



Rynek akcji

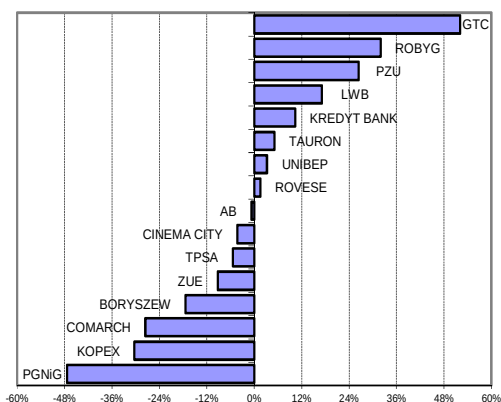
WIG 43 729

Średnie P/E 2012 10,0

Średnie P/E 2013 11,1

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 708 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



*liczone za okres: IV kw.'11-III 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 Kliszczyk
(+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@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

Prognozy wyników kwartalnych

III Q 2012

Finanse. W bankach oczekujemy gorszych wyników zarówno Q/Q jak i R/R, głównie z powodu wyższego salda rezerw (w tym na PBG i Polimex). Najlepsze wyniki zraportuje Handlowy, a najgorsze Getin Noble Bank. Ponadto, prognozujemy bardzo dobry wynik w PZU i umiarkowany w Kruku.

Paliwa. Wyniki rafinerii będą wspierane bardzo korzystnymi marżami i czynnikami sezonowymi. W przypadku PGNiG na wypracowanie istotnego zysku nie pozwolą straty na handlu regulowanym.

Energetyka. Ponownie dźwignią wyników polskich spółek będzie segment dystrybucyjny i ponownie najlepszych jakościowo rezultatów spodziewamy się po Tauronie.

Telekomunikacja. Oczekujemy, że umiarkowanie dobrym wynikiem finansowym spółek telekomunikacyjnych towarzyszyć będzie dalsze pogorszenie danych operacyjnych, które kreować będzie obawy o ich perspektywę w kolejnych kwartałach.

Media. Determinantem wyników spółek mediowych w trzecim kwartale pozostawał słaby rynek reklamowy. Z uwagi na widoczne na rynku kinowym odbicie oczekujemy dobrych wyników w Cinema City.

Informatyczne. Sygnity i Comarch zakończyły kwartał stratą operacyjną. W Asseco Poland nastąpi niewielki spadek porównywalnych wyników z uwagi na mniejsze przychody z ZUS. Dobrych wyników spodziewamy się po dystrybutorach.

Górnictwo i metale. KGHM i JSW odczuwają niższe ceny surowców jak również brak pozytywnych zdarzeń jednorazowych, które miały miejsce przed rokiem. Lepszych wyników w ujęciu q/q oczekujemy w przypadku LW Bogdanka, za co odpowiada wyższa sprzedaż wolumenowa.

Przemysł. W 3Q'12 pozytywnie wynikami zaskakiwać powinny Astarta, Famur, Kernel, Kęty. Niewiele oczekiwać należy po rezultatach Boryszewa, Kopex i Rovese.

Budownictwo. Duże spółki z problemami pokażą słabe wyniki (PXM, PBG, ale też MSW i TRK). Wyniki BDX będą dwuznaczne (dobry cash flow, słaby rachunek wyników). Lepsze lub porównywalne q/q będą wyniki mniejszych spółek: ERB, ELB, RFK, UNB. Dodatkowo przepływy pokaże ULM.

Deweloperzy. DOM i ROB nadrobią spadek marż wysokimi przychodami. Dużo słabiej wygląda to w JWC. Słabe wyniki w PND zrekompensuje świetny cash flow. Niskie wyniki będą udziałem deweloperów komercyjnych, którzy tracą na kursie walutowym i czują presję na spadek czynszów.

Spis treści

1. Banki	4
1.1. BZ WBK	4
1.2. Getin Noble Bank	4
1.3. Handlowy	5
1.4. ING BSK	5
1.5. Kredyt Bank	6
1.6. Millennium	6
1.7. Pekao	7
1.8. 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. Alchemia	23
10.2. Astarta	23
10.3. Boryszew	24
10.4. Famur	24
10.5. Impexmetal	25
10.6. Kernel	25
10.7. Kęty	26
10.8. Kopex	26
10.9. Rovese	27
11. Budownictwo	28
11.1. Budimex	28
11.2. Elektrobudowa	28
11.3. Erbud	29
11.4. Mostostal Warszawa	29
11.5. Polimex Mostostal	30
11.6. Rafako	30
11.7. Trakcja Tiltra	31
11.8. Ulma Construcccion Polska	31
11.9. Unibep	32
11.10. ZUE	32

12. Deweloperzy	33
12.1. BBI Development	33
12.2. Dom Development	33
12.3. Echo Investment	34
12.4. GTC.....	34
12.5. J.W. Construction	35
12.6. P.A. Nova	35
12.7. Polnord.....	36
12.8. Robyg.....	36
13. Terminy publikacji raportów	37
14. Aktualne rekomendacje DI BRE	38
15. Statystyki rekomendacji	39

Banki



Banki

Analityk:
Iza Rokicka

BZ WBK

Trzymaj

P/E 2012 14,4 P/BV 2012 1,91
P/E 2013 14,0 P/BV 2013 1,79

Cena bieżąca 236,6 PLN
Cena docelowa 240,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	576	532	8%	1 705	1 529	11%	2 283	2 069	10%
NIM	3,86%	3,72%	-	3,80%	3,64%	-	3,79%	3,66%	-
Wynik prowizyjny	340	340	0%	1 012	1 028	-2%	1 343	1 358	-1%
WNDB	972	982	-1%	2 947	2 849	3%	1 675	1 705	-2%
Koszty operacyjne	-443	-427	4%	-1 337	-1 323	1%	-1 768	-1 875	-6%
Wynik operacyjny*	533	545	-2%	1 636	1 536	7%	2 189	1 898	15%
Saldo rezerw	-125	-108	16%	-346	-281	23%	-467	-367	27%
Zysk brutto	411	440	-7%	1 300	1 262	3%	1 734	1 542	12%
Zysk netto	320	345	-7%	1 015	986	3%	1 355	1 184	14%

* przed kosztami rezerw

Przychody podstawowe nie będą spadać Q/Q, ale poziom rezerw nadal będzie podwyższony

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 320 mln PLN, - 16% Q/Q i -7% R/R. Za spadek wyniku Q/Q odpowiada wysoka baza 2Q w wyniku zaksięgowania dywidendy z grupy Aviva, a za R/R wyższe saldo rezerw. W saldzie kredytów oczekujemy lekkiej pozytywnej dynamiki Q/Q dzięki przyrostowi w segmencie korporacyjnym, a w depozytach stabilnego poziomu Q/Q. W konsekwencji oczekujemy, że wynik odsetkowy wzrośnie o 1% Q/Q do 576 mln PLN, dzięki poprawie marży depozytowej. W wyniku prowizyjnym prognozujemy stabilizację na poziomie 340 mln PLN, gdzie wyższe przychody z funduszy inwestycyjnych zostaną zrekompensowane przez niższe dochody z ubezpieczeń. W wyniku handlowym łącznie z dywidendami prognozujemy spadek o 58% Q/Q do 55 mln PLN, a bez dywidend o 30% Q/Q z powodu niższych zysków ze sprzedaży portfela obligacji. W kosztach operacyjnych zakładamy 1% Q/Q wzrostu do 443 mln PLN spowodowany wyższymi kosztami rzeczowymi (marketing). W saldzie rezerw spodziewamy się odpisów netto na poziomie 125 mln PLN, -11% Q/Q. Podczas gdy zakładamy, że odpisy na segment detaliczny wzrosną do 25 mln PLN, uważamy, że w segmencie korporacyjnym spadną o 29% Q/Q do 100 mln PLN, pomimo tworzenia dalszych rezerw na ekspozycję względem PBG.



Banki

Analityk:
Iza Rokicka

Getin Noble Bank Trzymaj

P/E 2012 8,9 P/BV 2012 0,93
P/E 2013 11,2 P/BV 2013 0,86

Cena bieżąca 1,69 PLN
Cena docelowa 1,80 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011**	zmiana R/R	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana R/R	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	332	353	-6%	987	993	-1%	1 375	1 369	0%
NIM	2,33%	2,78%	-	2,36%	2,77%	-	2,46%	2,82%	-
Wynik prowizyjny	195	215	-9%	632	669	-6%	874	851	3%
WNDB	522	658	-21%	1 642	1 831	-10%	2 302	2 411	-5%
Koszty operacyjne	-200	-223	-10%	-622	-640	-3%	-861	-937	-8%
Wynik operacyjny*	330	459	-28%	1 122	1 916	-41%	1 536	2 113	-27%
Saldo rezerw	-266	-365	-27%	-760	-924	-18%	-979	-1 220	-20%
Zysk brutto	74	101	-27%	382	999	-62%	577	903	-36%
Zysk netto	60	90	-33%	299	905	-67%	451	778	-42%

* przed kosztami rezerw; ** wyniki dla „starego” Getin Noble Banku, przed połączeniem z Allianz Bankiem

Bardzo niski zysk netto w wyniku załamania się wyniku prowizyjnego

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie jedynie 60 mln PLN, czyli spadnie o 27% Q/Q oraz 33% R/R. W porównaniu do 2Q 2012 pogorszenie wyniku głównie ze znacząco niższego wyniku prowizyjnego oraz handlowego, natomiast w porównaniu R/R z niższych przychodów na każdej linii, ale najwięcej w wyniku handlowym. Sądzymy, że po tym jak odpłynęła z banku część bardzo drogiej depozytów zebranych na przełomie grudnia 2011 i stycznia 2012, Getin Noble Bank poprawi wynik odsetkowy o 2% Q/Q do 332 mln PLN. I na tym dobre wiadomości z linii przychodowych się kończą. W wyniku prowizyjnym prognozujemy spadek o 8% Q/Q i 9% R/R do 195 mln PLN, co jest związane ze spadkiem wolumenu sprzedaży wysokomargowych produktów inwestycyjnych i strukturyzowanych (sprzedaż produktów regularnego oszczędzania w Open Finance spadła o 17% Q/Q). W końcu, naszym zdaniem wynik handlowy będzie ujemny i wyniesie -5 mln PLN z powodu znacząco większej Q/Q negatywnej wyceny swapów. Podsumowując, oczekujemy, że przychody ogółem obniżą się o 4% Q/Q i 22% R/R do 530 mln PLN. Mając na uwadze zmienny charakter kosztów banku, oczekujemy że wraz z kurczącymi się przychodami obniży się również poziom kosztów o 7% Q/Q i 10% R/R do 200 mln PLN. Wreszcie, prognozujemy odpisy netto w wysokości 266 mln PLN, +8% Q/Q, co przełoży się na koszt ryzyka w wysokości 244p.b. Uważamy, że spadek rezerw na hipoteki zostanie więcej niż skonsumowany przez wzrost odpisów na portfel kredytów gotówkowych i samochodowych.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

Handlowy**Redukuj**

P/E 2012 14,0 P/BV 2012 1,74
P/E 2013 15,6 P/BV 2013 1,70

Cena bieżąca 94,0 PLN
Cena docelowa 80,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	373	357	5%	1 139	1 052	8%	1 525	1 434	6%
NIM	3,58%	3,68%	-	3,63%	3,70%	-	3,60%	3,60%	-
Wynik prowizyjny	151	156	-3%	454	493	-8%	611	643	-5%
WNDB	669	612	9%	2 082	1 792	16%	2 690	2 416	11%
Koszty operacyjne	-352	-359	-2%	-1 130	-1 074	5%	-1 502	-1 432	5%
Wynik operacyjny*	314	249	26%	943	723	30%	1 184	997	19%
Saldo rezerw	-30	-16	80%	-64	-74	-13%	-84	-77	9%
Zysk brutto	284	233	22%	879	650	35%	1 100	921	19%
Zysk netto	227	183	24%	701	518	36%	877	736	19%

* przed kosztami rezerw

Kolejny silny kwartał wsparty zyskami z obligacji

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 227 mln PLN, czyli o 2% mniej niż w 2Q 2012, ale o 24% więcej niż przed rokiem. Czynnikiem wzrostu wyniku netto R/R są wyższe przychody na poziomie wyniku handlowego, w szczególności zyski ze sprzedaży obligacji, podczas gdy za marginalny spadek Q/Q odpowiadają wyższe rezerwy.

