W segmencie dystrybucji zakładamy z kolei pogorszenie wyników za sprawą problemów z rentownością biznesu w Albanii z uwagi na niekorzystne rozstrzygnięcia regulacyjne. Ten efekt będzie jednak mniejszy q/q (-0,8 mld CZK vs. -1,7 mld CZK) zarówno ze względu na sezonowość (niższe wolumeny deficytowej sprzedaży) jak i jednorazowy charakter części strat z 1Q. W pozostałych obszarach nie zakładamy istotnych odchyżeń w ujęciu r/r. Na poziomie działalności finansowej saldo będzie naszym zdaniem ujemne (-1,8 mld CZK) głównie z uwagi na negatywną wycenę opcji na akcje MOL-a (-0,8 mld CZK) i ostatecznie wynik netto powinien sięgnąć 7,4 mld CZK.



Energetyka

Analitik:
Kamil Kliszc

Enea

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

EV/EBITDA 2012 2,4
EV/EBITDA 2013 2,2

Akumuluj

Cena bieżąca 15,86 PLN
Cena docelowa 21,24 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	2 411,0	2 273,4	6,0%	5 056,8	4 745,7	6,6%	10 336,7	9 690,1	6,7%
EBITDA	382,2	325,7	17,4%	871,8	765,1	13,9%	1 746,3	1 561,7	11,8%
marża	15,9%	14,3%	-	17,2%	16,1%	-	16,9%	16,1%	-
EBIT	177,8	155,4	14,4%	462,9	438,2	5,6%	1 102,4	850,7	29,6%
Zysk brutto	212,8	210,5	1,1%	532,7	522,3	2,0%	1 097,6	993,7	10,5%
Zysk netto	172,4	167,5	2,9%	421,5	413,9	1,8%	889,1	801,2	11,0%

Poprawa wyników w obrocie i w dystrybucji

W 2Q'2012 w Enei zakładamy wzrost wyniku operacyjnego r/r, co będzie przede wszystkim zasługą poprawy rezultatów w obszarach obrotu i dystrybucji. W pierwszym z segmentów zakładamy wzrost EBIT (43 mln PLN vs. 24,6 mln PLN w 2Q'2011) powinien być pochodną braku zanotowanych rok wcześniej 32 mln PLN tzw. kosztów niezbilansowania zakupu energii ze sprzedażą. W dystrybucji oczekujemy zwiększenia zysków na bazie rosnącego zwrotu z WRA (89 mln PLN vs. 62,8 mln PLN) przy niewielkim wzroście przesłanych wolumenów. Słabszych rezultatów spodziewamy się natomiast w segmencie wytwarzania (80 mln PLN vs. 105 mln PLN rok wcześniej), gdzie głównym obszarem z negatywną kontrybucją ze względu na sezonowość i księgowaną amortyzację uprawnień emisyjnych będzie EC Białostok (wynik operacyjny tej elektrociepłowni w księgach Enei zakładamy na poziomie -30 mln PLN). Zakładamy, że nie powtórzą się również zyski osiągnięte w 1Q'12 przez Elektrownię Kozienice na tradingu oraz przychody z tytułu odszkodowań. Pozytywnie na EBIT segmencie powinna natomiast wpływać konsolidacja uruchomionej farmy wiatrowej Bardy, która działa od maja. Na działalności finansowej zakładamy zbliżony rezultat do 1Q'12 (+35 mln PLN), co jednak jest poziomem istotnie niższym r/r (wówczas zaksięgowano 55 mln PLN łącznie z zyskami konsolidowanymi metoda praw własności). Z tego powodu nie zakładamy istotnej dodatniej dynamiki r/r na zysku netto.



Energetyka

PGE

Kupuj

Analitik:
Kamil Kliszcz

P/E 2012 8,1
P/E 2013 9,2

EV/EBITDA 2012 4,1
EV/EBITDA 2013 4,3

Cena bieżąca 19,40 PLN
Cena docelowa 23,07 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	7 160,0	6 646,5	7,7%	15 068,3	13 915,3	8,3%	30 022,9	28 111,4	6,8%
EBITDA	1 985,2	1 853,2	7,1%	4 522,0	3 989,0	13,4%	8 338,1	6 855,0	21,6%
marża	27,7%	27,9%	-	30,0%	28,7%	-	27,8%	24,4%	-
EBIT	1 271,3	1 186,8	7,1%	3 095,1	2 663,5	16,2%	5 587,4	4 144,5	34,8%
Zysk brutto	1 316,6	1 245,8	5,7%	3 255,9	2 774,0	17,4%	5 612,2	6 165,4	-9,0%
Zysk netto	1 048,4	1 014,9	3,3%	2 578,3	2 220,9	16,1%	4 459,1	4 935,4	-9,7%

Niewielki wzrost r/r przy niższych KDT-ach

W 2Q'2012 PGE powinna zanotować wzrost zysku operacyjnego, ale raczej będzie on jednocyfrowy w ujęciu r/r. Poprawy oczekujemy przede wszystkim w obszarze wytwarzania (974 mln PLN vs. 899 mln PLN), gdzie powinno być to efektem pracy nowego bloku w Bełchatowie i wyższych średnich cen energii. Skala poprawy mogłaby być wyższa gdyby nie niższe rekompensaty KDT (56 mln PLN vs. 132 mln PLN rok wcześniej) oraz większa skala remontów w Elektrowni Bełchatów (w ubiegłym roku w kapitalnym remoncie był tylko 1 blok, a w tym przez jeden miesiąc odstawione były dwa). W obszarze dystrybucji z tytułu wzrostu wynagrodzenia WRA zakładamy zwiększenie EBIT ze 152 mln PLN na 170 mln PLN. Lepszy rezultat powinien być również osiągnięty w segmencie OZE (40 mln PLN vs. 12,9 mln PLN) z uwagi na lepsze warunki hydrologiczne dla elektrowni wodnych. W obszarze hurtowym i detalicznym nie spodziewamy się jakichś istotnych odchyśleń od wyników osiągniętych w ubiegłym roku. Na poziomie działalności finansowej dodatnie saldo powinno sięgnąć około 45 mln PLN, a jego spadek q/q to efekt zakładanych ujemnych różnic kursowych na kredytach walutowych. Brak zysków z Polkomtela będzie powodem obniżenia dodatniej dynamiki wyników na poziomie zysku netto q/q.



Energetyka

Tauron

Kupuj

Analitik:
Kamil Kliszcz

P/E 2012 6,0
P/E 2013 7,9

EV/EBITDA 2012 4,3
EV/EBITDA 2013 4,0

Cena bieżąca 4,68 PLN
Cena docelowa 7,13 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	5 931,7	5 032,1	17,9%	12 386,5	10 331,1	19,9%	25 380,5	20 755,2	22,3%
EBITDA	985,6	775,3	27,1%	1 960,8	1 635,9	19,9%	3 606,6	3 023,0	19,3%
marża	16,6%	15,4%	-	15,8%	15,8%	-	14,2%	14,6%	-
EBIT	575,7	427,1	34,8%	1 140,9	938,1	21,6%	1 999,6	1 611,5	24,1%
Zysk brutto	515,7	428,1	20,4%	1 021,2	914,9	11,6%	1 704,1	1 565,9	8,8%
Zysk netto	402,7	321,6	25,2%	789,5	704,0	12,1%	1 356,8	1 220,0	11,2%

Słabszy wynik wytwarzania neutralizowany przez pozostałe segmenty

W 2Q'2012 oczekujemy, że Tauron wbrew tradycyjnej sezonowości powinien poprawić rezultat z poprzedniego kwartału, kiedy EBIT sięgnął 565 mln PLN. Z jednej strony z uwagi na sezonowy spadek produkcji zakładamy słabszy oczyszczony o KDT-y wynik wytwarzania w ujęciu q/q (-30 mln PLN vs. +40 mln PLN w 1Q po uwzględnieniu rezerw na PDO), ale częściowo powinny to wyrównywać rekompensaty (150 mln PLN) i ostatecznie raportowany EBIT segmentu prognozujemy na 119 mln PLN. Lepszych rezultatów spodziewamy się natomiast w obszarze dystrybucji (268 mln PLN vs. 231 mln PLN) z uwagi na brak rezerw na PDO (17 mln PLN), a także w obszarze obrotu (105 mln PLN vs. 96 mln PLN kwartał wcześniej), gdzie zgodnie z sygnałami rynkowymi poprawiają się marże detaliczne. Dalszą poprawę powinien zanotować także obszar wydobywczy, gdzie dzięki rosnącemu wolumenowi i braku problemów górniczych EBIT szacujemy na 42 mln PLN. Pozostałe obszary nie powinny istotnie wpływać na wynik, tym bardziej że sezonowo biznes ciepłowniczy powinien być bliski break even. Ostatecznie przy ujemnym saldzie na działalności finansowej (-60 mln PLN), zysk netto przekroczy według naszych szacunków 400 mln PLN.

Telekomunikacja



Telekomunikacja

Analitik:
Piotr Grzybowski

Netia

P/E 2012 19,8 EV/EBITDA 2012 4,9
P/E 2013 16,3 EV/EBITDA 2013 4,6

Trzymaj

Cena bieżąca 6,05 PLN
Cena docelowa 5,70 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	546,0	396,3	37,8%	1 090,3	797,5	36,7%	2 283,0	1 618,8	41,0%
EBITDA	116,2	85,2	36,5%	234,6	183,2	28,1%	584,3	611,5	-4,4%
marża	21,3%	21,5%	-	21,5%	23,0%	-	25,6%	37,8%	-
EBIT	1,5	12,9	-88,0%	5,7	38,9	-85,5%	176,8	302,7	-41,6%
Zysk brutto	-12,5	16,7	-	-21,7	45,8	-	132,0	317,3	-58,4%
Zysk netto	-11,3	12,9	-	-21,2	-10,1	-	118,8	248,8	-52,3%

Koszty restrukturyzacji obniżają wyniki

Największy wpływ na odnotowywane przez Netię dynamiki wyników r/r mają zrealizowane w zeszłym roku akwizycje Crowley Data Poland i Telefonii Dialog. Dodatkowo w wynikach drugiego kwartału Netia zaksięguje koszty rezerw związanych z przeprowadzaną w Grupie redukcją zatrudnienia. Szacujemy, że wpływ rezerw na raportowany wynik wyniesie 25,0 mln PLN. Z drugiej strony oczekujemy pierwszych pozytywnych efektów restrukturyzacji wpływających na poprawę rentowności Grupy po przeprowadzonych akwizycjach. Prognozujemy, że liczba użytkowników usług głosowych obniży się w skali Grupy o 15 tys. q/q. W obszarze szerokopasmowego dostępu do internetu szacujemy wzrost liczby użytkowników na 2 tys. W rozbiciu segmentowym oczekujemy przychodów z transmisji danych na poziomie 195,1 mln PLN (+31,2% r/r) oraz wpływów ze sprzedaży tradycyjnych usług głosowych w wysokości 244,3 mln PLN, tj. o 33,2% więcej niż przed rokiem. Wpływy z opłat interkonektowych wyniosą 30,1 mln PLN. Zadłużenie zaciągnięte pod zakup nowych aktywów wygeneruje w okresie saldo na działalności finansowej na poziomie -14,0 mln PLN.



Telekomunikacja

Analitik:
Piotr Grzybowski

TPSA

P/E 2012 18,1 EV/EBITDA 2012 4,7
P/E 2013 16,1 EV/EBITDA 2013 4,5

Trzymaj

Cena bieżąca 16,22 PLN
Cena docelowa 15,90 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	3 582,0	3 790,0	-5,5%	7 103,0	7 519,0	-5,5%	14 529,6	14 922,0	-2,6%
EBITDA	1 293,0	2 144,0	-39,7%	2 517,0	3 489,0	-27,9%	5 456,8	5 928,0	-7,9%
marża	36,1%	56,6%	-	35,4%	46,4%	-	37,6%	39,7%	-
EBIT	488,0	1 151,0	-57,6%	892,0	1 518,0	-41,2%	1 849,3	2 217,0	-16,6%
Zysk brutto	382,0	1 062,0	-64,0%	678,0	1 298,0	-47,8%	1 482,7	1 785,0	-16,9%
Zysk netto	309,4	995,0	-68,9%	551,4	1 184,0	-53,4%	1 199,0	1 918,0	-37,5%

Kontynuacja spadku użytkowników stacjonarnych usług głosowych

Drugi kwartał jest sezonowo lepszym okresem dla Telekomunikacji Polskiej. Niewielkim wsparciem dla wyników będzie też naszym zdaniem EURO 2012 i związane z nim większe przychody związane z roamingiem. Jest to jednak marginalny efekt w porównaniu do wpływu kontynuowanego ubytku użytkowników głosowych usług stacjonarnych. W przypadku stacjonarnego dostępu do internetu spodziewamy się wzrostu liczby użytkowników o zaledwie 2 tys. klientów. Zakładamy, że segment telefonii komórkowej osiągnie 1787 mln PLN przychodów (+0,4% r/r). W segmencie telefonii stacjonarnej oczekujemy 993 mln PLN przychodów (wobec 1141 mln PLN w 2Q2011 tj. -13,0% r/r) oraz zredukowania liczby aktywnych linii o kolejne 180 tys. wobec ubiegłego kwartału. Ponadto spodziewamy się 590 mln PLN z obszaru usług przesyłu danych (60 mln PLN z dzierżawy łącza, 155 mln PLN z transmisji danych i 375 mln PLN z szerokopasmowego dostępu i telewizji) oraz 212 mln PLN wpływu ze sprzedaży towarów i pozostałych obszarów działalności. Po stronie kosztowej prognozujemy dalszy spadek amortyzacji (802 mln PLN vs. 989 mln PLN przed rokiem). W przypadku kosztów pracowniczych oczekujemy ich spadku do 520 mln PLN wobec 531 mln PLN przed rokiem i 552 mln PLN w ubiegłym kwartale. Koszty zewnętrznych zakupów szacujemy na 1749 mln PLN, a saldo pozostałej działalności operacyjnej na -20 mln PLN. Saldo na działalności finansowej wyniesie według naszych szacunków -106,0 mln PLN.