Prognozujemy, że saldo kredytów wzrośnie o 2% Q/Q dzięki silnemu wzrostowi kredytów korporacyjnych, co jest wynikiem silnym na tle sektora. W depozytach oczekujemy płaskiego wyniku Q/Q. W konsekwencji, sądzymy że wynik odsetkowy wzrośnie minimalnie Q/Q o 1% do 373 mln PLN dzięki wyższemu przychodowi z portfela obligacji. W wyniku prowizyjnym spodziewamy się stabilizacji Q/Q na poziomie 151 mln PLN, gdzie sezonowo wyższe przychody z kart zostaną zneutralizowane przez słabsze przychody z działalności maklerskiej oraz sprzedaży produktów inwestycyjnych. W wyniku handlowym oczekujemy bardzo wysokiego wyniku na poziomie 146 mln PLN, +46% R/R, ale -4% Q/Q. Oczekujemy, że dalszy dynamiczny spadek rentowości obligacji przełoży się na kolejne zyski ze sprzedaży portfela obligacji. W kosztach operacyjnych spodziewamy się 3% spadku Q/Q do 352 mln PLN, dzięki niższym kosztom osobowym (-3% Q/Q). W końcu, w saldzie rezerw prognozujemy 48% Q/Q wzrost odpisów, ale nadal do niskiego poziomu 30 mln PLN.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

ING BSK**Trzymaj**

P/E 2012 13,0 P/BV 2012 1,53
P/E 2013 13,3 P/BV 2013 1,42

Cena bieżąca 87,35 PLN
Cena docelowa 86,30 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	515	477	8%	1 543	1 372	12%	2 043	1 852	10%
NIM	2,90%	2,70%	-	2,90%	2,65%	-	2,86%	2,76%	-
Wynik prowizyjny	251	261	-4%	749	771	-3%	1 007	1 021	-1%
WNDB	781	715	9%	2 395	2 162	11%	3 185	2 896	10%
Koszty operacyjne	-461	-422	9%	-1 383	-1 250	11%	-1 825	-1 664	10%
Wynik operacyjny*	326	295	10%	1 028	924	11%	1 380	1 249	10%
Saldo rezerw	-90	-27	232%	-286	-122	134%	-346	-172	101%
Zysk brutto	243	277	-12%	767	834	-8%	1 064	1 118	-5%
Zysk netto	194	220	-12%	633	666	-5%	872	880	-1%

* przed kosztami rezerw

Saldo rezerw spadnie Q/Q, ale budowlanka nadal będzie obciążeniem dla wyniku netto

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 194 mln PLN, co oznacza 16% poprawy Q/Q, ale również 12% spadku R/R. Za spadek R/R odpowiadają wyższe odpisy na ryzyko kredytowe, podczas gdy za poprawę Q/Q niższe saldo rezerw.

Uważamy, że prowadzona na przełomie 2Q i 3Q promocja produktów oszczędnościowych przełoży się na silniejszy wzrost depozytów niż kredytów, odpowiednio 2% i 1% Q/Q. W konsekwencji oczekujemy, że wynik odsetkowy będzie utrzymany na płaskim poziomie Q/Q w wysokości 515 mln PLN. W wyniku prowizyjnym i w wyniku handlowym również prognozujemy stabilizację Q/Q, odpowiednio na poziomie 251 mln PLN i 15 mln PLN. Sądzymy, że koszty operacyjne wzrosną w umiarkowanym tempie 1% Q/Q do 461 mln PLN. Spodziewamy się wzrostu głównie w kosztach osobowych (+2% Q/Q), co związane jest z wyższymi premiami. W konsekwencji zakładamy wskaźnik koszty/dochodów na poziomie 58,6%, czyli +0,4p.p. Q/Q. W saldzie rezerw oczekujemy spadku o 31% Q/Q do 90 mln PLN, co przełoży się na koszt ryzyka na poziomie 74p.b., -35p.b. Q/Q. Chociaż naszym zdaniem bank będzie dalej rezerwował ekspozycję na sektor budowlany (w szczególności PBG), spodziewamy się, że te odpisy będą na niższym poziomie niż 80 mln PLN odpisane w 2Q 2012. Z drugiej strony, nie wykluczamy, że pozostałe (inne niż budownictwo) ekspozycje będą wymagały większego obrezerwowania niż to miało miejsce kwartał wcześniej.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

Kredyt Bank**Akumuluj**

P/E 2012 22,9 P/BV 2012 1,25 Cena bieżąca 15,16 PLN
P/E 2013 13,6 P/BV 2013 1,14 Cena docelowa 16,70 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	213	298	-29%	609	882	-31%	815	1 150	-29%
NIM	1,95%	2,67%	-	1,89%	2,66%	-	1,88%	2,69%	-
Wynik prowizyjny	85	79	8%	255	240	6%	340	315	8%
WNDB	383	370	4%	1 072	1 148	-7%	1 397	1 546	-10%
Koszty operacyjne	-237	-264	-10%	-735	-748	-2%	-989	-1 000	-1%
Wynik operacyjny*	172	128	34%	417	458	-9%	494	626	-21%
Saldo rezerw	-60	-50	19%	-124	-84	47%	-214	-199	8%
Zysk brutto	112	79	42%	294	376	-22%	282	431	-35%
Zysk netto	84	61	38%	203	283	-28%	180	327	-45%

* przed kosztami rezerw

Silne odbicie wyniku netto Q/Q, wsparte również przez transakcje jednorazowe

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 84 mln PLN, +34% Q/Q i +38% R/R. Niemniej jednak zwracamy uwagę, że spodziewamy się dwóch pozytywnych transakcji: rozpoznanie odsetek zastrzeżonych na kliencie korporacyjnym w wyniku odsetkowym oraz uwolnienia rezerw w związku ze sprzedażą portfela kredytów korporacyjnych z utratą wartości.

Oczekujemy, że saldo kredytów skurczy się o 3% Q/Q, głównie z powodu umocnienia się PLN. Z drugiej strony, sądzimy, że depozyty pozostaną stabilne Q/Q, co pozwoli dalej poprawić wskaźnik kredyty/depozytów 3p.p. Q/Q do 100%. Uważamy, że Kredyt Bank znacznie stopniowo odbudowywać swój wynik odsetkowy. Spodziewamy się wzrostu aż o 20% Q/Q do 213 mln PLN. Wynika to nie tylko z poprawy kosztu finansowania, ale również z pozytywnego efektu jednorazowego, czyli rozpoznania odsetek zastrzeżonych. W wyniku prowizyjnym oczekujemy 4% spadku Q/Q do 85 mln PLN. Naszym zdaniem, bank może również pozytywnie zaskoczyć wynikiem handlowym, w którym spodziewamy się wzrostu aż o 31% Q/Q do 85 mln PLN. W kosztach operacyjnych oczekujemy spadku o 9% Q/Q z powodu rozwiązania części rezerw na urlopy zaległe utworzonych w 2Q 2012, niższych Q/Q kosztów marketingu oraz braku kosztów związanych z planowanym połączeniem z BZ WBK. W końcu, prognozujemy, że saldo rezerw wyniesie 60 mln PLN, czyli koszt ryzyka ukształtuje się na poziomie 80p.b., +72p.b. Q/Q. Nasza prognoza uwzględnia uwolnienie rezerwy związane ze sprzedażą korporacyjnego portfela kredytów z utratą wartości.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

Millennium**Akumuluj**

P/E 2012 12,1 P/BV 2012 1,12 Cena bieżąca 4,50 PLN
P/E 2013 12,8 P/BV 2013 1,03 Cena docelowa 4,10 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	306	317	-3%	915	890	3%	1 235	1 191	4%
NIM	2,33%	2,58%	-	2,33%	2,45%	-	2,37%	2,43%	-
Wynik prowizyjny	137	139	-2%	415	433	-4%	557	562	-1%
WNDB	483	493	-2%	1 433	1 415	1%	1 937	1 902	2%
Koszty operacyjne	-276	-286	-3%	-836	-840	0%	-1 131	-1 124	1%
Wynik operacyjny*	206	203	2%	593	561	6%	802	766	5%
Saldo rezerw	-68	-47	46%	-180	-128	41%	-242	-174	39%
Zysk brutto	138	157	-12%	417	434	-4%	563	591	-5%
Zysk netto	110	125	-12%	331	341	-3%	448	466	-4%

* przed kosztami rezerw

Spadek przychodów podstawowych + niższe rezerwy = płaski zysk netto Q/Q

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 110 mln PLN, czyli spadnie o 1% Q/Q oraz o 12% R/R. Za spadek R/R odpowiadają wyższe rezerwy, a za nieznacznie niższy wynik Q/Q spadek przychodów podstawowych. Naszym zdaniem również w 3Q 2012 Millennium będzie dalej rezerwował swoją eskpozycję względem spółek z grupy PBG, ale wartość tworzonych odpisów powinna być mniejsza niż w 2Q 2012. Spodziewamy się, że saldo kredytów będzie spadkowe Q/Q co związane jest z umocnieniem się PLN. W depozytach spodziewamy się wzrostu o 2% Q/Q dzięki przeprowadzonej przez bank promocji oprocentowania. W konsekwencji prognozujemy spadek wyniku odsetkowego o 2% Q/Q do 306 mln PLN z powodu presji na marżę depozytową. W wyniku prowizyjnym również spodziewamy się spadku, o 6% Q/Q, głównie z powodu niższych przychodów ze sprzedaży zewnętrznych produktów inwestycyjnych. Z drugiej strony, w wyniku handlowym oczekujemy poprawy o 32% Q/Q do 41 mln PLN, co wynika z niższej wartości negatywnych przeszacowanych swapów. Podsumowując, prognozujemy 2% spadek przychodów ogółem Q/Q, w tym 4% spadek Q/Q przychodów podstawowych. W kosztach operacyjnych spodziewamy się wyniku płaskiego lub delikatnie niższego Q/Q. Nie wykluczamy, że spółka odnotuje dalszy spadek amortyzacji oraz kosztów osobowych. W saldzie rezerw zakładamy 68 mln PLN, czyli spadek o 8% Q/Q, co przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 66p.b., -8p.b. Q/Q.

**Banki**

Analitik:
Iza Rokicka

Pekao**Trzymaj**

P/E 2012 14,1 P/BV 2012 1,76 **Cena bieżąca 153,5 PLN**
P/E 2013 15,1 P/BV 2013 1,71 **Cena docelowa 150,0 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	1 180	1 166	1%	3 558	3 353	6%	4 828	4 558	6%
NIM	3,19%	3,41%	-	3,23%	3,23%	-	3,21%	3,25%	-
Wynik prowizyjny	574	612	-6%	1 704	1 854	-8%	2 299	2 449	-6%
WNDB	1 939	1 976	-2%	5 762	5 681	1%	7 766	7 661	1%
Koszty operacyjne	-929	-928	0%	-2 769	-2 754	1%	-3 697	-3 672	1%
Wynik operacyjny*	1 036	1 070	-3%	3 063	2 974	3%	4 139	4 056	2%
Saldo rezerw	-184	-137	34%	-488	-407	20%	-658	-544	21%
Zysk brutto	873	950	-8%	2 632	2 633	0%	3 546	3 593	-1%
Zysk netto	700	766	-9%	2 115	2 129	-1%	2 845	2 899	-2%

* przed kosztami rezerw

Zyski z obligacji ustabilizują Q/Q poziom zysku netto

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 700 mln PLN, -1% Q/Q i -9% R/R. Chociaż oczekujemy rosnącego Q/Q salda rezerw, uważamy, że efekt ten zostanie zneutralizowany przez wynik na realizacji zysków z obligacji.

Spodziewamy się lekkiej Q/Q presji na marżę odsetkową spowodowaną przez spadek rentowości portfela kredytów wynikający z niższego Q/Q salda kredytów gotówkowych. W konsekwencji prognozujemy, że wynik odsetkowy pozostanie praktycznie stabilny Q/Q i R/R na poziomie 1 180 mln PLN. W wyniku prowizyjnym spodziewamy się negatywnych dynamik, zarówno Q/Q jak i R/R (-1% Q/Q oraz -6% R/R) co naszym zdaniem będzie związane z niższymi przychodami z kredytów oraz dalszym niekorzystnym trendem (z punktu widzenia wyniku prowizyjnego) przechodzenia klientów do internetu. Z drugiej strony, prognozujemy bardzo mocny wynik handlowy, w którym spodziewamy się znacznych zysków ze sprzedaży portfela obligacji (+70% Q/Q i +51% R/R do 65 mln PLN). W pozostałym wyniku handlowym zakładamy stabilny poziom Q/Q. W kosztach operacyjnych spodziewamy się stabilnego Q/Q oraz R/R poziomu w wysokości 929 mln PLN. W końcu w rezerwach prognozujemy wzrost o 9% Q/Q i 34% R/R do 184 mln PLN, co przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 75p.b., +5p.b. Q/Q. Spodziewamy się wzrostu w szczególności odpisów na sektor korporacyjny, w którym będą ujęte rezerwy na PBG i Polimex.

**Banki**

Analitik:
Iza Rokicka

PKO BP**Trzymaj**

P/E 2012 12,4 P/BV 2012 1,86 **Cena bieżąca 36,75 PLN**
P/E 2013 13,8 P/BV 2013 1,75 **Cena docelowa 36,6 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Wynik odsetkowy	1 957	1 964	0%	6 000	5 539	8%	7 843	7 609	3%
NIM	4,12%	4,30%	-	4,20%	4,14%	-	4,10%	4,22%	-
Wynik prowizyjny	771	768	0%	2 274	2 310	-2%	3 034	3 101	-2%
WNDB	2 818	2 820	0%	8 534	8 055	6%	11 183	11 000	2%
Koszty operacyjne	-1 109	-1 103	1%	-3 356	-3 226	4%	-4 559	-4 411	3%
Wynik operacyjny*	1 746	1 749	0%	5 291	4 941	7%	6 773	6 731	1%
Saldo rezerw	-616	-488	26%	-1 717	-1 369	25%	-2 159	-1 930	12%
Zysk brutto	1 130	1 262	-10%	3 580	3 569	0%	4 620	4 781	-3%
Zysk netto	904	1 017	-11%	2 858	2 855	0%	3 697	3 807	-3%

* przed kosztami rezerw

Wynik pod presją rezerw na Polimex

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 904 mln PLN, czyli spadnie o 5% Q/Q i o 11% r/r, głównie z powodu wyższych odpisów na ryzyko kredytowe. W naszych prognozach zakładamy, że odpisy na Polimex mogą wynieść 50-70 mln PLN. Po słabych wynikach sprzedaży kredytów w 2Q 2012, spodziewamy się lepszych wyników w zakresie kredytów korporacyjnych i hipotecznych. Niemniej, widzimy ryzyko, że wolumen kredytów może się skurczyć Q/Q z powodu umocnienia się PLN. W depozytach również nie spodziewamy się wzrostów. Chociaż rynkowe stopy procentowe utrzymywały się na wysokim poziomie, sądzimy, że wynik odsetkowy może być pod presją (-1% Q/Q do 1 957 mln PLN) z powodu niższego Q/Q salda wysokomarżowych kredytów gotówkowych. Naszym zdaniem, słaba sprzedaż kredytów gotówkowych będzie również widoczna w wyniku prowizyjnym z powodu niższych opłat z tytułu kredytów i ubezpieczeń. Prognozujemy spadek o 1% Q/Q do 771 mln PLN. W wyniku handlowym oczekujemy odbicia dzięki poprawie Q/Q wyniku z tytułu wymiany. W kosztach operacyjnych, po bardzo dobrym wyniku w 2Q 2012, oczekujemy umiarkowanego wzrostu o 1% Q/Q i R/R, w większym stopniu w kosztach osobowych niż rzeczowych. W saldzie rezerw prognozujemy wzrost o 7% Q/Q do poziomu 616 mln PLN, co przekłada się na koszt ryzyka w wysokości 175p.b., +12p.b. Q/Q. Chociaż kwartał wcześniej bank tworzył rezerwę ogólną na sektor budownictwa, w tym kwartale spodziewamy się tworzenia rezerw na ekspozycję na Polimex w wysokości ok. 50-70 mln PLN.

Ubezpieczyciele



Ubezpieczyciele

Analityk:
Iza Rokicka

PZU

P/E 2012 13,8
P/E 2013 13,0

P/BV 2012 2,49
P/BV 2013 2,42

Trzymaj

Cena bieżąca 376,0 PLN
Cena docelowa 323,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	
Składka przypisana brutto, w tym	3 983	3 753	6%	12 229	11 426	7%	15 787	15 279	3%
Ubezpieczenia majątkowe	2 136	2 074	3%	6 736	6 414	5%	8 838	8 527	4%
Ubezpieczenia na życie	1 846	1 678	10%	5 493	5 012	10%	6 949	6 752	3%
Odszkodowania i świadczenia netto	-2 784	-2 606	7%	-8 299	-7 624	9%	-10 797	-10 221	6%
Koszty	-861	-798	8%	-2 547	-2 384	7%	-3 408	-3 346	2%
Wynik techniczny	388	381	2%	1 054	1 046	1%	1 181	1 324	-11%
Wynik na działalności lokacyjnej	837	-39	-	2 361	1 040	127%	1 931	1 594	21%
Zysk brutto	1 184	396	199%	3 307	2 293	44%	2 918	2 908	0%
Zysk netto	968	305	218%	2 685	1 858	44%	2 347	2 345	0%

Zysk netto bliski rekordom historycznym, ale jednak poniżej 1 mld PLN

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 968 mln PLN, +6% Q/Q oraz +218% R/R, czyli najwyższy wynik kwartalny od 2Q 2009. Głównym czynnikiem poprawy i Q/Q i R/R jest bardzo wysoki wynik na działalności inwestycyjnej. Prognozujemy, że wyniesie on 837 mln PLN, czyli o 29% więcej niż w 2Q 2012 oraz względem 39 mln PLN straty przed rokiem. Oczekujemy pozytywnej kontrybucji zarówno z portfela obligacyjnego jak i akcyjnego. Zwracamy uwagę, że jest to najwyższy wynik od 3Q 2010. W segmencie życiowym oczekujemy utrzymania wysokiego tempa wzrostu przypisu składki brutto, +10% Q/Q, dzięki bardzo wysokiej dynamice w ubezpieczeniach indywidualnych. Pod kątem rentowości prognozujemy, że marża zysku operacyjnego wyniesie aż 35% względem 32% w pierwszym półroczu 2012. W segmencie majątkowym i osobowym prognozujemy wzrost składki o 3% R/R, jako konsekwencję oczekiwanego spadku składki w AC, wzrostu w OC oraz w pozostałych produktach. Zakładamy, że wskaźnik mieszany wyniesie 90%, czyli 1,4p.p. więcej niż kwartał temu (lub +7,6p.p. Q/Q po uwzględnieniu odpisu na sektor budowlany), ale 8,9p.p. więcej niż przed rokiem. Gorszy wynik Q/Q wynika ze zwyczajowej sezonowości, podczas gdy znacząca poprawa R/R jest konsekwencją niskiej częstości szkód (a przez to niskiej szkodowości) w ubezpieczeniach komunikacyjnych.

Usługi finansowe



Finanse

Analitik:
Iza Rokicka

Kruk

Kupuj

P/E 2012	9,1	P/BV 2012	2,37	Cena bieżąca	44,4 PLN
P/E 2013	8,0	P/BV 2013	1,85	Cena docelowa	59,4 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	
Przychody ogółem	87,0	66,8	30%	242,8	190,6	27%	349,3	274,0	27%
- zakupy wierzytelności	78,5	54,8	43%	213,6	157,2	36%	312,2	230,4	36%
- inkaso	7,0	10,7	-34%	26,2	30,7	-15%	31,1	41,0	-24%
Marża pośrednia	47,2	35,1	35%	126,4	105,9	19%	194,9	143,7	36%
<i>Marża pośrednia</i>	54,3%	52,5%	-	52,1%	55,5%	-	55,8%	52,4%	-
Zysk operacyjny	32,1	23,6	36%	84,2	72,3	17%	133,0	96,0	39%
Zysk brutto	20,2	14,0	45%	50,5	53,3	-5%	85,3	68,5	24%
Zysk netto	20,2	13,0	55%	46,2	52,1	-11%	81,8	66,2	24%

Nakłady na inwestycje przyspieszają Q/Q, ale koszty operacyjne niestety też

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 20,2 mln PLN, czyli poprawi się o 11% Q/Q i 55% R/R. Naszym zdaniem największe znaczenie Q/Q będzie miał niższy podatek, ponieważ wzrost przychodów zostanie skonsumowany przez jeszcze szybszy przyrost kosztów. W porównaniu do 3Q 2011, za wzrost wyniku odpowiada większa skala działalności, czyli szybsze tempo wzrostu przychodów niż kosztów.

Kruk poinformował, że w 3Q 2012 wydał na portfele wierzytelności 90 mln PLN, czyli o 7% więcej Q/Q, ale o 19% mniej niż przed rokiem. W konsekwencji oczekujemy, że spłaty z portfeli wyniosą 122 mln PLN, czyli wzrosną o 13% Q/Q i 35% R/R, a przychody w segmencie zakupów wierzytelności przyrosną o 11% Q/Q i 43% R/R do 78,5 mln PLN. Prognozujemy, że przychody ogółem ukształtują się na poziomie 87,0 mln PLN, +10% Q/Q i +30% R/R. Po bardzo dobrym wyniku w 2Q 2012 spodziewamy się znacznego przyrostu kosztów zmiennych (bezpośrednich i pośrednich), o 26% Q/Q i 35% R/R do 39,8 mln PLN, z powodu wyższych kosztów sądowych i większych wydatków marketingowych. Naszym zdaniem marża pośrednia wzrośnie o 2% Q/Q i 35% R/R do 47,2 mln PLN. Zakładając, że koszty ogólnego zarządu (razem z amortyzacją) wyniosą 14,6 mln PLN (+5% Q/Q i +27% R/R), wychodzimy na zysk operacyjny na poziomie 32,1 mln PLN, +1% Q/Q i 36% R/R. Wynik na działalności finansowej prognozujemy na poziomie 11,9 mln PLN (-4% Q/Q, ale +23% R/R) przy założeniu, że dług netto wyniesie 476 mln PLN. W końcu, zakładamy, że efektywna stopa podatkowa wyniesie 0% względem 8,4% po pierwszym półroczu 2012.