Media



Media

Analitik:
Piotr Grzybowski

Agora

P/E 2012 13,6 EV/EBITDA 2012 2,2
P/E 2013 12,3 EV/EBITDA 2013 2,0

Kupuj

Cena bieżąca 8,10 PLN
Cena docelowa 14,30 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	287,5	319,3	-10,0%	568,8	615,1	-7,5%	1 220,3	1 234,6	-1,2%
EBITDA	23,7	52,3	-54,6%	44,0	84,5	-47,9%	130,9	144,7	-9,6%
marża	8,2%	16,4%	-	7,7%	13,7%	-	10,7%	11,7%	-
EBIT	0,7	26,4	-97,3%	-2,0	36,6	-	40,8	51,9	-21,4%
Zysk brutto	3,6	26,9	-86,5%	4,6	36,4	-87,3%	38,8	55,0	-29,4%
Zysk netto	1,1	21,7	-94,8%	-2,0	27,8	-	30,3	42,2	-28,2%

Bardzo słaby kwartał

Agora opublikuje bardzo słabe wyniki za drugi kwartał, na co wpływ będzie miała bardzo wyraźny spadek wpływów reklamowych oraz niska frekwencja kinowa w Polsce związana z organizowanym na terenie kraju EURO 2012. Oczekujemy, że przychody reklamowe w ramach całej Grupy spadną o 9,1% r/r. W segmencie prasowym przychody reklamowe spadną o 18,8% r/r, w segmencie czasopism o 7,0% r/r, a w segmencie outdooru o 12,1% r/r. Wzrosty przychodów reklamowych zostaną odnotowane w segmencie internetowym (+7,6% r/r), radiowym (+6,0% r/r) oraz kinowym (+87,5% r/r). Przychody ze sprzedaży biletów kinowych wyniosą według naszych prognoz 21,9 mln PLN (-21,9% r/r). Koszty wynagrodzeń szacujemy na 81,0 mln PLN (+2,8% r/r), materiałów i energii na 64,5 mln PLN (-0,3% r/r), a reprezentacji i reklamy na 28,4 mln PLN (-1,4% r/r). Saldo na działalności finansowej prognozujemy na poziomie 2,8 mln PLN, a efektywną stawkę podatkową w wysokości 22,1% (0,8 mln PLN obciążenia podatkowego).



Media

Analitik:
Piotr Grzybowski

Cinema City

P/E 2012 13,3 EV/EBITDA 2012 6,8
P/E 2013 10,9 EV/EBITDA 2013 5,8

Trzymaj

Cena bieżąca 31,50 PLN
Cena docelowa 33,50 PLN

(mln EUR)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	53,9	62,4	-13,6%	116,4	128,2	-9,2%	296,0	116,4	154,3%
EBITDA	10,4	11,1	-6,0%	23,8	22,1	7,8%	61,7	23,8	159,2%
marża	19,3%	17,7%	-	20,5%	17,2%	-	20,9%	20,5%	-
EBIT	3,2	5,0	-35,6%	9,5	9,9	-4,2%	37,3	9,5	-
Zysk brutto	2,5	4,5	-44,3%	8,0	8,9	-9,7%	34,7	8,0	-
Zysk netto	2,3	3,8	-39,7%	7,6	7,5	1,5%	29,0	7,6	-

Kwartał pod znakiem niskiej frekwencji

Drugi kwartał był trudnym okresem dla operatorów kinowych. Szacujemy, że w związku z rekordowo długim weekendem majowym oraz organizowanymi w Polsce Mistrzostwami Europy w piłce nożnej, a także w wyniku presji konkurencyjnej ze strony Multikina liczba sprzedanych biletów na terytorium Polski (wciąż odpowiadającym za blisko 47% przychodów Grupy) spadła o 21,0%. W konsekwencji przełożyło się to na spadek przychodów ze sprzedaży wejściówek o 13,7% w skali Grupy do poziomu 31,6 mln EUR. Wpływy z działalności barowej obniżyły się w podobnym stopniu (spadek o 13,0% do 10,8 mln EUR). Ponadto oczekujemy, że przychody z reklamy kinowej obniżyły się o 4,7% do 6,9 mln EUR, a wpływy z działalności dystrybucyjnej wyniosły 4,1 mln EUR (-29,9% r/r). Wpływy z działalności deweloperskiej szacujemy na poziomie 0,5 mln EUR. W naszych prognozach nie zakładamy wystąpienia dalszych rezerw związanych z restrukturyzacją kin Palace Cinema (przed rokiem 0,2 mln EUR dodatkowych kosztów). Spodziewamy się jednak, że spółka nie osiągnęła wyraźnego postępu w poprawie rentowności przejętych obiektów w porównaniu do pierwszego kwartału i w związku z tym marża brutto na sprzedaży spadnie r/r z 12,9% do 12,8%. Koszty ogólnego zarządu i administracji szacujemy w wysokości 3,7 mln EUR.



Media

Analitik:
Piotr Grzybowski

Cyfrowy Polsat Trzymaj

P/E 2012 13,1 EV/EBITDA 2012 8,3
P/E 2013 12,5 EV/EBITDA 2013 7,8

Cena bieżąca 14,80 PLN
Cena docelowa 14,80 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	715,9	628,4	13,9%	1 390,0	1 031,2	34,8%	2 842,4	2 365,9	20,1%
EBITDA	270,2	218,2	23,8%	527,6	341,9	54,3%	865,9	736,2	17,6%
marża	37,7%	34,7%	-	38,0%	33,2%	-	30,5%	31,1%	-
EBIT	214,2	173,5	23,5%	417,2	269,5	54,8%	692,4	562,0	23,2%
Zysk brutto	125,8	90,7	38,7%	372,1	184,3	101,9%	494,1	191,6	157,9%
Zysk netto	105,7	70,2	50,5%	310,8	146,6	112,0%	400,2	159,7	150,6%

Dobre wyniki mimo słabszego segmentu nadawania

Czynnikiem poprawy wyników w Cyfrowym Polsacie w porównaniu do ubiegłego roku będzie konsolidacja przez pełen kwartał segmentu nadawania i produkcji telewizyjnej (w poprzednim roku segment ten konsolidowany był od końca kwietnia), a także poprawa wyników w segmencie usług dla użytkowników indywidualnych, gdzie prognozujemy wzrost wyniku EBITDA ze 121,0 mln PLN przed rokiem do 168,3 mln PLN w 2Q2012. Oczekujemy, że w skali całego kwartału wynik EBITDA segmentu telewizyjnego spadł ze 115,0 mln PLN (spółka w ubiegłym roku skonsolidowała z tego 97,3 mln PLN) do 104,8 mln PLN. Ograniczony spadek EBITDA w segmencie nadawania jest częściowo związany ze skróceniem ramówki wiosennej. Przychody z tytułu reklamy i sponsoringu szacujemy na 236,7 mln PLN, wpływ od klientów indywidualnych na 435,3 mln PLN, a przychody od operatorów płatnej telewizji na 24,2 mln PLN. Koszty kontentu telewizyjnego szacujemy na 131,0 mln PLN, a opłaty dla dostawców licencji telewizyjnych na 102,1 mln PLN. Saldo na działalności finansowej szacujemy na -88,4 mln PLN, na co składają się odsetki od kredytów (53,5 mln PLN) oraz różnice kursowe z wyceny długu walutowego na dzień bilansowy (34,9 mln PLN).



Media

Analitik:
Piotr Grzybowski

TVN

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

Akumuluj

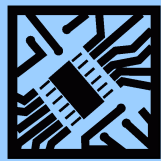
Cena bieżąca 8,23 PLN
Cena docelowa 10,20 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	440,7	582,4	-24,3%	860,0	1 192,0	-27,9%	2 779,8	2 466,1	12,7%
EBITDA	145,2	116,5	24,6%	253,1	327,3	-22,7%	713,8	659,8	8,2%
marża	32,9%	20,0%	-	29,4%	27,5%	-	25,7%	26,8%	-
EBIT	127,2	52,7	141,5%	209,0	206,8	1,1%	456,9	432,7	5,6%
Zysk brutto	-5,0	-25,9	-	209,8	-8,7	-	334,8	-206,8	-
Zysk z działalności kontynuowanej	-4,1	-40,5	-	175,1	-37,2	-	293,5	-317,4	-
Zysk z działalności	-224,2	0,0	-	-218,5	0,0	-	0,0	0,0	-
Zysk netto	-228,3	-40,5	-	-43,4	-37,2	-	293,5	-317,4	-

Bez Onetu i na słabym rynku

W związku z transakcją sprzedaży Onetu w drugim kwartale portal zostanie wyłączony z konsolidacji, co obok wcześniejszej transakcji sprzedaży udziałów w 'n' wpłynie na zaburzenie porównywalności prezentowanych danych. Ponadto, w wyniku sprzedaży spółka rozpozna stratę z tytułu przeszacowania wartości bilansowej inwestycji w Onet. Jej wartość netto, po pomniejszeniu o rozwiązana rezerwa podatkowa szacujemy na 223 mln PLN. Strata ta zostanie rozpoznana w pozycji wyniku z działalności zaniechanej. Na prezentowanych wynikach operacyjnych swoje silne piętno odcisnie naszym zdaniem słabość rynku reklamowego. Szacujemy, że przychody reklamowe segmentu telewizyjnego TVN spadły w okresie drugiego kwartału o 7,2%. Jednocześnie spółka nie zdecydowała się na skrócenie wiosennej ramówki i była ona emitowana w porównywalnym okresie do ubiegłego roku, przez co nie oczekujemy, by po stronie treści pojawiły się w 2Q2012 jakiegokolwiek oszczędności. Na poziomie salda na działalności finansowej (według naszych szacunków -132,1 mln PLN) spółka zaksięguje około 84,0 mln PLN kosztów odsetkowych z tytułu zadłużenia oraz 56,1 mln PLN kosztów wynikających z przeszacowania zadłużenia walutowego. Strata z działalności zaniechanej wyniesie 224,2 mln PLN.

IT



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

AB

 P/E 2012 7,1
P/E 2013 6,3

 EV/EBITDA 2012 5,9
EV/EBITDA 2013 5,4

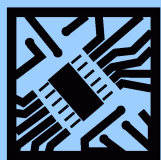
Trzymaj

 Cena bieżąca 19,10 PLN
Cena docelowa 22,50 PLN

(mln PLN)	IVQ11/12P	IVQ10/11	zmiana	2011/12P	2010/11P	zmiana	2012/13P	2011/12P	zmiana
Przychody	929,9	800,9	16,1%	4 304,3	3 564,4	20,8%	3 850,6	4 304,3	-10,5%
EBITDA	14,0	13,9	0,8%	88,7	69,7	27,2%	73,4	88,7	-17,3%
marża	1,5%	1,7%	-	2,1%	2,0%	-	1,9%	2,1%	-
EBIT	11,8	11,8	-0,1%	79,2	60,9	30,0%	64,3	79,2	-18,7%
Zysk brutto	10,8	10,5	2,5%	60,9	62,2	-2,2%	53,7	60,9	-11,8%
Zysk netto	8,3	8,3	0,5%	48,3	51,7	-6,6%	43,5	48,3	-9,9%

Podobnie jak przed rokiem

Szacujemy, że przychody Grupy AB wzrosły w czwartym kwartale roku obrotowego 2011/2012 o 16,1%. Wciąż jednak nie wystarczyło to do osiągnięcia poprawy wyniku netto w porównaniu do ubiegłego roku. Oczekujemy, że w związku z rosnącą w branży presją konkurencyjną rentowność brutto na sprzedaży spadnie do 5,4% w porównaniu do 6,3% odnotowanych przed rokiem. Ponadto spodziewamy się porównywalnych r/r kosztów ogólnych działalności (32,7 mln PLN vs. 33,0 mln PLN przed rokiem) oraz salda pozostałej działalności operacyjnej na poziomie -6,0 mln PLN. W naszych prognozach uwzględniamy koszty związane z naprawą dachu magazynu, która pochłonęła około 0,7 mln PLN rozpoznanych w wyniku 2Q2012.



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Action

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

 EV/EBITDA 2012 6,8
EV/EBITDA 2013 6,3

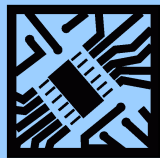
Redukuj

 Cena bieżąca 21,67 PLN
Cena docelowa 17,30 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	741,2	572,1	29,6%	1 529,0	1 112,2	37,5%	2 787,6	2 804,8	-0,6%
EBITDA	14,9	14,3	4,0%	32,9	28,4	15,7%	64,0	68,8	-7,0%
marża	2,0%	2,5%	-	2,2%	2,6%	-	2,3%	2,5%	-
EBIT	11,9	11,4	3,9%	26,9	22,7	18,8%	52,0	57,3	-9,3%
Zysk brutto	10,6	10,0	5,8%	24,2	20,2	19,7%	47,4	52,2	-9,2%
Zysk netto	8,6	8,8	-2,6%	19,7	17,3	13,8%	38,4	42,4	-9,5%

Rozwój wolniejszy, ale wciąż dynamiczny

Action opublikował wstępne wyniki sprzedaży za pierwsze półrocze implikujące 741 mln PLN przychodów zrealizowanych w drugim kwartale. Zgodnie z wypowiedziami zarządu spółki głównym motorem napędowym 29,6% wzrostu przychodów r/r była krajowa sprzedaż, co powinno pozytywnie odbijać się na realizowanej marży brutto. Z drugiej jednak strony panująca na rynku presja konkurencyjna negatywnie odbijać się będzie na rentowności, przez co szacujemy, że marża brutto w kwartale obniżyła się z 7,0% do 6,2%. Rosnąca skala działalności przy polityce oszczędności kosztowych powinna przełożyć się na mniej niż proporcjonalny do przychodów wzrost kosztów ogólnych działalności (36,1 mln PLN vs. 33,4 mln PLN przed rokiem). Saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniesie +2,1 mln PLN.



IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

ASBIS

Trzymaj

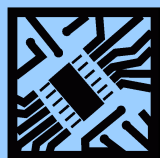
 P/E 2012 8,7 EV/EBITDA 2012 5,0
 P/E 2013 7,6 EV/EBITDA 2013 5,1

 Cena bieżąca 2,80 PLN
 Cena docelowa 2,60 PLN

(mln USD)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	329,8	302,9	8,9%	709,0	652,5	8,7%	1 533,7	1 482,1	3,5%
EBITDA	2,7	-0,6	-	8,0	3,9	105,8%	17,7	18,8	-6,1%
marża	0,8%	-0,2%	-	1,1%	0,6%	-	1,2%	1,3%	-
EBIT	1,9	-1,4	-	6,5	2,3	-	14,6	15,7	-6,9%
Zysk brutto	0,1	-3,9	-	2,7	-2,8	-	6,8	6,9	-0,3%
Zysk netto	0,1	-3,8	-	2,3	-3,0	-	5,2	5,4	-3,2%

Kwartał na plusie

Drugi kwartał jest sezonowo najtrudniejszym w branży dystrybucji IT. Dodatkowo ASBIS naszym zdaniem nie czerpał już w tym okresie dodatkowych profitów w związku ze wzrostem marż na dyskach twardej obserwowanym na przełomie 2011 i 2012 roku. Z drugiej strony na działalność spółki nie wpływały negatywne zdarzenia jednorazowe, takie jak zeszłoroczna dewaluacja rubla, która obniżyła wynik 2Q2011 o około 3,5 mln USD. Oczekujemy, że 2Q2012 był okresem stabilnego wzrostu przychodów (+8,9% r/r). Ponadto szacujemy, że marża brutto na sprzedaży wyniosła 5,1% vs. 4,8% przed rokiem i 5,3% w ubiegłym kwartale, a koszty ogólne działalności sięgnęły 15,0 mln USD. Saldo na działalności finansowej wyniosło w kwartale według naszych szacunków -1,8 mln USD.



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 46,99 PLN
 Cena docelowa 62,80 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 325,7	1 143,3	16,0%	2 599,5	2 340,2	11,1%	5 200,0	4 960,0	4,8%
EBITDA	229,3	206,6	11,0%	454,0	427,2	6,3%	885,3	838,6	5,6%
marża	17,3%	18,1%	-	17,5%	18,3%	-	17,0%	16,9%	-
EBIT	173,3	160,1	8,2%	343,8	341,7	0,6%	675,8	644,6	4,8%
Zysk brutto	169,0	156,8	7,7%	354,8	337,6	5,1%	666,8	718,5	-7,2%
Zysk netto	92,0	85,5	7,5%	196,5	182,7	7,5%	370,9	397,1	-6,6%

Pozytywny kwartał

Drugi kwartał był według nas pozytywnym okresem dla Asseco Poland pod kątem realizowanych wyników. Oczekujemy, że skonsolidowane przychody wyniosą 1325,7 mln PLN. Wpływ na wzrost przychodów w porównaniu do ubiegłego roku ma ponowna pełna konsolidacja firmy Sapiens International (tym razem powiększonej o nabyte spółki IDIT i FIS). Wzrostu przychodów spodziewamy się też w spółce-matce, gdzie przychody sięgną według naszych szacunków 329 mln PLN. Skonsolidowany EBIT prognozujemy na poziomie 173,3 mln PLN. Podobnie jak w przypadku przychodów w zysku operacyjnym w największym stopniu partycypować będą: jednostka dominująca z 82,0 mln PLN zysku i Grupa Formula Systems z 49,1 mln PLN zysku. Asseco Central Europe osiągnie 16,4 mln PLN zysku operacyjnego, ASEE 11,4 mln PLN zysku, a Asseco Business Solutions 6,9 mln PLN zysku. Straty operacyjnej spodziewamy się jedynie w Asseco Northern Europe (-1,0 mln PLN EBIT), gdzie z uwagi na specyfikę prowadzonej działalności spółka dużo gorzej radzi sobie ze spowolnieniem gospodarczym. W drugim kwartale nie nastąpią naszym zdaniem żadne nadzwyczajne wydarzenia wpływające na wartość salda na działalności finansowej (-4,3 mln PLN oczekiwanego salda). Zyski mniejszości prognozujemy na poziomie 44,9 mln PLN.



IT

Comarch

Redukuj

Analitik:
Piotr Grzybowski

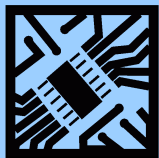
P/E 2012 17,1 EV/EBITDA 2012 7,7
P/E 2013 15,9 EV/EBITDA 2013 6,8

Cena bieżąca 68,00 PLN
Cena docelowa 45,90 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	172,3	151,9	13,4%	337,6	299,4	12,8%	825,3	784,6	5,2%
EBITDA	14,1	-6,9	-	22,2	-7,1	-	64,8	81,3	-20,3%
marża	8,2%	-4,5%	-	6,6%	-2,4%	-	7,9%	10,4%	-
EBIT	1,1	-17,5	-	-3,1	-24,9	-	28,3	39,6	-28,7%
Zysk brutto	2,1	-16,3	-	6,0	-22,2	-	31,6	40,6	-22,3%
Zysk netto	2,9	-19,2	-	7,9	-20,1	-	32,1	37,5	-14,4%

Z operacyjnym zyskiem

Po dużych stratach poniesionych w ubiegłym roku w związku ze stratami na różnicach kursowych (szacowany przez spółkę wpływ to 12 mln PLN) Comarch w bieżącym roku osiągnie pozytywny wynik operacyjny. W osiągnięciu tego rezultatu pomoże nabierająca tempa restrukturyzacja Comarchu SuB (dawny SoftM), który obniży generowaną stratę z 2,3 mln EUR do 0,3 mln EUR. Z drugiej strony oczekujemy wzrostu straty generowanej przez spółki zrzeszone w Comarch FIZ na co wpływ będzie miała przede wszystkim uruchomiona na początku roku placówka diagnostyki obrazowej. Szacujemy, że ujemny wynik operacyjny funduszu wzrośnie do 3,7 mln PLN wobec 3,1 mln PLN przed rokiem. Skonsolidowana marża brutto na sprzedaży wyniesie według naszych estymacji 21,7% wobec 8,3% przed rokiem. Koszty ogólne działalności prognozujemy na poziomie 36,8 mln PLN (poprzednio 35,7 mln PLN).



IT

Sygnity

Trzymaj

Analitik:
Piotr Grzybowski

P/E 2012 11,1 EV/EBITDA 2012 4,6
P/E 2013 7,9 EV/EBITDA 2013 3,7

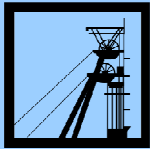
Cena bieżąca 15,99 PLN
Cena docelowa 23,00 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	104,0	106,5	-2,4%	212,1	218,5	-2,9%	611,8	566,0	8,1%
EBITDA	0,7	4,2	-83,6%	1,0	10,1	-89,6%	43,5	23,4	86,1%
marża	0,7%	4,0%	-	0,5%	1,1%	-	7,1%	4,1%	-
EBIT	-3,3	0,2	-	-6,9	1,5	-	27,6	8,0	-
Zysk brutto	-5,0	-1,1	-	12,2	18,9	-35,5%	21,7	2,0	-
Zysk netto	-4,8	1,4	-	-11,2	0,2	-	17,2	8,2	109,8%

Kolejny słaby kwartał

Sygnity po raz drugi zaprezentuje słabe wyniki finansowe, na co zdaniem spółki cały czas wpływ ma wezwanie prowadzone w pierwszym półroczu przez Asseco Poland, które z jednej strony wstrzymywało część kontrahentów przed podpisaniem kontraktów, z drugiej negatywnie odbijało się na pracownikach spółki. Spodziewamy się spadku zrealizowanych przychodów o 2,4%, przy nieco wyższej r/r rentowności (18,3% vs. 15,4% przed rokiem), przy wyższych kosztach ogólnych działalności (21,8 mln PLN przy 15,7 mln PLN w roku ubiegłym). Oczekujemy negatywnego salda na działalności operacyjnej w wysokości 0,5 mln PLN oraz salda na działalności finansowej na poziomie -1,8 mln PLN.

Górnictwo i metale



Górnictwo węgla JSW

Kupuj

Analityk:
Michał Marczak

P/E 2012 7,6
P/E 2013 9,3

EV/EBITDA 2012 3,2
EV/EBITDA 2013 3,5

Cena bieżąca 93,6 PLN
Cena docelowa 121,6 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 961,6	2 393,0	-18,0%	4 318,1	4 660,2	-7,3%	8 605,1	9 376,8	-8,2%
EBITDA	592,4	233,9	153,3%	1 482,0	1 223,6	21,1%	2 797,6	3 576,9	-21,8%
marża	30,2%	9,8%	-	34,3%	26,3%	-	32,5%	38,1%	-
EBIT	333,4	52,0	-	964,0	840,7	14,7%	1 878,9	2 732,6	-31,2%
Zysk brutto	326,4	44,8	-	949,6	819,3	15,9%	1 857,1	2 699,1	-31,2%
Zysk netto	258,9	-105,9	-	753,7	502,1	50,1%	1 472,3	2 086,6	-29,4%

Ceny węgla w trendzie spadkowym

Otoczenie nie sprzyja spółce. W 2Q ceny referencyjne na rynku azjatyckim wyniosły 210 USD/t (-10,6% q/q), spółce nieco pomogło osłabienie średniego kursu USD/PLN (z 3,22 do 3,32). W prognozie zakładamy, że średnia cena sprzedaży węgla koksowego w JSW wyniosła 199 USD/t (-11,2% q/q), co uwzględnia już strukturę asortymentową (hard:86%/semi-soft:14%). Po uwzględnieniu kursów walutowych cena sprzedaży obniża się o 8,6% q/q. W przypadku węgla energetycznego oczekujemy obniżenia przychodu na tonę o 5,6% q/q, co jest efektem obniżenia kaloryczności surowca (mniej dodawanego węgla semi-soft). Wydobycie węgla łącznie szacujemy na 3,55 mln ton (-4,1% q/q, +25% r/r), z czego 2,41 mln ton (-2,8% q/q, +17% r/r) to węgiel koksowy a 1,14 mln ton (-6,7% q/q, +46% r/r) węgiel energetyczny. Silny wzrost w ujęciu r/r jest efektem niskiej bazy wynikającej z wypadków górniczych (kopalnie: Jasmos i Krupiński) i wstrzymania części wydobycia (dwie ściany) w 2Q2011. Na poziomie zysków, w 2Q2011 wyniki zostały obciążone dodatkowymi kosztami związanymi z kosztami akcji pracowniczych oraz jednorazowej, premii prywatyzacyjnej dla załogi. W naszym modelu zakładamy, że zapasy niesprzedanego węgla wzrosną o 200 tys. ton do 1,53 mln ton. Przyrost w większej części (70%) będzie dotyczył węgla energetycznego.



Metale

KGHM

Trzymaj

Analityk:
Michał Marczak

P/E 2012 5,6
P/E 2013 9,2

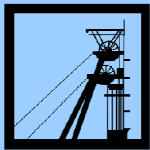
EV/EBITDA 2012 1,7
EV/EBITDA 2013 2,3

Cena bieżąca 118,0 PLN
Cena docelowa 151,5 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	4 706,0	5 227,4	-10,0%	9 922,6	10 000,9	-0,8%	18 150,9	20 097,4	-9,7%
EBITDA	2 116,2	3 024,4	-30,0%	4 071,5	5 612,7	-27,5%	7 864,6	14 360,0	-45,2%
marża	45,0%	57,9%	-	41,0%	56,1%	-	43,3%	71,5%	-
EBIT	1 917,0	2 859,9	-33,0%	3 674,3	5 281,5	-30,4%	7 147,6	13 687,6	-47,8%
Zysk brutto	1 908,0	2 851,9	-33,1%	3 657,0	5 265,4	-30,5%	7 117,6	13 654,6	-47,9%
Zysk netto	1 521,2	2 360,6	-35,6%	2 926,6	4 319,0	-32,2%	4 224,6	11 334,5	-62,7%

Nadal wysokie ceny metali

Średnia cena miedzi na LME w 2Q wyniosła 7 822 USD/t, tj. 5,9% mniej niż w poprzednim kwartale. W przypadku srebra było to 958 USD/kg (-9,7% q/q). Biorąc pod uwagę 3% osłabienie średniego w kwartale kursu złotego w stosunku do USD, średnie kwartalne ceny złotówkowe wymienionych surowców zmniejszyły się odpowiednio o 2,9% i 6,9%. Spadek cen w ujęciu q/q jest większy niż średnich. W przypadku miedzi wynosi on -9%, co będzie miało istotny wpływ na wynik na transakcjach zabezpieczających. Szacujemy, że wynik z tego tytułu w kwartale wyniesie +350 mln PLN. Sprzedaż miedzi powinna wynieść 141 tys. ton (poziom z 1Q2012), z czego 38 tys. ton będzie pochodziło z przerobu złomów. W przypadku srebra oczekujemy spadku sprzedaży q/q na poziomie 16% (270 ton). Jednostkowy koszt produkcji wzrośnie do 15 tys. PLN (+2,3% q/q), głównie za sprawą podatku od wydobycia. Jak wynika z informacji przekazanych przez Prezesa, w V-VI KGHM zapłacił ok. 100 mln PLN podatku od kopalni, w całym 2012 zapłaci 1,2-1,3 mld PLN. W przypadku pozostałych kosztów, zakładamy spadek kosztów wsadów obcych (niższe ceny) oraz nieco niższe niż w 1Q koszty wynagrodzeń. W powyższej tabeli prezentujemy wyniki jednostkowe KGHM. W naszych prognozach zakładamy, że KGHM International wygeneruje 1,06 mld PLN przychodów, 262 mln PLN EBITDA i 114 mln PLN zysku netto. Wolumen sprzedaży miedzi wyniesie 26 tys. ton, 1,4 tys. ton niklu i 630 kg metali szlachetnych.



Górnictwo węgla LW Bogdanka Trzymaj

Analitik:
Michał Marczak

P/E 2012 14,1
P/E 2013 9,1

EV/EBITDA 2012 6,4
EV/EBITDA 2013 4,4

Cena bieżąca 124,0 PLN
Cena docelowa 132,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	426,1	272,1	56,6%	852,2	582,1	46,4%	1 916,9	1 301,3	47,3%
EBITDA	185,5	67,3	175,6%	384,5	145,2	164,8%	722,5	450,6	60,3%
marża	43,5%	24,7%	-	45,1%	24,9%	-	37,7%	34,6%	-
EBIT	95,7	26,6	-	215,0	70,3	-	404,3	265,7	52,1%
Zysk brutto	94,2	32,1	193,9%	217,9	76,9	183,4%	271,9	288,2	-5,7%
Zysk netto	74,4	26,1	185,5%	173,5	62,0	179,8%	298,6	221,2	35,0%

Niższy wolumen sprzedaży determinuje koszt jednostkowy

Jak podała spółka w komunikatach prasowych w 2 kwartale wydobycie węgla handlowego wyniosło 1,994 mln ton i było o 8,5% niższe niż w poprzednim kwartale. Jest to efekt przede wszystkim przestojów remontowych, co zarząd sygnalizował już wcześniej. W prognozie zakładamy, że w związku ze słabszym sezonowo popytem spółka zwiększy zapasy o 130 tys. ton, do 0,3 mln ton. Średni przychód na tonę sprzedanego węgla szacujemy na 225 PLN/t, co oznacza wzrost w stosunku do 1Q o 1,4%. Koszt jednostkowy wyniesie 182 PLN na tonę, tj. o 14% więcej niż w 1Q. To przede wszystkim efekt niższego wolumenu wydobycia, jak również wyższych kosztów prac przygotowawczych. W prognozie nie przewidujemy zdarzeń jednorazowych.

Przemysł



Przemysł spożywczy

Analitik:
Jakub Szkopek

Astarta

P/E 2012 4,4 EV/EBITDA 2012 4,9
P/E 2013 3,6 EV/EBITDA 2013 4,0

Trzymaj

Cena bieżąca 63,5 PLN
Cena docelowa 56,1 PLN

(mln UAH)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	929,3	754,1	23,2%	1623,4	1 307,7	24,1%	4 261,4	3 385,5	25,9%
EBITDA	459,9	478,2	-3,8%	654,9	754,8	-13,2%	1 250,5	1 236,0	1,2%
marża	49,5%	63,4%	-	40,3%	57,7%	-	29,3%	36,5%	-
EBIT	395,0	434,3	-9,0%	526,2	671,0	-21,6%	1 046,3	1 041,1	0,5%
Zysk brutto	322,6	451,1	-28,5%	415,9	674,2	-38,3%	871,2	1 003,6	-13,2%
Zysk netto	306,5	421,5	-27,3%	398,5	641,4	-37,9%	850,1	976,1	-12,9%

Wyraźnie niższe ceny odbiją się na wynikach

W 2Q'12 spodziewamy się, że Spółce uda się sprzedać 75 tys. ton cukru (+32,5% r/r), 21,5 tys. ton mleka (+22,3% r/r) oraz 120 tys. ton zboża (+117,6% r/r). Ceny w 2Q'12 są wyraźnie niższe dla cukru (-39,0% r/r), mleka (-10,2% r/r), pszenicy (-22,9% r/r), słonecznika (-19,3% r/r) oraz kukurydzy (-32,4% r/r). Nieznacznie wyższe ceny miały miejsce wyłącznie w przypadku soi (+0,1% r/r). Niższe ceny naszym zdaniem pociągną za sobą rentowność, która na poziomie zysku brutto ze sprzedaży będzie na poziomie 21,4% vs. 36,7% w analogicznym okresie rok wcześniej. Spodziewamy się pozytywnej rewaluacji aktywów biologicznych związanych z produkcją rolną (+312,4 mln UAH vs. 319,7 mln UAH rok wcześniej) oraz ujemnej rewaluacji aktywów związanych z produkcją zwierzęcą (-88,6 mln UAH vs. -52,7 mln UAH rok wcześniej; na przestrzeni kwartału ceny mleka spadły o 14% r/r). Na poziomie działalności finansowej zakładamy 19,4 mln UAH ujemnego efektu związanego z przeszacowaniem portfela kredytów kwotowanego w walutach obcych. Spodziewamy się ujemnej dynamiki wyników finansowych w 2Q'12.