Paliwa, chemia



Chemia

Analitik:
Kamil Kliszc

Ciech

P/E 2012* 21,4
P/E 2013 11,1

EV/EBITDA 2012 5,5
EV/EBITDA 2013 4,8

Kupuj

Cena bieżąca 21,0 PLN
Cena docelowa 21,6 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P*	2011	zmiana
Przychody	1 030,8	1 018,2	1,2%	3 323,3	3 155,3	5,3%	4 290,3	4 174,5	2,8%
EBITDA	82,3	88,8	-7,4%	-25,5	267,2	-109,5%	418,9	340,8	22,9%
marża	8,0%	8,7%	-	-0,8%	8,5%	-	9,8%	8,2%	-
EBIT	28,2	33,0	-14,5%	-203,2	102,3	-298,7%	164,6	118,7	38,7%
Zysk brutto	1,9	7,7	-75,32%	-334,2	17,0	-	22,7	8,6	162,6%
Zysk netto	1,9	7,8	-75,64%	-335,5	9,5	-	22,7	1,5	-

*prognozy roczne nie uwzględniają odpisów aktywów z 2Q'2012

Brak poprawy r/r z uwagi na zawyżoną bazę

W 3Q'2012 nie uda się w naszej opinii poprawić wyników w ujęciu r/r z uwagi na zaksięgowane rok wcześniej rozliczenie energii w spółce niemieckiej na około 7 mln EUR. Po oczyszczeniu o ten element strumień EBITDA powinien być o ponad 20 mln PLN wyższy, na co będzie się składać lepszy rezultat w części sodowej (konsolidacja elektrociepłowni, wyższe marże jednostkowe oraz wzrost wolumenu), a także poprawa sytuacji w segmencie organicznym, szczególnie w przypadku TDI, gdzie otoczenie rynkowe pozwalało na znaczne ograniczenie strat na tym produkcie. Na poziomie EBIT dodatkowym czynnikiem wspierającym wynik było obniżenie amortyzacji w związku z dokonanymi w 2Q odpisami aktywów. Dzięki temu strata operacyjna w obszarze organika wyniesie w naszej opinii tylko -5 mln PLN. EBIT sodowy szacujemy na 35 mln PLN, a zysk w segmencie krzemianów na 5,8 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej saldo powinno wynieść -26 mln PLN, a poprawa q/q wynika z braku jednorazowych kosztów kredytowych zaksięgowanych w 2Q. Ostatecznie więc na poziomie zysku netto spodziewamy się tylko minimalnego zysku. W naszych prognozach nie zakładamy żadnych rezerw na potencjalną restrukturyzację zatrudnienia.



Rafinerijny

Analitik:
Kamil Kliszc

Lotos

P/E 2012 6,1
P/E 2013 8,1

EV/EBITDA 2012 4,6
EV/EBITDA 2013 6,3

Akumuluj

Cena bieżąca 29,85 PLN
Cena docelowa 34,20 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	9 036,9	7 597,5	18,9%	25 253,3	20 894,1	20,9%	34 246,4	29 259,6	17,0%
EBITDA	738,0	254,6	189,9%	625,5	1 255,1	-50,2%	903,9	1 693,4	-46,6%
marża	8,2%	3,4%	-	2,5%	6,0%	-	2,6%	5,8%	-
EBIT	573,0	92,7	518,3%	130,5	826,4	-84,2%	251,6	1 084,8	-76,8%
Zysk brutto	712,9	-432,5	-	162,3	620,2	-73,8%	47,8	551,4	-91,3%
Zysk netto	577,5	-328,6	-	645,6	560,1	15,3%	554,6	649,0	-14,5%

Bardzo dobry wynik rafinerii wsparty zapasami ropy

Sprzyjające otoczenie makro w sektorze rafinerijnym i wykorzystanie mocy przerobowych w ponad 100% powinno zaowocować rekordowym zyskiem operacyjnym segmentu liczonemu wg LIFO (szacujemy go na 425 mln PLN vs. 144 mln PLN w 2Q'2012). Tak dobry rezultat będzie możliwy do osiągnięcia również dzięki przesunięciu zysków na ropie lekkiej zakupionej, a nie przerobionej w 2Q, które szacujemy na około 60 mln PLN oraz pozytywnym operacyjnym różnicom kursowym (67 mln PLN). Dodatkowo raportowany wynik zostanie wsparty efektem LIFO w kwocie 95 mln PLN. W segmencie wydobywczym z uwagi na spadek wolumenów produkcji (efekt zakończenia produkcji testowej na B8) spodziewamy się niższych zysków w ujęciu q/q i EBIT szacujemy na 47 mln PLN vs. 90 mln PLN w 2Q (oczyszczone o odpisy na Yme). Na poziomie działalności finansowej saldo wyniesie około +140 mln PLN, na co złożą się zyski na przeszacowaniu kredytów walutowych (160 mln PLN), dodatnia wycena pozycji zabezpieczających (50 mln PLN) oraz koszty odsetkowe (-60 mln PLN). Ostatecznie więc zysk netto powinien sięgnąć 577 mln PLN.

**Rafineryjny**

Analityk:
Kamil Kliszczyk

MOL**Redukuj**

P/E 2012 12,7
P/E 2013 9,9

EV/EBITDA 2012 5,8
EV/EBITDA 2013 4,9

Cena bieżąca 276,0 PLN
Cena docelowa 208,2 PLN

(mld HUF)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 384,5	1 366,0	1,4%	4 061,5	3 876,6	4,8%	5 731,0	5 343,2	7,3%
EBITDA	174,1	129,5	34,4%	407,0	461,5	-11,8%	540,4	603,0	-10,4%
marża	12,6%	9,5%	-	10,0%	11,9%	-	9,4%	11,3%	-
EBIT	99,6	52,5	89,7%	184,0	240,1	-23,4%	214,5	253,2	-15,3%
Zysk brutto	94,3	37,2	153,6%	173,7	248,9	-30,2%	195,1	218,4	-10,7%
Zysk netto	77,8	36,5	113,3%	152,2	183,1	-16,9%	140,9	153,7	-8,3%

Rafineria już bez przestojów

W 2Q'2012 wyniki MOL nie odzwierciedlały poprawy otoczenia makro w sektorze rafineryjnym z uwagi na przestoje w kluczowych rafineriach. W 3Q'2012 spodziewamy się już powrotu do pełnego wykorzystania mocy w zakładach na Słowacji i na Węgrzech co zaowocuje wypracowaniem około 35 mld HUF zysku operacyjnego LIFO (w 2Q było to 18,8 mld HUF). Po uwzględnieniu efektu przeszacowań zapasów (5 mld HUF) oraz różnic kursowych (3,3 mld HUF) i podatku kryzysowego (-6,6 mld HUF) raportowany zysk segmentu powinien wynieść 36,7 mld HUF. W obszarze petrochemicznym zakładamy pogłębienie straty z poprzedniego okresu z uwagi na pogorszenie marż rynkowych (-10,7 mld HUF). Segment wydobywczy poprawi wyniki q/q (73,4 mld HUF vs. 59,8 mld HUF) zarówno z uwagi na bazę zaniżoną przez jednorazowe odpisy, jak również bardziej korzystny poziom cel eksportowych na rynku rosyjskim. W segmencie gazowym, dzięki podwyżkom taryf w Chorwacji i sezonowemu spadkowi wolumenów, strata Prirodni Plin powinna być zredukowana q/q (z -9,9 mld HUF do -3 mld HUF), ale z uwagi na sezonowy spadek wolumenów w przesyle gazu na Węgrzech EBIT segmentu wzrośnie tylko do 12,7 mld HUF. Na poziomie działalności finansowej dodatkowym obciążeniem w tym kwartale może być wycena „opcji CEZ”, tak więc ostatecznie zysk netto szacujemy na 77,8 mld HUF.

**Rafineryjny**

Analityk:
Kamil Kliszczyk

PGNiG**Redukuj**

P/E 2012 40,1
P/E 2013 9,7

EV/EBITDA 2012 10,0
EV/EBITDA 2013 4,8

Cena bieżąca 3,90 PLN
Cena docelowa 3,71 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	5 210,0	4 507,8	15,6%	19 974,4	16 031,1	24,6%	27 340,0	23 003,5	18,9%
EBITDA	631,8	726,2	-13,0%	1 583,1	2 575,9	-38,5%	2 951,5	3 259,6	-9,5%
marża	12,1%	16,1%	-	7,9%	16,1%	-	14,6%	14,2%	-
EBIT	127,2	333,1	-61,8%	74,6	1 405,9	-94,7%	888,4	1 685,5	-47,3%
Zysk brutto	37,2	214,2	-	-56,4	1 453,8	-103,9%	636,5	1 711,8	-62,8%
Zysk netto	29,9	319,1	-	16,7	1 322,6	-98,7%	574,5	1 626,8	-64,7%

Wydobycie zneutralizuje straty na obrocie

Po bardzo słabym 2Q PGNiG powinien tym razem zanotować dodatni wynik operacyjny, co będzie głównie efektem czynników sezonowych. Po pierwsze lepszy rezultat powinien pojawić się w segmencie wydobywczym (402 mln PLN vs. 340 mln PLN w 2Q) z uwagi na powrót normalnych wolumenów po przestoju kopalni Dębno. Skala wzrostu q/q nie jest znacząca z uwagi na 73 mln PLN dodatnich zdarzeń jednorazowych w poprzednim okresie. Strata w segmencie obrotu wyniesie -217 mln PLN i będzie mniejsza q/q (-657 mln PLN w 2Q) z uwagi na brak negatywnych czynników jednorazowych (odpis na zapasy na poziomie -60 mln PLN) oraz sezonową poprawę struktury koszyka sprzedawanego gazu (mniejszy udział droższego gazu jamalskiego) i spadek wolumenu. Segment dystrybucji standardowo w tym okresie powinien oscylować wokół break even. Na działalności finansowej z uwagi na wysokie koszty odsetkowe saldo będzie ujemne (-90 mln PLN), tak więc ostatecznie na poziomie netto zysk będzie tylko symboliczny.

**Chemia**

Analityk:
Kamil Kliszczyk

Police**Trzymaj**

P/E 2012 10,6
P/E 2013 9,3

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

Cena bieżąca 10,72 PLN
Cena docelowa 10,00 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	759,4	591,9	28,3%	2 409,0	1 881,5	28,0%	2 647,2	2 765,6	-4,3%
EBITDA	41,3	71,1	-41,8%	181,8	235,2	-22,7%	158,5	336,3	-52,9%
marża	5,4%	12,0%	-	7,5%	12,5%	-	6,0%	12,2%	-50,8%
EBIT	21,9	52,0	-57,9%	121,6	177,9	-31,6%	86,5	257,7	-66,4%
Zysk brutto	10,6	50,0	-78,7%	98,2	168,7	-41,8%	82,0	244,8	-66,5%
Zysk netto	10,6	46,3	-77,0%	85,6	161,8	-47,1%	76,2	312,6	-75,6%

Oslabienie wolumenów w segmencie NPK

Trzeci kwartał sezonowo zawsze jest wolumenowo najslabszy w sektorze nawozowym, aczkolwiek w 3Q'2012 spadek wolumenów może być szczególnie odczuwalny biorąc pod uwagę bardzo wysoką bazę z poprzedniego okresu. Rynek obecnie jest nasycony produktami, a susze w USA i w krajach byłego ZSRR spowodowały nie tylko zmniejszenie zbiorów i wzrost cen zbóż, ale również znacznie ograniczyły intensywność nawożenia w okresie jesiennym. W tym kontekście oczekujemy spadku sprzedaży nawozów wieloskładnikowych, aczkolwiek przy lepszej r/r koniunkturze na moczniku oraz dzięki wysokim wolumenom amoniaku uda się wygenerować wzrost przychodów w relacji do 3Q'2011. Jeśli chodzi o rentowność spodziewamy się jednak znacznego pogorszenia, nie tylko ze względu na spadek cen nawozów i wzrost cen gazu, ale również ze względu na wysoką bazę w segmencie bieli tytanowej, gdzie w ubiegłym roku Police realizowały bardzo wysokie marże dzięki niskim cenom w kontraktach surowcowych. Obecnie w obszarze pigmentów obserwujemy spadki notowań produktu przy braku zmian w kosztach wsadu. Po uwzględnieniu lekko ujemnego salda na działalności finansowej, Police powinny wypracować około 10 mln PLN zysku netto.

**Chemia**

Analityk:
Kamil Kliszczyk

ZA Puławy**Trzymaj**

P/E 2012 9,0
P/E 2013 13,4

EV/EBITDA 2012 4,5
EV/EBITDA 2013 5,8

Cena bieżąca 123,5 PLN
Cena docelowa 118,4 PLN

(mln PLN)	IQ12/13P	IQ11/12	zmiana	2012/13P	2011/12	zmiana	2013/14P	2012/13P	zmiana
Przychody	784,9	821,0	-4,4%	3 682,5	3 948,3	-6,7%	3 592,1	3 682,5	-2,5%
EBITDA	60,7	140,1	-56,7%	435,8	778,5	-44,0%	336,4	435,8	-22,8%
marża	7,7%	17,1%	-	11,8%	19,7%	-	9,4%	11,8%	-
EBIT	35,4	112,3	-68,5%	301,1	664,0	-54,7%	187,0	301,1	-37,9%
Zysk brutto	44,4	121,0	-63,3%	319,0	686,9	-53,6%	195,2	319,0	-38,8%
Zysk netto	40,0	99,8	-60,0%	263,4	601,0	-56,2%	176,1	263,4	-33,1%

Wysoka baza odniesienia, szczególnie na kaprolaktamie

Pierwszy kwartał roku obrotowego 2012/13 będzie w naszej opinii istotnie słabszy w ujęciu r/r, co będzie przede wszystkim pochodną niższych przychodów. Znaczny spadek cen kaprolaktamu i melaminy będzie bardzo widoczny i nie uda się go skompensować wyższymi wolumenami sprzedaży mocznika. Dodatkowo presję na marże będą wywierać wyższe koszty benzenu (20%) oraz gazu ziemnego (+18%). Zwracamy ponadto uwagę, że ten okres to tradycyjnie czas przestojów remontowych, które prawdopodobnie były w tym roku nieco bardziej dotkliwe niż w analogicznym okresie 2011/12. Jeśli chodzi o segment nawozowy, to obniżone w czerwcu o kilkanaście procent ceny produktów na rynku krajowym nie powinny istotnie przekładać się jeszcze na rentowność w tym obszarze z uwagi na tradycyjnie większy udział eksportu w tej części sezonu. Na poziomie działalności finansowej nie zakładamy istotnych odchyśleń od wyniku z poprzedniego kwartału, natomiast dodatkowym wsparciem dla zysku netto może być obniżona efektywna stopa podatkowa w związku z rozliczaniem inwestycji w specjalnej strefie ekonomicznej.

Energetyka



Energetyka

Analitik:
Kamil Kliszc

CEZ

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

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

Redukuj

Cena bieżąca 119,2 PLN
Cena docelowa 117,5 PLN

(mln CZK)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	51 040,7	47 008,0	8,6%	164 064,7	150 562,0	9,0%	213 244,4	209 761,0	1,7%
EBITDA	19 236,4	18 526,0	3,8%	67 684,4	62 441,0	8,4%	89 786,0	87 312,0	2,8%
marża	37,7%	39,4%	-	41,3%	41,5%	-	42,1%	41,6%	-
EBIT	12 728,4	11 851,0	7,4%	48 168,4	43 555,0	10,6%	63 250,0	61 542,0	2,8%
Zysk brutto	12 807,8	4 628,0	176,7%	46 183,8	34 166,0	35,2%	55 108,8	51 952,0	6,1%
Zysk netto	10 478,3	2 482,0	322,2%	38 163,3	26 480,0	44,1%	44 047,3	40 756,0	8,1%

Albania nie pozwoli na istotną poprawę EBIT

W 3Q'2012 dzięki wysokiej produkcji w elektrowniach jądrowych po okresie przestojów remontowych (wzrost wolumenów r/r o 27%) CEZ powinien zanotować znaczny 25% wzrost zysków w obszarze wytwarzania. EBIT tego segmentu szacujemy na 10,2 mld CZK, z czego zdecydowana większość będzie wygenerowana w Czechach. Wynik mógłby być jeszcze lepszy, gdyby nie fakt, że w 2Q CEZ dokonał reklasyfikacji części kontraktów na sprzedaż energii i rozpoznał awansem zyski na części umów zapadających w drugim półroczu. Słabsze wyniki pojawią się natomiast w obszarze obrotu i dystrybucji, gdzie zakładamy EBIT rzędu 0,6 mld CZK, w tym 1,5 mld CZK w Czechach i -0,9 mld CZK w Europie Południowo-Wschodniej. Znaczny spadek q/q (-1,4 mld CZK) to efekt braku jednorazowych zysków z odwrócenia rezerw na należności w Rumunii oraz zwiększenia straty na sprzedaży w Albanii, gdzie pojawiła się konieczność zmian w księgowaniu VAT od umorzonych na mocy ugody z tamtejszą administracją płatności. Na poziomie działalności finansowej wsparciem będzie dodatnia wycena opcji na akcje MOL (około 1 mld CZK), dzięki czemu ostatecznie zysk netto powinien sięgnąć 10,5 mld CZK.



Energetyka

Analitik:
Kamil Kliszc

Enea

P/E 2012 8,0
P/E 2013 7,8

EV/EBITDA 2012 2,7
EV/EBITDA 2013 2,5

Kupuj

Cena bieżąca 16,06 PLN
Cena docelowa 20,76 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	2 464,2	2 422,3	1,7%	7 486,0	7 168,0	4,4%	10 336,7	9 690,1	6,7%
EBITDA	381,5	529,4	-27,9%	1 312,3	1 294,5	1,4%	1 746,3	1 561,7	11,8%
marża	15,5%	21,9%	-	17,5%	18,1%	-	16,9%	16,1%	-
EBIT	185,3	336,7	-45,0%	715,5	774,9	-7,7%	1 102,4	850,7	29,6%
Zysk brutto	205,3	371,6	-44,7%	772,8	893,9	-13,5%	1 097,6	993,7	10,5%
Zysk netto	166,3	307,4	-45,9%	623,5	721,3	-13,6%	889,1	801,2	11,0%

Zawyżona baza i wzrost kosztów węgla

W 3Q'2012 Enea zanotuje znaczny spadek wyników w ujęciu r/r, co będzie głównie wynikiem zawyżonej bazy odniesienia. Przypominamy, że w ubiegłym roku Spółka rozpoznała 56 mln PLN zysku na akwizycji udziałów w Elektrociepłowni Białystok oraz 63,6 mln PLN przychodów netto ze sprzedaży darmowych uprawnień do emisji CO₂ w Elektrowni Kozienice. Brak takich jednorazowych czynników oraz zakładany wzrost kosztów węgla (w 2Q podwyżkę cen u głównego dostawcy neutralizowały jeszcze tańsze zapasy) spowodują znaczny spadek EBIT segmentu wytwarzania (57 mln PLN vs. 199 mln PLN). Zwracamy również uwagę, że w lipcu URE nakazał Enei zwrócić 37 mln PLN rekompensat KDT za rok 2011, ale Spółka odwołała się od tej decyzji i rezerw na ten cel nie zawiązała. Jeśli wyrok sądu apelacyjnego okazałby się negatywny to rezultat 3Q mógłby być dodatkowo obciążony tym wydatkiem. Segment dystrybucji również nie powtórzy wyników sprzed roku (EBIT 100 mln PLN vs. 120 mln PLN w 3Q'2011), gdyż wówczas zaksięgowane zostały rozliczenia za otrzymane nieodpłatnie środki trwałe i rozwiązano rezerwy na odszkodowania na około 30 mln PLN. Lepszy w ujęciu r/r powinien okazać się natomiast segment obrotu, gdzie zakładamy 44 mln PLN zysku operacyjnego vs. 36 mln PLN rok wcześniej, kiedy to rentowność obniżyły koszty niezbilansowania energii. Po uwzględnieniu dodatniego salda na działalności finansowej, zysk netto szacujemy na poziomie 166 mln PLN.

**Energetyka**

Analitik:
Kamil Kliszc

PGE**Kupuj**

P/E 2012* 8,0
P/E 2013 10,5

EV/EBITDA 2012 4,0
EV/EBITDA 2013 4,8

Cena bieżąca 18,08 PLN
Cena docelowa 21,24 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	7 065,3	6 945,6	1,7%	22 016,3	20 860,9	5,5%	30 022,9	28 111,4	6,8%
EBITDA	2 056,0	1 858,0	10,7%	6 590,5	5 847,0	12,7%	8 338,1	6 855,0	21,6%
marża	29,1%	26,8%	-	29,9%	28,0%	-	27,8%	24,4%	-
EBIT	1 328,3	1 208,4	9,9%	4 432,0	3 871,9	14,5%	5 587,4	4 144,5	34,8%
Zysk brutto	1 385,6	1 135,6	22,0%	4 615,3	3 909,6	18,0%	5 612,2	6 165,4	-9,0%
Zysk netto	1 110,9	837,2	32,7%	3 605,3	3 058,0	17,9%	4 459,1	4 935,4	-9,7%

*wskaźniki za rok 2012 oczyszczone o rekompensaty KDT

Wzrost r/r dzięki odszkodowaniu

W 3Q'2012 PGE powinna poprawić wyniki na poziomie operacyjnym, ale będzie to głównie zasługa odwrócenia części rezerwy na odszkodowanie na kwotę 200 mln PLN, która wzmocni wynik segmentu hurtowego (łącznie EBIT w tym obszarze szacujemy na 280 mln PLN). W przeciwieństwie do 2Q w segmencie wytwarzania nie będzie już efektu niższej bazy odniesienia, gdyż w 3Q'2011 wyniki uwzględniały już uruchomienie nowego bloku w Bełchatowie, a dodatkowo w 3Q'2012 miał miejsce 2 tygodniowy przestój pogwarancyjny tej instalacji. W tym kontekście, z uwagi na niższe przychody KDT (50 mln PLN vs. 191 mln PLN przed rokiem), EBIT segmentu będzie niższy r/r (750 mln PLN vs. 938 mln PLN). W segmencie OZE zakładamy utrzymanie poziomu zysków r/r (37 mln PLN) mimo uruchomienia nowej farmy wiatrowej z uwagi na słabe wolumeny w elektrowniach wodnych. Lepszego rezultatu spodziewamy się w obszarze dystrybucji, gdzie będzie kontynuowana pozytywna tendencja z poprzednich kwartałów tego roku (EBIT 231 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy dodatniego salda w kwocie (+57 mln PLN dzięki dodatnim różnicom kursowym i odsetkom netto), co biorąc pod uwagę niską bazę (-78 mln PLN z uwagi na ujemne różnice kursowe w 3Q'2011) pozwoli na zwiększenie dodatniej dynamiki r/r na zysku netto.

**Energetyka**

Analitik:
Kamil Kliszc

Tauron**Kupuj**

P/E 2012* 8,5
P/E 2013 8,9

EV/EBITDA 2012 4,2
EV/EBITDA 2013 4,0

Cena bieżąca 4,69 PLN
Cena docelowa 6,31 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	5 828,3	4 835,7	20,5%	18 142,3	15 166,8	19,6%	25 537,5	20 755,2	23,0%
EBITDA	934,6	734,5	27,2%	3 004,6	2 370,4	26,8%	3 672,2	3 023,0	21,5%
marża	16,0%	15,2%	-	16,6%	15,6%	-	14,2%	14,6%	-
EBIT	530,7	382,9	38,6%	1 786,8	1 320,9	35,3%	2 031,6	1 611,5	26,1%
Zysk brutto	469,9	366,6	28,2%	1 610,5	1 281,5	25,7%	1 764,5	1 565,9	12,7%
Zysk netto	360,4	290,5	24,1%	1 215,3	994,5	22,2%	1 383,2	1 220,0	13,4%

*wskaźniki za rok 2012 oczyszczone o rekompensaty KDT

Kolejny kwartał bardzo dobrych wyników

W 3Q'2012 oczekujemy podobnie jak w 2Q bardzo dobrych wyników i choć oczywiście ze względu na sezonowość powtórzenie poprzedniego kwartału nie będzie możliwe, to i tak dynamika w ujęciu r/r na poziomie EBITDA zbliży się do 30%. Będzie to przede wszystkim zasługa rezultatów wypracowanych w obszarze dystrybucji (300 mln PLN EBIT) oraz obrotu (81 mln PLN), które są pochodną kontrybucji przejętych aktywów Vattenfalla i poprawy marż w tych segmentach. Słabiej r/r wypadnie zapewne segment OZE, gdzie EBIT szacujemy na 20 mln PLN vs. 37,5 mln PLN rok wcześniej, z uwagi na bardzo niekorzystne warunki hydrologiczne. Segment wydobywczy powinien utrzymać wyniki z 2Q (50 mln PLN zysku operacyjnego), podobnie jak wytwarzanie, gdzie spodziewamy się EBIT rzędu 100 mln PLN przy rekompensatach KDT na poziomie 150 mln PLN. Saldo na działalności finansowej nie powinno różnić się q/q, tak więc zysk netto szacujemy na 360 mln PLN. Przy takim założeniu realizacja naszych rocznych prognoz po 3Q sięgnie 88%.