Przemysł

Analitik:
Jakub Szkopek

Boryszew

P/E 2012 13,7 EV/EBITDA 2012 7,4
P/E 2013 13,2 EV/EBITDA 2013 7,0

Trzymaj

Cena bieżąca 0,55 PLN
Cena docelowa 0,65 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 306,8	1 037,8	25,9%	2 564,8	2 059,4	24,5%	4 618,0	4 332,8	6,6%
EBITDA	78,5	114,4	-31,4%	163,9	187,8	-12,7%	304,1	351,0	-13,4%
marża	6,0%	11,0%	-	6,4%	9,1%	-	6,6%	8,1%	-
EBIT	50,1	90,7	-44,7%	108,2	139,1	-22,2%	199,8	253,3	-21,1%
Zysk brutto	35,9	88,3	-59,3%	77,7	130,4	-40,4%	160,8	126,6	27,0%
Zysk netto	21,6	51,3	-57,9%	46,7	70,1	-33,3%	90,5	104,6	-13,5%

Baza 2Q'11 wysoka ze względu na wydarzenia jednorazowe

W 2Q'12 spodziewamy się sprzedaży na poziomie 1306,8 mln PLN (+25,9% r/r). Głównym motorem wzrostu obrotu będą segmenty związane z produkcją wyrobów chemicznych (+30% r/r) (efekt EURO'2012 i wzrostu sprzedaży opakowań) i segment automotive (+238% r/r) (przejęcie AKT i Theysohn nastąpiło w 3Q'11, a Ymos w 1Q'12). Szacujemy natomiast, że Grupa Impexmetal odnotuje spadek przychodów na poziomie 8% r/r. Na poziomie operacyjnym w 2Q'11 Impexmetal zanotował ponadczasowo wysoką rentowność, a sam Boryszew zanotował 26,5 mln PLN dodatniego efektu z tytułu przeszacowania gruntów w Elanie oraz 6,7 mln PLN z tytułu sprzedaży aktywów trwałych. W 2Q'12 zakładamy, że Spółka jedynie zaksięguje 2,5 mln PLN dodatniego efektu z tytułu sprzedaży certyfikatów CO2 w Elanie Energetyka. Spodziewamy się, że segment automotive w 2Q'12 osiągnie wynik operacyjny na poziomie 17,9 mln PLN. W 2Q'12 nie zakładamy żadnych dodatkowych efektów związanych z przeszacowaniem aktywów trwałych. Tym niemniej, aby wykonać całoroczną prognozę Zarządu Spółka do końca roku zmuszona będzie dokonać kilku przeszacowań. Możliwe, że część z nich zostanie zaksięgowana w 2Q'12.



Przemysł elektromaszynowy

Famur

Redukuj

Analitik:
Jakub Szkopek

P/E 2012 14,3 EV/EBITDA 2012 8,0
P/E 2013 13,9 EV/EBITDA 2013 8,1

Cena bieżąca 4,1 PLN
Cena docelowa 3,6 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011*	zmiana	IH2012P	IH2011*	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	291,8	197,6	47,7%	613,3	403,0	52,2%	936,4	922,6	1,5%
EBITDA	87,1	63,2	37,7%	181,5	126,2	43,8%	274,5	262,0	4,8%
marża	29,8%	32,0%	-	29,6%	31,3%	-	29,3%	28,4%	-
EBIT	61,2	36,7	66,9%	128,4	69,7	84,1%	186,1	154,2	20,7%
Zysk brutto	56,5	37,8	49,7%	126,3	70,9	78,2%	175,9	133,8	31,5%
Zysk netto	42,8	41,4	3,4%	95,5	70,6	35,3%	138,5	95,2	45,4%

*Wyniki sprzed wypłaty dywidendy niepieniężnej

Kontynuacja dobrej passy

W 1Q'12 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży wyniosą 291,8 mln PLN i będą o 47,7% r/r wyższe. Spodziewamy się, że Spółka prowadzić będzie prace nad obudowami dla KHW (za 41,9 mln PLN), KW (za 38,3 mln PLN) i końcowe prace nad kontraktem dla Południowego Koncernu Węglowego za 60,4 mln PLN. Na poziomie przychodów zakładamy dodatkowo 20,0 mln PLN z tytułu sprzedaży węgla w ramach wykupu obligacji objętych od KHW. Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w 2Q'12 wyniesie 31,1% vs. 30,2% w 1Q'12 i będzie na wysokim poziomie co związane jest z działaniem dźwigni operacyjnej oraz wyraźnie wyższymi cenami kontraktów, jakie Spółka podpisywała w końcówce 2011 roku i na początku 2012 roku. Zakładamy, że odmiennie jak miało to miejsce w 1Q'12 w kolejnym kwartale Spółka zanotuje wyższe koszty sprzedaży, co związane jest z dostawą wykonywanych wcześniej obudów (w 1Q'12 koszty sprzedaży wynosiły jedynie 0,9 mln PLN, natomiast w 2Q'12 spodziewamy się wartości 5,9 mln PLN). Na poziomie finansowym spodziewamy się, że negatywny wpływ na wynik będzie miało osłabienie się na przestrzeni kwartału PLN do EUR o 2,4%. Szacujemy, że Spółka na koniec 1Q'12 posiadała 10,3 mln EUR kredytu walutowego oraz 12,4 mln PLN otwartych pozycji Forward na sprzedaż EUR w 2Q'12 i 3Q'12. Całkowity efekt deprecjacji lokalnej waluty zakładamy na poziomie -2,3 mln PLN. Naszym zdaniem Famur w 2Q'12 może zaksięgować w rezultatach 56,8 mln PLN pozytywnego wyniku wynikającego z wygranego w 2Q'12 sporu z Kopex.



Metale

Impexmetal

Kupuj

Analitik:
Jakub Szkopek

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

Cena bieżąca 3,52 PLN
Cena docelowa 5,70 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	680,0	740,7	-8,2%	1 374,9	1 460,1	-5,8%	2 574,9	2 806,1	-8,2%
EBITDA	41,2	79,5	-48,2%	80,3	116,6	-31,2%	169,0	202,0	-16,3%
marża	6,1%	10,7%	-	5,8%	8,0%	-	6,6%	7,2%	-
EBIT	26,6	49,6	-46,4%	51,2	86,8	-41,0%	116,5	142,0	-18,0%
Zysk brutto	22,3	46,7	-52,2%	47,8	67,0	-28,6%	94,7	126,6	-25,2%
Zysk netto	19,0	34,4	-44,9%	41,2	64,9	-36,5%	80,2	104,6	-23,3%

Baza nadal wysoka, wolumeny i marże na aluminium w górę

W 2Q'12 spodziewamy się dalszej poprawy wolumenu sprzedaży i marż na segmencie aluminium względem 2H'11 i 1Q'12. Oczekujemy przychodów ze sprzedaży Grupy na poziomie 680,0 mln PLN (-8,2% r/r) i wolumenu sprzedaży 46,1 tys. ton (-3,8% r/r). Spodziewamy się dodatniej ilościowej dynamiki sprzedaży w ZM Silesia (+3,1% r/r), natomiast w pozostałych segmentach ze względu na wysoką bazę roku ubiegłego oczekujemy spadku w przedziale -1,6% a -7,9% r/r (HAK -7,1% r/r; segment miedzi -3,9% r/r; Baterpol -3,6% r/r). W 2Q'12 baza rentowności i wyników operacyjnych znajduje się na ponadczasowo wysokim poziomie, co wynikało z jednej strony z rekordowo dobrej koniunktury na wyroby płaskie z aluminium, z drugiej zaś z przerobu na instalacjach Baterpolu odpadów pochodzących ze zgaru i ze szlaku (niski koszt wytworzenia i wyższe marże przerobowe). Zważając na prognozę Zarządu Boryszewa, która zawiera transakcje jednorazowe związane z przeszacowaniem wartości nieruchomości, Impexmetal mógłby w 2Q'12 dokonać przeszacowania wartości terenu na Łuckiej (pozytywny efekt na poziomie +60 mln PLN). Warunkiem do spełnienia się zabiegu księgowego jest uzyskanie pozwolenia na budowę. Szanse na zaistnienie zabiegu księgowego oceniamy jako wysokie w 3Q'12, jednak nie można w 100% zaprzeczyć, że nie mogłyby się to wydarzyć w 2Q'12.



Przemysł spożywczy

Analitik:
Jakub Szkopek

Kernel

P/E 2012 6,1 EV/EBITDA 2012 5,2
P/E 2013 5,4 EV/EBITDA 2013 4,2

Trzymaj

Cena bieżąca 68,7 PLN
Cena docelowa 61,1 PLN

(mln USD)	IVQ11/12P	IVQ10/11	zmiana	2011/12P	2010/11	zmiana	2012/13P	2011/12P	zmiana
Przychody	765,2	478,3	60,0%	2 350,0	1899,1	23,7%	2 350,0	2 773,0	18,0%
EBITDA	124,2	77,9	59,5%	335,3	309,6	8,3%	335,3	408,2	21,7%
marża	16,2%	16,3%	-	14,3%	16,3%	-	14,3%	14,7%	-
EBIT	105,7	69,9	51,2%	266,9	277,3	-3,7%	266,9	349,9	31,1%
Zysk brutto	87,7	53,3	64,7%	213,5	208,4	2,4%	213,5	317,7	48,8%
Zysk netto	80,7	54,1	49,2%	219,8	226,3	-2,9%	219,8	295,3	34,4%

Prognoza Zarządu spełniona, oczy zwrócone na cash-flow

W 4Q'12 oczekujemy, że wolumen sprzedaży oleju luzem wyniesie 290 tys. ton (+33,5% r/r), oleju butelkowanego 40 tys. ton (+18,3% r/r), zboża 750 tys. ton (+301,9% r/r). Szacujemy przychody ze sprzedaży całej Grupy na poziomie 765,2 mln USD (+60% r/r). Na poziomie operacyjnym nadal zakładamy, że wysoko kształtować będą się marże segmentu oleju butelkowanego (100 USD na tonę przetworzonego słonecznika; +36,6% r/r), co związane jest z opóźnieniem reakcji lokalnych cen na zmianę wartości towaru na międzynarodowych rynkach. W przypadku oleju luzem oczekujemy marży na poziomie 85 USD na tonę przetworzonego słonecznika (-12,4% r/r). Niższa niż w ubiegłym roku rentowność segmentu wynika z niskiej marży modelowej na przerobie słonecznika (w 2Q'12 ta wyniosła 157,3 USD/t i była o 6,5% r/r niższa). Spodziewamy się dużej kontrybucji do wyniku segmentu cukru (nawet 30 mln USD EBITDA), co związane jest z planowaną sprzedażą towaru do krajowej rezerwy po 8500 UAH/t. Zakładamy, że w przypadku handlu zbożem Kernel wypracuje marże na poziomie 10 USD/t i będą one o 75,5% niższe (w 4Q'11 nadal obowiązywały kwoty eksportowe na terenie Ukrainy w związku z czym handel na towarze był bardzo rentowny). Dodatkowo oczekujemy, że w segmencie rolnym w 4Q'12 Spółka zaksięguje 22,2 mln USD przeszacowania aktywów biologicznych związanych z produkcją zboża. Naszym zdaniem Spółce uda się dowieźć całoroczną prognozę wyników Zarządu. Warto jednak zwrócić uwagę na wyjątkowo słaby w bieżącym roku przepływ gotówki z działalności operacyjnej, jaki Spółka zanotowała w 1-3Q (-151 mln USD). Jeżeli nie uda się tego zrekompensować w znaczącym stopniu w ostatnim kwartale, to wówczas istnieje ryzyko obniżenia przez rynek wyceny Spółki ze względu na wyższy od wcześniej zakładanego dług netto.



Metale

Analitik:
Jakub Szkopek

Kęty

P/E 2012 10,3 EV/EBITDA 2012 6,3
P/E 2013 9,8 EV/EBITDA 2013 6,0

Akumuluj

Cena bieżąca 124,0 PLN
Cena docelowa 131,7 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IHQ2012P	IHQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	395,5	365,3	8,3%	745,3	692,9	7,6%	1 481,8	1 489,7	-0,5%
EBITDA	63,7	58,6	8,6%	110,9	101,5	9,3%	225,1	221,6	1,6%
marża	16,1%	16,1%	-	14,9%	14,6%	-	15,2%	14,9%	-
EBIT	43,5	41,6	4,6%	71,1	67,8	4,9%	150,5	151,1	-0,4%
Zysk brutto	39,5	38,1	3,6%	69,9	61,3	14,0%	137,7	129,4	6,4%
Zysk netto	32,0	30,9	3,6%	55,9	49,7	12,5%	111,5	114,2	-2,4%

Po IH'12 całoroczna prognoza wykonana w 50%

Przedstawiona przez Zarząd Grupy Kęty prognoza zakłada, że przychody ze sprzedaży wyniosą 385-396 mln PLN (dodatnia dynamika między 5, a 8% r/r). Największy wzrost wyników w opinii Zarządu miał miejsce w segmentach usług budowlanych (+13% r/r), systemów aluminiowych (+19% r/r), akcesoriów budowlanych (+5% r/r) i opakowań giętkich (+5% r/r). Sprzedaż segmentu wyrobów wyciskanych znajdowała się na zbliżonym do zeszłorocznego poziomu. Wynik operacyjny Spółka szacuje na poziomie 41-43 mln PLN (dynamika w przedziale -1% r/r, a +3% r/r), a EBITDA 61-63 mln PLN (pozytywna dynamika między +4%, a +8% r/r). Zysk netto według Zarządu wyniesie 32 mln PLN i będzie o około 4% r/r wyższy. Na poziomie działalności finansowej Spółka spodziewa się ujemnego efektu z tytułu przeszacowania wartości kredytów kwotowanych w walutach obcych (osłabienie złotówki) w wysokości -4 mln PLN. Nasze prognozy nie odbiegają znacząco od wstępnych szacunków Zarządu. Spodziewamy się udanych wyników Grupy Kęty za 1Q'12.