Telekomunikacja



Telekomunikacja

Analitik:
Piotr Grzybowski

Netia

P/E 2012 62,2 EV/EBITDA 2012 4,6
P/E 2013 32,7 EV/EBITDA 2013 4,0

Redukuj

Cena bieżąca 5,75 PLN
Cena docelowa 5,60 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	528,3	394,6	33,9%	2153,3	1 192,1	80,6%	2 127,6	1618,8	31,4%
EBITDA	153,2	103,4	48,2%	363,8	281,7	29,1%	547,6	611,5	-10,5%
marża	29,0%	26,2%	-	16,9%	23,6%	-	25,7%	37,8%	-
EBIT	31,1	103,4	-69,9%	52,1	66,5	-21,6%	67,8	302,7	-77,6%
Zysk brutto	22,3	35,0	-36,2%	6,9	80,8	-91,4%	20,3	317,3	-93,6%
Zysk netto	18,1	24,7	-26,7%	19,4	14,5	33,5%	35,3	248,8	-85,8%

Dobre wyniki dzięki synergii, słabe dane operacyjne

Największe piętno na wynikach Netii w trzecim kwartale odcisną w naszej opinii dalsze synergie rozpoznane przez Spółkę po akwizycjach Telefonii Dialog i Crawley Data Poland, które pozwolą na zrehabilitowanie braku wzrostu widocznego po stronie przychodowej. Szacujemy, że dodatkowe koszty związane z restrukturyzacją i integracją Nowej Netii wyniosą w kwartale 2,5 mln PLN. Przychody z transmisji danych wyniosą według naszych szacunków 195,8 mln PLN (w porównaniu do 194,2 mln PLN odnotowanych kwartał wcześniej). Wpływy z bezpośrednich usług głosowych spadną natomiast do 233,4 mln PLN (wobec 241,6 mln PLN w 2Q2012). Przychody z działalności hurtowej wyniosą 33,3 mln PLN, a przychody interkonektowe sięgną 28,1 mln PLN. Największym źródłem oszczędności będą ponownie koszty wynagrodzeń, które spadną q/q o 10,5 mln PLN. Ponadto niższe w porównaniu do 2Q będą koszty utrzymania sieci (-5,0 mln PLN q/q). Z drugiej strony wzrosnąć w porównaniu do 2Q powinny koszty reklamy (8,5 mln PLN vs. 5,8 mln PLN w 2Q). Słabo w naszej opinii wypadną dane operacyjne Netii. Oczekujemy, że liczba obsługiwanych linii telefonicznych skurczy się o 29 tys. q/q. Liczba oferowanych szerokopasmowych portów spadnie o 1 tys. q/q, przy czym na LLU nastąpi wzrost liczby użytkowników o 3 tys. q/q. Powoli widoczny też stawać się będzie efekt spadku ARPU w związku z obniżeniem cen za dostęp do internetu. W usłudze telewizyjnej oczekujemy wzrostu liczby użytkowników o 9 tys. q/q.



Telekomunikacja

Analitik:
Piotr Grzybowski

TPSA

P/E 2012 16,3 EV/EBITDA 2012 4,2
P/E 2013 17,2 EV/EBITDA 2013 4,1

Trzymaj

Cena bieżąca 12,89 PLN
Cena docelowa 16,80 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	3 582,0	3 790,0	-5,5%	10 663,0	11 198,0	-4,8%	14 255,4	14 922,0	-4,5%
EBITDA	1 293,0	2 144,0	-39,7%	3 842,0	4 891,0	-21,4%	5 134,4	5 928,0	-13,4%
marża	36,1%	56,6%	-	36,0%	43,7%	-	36,0%	39,7%	-
EBIT	488,0	1 151,0	-57,6%	1 384,0	2 018,0	-31,4%	1 599,4	2 217,0	-27,9%
Zysk brutto	382,0	1 062,0	-64,0%	1 003,0	1 687,0	-40,5%	1 291,0	1 785,0	-27,7%
Zysk netto	309,4	995,0	-68,9%	804,0	1 560,0	-48,5%	1 045,7	1 918,0	-45,5%

Wyniki 3Q2012

Telekomunikacja zaprezentowała przedterminowo wstępne wyniki trzeciego kwartału 17 października. Spodziewamy się, że przychody z transmisji danych wyniosą 615 mln PLN. Wpływy z usług telefonii stacjonarnej sięgną 1006 mln PLN, a przychody z usług telefonii mobilnej ukształtują się na poziomie 1708 mln PLN. Ponadto oczekujemy 144 mln PLN przychodów ze sprzedaży towarów. Po stronie kosztowej amortyzacja wyniesie 801 mln PLN, a koszty wynagrodzeń 502 mln PLN. Koszty usług obcych prognozujemy w wysokości 1619 mln PLN, a pozostałe koszty operacyjne na poziomie 29 mln PLN. Saldo na działalności finansowej wyniesie -146 mln PLN, a obciążenie z tytułu podatku dochodowego 70 mln PLN.

Media



Media

Analityk:
Piotr Grzybowski

Agora

Trzymaj

P/E 2012 346,9 EV/EBITDA 2012 3,9
P/E 2013 - EV/EBITDA 2013 4,6

Cena bieżąca 8,15 PLN
Cena docelowa 7,50 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	268,6	283,6	-5,3%	833,0	898,7	-7,3%	1 159,3	1 234,6	-6,1%
EBITDA	11,0	30,3	-63,7%	57,2	114,8	-50,2%	87,9	144,7	-39,2%
marża	4,1%	10,7%	-	6,9%	12,8%	-	7,6%	11,7%	-
EBIT	-13,0	7,9	-264,5%	-13,4	44,5	-130,1%	-0,3	51,9	-100,6%
Zysk brutto	-12,0	7,5	-260,0%	-10,0	43,9	-122,8%	0,1	55,0	-99,9%
Zysk netto	-12,2	5,4	-325,9%	-14,0	33,2	-142,2%	1,2	42,2	-97,2%

Wyniki pod wpływem kosztów restrukturyzacji

W wynikach trzeciego kwartału Agora rozpozna naszym zdaniem rezerwy z tytułu kosztów restrukturyzacji zatrudnienia. Szacujemy, że wyniosą one 9,2 mln PLN. Wpływ na wypracowane wyniki będzie miała również utrzymująca się stagnacja na rynku reklamowym oraz ożywienie jakie pojawiło się na rynku kinowym. Oczekujemy, że przychody reklamowe na poziomie Grupy spadły o 7,5% r/r. Wzrost odnotowały jedynie wpływy reklamowe segmentu internetowego (+4,5%). Szczególnie dotkliwe spadki miały natomiast miejsce w segmencie prasy (-15,4% r/r) oraz czasopism (-15,8% r/r). Wpływy z reklamy outdooru spadły o 7,2% r/r, a w radio 7,1% r/r. Po stronie kosztowej zakładamy, że źródłami oszczędności będą ponownie koszty reprezentacji i reklamy (-12,7% r/r) oraz materiałów i energii (-2,6% r/r). Saldo na działalności finansowej prognozujemy na poziomie +1,0 mln PLN. Ponadto spodziewamy się, że liczba sprzedanych biletów w kinach Helios wzrośnie o 11% r/r, jednak z uwagi na rozbudowane promocje Multikina i związany z tym spadek średniej ceny biletów, przychody ze sprzedaży wejściówek wzrosną o 37,1 mln PLN (+6,6% r/r).



Media

Analityk:
Piotr Grzybowski

Cinema City

Trzymaj

P/E 2012 13,8 EV/EBITDA 2012 7,0
P/E 2013 11,2 EV/EBITDA 2013 6,0

Cena bieżąca 31,99 PLN
Cena docelowa 33,50 PLN

(mln EUR)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	73,7	69,4	6,3%	194,8	197,6	-1,4%	296,0	267,5	10,7%
EBITDA	16,9	13,3	27,7%	41,1	35,3	16,4%	67,8	50,1	35,2%
marża	23,0%	19,1%	-	21,1%	17,9%	-	22,9%	18,7%	-
EBIT	8,7	7,2	21,3%	18,0	17,1	5,2%	37,3	24,7	50,8%
Zysk brutto	7,3	5,8	26,1%	15,3	14,7	3,7%	34,5	21,1	63,8%
Zysk netto	6,6	7,5	-12,3%	13,9	15,0	-7,1%	28,8	20,9	37,8%

Symptomy ożywienia na rynku kinowym

Po bardzo słabym pierwszym półroczu 2012 roku trzeci kwartał przyniósł pewne ożywienie na polskim rynku kinowym, co przełożyło się na dobre wyniki finansowe w Cinema City. Szacujemy, że Spółka sprzedała w tym okresie około 10,0 mln biletów, przy średniej cenie około 4,50 EUR, co przełożyło się na przychody ze sprzedaży wejściówek w wysokości 45,0 mln EUR. Wpływy ze sprzedaży barowej prognozujemy na poziomie 14,8 mln EUR, a przychody ze sprzedaży reklam w wysokości 7,8 mln EUR. Szacujemy, że marża brutto na sprzedaży sięgnęła 16,0%, przy czym koszty amortyzacji majątku wyniosą 8,2 mln EUR. Koszty ogólnego zarządu i administracji szacujemy na 3,1 mln EUR, co przełoży się na 8,7 mln EUR zysku operacyjnego. Ujemne saldo na działalności odsetkowej wzrośnie do -1,4 mln EUR, głównie na skutek oddania do użytku megaplexu w Izraelu i włączenia odsetek od zaciągniętego na niego kredytu do rachunku wyników. Efektywną stawkę podatku dochodowego prognozujemy na poziomie 9,2%, dzięki czemu zysk netto Cinema City wyniesie 6,6 mln EUR.

**Media**

Analityk:
Piotr Grzybowski

Cyfrowy Polsat Redukuj

P/E 2012 10,1 EV/EBITDA 2012 7,5
P/E 2013 11,7 EV/EBITDA 2013 7,8

Cena bieżąca 14,35 PLN
Cena docelowa 13,20 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	634,0	615,5	3,0%	2 021,9	1 646,7	22,8%	2 771,6	2 365,9	17,1%
EBITDA	217,6	196,2	10,9%	744,8	538,1	38,4%	906,8	736,2	23,2%
marża	34,3%	31,9%	-	36,8%	32,7%	-	32,7%	31,1%	-
EBIT	160,5	148,0	8,5%	576,5	417,4	38,1%	730,6	562,0	30,0%
Zysk brutto	166,1	-68,5	-342,3%	524,5	115,8	353,0%	614,8	191,6	220,9%
Zysk netto	142,8	-62,0	-330,4%	446,7	84,6	427,9%	498,0	159,7	211,8%

Oszczędności w telewizji łagodzą skutki recesji w reklamie

Cyfrowy Polsat zaprezentuje naszym zdaniem dobre wyniki finansowe, a kluczem do nich będą oszczędności w kosztach programingu, które pozwolą na zniwelowanie efektu spadku przychodów reklamowych w segmencie nadawania telewizyjnego. Spodziewamy się, że wpływy reklamowe spadną o 6,2% r/r, jednak mimo to wynik EBITDA z nadawania telewizyjnego pozostanie na poziomie analogicznym jak w ubiegłym roku (54,3 mln PLN). W segmencie usług dla klientów indywidualnych oczekujemy 163,2 mln PLN zysku EBITDA (wobec 141,9 mln PLN przed rokiem). Saldo na działalności finansowej wyniesie +5,6 mln PLN, na co złoży się około 52,5 mln PLN finansowania dłużnego (odsetki + amortyzacja prowizji) i 58,1 mln PLN pozytywnego wpływu dodatnich różnic kursowych. Efektywna stawka podatkowa wyniesie 14,0% (23,3 mln PLN zaksięgowanego podatku).