Przemysł elektromaszynowy

Analitik:
Jakub Szkopek

Kopex

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

Zawieszona

Cena bieżąca 17,1 PLN
Cena docelowa -

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011*	zmiana	IH2012P	IH2011*	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	508,2	706,7	-28,1%	967,1	1 158,7	-16,5%	2 125,8	2 073,7	2,5%
EBITDA	81,1	44,6	81,8%	111,3	114,1	-2,5%	274,1	330,0	-16,9%
marża	16,0%	6,3%	-	11,5%	9,8%	-	12,9%	15,9%	-
EBIT	51,0	46,4	9,8%	51,3	96,5	-46,8%	171,4	225,9	-24,1%
Zysk brutto	41,2	38,8	6,1%	8,6	77,4	-88,9%	177,9	190,1	-6,4%
Zysk netto	39,5	27,4	44,1%	2,9	54,6	-94,7%	147,7	158,7	-6,9%

*Wyniki sprzed zmiany prezentacji rezultatów Tagao

Spodziewany solidny kwartał wyników

W 2Q'12 oczekujemy przychodów ze sprzedaży na poziomie 508,2 mln PLN (-28,1% r/r) (efekt sprzedaży udziałów w spółkach zależnych i zmiany prezentacji wyników w zależnym Tagao). Znacznie lepiej w 2Q'12 powinny przedstawiać się sprzedaż i wyniki w segmentach maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego oraz urządzeń elektrycznych i elektronicznych. W sumie spodziewamy się około 20-30% wzrostu przychodów segmentów względem 1Q'12 oraz około 20-50% poprawy wyniku brutto ze sprzedaży. Wynik operacyjny 2Q'12 szacujemy na poziomie 51,0 mln PLN (+9,8% r/r), a EBITDA 81,1 mln PLN (+81,8% r/r). Na poziomie działalności finansowej zakładamy 6,9 mln PLN straty z tytułu wyceny transakcji hedgingowych (na koniec 1Q'12 Kopex posiadał otwarte pozycje walutowe na sprzedaż 4,9 tys. USD i 52,9 tys. EUR, a złotówka na przestrzeni kwartału osłabiła się do EUR i USD). Zakładamy również częściowe odwrócenie się ujemnych różnic kursowych, jakie Spółka zanotowała w 1Q'12 skutkiem przeszacowania kredytów walutowych udzielonych spółkom zależnym. Wynik netto Grupy szacujemy na poziomie 39,5 mln PLN (+44,1% r/r). Spodziewamy się że po słabym 1Q'12 drugi kwartał mógłby przynieść poprawę sentymentu do Spółki i odbudować wiarę inwestorów w fakt, że tegoroczne wyniki bez uwzględnienia efektów jednorazowych będą w historii Kopex rekordowe.



Materiały budowlane

Analitik:
Jakub Szkopek

Rovese

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

Zawieszona

Cena bieżąca 2,37 PLN
Cena docelowa -

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	429,6	427,2	0,6%	795,5	795,0	0,1%	1 714,9	1 638,2	4,7%
EBITDA	36,5	74,3	-50,9%	71,8	131,5	-45,4%	300,9	250,7	20,0%
marża	8,5%	17,4%	-	9,0%	16,5%	-	17,5%	15,3%	-
EBIT	6,0	49,5	-87,9%	5,1	76,5	-93,3%	184,0	135,8	35,5%
Zysk brutto	17,5	23,7	-26,0%	-31,4	16,8	-	139,8	102,9	35,9%
Zysk netto	14,3	12,7	12,8%	-28,0	6,8	-	113,2	87,8	29,0%

Wyższa taryfa gazowa i niższa sprzedaż, ale kowenanty spełnione

W 2Q'12 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży Grupy Rovese wyniosą 429,6 mln PLN i będą o 0,6% r/r wyższe. Oczekujemy, że kwietniowe Święta Wielkanocne, długi majowy weekend i turniej Euro 2012 będą negatywnie wpływały na wysokość sprzedaży realizowanej przez branżę wykończeniową. Spodziewamy się 5,0% r/r spadku wolumenu sprzedaży w zakresie płytek ceramicznych i 1,0% spadku wolumenu zbytu ceramiki sanitarnej. Częściowo niższe wolumeny sprzedaży rekompensowane będą wyższymi cenami sprzedaży (+5,1% r/r dla płytek ceramicznych i +4,9% r/r dla ceramiki sanitarnej). Negatywnie na wyniki operacyjne Grupy w 2Q'12 powinna działać podwyżka cen gazu, jaka miała miejsce z początkiem kwietnia bieżącego roku (+16,9%). Według naszych szacunków marża brutto ze sprzedaży w 2Q'12 wyniesie 30,5% wobec 31,6% w 1Q'12 i 35,6% w 4Q'12. Efekt przeszacowania wartości portfela kredytów szacujemy na 22,9 mln PLN (spadek wartości zadłużenia, głównie w efekcie umocnienia na przestrzeni kwartału UAH do EUR). Według naszych szacunków wskaźnik dług netto do EBITDA12m na koniec 2Q'12 wyniesie 3,76x, co nie będzie generowało ryzyka niespełnienia się warunków dla umów kredytowych.

Budownictwo



Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Budimex

Akumuluj

P/E 2012 5,9 EV/EBITDA 2012 1,5
P/E 2013 7,4 EV/EBITDA 2013 4,1

Cena bieżąca 55,0 PLN
Cena docelowa 87,1 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 620,0	1 451,1	11,6%	2 703,3	2 248,9	20,2%	5 648,5	5 516,7	2,4%
EBITDA	67,4	94,5	-28,6%	117,9	159,1	-25,9%	294,1	340,6	-13,7%
marża	4,2%	6,5%	-	4,4%	7,1%	-	5,2%	6,2%	-
EBIT	54,3	87,5	-38,0%	91,5	145,4	-37,1%	265,4	319,4	-16,9%
Zysk brutto	46,4	90,4	-48,7%	94,8	148,2	-36,0%	291,8	326,6	-10,6%
Zysk netto	28,8	73,1	-60,7%	65,8	119,8	-45,1%	236,4	260,9	-9,4%

Zysk netto pod dużym wpływem negatywnych one-offów

Wynik netto Budimexu za Q2 2012 będzie słabszy, niż w Q1 2012. Związane jest to z dwoma zdarzeniami jednorazowymi, bez których zysk netto spółki za II kwartał istotnie przekroczyłby 50 mln PLN. Chodzi o: a) rezerwę na restrukturyzację zatrudnienia w PNI (25 mln PLN); b) ujemne różnice kursowe (szacujemy 12 mln PLN); c) bardzo wysoką efektywną stopę podatkową (prognoza: 38%). Gotówka netto spadnie w Q2 2012 do 310 mln PLN - co pro forma (korekta o dywidendę) oznacza spadek gotówki netto o ponad 190 mln PLN. Poprawy sytuacji bilansowej oczekujemy od Q3 2012. Tendencja ta będzie kontynuowana w kolejnych kwartałach. Marżę brutto na sprzedaży przewidujemy na poziomie 8% (Q1 2012: 7,2%). Udział segmentu budownictwa w przychodach szacujemy na aż 94%. Oczekujemy 50,9 mln PLN kosztów ogólnych i 25 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto (rezerwa na restrukturyzację zatrudnienia w PNI). Oczekujemy negatywnych przepływów finansowych na poziomie 7,9 mln PLN netto. Wpłyną na nie negatywne różnice kursowe w kwocie około 12 mln PLN. W kontekście perspektyw całego 2012 roku, liczymy się z korektą prognoz zysku netto. Zysk netto prawdopodobnie nie przekroczy 200 mln PLN, nie będzie jednak znacząco niższy. Korekcie też poddamy prognozy gotówki netto. Nie powinno to mieć wpływu na rekomendację, cena docelowa jednak prawdopodobnie spadnie.



Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Elektrobudowa Trzymaj

P/E 2012 10,1 EV/EBITDA 2012 6,2
P/E 2013 8,4 EV/EBITDA 2013 5,2

Cena bieżąca 96,9 PLN
Cena docelowa 112,4 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	238,8	227,4	5,0%	423,6	372,5	13,7%	961,9	945,2	1,8%
EBITDA	9,8	11,5	-15,1%	22,5	18,8	19,4%	65,0	61,6	5,6%
marża	4,1%	5,1%	-	5,3%	5,1%	-	6,8%	6,5%	-
EBIT	6,6	8,3	-19,8%	16,1	12,6	28,6%	53,4	49,3	8,5%
Zysk brutto	6,9	8,4	-17,9%	17,1	12,3	39,5%	56,5	49,1	14,9%
Zysk netto	5,6	7,5	-25,3%	13,7	10,9	24,9%	45,7	37,9	20,6%

Wynik niższy niż w Q1 2012 z uwagi na negatywne zdarzenia jednorazowe

Oczekujemy 5,6 mln PLN zysku netto w Q2 2012. Jest to najniższy wynik netto od Q1 2011, słabszy, niż w stosunkowo dobrym Q1 2012 (8,1 mln PLN zysku netto). Główną przyczyną są: a) relatywnie niska marża brutto (6,2%, Q1 2012: 6,7%); b) duże negatywne pozostałe zdarzenia operacyjne (saldo w Q2 2012: -3,6 mln PLN, Q1 2012: +2,0 mln PLN). Bez negatywnych zdarzeń jednorazowych, wynik netto Elektrobudowy wyniósłby 8,4 mln PLN. Oczekujemy negatywnego cash flow i spadku gotówki netto z około 29,7 mln PLN do około 15 mln PLN. Wpływ na to będą miały m.in. ciągle nie rozliczone należności za prace wykonane na Stadionie Narodowym. Przewidujemy 4,6 mln PLN kosztów ogólnych oraz 0,3 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto. W kontekście przyszłych kwartałów, należy spodziewać się poprawy (wyższe przychody, brak negatywnych zdarzeń jednorazowych). Prognoza zarządu, przewidująca 38,5 mln PLN zysku netto jest realna. II półrocze zawsze jest sezonowo lepsze dla spółki (większe przychody, lepsza struktura zamówień). W aktualizacji raportu obniżymy prognozę zysku Elektrobudowy z 45,7 mln PLN do poziomu prognozy zarządu.

**Budownictwo****Erbud****Kupuj**

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 6,5

P/E 2013 6,4

EV/EBITDA 2012 4,0

EV/EBITDA 2013 3,4

Cena bieżąca 14,0 PLN**Cena docelowa 24,0 PLN**

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	313,9	408,5	-23,2%	548,3	684,5	-19,9%	1 176,0	1 497,5	-21,5%
EBITDA	8,2	-10,7	-	16,8	-23,9	-	45,5	-4,7	-
marża	2,6%	-2,6%	-	3,1%	-3,5%	-	3,9%	-0,3%	-
EBIT	7,0	-13,3	-	14,5	-27,8	-	38,7	-12,6	-
Zysk brutto	5,8	-16,8	-	10,2	-32,3	-	34,3	-21,1	-
Zysk netto	4,6	-14,5	-	7,8	-28,7	-	27,0	-21,4	-

Trochę mniej, niż 5 mln PLN zysku netto

Oczekujemy, że Erbud w Q2 2012 wygeneruje zysk netto w wysokości 4,6 mln PLN - czyli mniej, niż przewidywaliśmy na początku roku (7 mln PLN) i po I kwartale (5 mln PLN). Przyczyną jest marża brutto na sprzedaży, która wyniesie zgodnie z prognozą 6,6% (Q1 2012: 8,5%). Przepływy będą ujemne i wyniosą około -20 mln PLN. Dług netto na koniec Q2 2012 wyniesie około 50-55 mln PLN. Linie kredytowe wraz z obligacjami pozwalają spółce zadłużyć się na 100 mln PLN, nadal jest więc margines bezpieczeństwa. Oczekujemy kosztów ogólnych na poziomie 13,4 mln PLN, pozostałych kosztów operacyjnych na poziomie 0,4 mln PLN oraz pozostałych kosztów finansowych netto w kwocie 1,2 mln PLN. W kolejnych kwartałach oczekujemy poprawy rentowności brutto na sprzedaży oraz wyższych przychodów. W całym 2012 roku należy oczekiwać zysku netto zbliżonego do 20 mln PLN - nasze prognozy zostaną obniżone. Na koniec roku oczekujemy też istotnego spadku długu netto. Sądzimy, że w kolejnych kwartałach oczekiwania co do wyników Erbudu nie będą się dalej obniżać, gdyż powoli zaczynają spadać koszty budowy.

**Budownictwo****Mostostal Warszawa****Kupuj**

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 7,3

P/E 2013 5,4

EV/EBITDA 2012 2,6

EV/EBITDA 2013 1,9

Cena bieżąca 14,2 PLN**Cena docelowa 27,2 PLN**

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	873,3	876,1	-0,3%	1 585,6	1 425,5	11,2%	2 843,7	3 396,3	-16,3%
EBITDA	2,3	20,9	-89,2%	3,2	30,5	-89,4%	100,9	-104,7	-
marża	0,3%	2,4%	-	0,2%	2,1%	-	3,5%	-3,1%	-
EBIT	-6,9	11,2	-	-15,1	11,1	-	58,7	-144,8	-
Zysk brutto	-9,9	8,9	-	-20,0	12,9	-	53,8	-149,1	-
Zysk netto	-8,1	8,0	-	-21,0	8,6	-	38,7	-124,5	-

Mniejsza strata, niż w Q1 2012, rezerwy na zwolnienia grupowe

Oczekujemy, że Mostostal Warszawa w Q2 2012 zaprezentuje stratę netto. Strata ta będzie jednak niższa, niż w Q1 2012 (-12,9 mln PLN). W dużej mierze strata będzie związana z rezerwami na zwolnienia grupowe (przewidujemy 8 mln PLN kosztów). Operacyjne przepływy pieniężne będą prawdopodobnie ujemne, tak jak w pozostałych dużych spółkach z sektora. Rentowność brutto na sprzedaży przewidujemy na poziomie 2,5% (Q1 2012: 1,5%). W podziale na jednostki: Mostostal Warszawa: 1,1%, Remak i Mostostal Płock: 5%, pozostałe spółki: 6,5%. Przewidujemy 19,7 mln PLN kosztów ogólnych i 9,1 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. Oczekujemy 3 mln PLN kosztów finansowych netto. W kolejnych kwartałach oczekujemy stopniowej poprawy wyników (zakończenie kontraktów drogowych - A2 i A4). Cały rok 2012 jednak prawdopodobnie Mostostal zakończy ze stratą netto. Przepływy operacyjne powinny również ulegać poprawie. Gotówka netto na koniec 2012 roku będzie jednak niższa r/r, gdyż na koniec roku 2011 spółka otrzymała wiele zaliczek na kontraktach drogowych, które na koniec 2012 roku będą już zakończone. Jeśli chodzi o Mostostal Płock, oczekujemy wyniku netto nieznacznie wyższego od zera (kontrakty o niskiej marży). W Remaku również zakładamy wynik zbliżony do zera, gdyż do tej pory spółka podpisała aneksy dopiero do 1 z 6 kontraktów na realizację prac w Eemshaven. W Eemshaven z uwagi na zmianę oczekiwań jakościowych Alstoma doszło do wzrostu pracochłonności prac i tym samym kosztów budowy.