Ponadto, spodziewamy się, że baza klientów płatnej telewizji pozostanie stabilna q/q. Liczba użytkowników usług szerokopasmowego dostępu do internetu wyniesie na koniec 3Q 124 tys., a liczba użytkowników MVNO 137 tys.

**Media**

Analityk:
Piotr Grzybowski

TVN

Trzymaj

P/E 2012 - EV/EBITDA 2012 6,7
P/E 2013 16,6 EV/EBITDA 2013 7,1

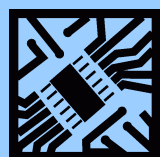
Cena bieżąca 6,92 PLN
Cena docelowa 6,80 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	307,5	566,0	-45,7%	1 178,6	1 872,0	-37,0%	1 691,3	2 466,1	-31,4%
EBITDA	73,0	107,0	-31,7%	322,6	447,2	-27,9%	495,3	659,8	-24,9%
marża	23,7%	18,9%	-	27,4%	23,9%	-	29,3%	26,8%	-
EBIT	57,0	40,1	42,1%	264,5	250,9	5,4%	417,3	432,7	-3,6%
Zysk brutto	39,2	-375,6	-110,4%	379,7	-300,4	-	293,3	-206,8	-241,8%
Zysk z działalności kontynuowanej	37,6	-357,2	-	254,8	-329,8	-	-78,8	-317,4	-
Zysk z działalności zaniechanej	19,0	0,0	-	-13,3	0,0	-	0,0	0,0	-
Zysk netto	56,6	-357,2	-115,8%	241,5	-329,8	-173,2%	-78,8	-317,4	-75,2%

Przychody reklamowe nadal pod presją

Silne spadki przychodów reklamowych w lipcu i sierpniu, o których wspominał Zarząd TVN przy okazji publikacji wyników za drugi kwartał naszym zdaniem tylko nieznacznie złagodziły we wrześniu. W konsekwencji przychody reklamowe spadną w trzecim kwartale o 8,1% r/r do poziomu 214,1 mln PLN. Jednocześnie tylko część tego spadku uda się zrekomensować niższymi kosztami działalności (głównie po stronie kosztów programingu, w mniejszym stopniu kosztami zatrudnienia). Dzięki umocnieniu złotego w kwartale Spółka na saldzie na działalności finansowej (łącznie -17,8 mln PLN) rozpozna po uwzględnieniu transakcji zabezpieczających około 60,9 mln PLN zysków z tytułu dodatnich różnic kursowych od zadłużenia. Koszty odsetkowe szacujemy na poziomie 81,7 mln PLN. Efektywna stawka podatku dochodowego wyniesie 14,0% (5,5 mln PLN podatku). Wynik na działalności zaniechanej wyniesie według naszych szacunków 19,0 mln PLN, a strata akcjonariuszy mniejszościowych (Stavka) sięgnie 3,8 mln PLN.

IT



IT

Analitik:
Piotr Grzybowski

AB

P/E 2012 7,2
P/E 2013 6,5

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

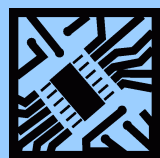
Akumuluj

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

(mln PLN)	IQ12/13P	IQ11/12	zmiana	2012/13P	2011/12	zmiana	2013/14P	2012/13P	zmiana
Przychody	1094,6	944,5	15,9%	3 850,6	4 337,6	-11,2%	4 059,8	3 850,6	5,4%
EBITDA	18,7	24,2	-22,6%	73,4	91,6	-19,9%	77,4	73,4	5,5%
marża	1,7%	2,6%	-	1,9%	2,1%	-	1,9%	1,9%	-
EBIT	15,9	21,8	-26,7%	64,3	81,4	-21,0%	68,1	64,3	5,9%
Zysk brutto	12,2	12,7	-3,8%	53,7	60,5	-11,3%	60,1	53,7	12,0%
Zysk netto	9,8	10,1	-3,0%	43,5	47,9	-9,2%	48,7	43,5	12,0%

Niewielki spadek zysku netto r/r

AB kontynuowało w pierwszym kwartale roku obrotowego 2012/2013 dynamiczny wzrost przychodów. Wyższe tempo uzyskiwane było przy tym na rynku polskim, gdzie wzrost obrotów sięgnął według naszych szacunków 20,9% r/r. Niższe tempo wzrostu (+9,8% r/r) osiągnięte zostało przez ATC na rynku czeskim i słowackim. Jednocześnie z uwagi na presję konkurencyjną oraz trendy na rynkach walutowych AB odnotuje w naszej opinii spadek rentowności. Marżę brutto na sprzedaży prognozujemy w wysokości 4,9% (przed rokiem 6,1%). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosą 32,2 mln PLN (przy 30,4 mln PLN w analogicznym okresie ubiegłego roku). Ponadto, oczekujemy, że saldo na pozostałej działalności operacyjnej sięgnie -5,5 mln PLN, co przełoży się na zysk operacyjny na poziomie 19,2 mln PLN. Saldo na działalności finansowej szacujemy w wysokości -6,9 mln PLN. Podatek dochodowy wyniesie 2,5 mln PLN, co przełoży się na 9,8 mln PLN zysku netto.



IT

Analitik:
Piotr Grzybowski

Action

P/E 2012 9,0
P/E 2013 8,4

EV/EBITDA 2012 6,4
EV/EBITDA 2013 5,9

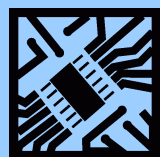
Redukuj

Cena bieżąca 20,15 PLN
Cena docelowa 17,30 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	834,0	669,3	24,6%	2 373,9	1 781,5	33,3%	2 787,6	2 804,8	-0,6%
EBITDA	19,0	16,5	15,4%	53,9	44,9	20,0%	64,0	68,8	-7,0%
marża	2,3%	2,5%	-	2,3%	2,5%	-	2,3%	2,5%	-
EBIT	16,2	13,7	18,2%	45,4	36,4	24,5%	52,0	57,3	-9,3%
Zysk brutto	14,4	12,4	16,7%	40,0	32,6	22,7%	47,4	52,2	-9,2%
Zysk netto	11,7	10,1	15,5%	32,1	27,4	17,1%	38,4	42,4	-9,5%

Lepiej niż przed rokiem

W trzecim kwartale Action wszedł w wysoką bazę odniesienia, jednak mimo to był według nas w stanie poprawić swoje osiągnięcia r/r. Oczekujemy, że Spółka utrzymała w trzecim kwartale wysokie tempo wzrostu przychodów (+24,6% r/r), przy czym na wzrost obrotów mniej więcej w równym stopniu składały się sprzedaż krajowa i eksport. Podobnie jak inne podmioty w branży Action odczuwa presję na rentowność. Szacujemy, że marża brutto na sprzedaży wyniosła 6,9% (wobec 8,0% odnotowanych w analogicznym okresie ubiegłego roku). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu według naszych szacunków 38,5 mln PLN wobec 31,9 mln PLN kosztów w trzecim kwartale ubiegłego roku. Oczekujemy, że saldo na pozostałej działalności operacyjnej sięgnie -2,8 mln PLN, co pozwoli Actionowi wypracować 16,2 mln PLN zysku operacyjnego. Saldo na działalności finansowej prognozujemy na poziomie -1,8 mln PLN. Podatek dochodowy zakładamy na poziomie 2,7 mln PLN, co przełoży się na zysk netto w wysokości 11,7 mln PLN.



IT

Analityk:
Piotr Grzybowski

ASBIS

Trzymaj

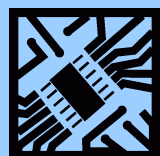
P/E 2012 8,2 EV/EBITDA 2012 4,9
P/E 2013 7,2 EV/EBITDA 2013 5,0

Cena bieżąca 2,44 PLN
Cena docelowa 2,60 PLN

(mln USD)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	409,8	359,4	14,0%	1 484,5	1 011,9	46,7%	1 533,7	1 482,1	3,5%
EBITDA	4,6	3,5	32,9%	15,3	7,3	108,8%	17,7	18,8	-6,1%
marża	1,1%	1,0%	-	1,0%	0,7%	-	1,2%	1,3%	-
EBIT	3,9	2,7	46,4%	12,5	5,0	150,0%	14,6	15,7	-6,9%
Zysk brutto	2,4	0,7	221,0%	5,6	-2,1	-371,9%	6,8	6,9	-0,3%
Zysk netto	1,9	0,4	444,6%	4,5	-2,6	-272,5%	5,2	5,4	-3,2%

Przychody rosną, rentowność nadal pod presją

Oczekujemy, że w trzecim kwartale Spółce udało się utrzymać wysokie tempo wzrostu przychodów (+14,0% r/r), a motorem napędowym wzrostu obrotów pozostają rynki krajów byłego Związku Radzieckiego. Jednocześnie marża brutto na sprzedaży pozostawała pod silną presją i wyniosła 4,6% (wobec 4,9% odnotowanych w analogicznym okresie ubiegłego roku). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosą według naszych szacunków 15,0 mln USD wobec 15,1 mln USD kosztów w trzecim kwartale ubiegłego roku. W konsekwencji powyższych trendów zysk operacyjny w kwartale sięgnie 3,9 mln USD. Saldo na działalności finansowej prognozujemy na poziomie -1,6 mln USD. Podatek dochodowy zakładamy na poziomie 0,5 mln USD, co przełoży się na zysk netto w wysokości 1,9 mln USD. Ważnym aspektem wyników będą w naszej opinii przepływy operacyjne. Spodziewamy się, że w trzecim kwartale okażą się one wreszcie pozytywne, jednak aby uznać, że uzyskany poziom wygenerowanej gotówki jest satysfakcjonujący, Spółka musi odzyskać większość odpływu zanotowanego w pierwszym półroczu.



IT

Analityk:
Piotr Grzybowski

Asseco Poland

Kupuj

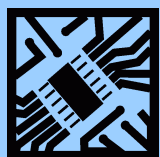
P/E 2012 8,4 EV/EBITDA 2012 5,9
P/E 2013 7,9 EV/EBITDA 2013 5,6

Cena bieżąca 39,85 PLN
Cena docelowa 53,50 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 329,1	1 183,2	12,3%	3 995,9	3 523,4	13,4%	5 200,0	4 960,0	4,8%
EBITDA	214,4	204,4	4,9%	663,9	631,6	5,1%	885,3	838,6	5,6%
marża	16,1%	17,3%	-	16,6%	17,9%	-	17,0%	16,9%	-
EBIT	150,8	162,7	-7,3%	485,2	504,4	-3,8%	675,8	644,6	4,8%
Zysk brutto	145,8	197,0	-26,0%	499,8	534,6	-6,5%	666,8	718,5	-7,2%
Zysk netto	70,6	107,8	-34,6%	265,8	290,5	-8,5%	367,7	397,1	-7,4%

Niższe kwartalne wpływy w ZUS i koszty nowej siedziby obciążają wynik

Przed rokiem wyniki Asseco Poland zostały wsparte przez zysk na przeszacowaniu inwestycji w Sapiens International, co zawiżyło zeszłoroczny zysk netto o około 23 mln PLN. Największy wpływ na wyniki raportowane w 3Q2012 będzie natomiast miał kontrakt w ZUS. W trzecim kwartale zostało wykonanych relatywnie mało prac i związku z rozliczaniem zamówienia na bazie punktów bazowych Spółka rozpozna z tytułu umowy niższe przychody, co jednak powinno zostać odrobione pracami wykonanymi w czwartym kwartale. Dodatkowym obciążeniem dla rezultatów spółki-matki było przeniesienie do nowej siedziby na warszawskim Wilanowie, w związku z którym Spółka jednorazowo amortyzuje sporą część wyposażenia nowego biurowca i prac przygotowujących do użytkowania przyległą do budynku działkę. Szacujemy, że dodatkowe koszty amortyzacyjne z tego tytułu sięgną około 4,0 mln PLN. Oczekujemy, że jednostka dominująca odnotuje 68,0 mln PLN zysku operacyjnego (vs. 84,5 mln PLN przed rokiem). Grupa Formula Systems, dla której trzeci kwartał jest sezonowo najsłabszy wypracuje 42,1 mln PLN zysku operacyjnego (przed rokiem 35,8 mln PLN). Słabszy kwartał zanotuje według nas Asseco South Eastern Europe, gdzie zysk operacyjny zmaleje do 13,9 mln PLN (vs. 14,9 mln PLN przed rokiem). Lepsze r/r wyniki zaprezentuje Asseco Central Europe, który odnotuje 15,2 mln PLN zysku operacyjnego. Asseco Business Solution pokaże 5,7 mln PLN zysku operacyjnego, a jedynym podmiotem, który odnotuje stratę będzie Asseco Northern Europe (-1,0 mln PLN na poziomie EBIT). W związku z oddaniem do użytku nowego biurowca odsetki od kredytu na jego budowę nie będą już aktywowane i zostaną rozpoznane w rachunku wyników. Saldo na działalności finansowej szacujemy na poziomie -5,0 mln PLN. Wynik mniejszości prognozujemy na poziomie 46,7 mln PLN, a efektywna stawka podatku dochodowego w wysokości 19,6%.