Budownictwo

Polimex Mostostal Zawieszona

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 -

P/E 2013 -

EV/EBITDA 2012 -

EV/EBITDA 2013 -

Cena bieżąca 0,61 PLN

Cena docelowa -

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 270,1	1 226,1	3,6%	2 299,8	2 105,9	9,2%	5 185,2	4 826,8	7,4%
EBITDA	54,7	60,5	-9,6%	122,4	114,3	7,2%	285,5	229,4	24,5%
marża	4,3%	4,9%	-	5,3%	5,4%	-	5,5%	4,8%	-
EBIT	30,3	35,9	-15,7%	73,5	65,9	11,5%	188,4	136,3	38,2%
Zysk brutto	8,6	15,4	-44,3%	16,9	35,7	-52,7%	105,5	92,3	14,3%
Zysk netto	6,7	13,3	-49,8%	23,7	25,8	-8,1%	100,5	100,4	0,2%

Niższy zysk, neutralny cash flow, czy pojawią się rezerwy na kontrakty drogowe?

Przewidujemy, że Polimex w Q2 2012 wygeneruje słabsze, niż w ubiegłym roku wyniki finansowe. Związane jest to z niską oczekiwaną marżą brutto na sprzedaży (6,5%, Q1 2012: 8,6%). Operacyjne przepływy będą neutralne, dług netto nie wzrośnie. Teoretycznie wygląda to dobrze, ale nasze uzasadnienie nie jest pozytywne - spółka praktycznie nie ma wolnych linii kredytowych i prawdopodobnie była zmuszona opóźnić płatności kontrahentom. Pojawiły się pierwsze płatności opóźnione o 2 miesiące. Dla porównania, PBG opóźniało płatności nawet o 3-6 miesięcy. Warto zwrócić uwagę, że zaszyły zmiany w zarządzie - do spółki dołączył nowy dyrektor finansowy. Nie można wykluczyć, że nowy zarząd bardziej konserwatywnie podejrze do wyceny kontraktów drogowych - możliwe ewentualne rezerwy. Koszty ogólne przewidujemy na poziomie 51,3 mln PLN, pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 1 mln PLN, pozostałe koszty finansowe netto na poziomie 21,7 mln PLN. W kolejnych kwartałach oczekujemy słabych wyników finansowych. Przepływy operacyjne poprawią się pod koniec roku. Obecnie uwaga inwestorów skupia się nie tyle na wynikach spółki, co na wyniku rozpoczynającej się restrukturyzacji długu spółki.



Budownictwo

Rafako

Akumuluj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 8,3

P/E 2013 7,1

EV/EBITDA 2012 5,1

EV/EBITDA 2013 3,7

Cena bieżąca 7,8 PLN

Cena docelowa 11,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	444,9	264,2	68,4%	766,1	468,2	63,6%	1 655,8	1 093,4	51,4%
EBITDA	22,9	19,8	15,6%	45,2	37,6	20,1%	106,4	76,7	38,8%
marża	5,2%	7,5%	-	5,9%	8,0%	-	6,4%	7,0%	-
EBIT	17,8	16,7	6,7%	34,9	31,4	11,3%	89,1	64,0	39,2%
Zysk brutto	14,7	16,2	-9,7%	31,9	32,7	-2,6%	87,7	78,5	11,7%
Zysk netto	11,1	13,1	-15,4%	24,5	26,1	-6,3%	65,1	58,1	12,1%

Odpis w kwocie 49,6 mln PLN będzie „ukryty” w wynikach

Zgodnie z art. 128 prawa upadłościowego, transakcja sprzedaż pakietu akcji Energomontażu Południe przez PBG Rafako jest nieważna. W efekcie, PBG musi zwrócić Rafako 160 mln PLN. Naturalnie, PBG jest w stanie upadłości, w związku z czym kwota 160 mln PLN dołączy do listy wierzytelności PBG. Kwota zostanie poddana redukcji zobowiązań, która zgodnie z propozycją układu sięga 31% (49,6 mln PLN). W praktyce rezerwa na 49,6 mln PLN nie ma wpływu gotówkowego na sytuację Rafako. W dłuższym terminie Rafako ma szansę odzyskać pozostałe 110,4 mln PLN, na drodze postępowania układowego. Nie spodziewamy się rezerwy na pożyczkę w kwocie 30 mln PLN, udzieloną Hydrobudowie (pożyczka jest zabezpieczona). Odpis na kwotę 49,6 mln PLN będzie ukryty w wynikach Rafako (równoważenie wysoką marżą brutto na sprzedaży lub/i pozostałymi przychodami operacyjnymi). Na poziomie EBIT i zysku netto oczekujemy wyników relatywnie porównywalnych r/r i q/q. Operacyjne przepływy powinny być dodatnie lub neutralne. Kolejne kwartały powinny być dla Rafako podobne. Sytuacja bilansowa ulegnie istotnej poprawie, w momencie gdy Rafako skonwertuje pokrytą gotówką gwarancję dobrego wykonania w Opolu na gwarancję bankową. Dojdzie do tego prawdopodobnie dopiero w Q1 2013. Dodatkowo, warto zwrócić uwagę, że „pozbycie się” Energomontażu Południe wpłynie na dekonsolidację 109 mln PLN długu netto.

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

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 7,2

P/E 2013 14,3

EV/EBITDA 2012 2,4

EV/EBITDA 2013 2,5

Cena bieżąca 39,2 PLN**Cena docelowa 69,3 PLN**

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	72,0	72,9	-1,3%	135,0	121,9	10,7%	265,1	294,5	-10,0%
EBITDA	30,3	38,6	-21,4%	59,8	62,0	-3,6%	116,2	155,6	-25,3%
marża	42,1%	52,9%	-	44,3%	50,9%	-	43,8%	52,8%	-
EBIT	8,8	18,4	-52,3%	16,7	22,3	-25,2%	43,6	72,5	-39,9%
Zysk brutto	6,8	15,3	-55,3%	12,6	16,1	-21,7%	35,9	60,9	-41,1%
Zysk netto	5,5	12,6	-56,2%	10,1	13,4	-24,5%	28,7	49,3	-41,8%

Staby wynik, z uwagi na odpisy należności

Przewidujemy, że wynik netto Ulmy za Q2 2012 będzie nieznacznie wyższy, niż w Q1 2012. Biorąc pod uwagę oczekiwany wzrost przychodów q/q, wynik jest poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań (około 12 mln PLN). Główną przyczyną są oczekiwane odpisy należności, m.in. od Grupy PBG. Pozostałe koszty operacyjne netto szacujemy na 6,9 mln PLN. Prognoza wielkości odpisów należności obarczona jest dużą niepewnością. Chodzi o niezapłacone faktury za dzierżawę szalunków. Dostawcy materiałów nie są objęci gwarancjami płatności faktur przez inwestora, tak jak kwalifikowani podwykonawcy. Mogą jednak ubezpieczać wybrane należności i tak do pewnego stopnia mogła czynić Ulma. Wracając do wyników operacyjnych, oczekujemy 20,3 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (Q1: 12,8 mln PLN), 4,6 mln PLN kosztów ogólnych, 1,9 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Zadłużenie netto Ulmy na koniec Q2 2012 spadnie o kilka mln PLN (naturalny spadek z uwagi na dużą, niegotówkową amortyzację i ograniczony CAPEX; ale wydłużenie się wskaźników rotacji należności). W kolejnych kwartałach należy oczekiwać zbliżonych wyników finansowych, tyle że budowanych w oparciu o działalność operacyjną, a nie negatywne one-offy. Zysk netto w całym 2012 roku może być zbliżony do 20 mln PLN. Dług netto Ulmy będzie spadać i na koniec roku powinien być niższy, niż 60 mln PLN. Na koniec zwracamy uwagę, że na spółkę należy patrzeć bardziej pod kątem EBITDA i generowanej gotówki, a nie zysku netto. Przy obecnym poziomie wyceny, nawet przy zerowym wyniku netto w 2013 roku, spółka jest notowana na poziomie EV/EBITDA 2013 = 3.

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

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 5,2

P/E 2013 5,1

EV/EBITDA 2012 5,3

EV/EBITDA 2013 2,6

Cena bieżąca 4,1 PLN**Cena docelowa 7,0 PLN**

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	188,4	228,3	-17,4%	330,1	368,2	-10,3%	894,1	939,4	-4,8%
EBITDA	7,9	6,8	17,1%	14,5	12,0	20,4%	44,1	39,0	13,0%
marża	4,2%	3,0%	-	4,4%	3,3%	-	4,9%	4,2%	-
EBIT	6,6	5,1	30,1%	11,9	8,7	36,7%	37,7	33,8	11,5%
Zysk brutto	5,7	5,4	6,5%	8,8	8,3	6,6%	33,6	30,1	11,7%
Zysk netto	4,6	4,1	13,7%	7,1	6,2	13,5%	26,9	21,1	27,5%

Wyniki podobne r/r

Oczekujemy, że wyniki Q2 2012 będą relatywnie porównywalne r/r. Zadłużenie netto wzrośnie w Q2 2012, co związane jest z finansowaniem projektów deweloperskich (biurowiec przy ul. Grzybowskiej). Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 7,7% (Q1 2012: 8,4%). Zakładamy niższą q/q marżę w segmencie deweloperskim i budownictwa ogólnego. Przewidujemy 7,2 mln PLN kosztów ogólnych i 0,7 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. Prognozujemy 0,9 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Wyniki w kolejnych kwartałach powinny być lepsze, z uwagi na oczekiwany wzrost przychodów i oczekiwany wzrost rentowności w segmencie budownictwa (zakończenie starych, nisko rentownych zleceń). Generalnie, wynik netto w 2012 roku powinien być wyższy r/r, możliwe jednak, że nie aż w takim stopniu, jak zakładamy w prognozie. Dług netto może jeszcze wzrosnąć w Q3 2012, w Q4 2012 oczekujemy natomiast jego spadku. Z jednej strony w Q3 2012 kontynuowana będzie budowa biurowca, z drugiej strony zakończy się realizacja kontraktu podpisanego z Dom Development, o 90-dniowym terminie płatności należności. Wyniki i sytuacja bilansowa 2013 roku uzależnione będą od sukcesów Unibepu w pozyskiwaniu finansowania dla nowych projektów deweloperskich. Chodzi o biurowiec przy ul. Prymasa Tysiąclecia, projekty mieszkaniowe w Warszawie i Poznaniu. W przypadku braku finansowania dla projektów, zysk netto może spaść r/r o około 30-35%. Jednocześnie, spółka będzie miała gotówkę netto. Jeśli uda się sfinansować projekty, wynik netto wzrośnie dwucyfrowo, wzrośnie też zadłużenie.

**Budownictwo**

Analitik:
Maciej Stokłosa

ZUE

P/E 2012 7,0 EV/EBITDA 2012 3,5
P/E 2013 6,9 EV/EBITDA 2013 3,0

Kupuj

Cena bieżąca 6,3 PLN
Cena docelowa 9,2 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	164,3	161,0	2,0%	241,1	207,0	16,5%	594,7	583,0	2,0%
EBITDA	9,3	11,1	-16,1%	10,5	9,5	10,6%	36,7	36,1	1,9%
marża	5,7%	6,9%	-	4,3%	4,6%	-	6,2%	6,2%	-
EBIT	7,6	9,0	-15,6%	7,0	5,6	24,3%	27,2	28,2	-3,6%
Zysk brutto	6,4	9,3	-30,9%	5,6	5,7	-0,9%	25,3	27,0	-6,1%
Zysk netto	5,0	7,2	-30,9%	4,5	4,5	-0,7%	19,9	21,2	-6,3%

Niższe wyniki r/r, podobne wyniki w skali półrocza

Oczekujemy, że ZUE w I półroczu 2012 wygeneruje podobne wyniki r/r, co oznacza, że sam Q2 2012 będzie gorszy r/r. Mamy do czynienia z efektem wysokiej bazy Q2 2011. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 7,6%, co nie odbiega istotnie od całorocznej prognozy (7,7%, Q1 jest słabszy, ale Q4 jest zawsze sezonowo najlepszy). Dług netto wzrośnie o ponad 30 mln PLN, co związane jest ze wzrostem nakładów na finansowanie prac (w tym kontraktach w Krakowie - tramwaj na Ruczaj). Koszty ogólne przewidujemy na poziomie 4,7 mln PLN. Prognoza zakłada 0,3 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych i 1,1 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. W kontekście przyszłych kwartałów, należy spodziewać się sezonowej poprawy wyników, wynikającej z wyższych przychodów. Marże r/r mogą być jednak niższe, co przełoży się na niższy r/r zysk netto. W Q4 2012 istotnie poprawi się pozycja bilansowa. 2013 rok powinien być wynikowo zbliżony do roku 2012. Ważna jest też perspektywa pozyskiwania nowych kontraktów - czekamy na nowe przetargi, tak tramwajowe (m.in. modernizacje na Górnym Śląsku), jak i kolejowe (przetargi rewitalizacyjne).

Deweloperzy



Deweloperzy

BBI Development Akumuluj

Analitik:
Piotr Zybala

P/E 2012 316,9 EV/EBITDA 2012 30,6 **Cena bieżąca 0,29 PLN**
P/E 2013 34,4 EV/EBITDA 2013 48,3 **Cena docelowa 0,34 PLN**

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	14,1	7,4	90,8%	25,5	46,4	-45,1%	58,4	69,6	-16,1%
EBITDA	2,2	-1,7	-	3,2	19,9	-83,9%	12,1	24,6	-50,7%
marża	15,9%	-22,9%	-	12,6%	42,9%	-	20,8%	35,3%	-
EBIT	2,2	-1,8	-	3,1	19,8	-84,4%	11,9	24,4	-51,1%
Zysk brutto	1,1	-2,2	-	1,4	18,7	-92,3%	8,6	21,9	-60,8%
Zysk netto	0,9	-2,6	-	0,1	14,3	-99,6%	0,5	15,8	-97,0%

Niskich wyników ciąg dalszy

BBI Development czyni postępy w dziedzinie realizacji bieżących projektów deweloperskich i pozyskiwaniu nowych, co jednak nie jest jeszcze widoczne w poprawie wyników finansowych. Po niewielkiej stracie w Q1 2012, drugi kwartał powinien przynieść nieznaczny zysk, a wynik pierwszej połowy roku może zamknąć się w okolicach zera. Jedyną bardziej widoczną różnicą w stosunku do Q1 2012 będzie nieco wyższa rewaluacja nieruchomości inwestycyjnych (prognoza: 5,0 mln PLN vs. 3,6 mln PLN w Q1 2012). Dodatnia wycena PI. Unii jest uzasadniona postępowaniem prac budowlanych i komercjalizacji oraz korzystnym dla wyceny obiektu umocnieniem EUR do PLN. W związku z postępowaniem prac przy budowie chłodni dla Północnoatlantyckiej Organizacji Producentów możliwy jest o kilka milionów PLN wyższy przychód ze świadczonych usług, lecz niska marżowość tego projektu sprawia, że wpływ tego na wyniki Q2 będzie znikomy. W drugiej połowie roku nie zakładalibyśmy by zyski z wyceny nieruchomości miały istotnie wzrosnąć, jednak pojawiają się pierwsze wpływy z przekazywanych mieszkań w projektach Rezydencja Foksal i Małe Błonia, przez co wyniki finansowe powinny się poprawić.



Deweloperzy

Dom Development Trzymaj

Analitik:
Piotr Zybala

P/E 2012 7,6 EV/EBITDA 2012 6,1 **Cena bieżąca 26,3 PLN**
P/E 2013 12,4 EV/EBITDA 2013 11,4 **Cena docelowa 31,4 PLN**

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	160,8	146,0	10,1%	304,8	166,2	83,4%	797,4	584,3	36,5%
EBITDA	19,3	24,5	-21,1%	38,6	10,3	-	105,9	105,6	0,2%
marża	12,0%	16,8%	-	12,7%	6,2%	-	13,3%	18,1%	-
EBIT	18,6	23,9	-22,2%	37,1	9,1	-	103,4	103,2	0,3%
Zysk brutto	17,0	23,6	-28,1%	35,2	8,6	-	105,5	102,8	2,6%
Zysk netto	13,8	19,4	-29,0%	28,3	7,1	-	85,4	82,7	3,4%

Więcej przekazania przy niższej marży, zysk netto zbliżony do Q1 2012

W Q2 Dom Development rozpoczął przekazania w czterech kolejnych etapach (Regaty E5, Klasyków E3, Przy Ratuszu, Opera E2). Powyższe etapy liczą łącznie ok. 840 mieszkań, lecz ze względu na przeciętną sprzedaż w projektach Regaty i Klasyków oraz późne rozpoczęcie przekazania w projekcie Przy Ratuszu, spodziewamy się przekazania łącznie z tych czterech inwestycji około 210-220 lokali w Q2 2012. Kolejne 150-160 lokali powinno pochodzić z projektów zakończonych we wcześniejszych kwartałach. Przy tej skali przekazania, przychody ze sprzedaży szacujemy na 161,8 mln PLN, natomiast zysk brutto ze sprzedaży na 41,2 mln PLN (marża 25,6%). Spadek marży q/q oraz r/r jest następstwem rozliczania przez spółkę coraz mniej atrakcyjnych inwestycji (po kryzysie w pierwszej kolejności rozpoczynane były najbardziej dochodowe projekty, których rozliczenie miało miejsce głównie w 2011 r.). Kolejne dwa kwartały 2012 r. powinny przynieść stabilizację marży w okolicy 24-25%. Nie spodziewamy się istotnej zmiany w poziomie kosztów administracyjnych w stosunku do poprzedniego kwartału (ok. 21 mln PLN). Zakładamy jednak wyższe saldo kosztów finansowych w związku ze wzrostem zobowiązań odsetkowych w ostatnim czasie. Wynik netto może być w Q2 2012 bardzo zbliżony do zaobserwowanego w poprzednim kwartale. Szacujemy, że po pierwszych sześciu miesiącach roku nasza całoroczna prognoza zysku zostanie zrealizowana w 33%. Ze względu na bardzo duży potencjał przekazania w drugiej połowie roku, istnieje duża szansa na jej przekroczenie.

**Deweloperzy****Echo Investment** **Kupuj**

Analitik:
Piotr Zybala

P/E 2012 5,8
P/E 2013 10,5

5,8
10,5

EV/EBITDA 2012 9,5
EV/EBITDA 2013 27,1

Cena bieżąca 3,65 PLN
Cena docelowa 4,70 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	123,1	96,2	27,9%	276,9	182,3	51,9%	563,2	406,9	38,4%
EBITDA	103,7	39,9	159,7%	76,4	168,2	-54,6%	407,7	543,6	-25,0%
marża	84,2%	41,5%	-	27,6%	92,3%	-	72,4%	133,6%	-
EBIT	103,0	40,1	157,0%	71,0	167,2	-57,5%	396,3	539,4	-26,5%
Zysk brutto	36,1	22,4	61,4%	68,9	91,7	-24,9%	325,6	199,7	63,0%
Zysk netto	31,8	19,9	59,9%	62,4	75,1	-16,9%	263,7	176,5	49,4%

Powtórzenie wyniku z Q1 2012 będzie rozczarowaniem

W Q2 2012 prognozujemy 123,1 mln PLN przychodów (+28% r/r, -20% q/q) oraz 72,4 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (+26% r/r, -19% q/q). Chociaż r/r powinniśmy zaobserwować poprawę przychodów i wyników we wszystkich segmentach działalności, Spółka nie powtórzy pod tym względem osiągnięć z Q1 2012. Główną tego przyczyną jest spadek liczby przekazanych mieszkań przy niższej marży deweloperskiej (prognoza: 27% vs. 39% w Q1 2012). Prognozujemy również nieznaczny spadek wyniku na wynajmie wskutek renegocjacji czynszów zawieranych w czasach hossy na rynku nieruchomości. Efekt ten może być także widoczny w Q3 2012. W Q4 2012 powinniśmy natomiast zaobserwować wyraźny wzrost wyniku z najmu dzięki dodatkowym wpływom z zakończonych inwestycji. Zysk z wyceny nieruchomości inwestycyjnych szacujemy na 53 mln PLN, przy czym sam efekt umocnienia EUR do PLN powinien przynieść dodatnią rewaluację w wysokości ok. 65 mln PLN. Tak więc, oczyszczając wynik z wyceny o efekt zmiany kursu walutowego, spodziewamy się strat na wycenie wynikających z renegocjacji. Obecnie Spółka prowadzi kilka zaawansowanych inwestycji, w przypadku których zyski z wyceny powinny pojawić się w Q3 lub Q4 2012. Zwykle dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej może w Q2 2012 okazać się ujemne wskutek korekty wyceny zapasów (prognoza: -3 mln PLN). Nasza prognoza EBIT wynosi 103 mln PLN, wynik z działalności finansowej -29 mln PLN, natomiast strata na wycenie kredytów walutowych 37 mln PLN. Efektywna stopa podatkowa będzie podobnie jak przypadku czterech ostatnich kwartałów niższa niż 19%. Oczekiwany przez nas zysk netto ok. 32 mln PLN jest zbliżony do wyniku Q1 2012 (31 mln PLN), co zważywszy na umocnienie EUR w Q2 trudno uznać za sukces.

**Deweloperzy****GTC****Kupuj**

Analitik:
Piotr Zybala

P/E 2012 32,8
P/E 2013 14,3

32,8
14,3

EV/EBITDA 2012 20,0
EV/EBITDA 2013 14,8

Cena bieżąca 6,25 PLN
Cena docelowa 7,30 PLN

(mln EUR)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	36,3	40,9	-11,3%	72,7	75,6	-3,8%	152,1	153,7	-1,0%
EBITDA	11,6	-37,7	-	30,4	-8,0	-	71,7	-230,7	-
marża	32,0%	-92,2%	-	41,7%	-10,6%	-	47,1%	-150,1%	-
EBIT	11,5	-37,9	-	30,1	-8,5	-	71,3	-231,2	-
Zysk brutto	-6,4	-58,4	-	-4,6	-43,5	-	6,2	-319,6	-
Zysk netto	-2,3	-36,5	-	4,0	-26,2	-	14,1	-270,4	-

Brak poprawy na południu Europy skłania ku odpisom

Na poziomie zysku brutto ze sprzedaży wynik GTC powinien być zbliżony do Q1 2012. W ostatnim miesiącu trwały renegecje części umów najmu, które mogły spowodować spadek średnich stawek czynszu w niektórych obiektach. Jednocześnie w kilku obiektach stopniowo kończą się wakacje czynszowe, co nieco podniesie przychody. Prognozujemy więc 36,3 mln EUR przychodów (+1% q/q, -11% r/r) przy marży brutto ze sprzedaży 23,2 mln EUR (+1% q/q, -6% r/r). Wyniki obiektów handlowych z południa Europy nie uległy poprawie, a to może skłonić Spółkę by już w Q2 dokonać dalszych odpisów wartości tych aktywów. Stąd prognozujemy stratę na wycenie nieruchomości inwestycyjnych pomimo atrakcyjnej ceny sprzedaży Platinum BP oraz prawdopodobnych zysków z wyceny tego parku biurowego. Nie spodziewamy się by Q2 przyniósł istotne zmiany w poziomie kosztów administracyjnych czy też pozostałych kosztów operacyjnych. Prowizje od zawieranych umów kredytowych mogą wpłynąć na niewielki wzrost kosztów finansowych. Wynik netto szacujemy na około -2 mln EUR.

**Deweloperzy****J.W. Construction Trzymaj**

Analityk:
Piotr Zybala

P/E 2012 8,2
P/E 2013 8,2

EV/EBITDA 2012 12,8
EV/EBITDA 2013 15,4

Cena bieżąca 4,26 PLN
Cena docelowa 6,10 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	56,4	93,1	-39,5%	102,9	218,7	-53,0%	395,4	378,6	4,4%
EBITDA	23,2	18,9	22,8%	36,7	53,3	-31,1%	86,3	76,2	13,3%
marża	41,2%	20,3%	-	35,7%	24,4%	-	21,8%	20,1%	-
EBIT	20,5	15,6	31,0%	31,4	47,2	-33,4%	73,8	63,9	15,5%
Zysk brutto	13,4	7,2	85,9%	16,5	30,8	-46,3%	34,8	39,5	-11,7%
Zysk netto	10,9	5,4	100,6%	13,3	24,7	-46,1%	28,2	31,3	-9,7%

Transakcja sprzedaży nieruchomości pozytywnie wpłynie na wynik

W Q2 w wyniku JWCH wejdzie pierwsze kilkadziesiąt mieszkań z inwestycji w Ożarowie Mazowieckim, a łącznie z wcześniej zakończonymi inwestycjami liczbę przekazanych mieszkań szacujemy na 130. Uwzględnienie w wyniku inwestycji w Ożarowie, wpłynie najprawdopodobniej na obniżenie marży brutto ze sprzedaży w stosunku do Q1 2012, stąd przy wyższych przychodach niż w Q1 spodziewamy się niewielkiego spadku zysku brutto ze sprzedaży q/q (prognoza: 12,2 mln PLN vs. 13,0 mln PLN w Q1 2012). Koszty administracyjne szacujemy na 11,2 mln PLN, co jest poziomem bliskim Q1 2011, ale jednocześnie około 31% niższym r/r. Wynik z wyceny nieruchomości inwestycyjnych szacujemy na 5,0 mln PLN. Spółka regularnie realizuje zysk na wycenie Hanzzy Tower w Szczecinie i nie sądzimy, by w tym kwartale ta polityka była zmieniona. Wydarzeniem kwartału była w JWCH sprzedaż nieruchomości o wartości 44,4 mln PLN, o której Spółka informowała na przełomie czerwca i lipca. Zysk z tej transakcji szacujemy na około 15 mln PLN, dzięki czemu EBIT Q2 2012 wyniósłby 20 mln PLN. Nie spodziewamy się żadnych nietypowych zdarzeń na poziomie działalności finansowej. Zysk netto szacujemy na 10,9 mln PLN i zakładając, że w drugiej połowie roku w Spółce nie pojawią się istotniejsze zdarzenia o jednorazowym charakterze, Q2 może być pod względem osiągniętego wyniku najlepszym kwartałem w 2012 r.

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

Analityk:
Piotr Zybala

P/E 2012 10,1
P/E 2013 5,6

EV/EBITDA 2012 13,2
EV/EBITDA 2013 7,0

Cena bieżąca 18,0 PLN
Cena docelowa 25,8 PLN

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	34,8	45,7	-23,9%	71,0	80,7	-12,0%	214,1	173,9	23,1%
EBITDA	4,2	8,1	-47,6%	7,5	14,7	-48,5%	29,7	32,5	-8,6%
marża	12,2%	17,7%	-	10,6%	18,2%	-	13,9%	18,7%	-
EBIT	3,5	7,4	-52,6%	6,1	13,3	-54,2%	26,7	29,7	-10,2%
Zysk brutto	2,9	6,8	-57,3%	9,8	11,8	-17,1%	22,0	26,4	-16,6%
Zysk netto	2,3	5,4	-56,4%	7,4	9,7	-23,5%	17,8	21,2	-15,7%

Słabszy Q2 nie podważa całorocznej prognozy

Q2 2012 będzie jednym ze słabszych dla Spółki w ostatnim czasie. Przy nieco niższych niż w Q1 2012 przychodach P.A. Nova powinna przekroczyć poziom 5 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (vs. 5,1 mln PLN w Q1 2012). W odróżnieniu do Q1, w wynikach nie pojawią się jednak zdarzenia jednorazowe, które korzystnie odbiły się na wyniku poprzedniego kwartału. Dlatego też, przy utrzymaniu stałego poziomu kosztów administracyjnych i kosztów obsługi długu, wynik netto Q2 będzie wyraźnie niższy niż w Q1 2012 (prognoza: 2,3 mln PLN vs. 5,1 mln PLN w Q1 2012). Uzasadnieniem niskich wyników w Q2 jest niewielka liczba rozliczonych projektów budowlano-deweloperskich (Tesco Bielsko Biała i Limanowa). Pod względem skali rozliczeń projektów druga połowa roku będzie dla Spółki dużo lepsza, a w szczególności Q4. Stąd podtrzymujemy naszą całoroczną prognozę 17,8 mln PLN zysku netto, mimo że po pierwszych sześciu miesiącach roku jest ona zrealizowana w zaledwie 42%. Czwarty kwartał powinien być dla Spółki dobry choćby ze względu na pojawienie się przychodów z czynszów z galerii w Kluczborku i Kędzierzynie Koźlu. Jeśli dwa, dopiero rozpoczęte, projekty P.A. Novej w Ostrowcu i Żąbkowicach zakończą się zgodnie z planem w Q4 2012 nasza całoroczna prognoza mogłaby się z kolei okazać zbyt konserwatywna.

**Deweloperzy**

Analitik:
Piotr Zybala

Polnord**Trzymaj**

P/E 2012 5,8 EV/EBITDA 2012 17,9 **Cena bieżąca 14,0 PLN**
P/E 2013 5,0 EV/EBITDA 2013 - **Cena docelowa 15,7 PLN**

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	60,6	53,7	12,9%	144,2	75,2	91,9%	266,6	289,1	-7,8%
EBITDA	11,2	57,1	-80,4%	27,8	76,2	-63,5%	52,6	78,5	-33,0%
marża	18,5%	106,4%	-	19,3%	101,4%	-	19,7%	27,2%	-
EBIT	10,8	56,6	-81,0%	26,9	75,0	-64,1%	50,9	76,4	-33,4%
Zysk brutto	0,2	50,9	-99,6%	4,2	71,7	-94,1%	71,5	65,4	9,3%
Zysk netto	0,2	40,0	-99,4%	2,1	55,7	-96,2%	57,9	70,9	-18,3%

Zyski ze sprzedaży wierzytelności pozwolą na uniknięcie straty

W pierwszym kwartale 2012 r. Polnord unikną straty rekompensując bardzo słaby wynik ze sprzedaży mieszkań, zyskami ze sprzedaży wierzytelności do Polskiego Banku Przedsiębiorczości. W drugim kwartale historia może się powtórzyć. Mieszkań przekazanych przez Spółkę w Q2 będzie mniej niż w Q1 (197 vs. 233 w Q1 2012). Ponadto spodziewamy się spadku marży deweloperskiej z 13% w Q1 do ok. 10% w Q2 2012. Przy takich założeniach prognozujemy w Q2 2012 60,6 mln PLN przychodów oraz 6,4 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży. Zakładamy utrzymanie kosztów administracyjnych w okolicy 13 mln PLN. W Q1 Polnord obniżył koszty SG&A poniżej 13 mln PLN, poziomowi niespotykanego w ostatnich latach (w drugiej połowie roku widzimy szanse na utrzymanie tego poziomu lub nawet dalszą redukcję kosztów). Zawarcie ostatecznej umowy sprzedaży wierzytelności do PBP, o której Polnord informował w lipcu umożliwi Spółce wykazanie jednorazowego zysku, który szacujemy na 18,4 mln PLN. Prognozowany przez nas na 10,8 mln PLN EBIT w całości będzie skonsumowany przez koszty finansowe. Oprócz kosztów odsetek od kredytów i obligacji, w kosztach finansowych znajdują się ujemne różnice kursowe z wyceny jednostek zagranicznych (Rosja). Wynik finansowy podobnie jak w Q1 2011 będzie oscylował w okolicach zera. W Q2 spodziewamy się wyraźnie dodatnich przepływów operacyjnych, które zmniejsząby negatywny wydźwięk wyniku finansowego. W Q3, gdy pojawi się gotówka ze sprzedaży wierzytelności, oczekujemy wyraźniejszego spadku długu netto w Polnordzie.

**Deweloperzy**

Analitik:
Piotr Zybala

Robyg**Trzymaj**

P/E 2012 7,5 EV/EBITDA 2012 8,2 **Cena bieżąca 1,22 PLN**
P/E 2013 10,4 EV/EBITDA 2013 11,3 **Cena docelowa 1,43 PLN**

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	125,3	27,8	-	210,9	62,6	-	440,1	160,5	174,3%
EBITDA	22,5	4,4	-	37,1	6,7	-	79,1	11,6	-
marża	18,0%	15,8%	-	17,6%	10,7%	-	18,0%	7,2%	-
EBIT	22,3	4,2	-	36,6	6,3	-	78,3	10,7	-
Zysk brutto	19,0	4,2	-	30,6	6,0	-	78,0	1,4	-
Zysk netto	9,0	0,3	-	16,2	1,2	-	42,1	22,3	88,8%

Dobry wynik przy niezłych marżach

Znaczna część przekazanych mieszkań w Q2 2012 będzie pochodzić z drugiego etapu inwestycji na Żoliborzu. Jest to najdroższy projekt Robyga, stąd średni przychód przypadający na jedno mieszkanie może przekroczyć 500 tys. PLN. Q2 powinien być rekordowym w historii Spółki kwartałem pod względem przychodów ze sprzedaży (prognoza: 125,3 mln PLN) oraz zysku brutto ze sprzedaży (prognoza: 29,2 mln PLN). Nie spodziewamy się, by koszty administracyjne miały ulec istotnej zmianie q/q, może natomiast wzrosnąć saldo kosztów finansowych (prognoza: -3,3 mln PLN vs. -2,8 mln PLN w Q1 2012). Mimo imponującego zysku brutto (prognoza: 19,0 mln PLN) zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej powinien oscylować w okolicach 9 mln PLN. Zyski mniejszości szacujemy na 3,8 mln PLN (udział Robyga w projekcie na Żoliborzu wynosi 75%), natomiast efektywną stopę podatkową na 32,7% (podatek zapłacony powinien być dużo niższy).

Terminy publikacji raportów

Spółka	II kw. 2012	I H 2012
AB		2012-08-29*
ACTION		2012-08-31
AGORA	2012-08-10	2012-08-17
ASBIS		2012-08-09
ASSECO POLAND		2012-08-24
ASTARTA		2012-08-25
BBI DEVELOPMENT		2012-08-31
BORYSZEW		2012-08-30
BUDIMEX	2012-07-25	2012-08-31
CENTRUM KLIMA		2012-08-22
CEZ	2012-08-09**	2012-08-31
CIECH		2012-08-31
CINEMA CITY		2012-08-31
COMARCH		2012-08-31
CYFROWY POLSAT		2012-08-30
DOM DEVELOPMENT		2012-08-24
ECHO		2012-08-31
ELEKTROBUDOWA		2012-08-31
ENEA		2012-08-30
ERBUD		2012-08-30
FAMUR		2012-08-31
GET BANK	2012-08-30	2012-08-30
GTC		2012-08-16
HANDLOWY	2012-08-09	2012-08-31
IMPEXMETAL		2012-08-22
ING BSK	2012-08-08	2012-08-08
J.W.C.		2012-08-30
JSW		2012-08-17
KERNEL		2012-08-29*
KĘTY		2012-08-09
KGHM	2012-08-14	2012-08-31
KOPEX		2012-08-31
KREDYT BANK	2012-08-07	2012-08-07
KRUK	2012-08-31	2012-08-31
LOTOS		2012-08-21
LW BOGDANKA		2012-08-29
MILLENNIUM	2012-07-24	2012-07-24
MOL		2012-08-14
MOSTOSTAL WAR.		2012-08-31
NETIA		2012-08-23
PA NOVA		2012-08-28
PBG		2012-08-31
PEKAO	2012-08-03	2012-08-03
PGE		2012-08-29
PGNiG		2012-08-23
PKN ORLEN	2012-07-19	2012-07-26
PKO BP	2012-08-06	2012-08-06
POLICE		2012-08-30
POLIMEX MOSTOSTAL		2012-08-30
POLNORD		2012-08-31
PZU	2012-08-30	2012-08-30
RAFAKO		2012-08-31
ROBYG		2012-08-23
ROVESE		2012-08-31
SYGNITY		2012-08-16***
TAURON		2012-08-23
TPSA		2012-07-25
TRAKCJA TILTRA		2012-08-31
TVN	2012-08-09	2012-08-09
ULMA CP		2012-08-31
UNIBEP		2012-08-31
ZA PUŁAWY		2012-09-18****
ZUE		2012-08-29

Źródło: Spółki; * 4Q roku obrotowego; **dane wstępne za 1H; *** 6Q roku obrotowego; **** raport roczny 2011/12

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										
GETIN NOBLE BANK (d.GET BANK)	Trzy maj	2012-06-05	1,42	1,85	1,71	8,2%	9,2	9,1		
HANDLOWY	Trzy maj	2012-01-19	73,95	69,25	81,00	-14,5%	14,6	13,6		
ING BSK	Trzy maj	2012-01-19	80,70	80,00	77,50	3,2%	11,7	10,7		
KREDYT BANK	Zawieszona	2012-02-28	11,96	-	12,89	-	-	-		
MILLENNIUM	Trzy maj	2012-07-16	3,35	3,30	3,46	-4,6%	9,7	9,7		
PEKAO	Redukuj	2012-07-04	150,40	130,00	143,00	-9,1%	13,7	12,8		
PKO BP	Trzy maj	2012-07-04	33,70	33,70	32,80	2,7%	12,2	10,9		
Ubezpieczyciele										
PZU	Trzy maj	2012-07-04	327,00	345,00	346,00	-0,3%	12,7	12,0		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2012-03-29	50,90	59,40	45,10	31,7%	9,3	8,2		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzy maj	2012-07-04	20,51	21,60	18,30	18,0%	42,6	9,7	5,4	4,4
LOTOS	Redukuj	2012-03-05	26,84	21,60	26,34	-18,0%	8,1	6,3	8,1	6,3
MOL	Redukuj	2012-07-04	264,60	208,19	248,00	-16,1%	12,7	9,9	6,1	5,2
PGNiG	Redukuj	2012-01-16	4,04	3,69	3,95	-6,6%	24,1	8,0	7,9	4,5
PKN ORLEN	Trzy maj	2011-11-17	39,25	39,00	37,60	3,7%	13,4	11,2	6,3	5,5
POLICE	Trzy maj	2012-01-16	9,62	10,00	10,49	-4,7%	10,3	9,1	5,9	4,7
ZA PUŁAWY	Trzy maj	2012-07-04	100,40	96,60	109,00	-11,4%	11,9	12,1	5,9	6,1
Energetyka										
CEZ	Trzy maj	2012-06-05	127,80	117,50	118,00	-0,4%	8,7	8,6	6,3	6,4
ENEA	Akumuluj	2011-11-04	17,77	21,24	15,86	33,9%	7,9	7,7	3,1	3,5
PGE	Kupuj	2012-03-05	19,80	23,07	19,40	18,9%	8,1	9,2	4,3	5,1
TAURON	Kupuj	2012-01-02	5,35	7,13	4,68	52,4%	6,0	7,9	3,7	4,2
Telekomunikacja										
NETIA	Trzy maj	2012-06-05	5,72	5,70	6,05	-5,8%	19,8	16,3	4,9	4,6
TPSA	Trzy maj	2012-01-23	17,90	15,90	16,22	-2,0%	18,1	16,1	4,7	4,5
Media										
AGORA	Kupuj	2012-01-23	10,66	14,30	8,10	76,5%	13,6	12,3	2,2	2,0
CINEMA CITY	Trzy maj	2012-03-05	32,00	33,50	31,50	6,3%	13,3	10,9	6,8	5,8
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2011-10-13	15,35	14,80	14,80	0,0%	13,1	12,5	8,3	7,8
TVN	Akumuluj	2012-06-05	8,10	10,20	8,23	23,9%	9,6	9,1	7,1	6,3
IT										
AB	Trzy maj	2012-03-05	21,72	22,50	19,10	17,8%	7,1	6,3	5,9	5,4
ACTION	Redukuj	2012-03-05	23,25	17,30	21,67	-20,2%	9,7	9,0	6,8	6,3
ASBIS	Trzy maj	2012-03-05	2,80	2,60	2,80	-7,1%	8,7	7,6	5,0	5,1
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	62,80	46,99	33,6%	8,7	8,1	5,2	4,7
COMARCH	Redukuj	2011-10-13	50,25	45,90	68,00	-32,5%	17,1	15,9	7,7	6,8
SYGNITY	Trzy maj	2012-03-05	21,76	23,00	15,99	43,8%	11,1	7,9	4,6	3,7
Górnictwo i Metale										
JSW	Kupuj	2012-01-23	99,00	121,60	93,60	29,9%	7,6	9,3	3,2	3,5
KGHM	Trzy maj	2012-03-05	151,40	151,50	118,00	28,4%	5,6	9,2	1,7	2,3
LW BOGDANKA	Trzy maj	2012-03-05	127,80	132,00	124,00	6,5%	14,1	9,1	6,4	4,4
Przemysł										
ASTARTA	Trzy maj	2012-06-05	51,95	56,1	63,50	-11,7%	4,4	3,6	4,9	4,0
BORYSZEW	Trzy maj	2012-06-05	0,60	0,65	0,55	18,2%	13,7	13,2	7,4	7,0
FAMUR	Redukuj	2012-06-05	3,94	3,6	4,10	-12,2%	14,3	13,9	8,0	8,1
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-01-19	3,46	5,7	3,52	61,9%	8,8	7,4	5,9	5,0
KERNEL	Trzy maj	2012-06-05	58,00	61,1	68,70	-11,1%	6,1	5,4	5,2	4,2
KĘTY	Akumuluj	2012-03-05	123,40	131,7	124,00	6,2%	10,3	9,8	6,3	6,0
KOPEX	Zawieszona	2012-05-07	20,01	-	17,10	-	-	-	-	-
ROVESE	Zawieszona	2012-06-14	3,40	-	2,37	-	-	-	-	-
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2012-02-27	87,80	87,10	55,00	58,4%	5,9	7,4	1,5	4,1
ELEKTROBUDOWA	Trzy maj	2012-03-05	116,00	112,40	96,85	16,1%	10,1	8,4	6,2	5,2
ERBUD	Kupuj	2012-01-26	17,25	24,00	13,99	71,6%	6,5	6,4	4,0	3,4
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2012-01-26	18,72	27,20	14,20	91,5%	7,3	5,4	2,6	1,9
PBG	Zawieszona	2012-06-05	14,63	-	7,70	-	-	-	-	-
POLIMEX MOSTOSTAL	Zawieszona	2012-07-18	0,69	-	0,61	-	-	-	-	-
RAFAKO	Akumuluj	2012-05-07	9,27	11,00	7,76	41,8%	8,3	7,1	5,1	3,7
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1,10	-	0,70	-	-	-	-	-
ULMA CP	Akumuluj	2012-05-07	55,75	69,30	39,20	76,8%	7,2	14,3	2,4	2,5
UNIBEP	Kupuj	2012-01-23	6,04	7,00	4,14	69,1%	5,2	5,1	5,3	2,6
ZUE	Kupuj	2012-01-26	7,33	9,20	6,30	46,0%	7,0	6,9	3,5	3,0
Deweloperzy										
BBI DEVELOPMENT	Akumuluj	2012-06-05	0,30	0,34	0,29	17,2%	316,9	34,4	30,6	48,3
DOM DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	29,50	31,40	26,31	19,3%	7,6	12,4	6,1	11,4
ECHO	Kupuj	2012-01-24	3,75	4,70	3,65	28,8%	5,8	10,5	9,5	27,1
GTC	Kupuj	2012-06-14	6,10	7,30	6,25	16,8%	33,8	14,6	20,1	14,9
J.W.C.	Trzy maj	2012-05-07	5,38	6,10	4,26	43,2%	8,2	8,2	12,8	15,4
PA NOVA	Kupuj	2012-01-23	19,23	25,80	17,99	43,4%	10,1	5,6	13,2	7,0
POLNORD	Trzy maj	2012-01-23	15,10	15,70	14,00	12,1%	5,8	5,0	17,9	-
ROBYG	Trzy maj	2012-03-05	1,46	1,43	1,22	17,2%	7,5	10,4	8,2	11,3

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CENTRUM KLIMA	Zawieszona	Sprzedaj		2012-07-04
CIECH	Trzymaj	Kupuj	21,60	2012-07-04
MILLENNIUM	Trzymaj	Redukuj	3,30	2012-07-16
MOL	Redukuj	Trzymaj	208,19	2012-07-04
PEKAO	Redukuj	Trzymaj	130,00	2012-07-04
PKO BP	Trzymaj	Akumuluj	33,70	2012-07-04
POLIMEX MOSTOSTAL	Zawieszona	Kupuj		2012-07-18
PZU	Trzymaj	Akumuluj	345,00	2012-07-04
ZA PUŁAWY	Trzymaj	Redukuj	96,60	2012-07-04

Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	8	26	8	14	0	4	11	1	11
procent	0,0%	14,3%	46,4%	14,3%	25,0%	0,0%	14,8%	40,7%	3,7%	40,7%

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

Departament Analiz:

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

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, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Marka, Mieszko, Mondi, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, 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, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, 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.