IT

Analityk:
Piotr Grzybowski

Comarch

Redukuj

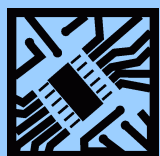
P/E 2012 18,3 EV/EBITDA 2012 8,3
P/E 2013 17,0 EV/EBITDA 2013 7,3

Cena bieżąca 72,75 PLN
Cena docelowa 45,90 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	182,4	203,2	-10,2%	537,3	502,6	6,9%	825,3	784,6	5,2%
EBITDA	10,8	36,3	-70,2%	41,8	29,2	43,2%	83,2	81,3	2,4%
marża	5,9%	17,8%	-	7,8%	5,8%	-	10,1%	10,4%	-
EBIT	-3,7	24,8	-114,9%	0,7	-0,1	-640,2%	32,9	39,6	-17,1%
Zysk brutto	-3,2	22,2	-114,4%	7,7	-0,1	-13 791,1%	35,9	40,6	-11,5%
Zysk netto	-2,6	16,6	-115,7%	9,7	-3,4	-381,2%	30,8	37,5	-17,7%

Kursy walutowe tym razem niesprzyjające

Po bardzo udanym pierwszym półroczu, gdzie wyraźnym wsparciem dla wypracowanych wyników finansowych były korzystne kursy walutowe, w trzecim kwartale doszło do odwrócenia trendów na rynkach walutowych, co przełożyło się na słabe wyniki w 3Q. Oczekujemy, że restrukturyzacja kosztowa prowadzona w Comarch Software Und Beratung przyniosła w 3Q pozytywne efekty wyprowadzając Spółkę na rentowność operacyjną, co po uwzględnieniu amortyzacji wartości materialnych i prawnych rozpoznanych przy akwizycji przełoży się na negatywną kontrybucję do skonsolidowanych wyników na poziomie około -3,0 mln PLN (vs. -6,6 mln PLN przed rokiem). Z drugiej strony spodziewamy się pogorszenia wyników Comarch FIZ, który przed rokiem pokazał 0,6 mln PLN straty operacyjnej, a w 3Q2012 poniesie około 3,5 mln PLN straty (głównie za sprawą projektów medycznych prowadzonych w ramach iMed24). Dużego pogorszenia wyników spodziewamy się w działalności podstawowej Comarchu, częściowo na skutek mniej korzystnego otoczenia walutowego, częściowo na skutek słabszego okresu w odniesieniu do kontraktacji. Skonsolidowana marża brutto na sprzedaży obniży się do 18,3% w porównaniu do 27,4% przed rokiem. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosą 37,2 mln PLN vs. 33,0 mln PLN przed rokiem. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej prognozujemy na poziomie +0,5 mln PLN. W związku ze stratą w okresie Spółka rozpozna 0,6 mln PLN aktywa podatkowego.



IT

Analityk:
Piotr Grzybowski

Sygnity

Akumuluj

P/E 2012 - EV/EBITDA 2012 9,4
P/E 2013 13,9 EV/EBITDA 2013 4,8

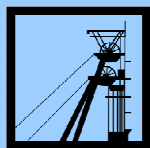
Cena bieżąca 12,73 PLN
Cena docelowa 15,30 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	97,7	129,2	-24,4%	306,6	347,8	-11,8%	554,2	566,0	-2,1%
EBITDA	0,2	4,4	-94,4%	0,9	14,5	-93,9%	18,7	23,4	-20,2%
marża	0,3%	3,4%	-	0,3%	4,2%	-	3,4%	4,1%	-
EBIT	-2,8	1,4	-302,0%	-9,0	2,9	-408,6%	2,8	8,0	-64,7%
Zysk brutto	-5,7	0,6	-1 064,7%	-16,5	-1,4	1 071,0%	-6,3	2,0	-421,1%
Zysk netto	-5,8	1,3	-550,2%	-18,4	1,5	-1 340,7%	-5,6	8,2	-168,0%

Nadal strata operacyjna

W trzecim kwartale Sygnity w większym stopniu koncentrowało się na poprawie rentowności, w mniejszym na poziomie przychodów rezygnując z mniej rentownych zamówień. Nie przynosi to jednak póki co realnego wpływu na uzyskiwane przez Spółkę wyniki. Niższe przychody (-24,4% r/r) są rekompensowane przez nieco wyższą rentowność brutto na sprzedaży (19,7% wobec 17,9% osiągniętych w pierwszym półroczu), co przekłada się na stratę operacyjną porównywalną do osiągniętych w poprzednich dwóch kwartałach. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosą 21,5 mln PLN, przy 24,6 mln PLN kosztów rozpoznanych w trzecim kwartale ubiegłego roku. Saldo na działalności finansowej szacujemy na poziomie -2,9 mln PLN. Ponadto oczekujemy, że Spółka mimo straty brutto nie rozpozna z tego tytułu żadnego aktywa podatkowego.

Górnictwo i metale



Górnictwo węgla

Analityk:
Michał Marczak

JSW

Kupuj

P/E 2012 9,1 EV/EBITDA 2012 3,3
P/E 2013 12,5 EV/EBITDA 2013 3,8

Cena bieżąca 87,0 PLN
Cena docelowa 121,6 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	2 142,8	2 500,6	-14,3%	6 777,8	7 160,8	-5,3%	8 686,8	9 376,8	-7,4%
EBITDA	609,8	959,0	-36,4%	2 155,0	2 182,6	-1,3%	2 511,9	3 576,9	-29,8%
marża	28,5%	38,4%	-	31,8%	30,5%	-	28,9%	38,1%	-
EBIT	350,8	743,6	-52,8%	1 378,0	1 584,3	-13,0%	1 469,6	2 732,6	-46,2%
Zysk brutto	344,8	735,6	-53,1%	1 358,8	1 554,9	-12,6%	1 436,8	2 699,1	-46,8%
Zysk netto	271,4	583,7	-53,5%	1 054,5	1 085,8	-2,9%	1 139,1	2 086,6	-45,4%

Niższe ceny, wyższy wolumen sprzedaży

Trzeci kwartał będzie zbliżony nominalnymi wynikami do poprzednich trzech miesięcy, przy czym w 2Q spółka zaksięgowiała 130 mln PLN jednorazowej płatności na rzecz pracowników. Zakładamy, że średnie ceny węgla koksowego ukształtują się na poziomie 189,4 USD/t (-4,4% q/q) a koksu obniżą się o 7,2% q/q. W przypadku węgla energetycznego oczekujemy spadku średniego przychodu na tonę z 317 PLN/t do 290 PLN/t (-8,7% q/q). Niższe ceny zostaną częściowo zrekompensowane wyższym poziomem sprzedaży. W przypadku węgla koksowego będzie to wzrost o 1,7% q/q, a w przypadku węgla energetycznego +11% q/q. Zapasy węgla powinny ukształtować się na poziomie nieznacznie niższym niż na koniec czerwca (1,416 mln vs. 1,476 mln ton), gdzie spadną zapasy węgla koksowego a nieznacznie wzrosną energetycznego. Po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych w poprzednim kwartale, koszt jednostkowy produkcji węgla powinien utrzymać się na poziomie nieznacznie wyższym (+2% q/q). W 3Q spółka dokona odpisu wartości zapasów, w prognozie zakładamy, że będzie to kwota 50 mln PLN.



Metale

Analityk:
Michał Marczak

KGHM

Kupuj

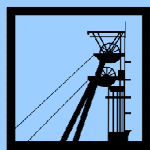
P/E 2012 6,5 EV/EBITDA 2012 4,0
P/E 2013 9,3 EV/EBITDA 2013 5,0

Cena bieżąca 162,5 PLN
Cena docelowa 165,4 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	4 727,3	5 243,8	-9,9%	15 231,2	15 244,7	-0,1%	26 290,6	22 107,2	18,9%
EBITDA	1 674,2	3 849,6	-56,5%	5 827,6	9 462,3	-38,4%	8 201,4	13 997,8	-41,4%
marża	35,4%	73,4%	-	38,3%	62,1%	-	31,2%	63,3%	-
EBIT	1 473,7	3 684,6	-60,0%	5 230,0	8 966,1	-41,7%	6 760,0	13 153,6	-48,6%
Zysk brutto	1 464,7	3 675,4	-60,1%	5 204,1	8 940,8	-41,8%	6 616,1	13 101,9	-49,5%
Zysk netto	1 064,4	3 201,2	-66,8%	4 014,6	7 520,2	-46,6%	5 004,3	11 004,4	-54,5%

Co pokaże Quadra

Otoczenie makro w 3Q było dla spółki nieco słabsze niż w poprzednim kwartale. Średnie ceny miedzi na LME wyniosły 7 700 USD/t, tj. -2,2% q/q. Cena srebra wzrosła o 1% q/q. Dodatkowo nieznacznie umocnił się PLN w stosunku do USD (+1% q/q). Największy jednak ujemny wpływ na wyniki w porównaniu z poprzednim kwartałem będzie miał spadek sprzedaży miedzi. Szacujemy, że obniży się on do 139 tys. ton z 148 tys. ton w 2Q. Z wielkości tej produkcja ze wsadów obcych utrzyma się na poziomie poprzedniego kwartału (37 tys. ton). Koszt jednostkowy uwzględniający już podatek od wydobycia miedzi wyniesie 18,4 tys. PLN w stosunku do 17 tys. PLN w poprzednim kwartale. Za jego wzrost odpowiada przede wszystkim wyższe obciążenie właśnie z tytułu podatku (przesunięcie płatności). Przy takich założeniach oczekujemy, że spółka na poziomie jednostkowym wypracuje 1,06 mld PLN zysku netto. Na poziomie skonsolidowanym oczekujemy wyniku wyższego o ok. 50 mln PLN. W przypadku Quadra zakładamy, że zysk netto spółki zależnej wyniesie 70 mln PLN – przy czym ryzyko popełnienia błędu w tym przypadku jest duże. Poprzedni kwartał charakteryzowały w jej wykonaniu aż trzy zdarzenia jednorazowe, które istotnie obciążały zyski.



Górnictwo węgla

LW Bogdanka Akumuluj

Analityk:

Michał Marczak

P/E 2012 13,7

P/E 2013 11,0

EV/EBITDA 2012 6,3

EV/EBITDA 2013 5,1

Cena bieżąca 124,3 PLN

Cena docelowa 132,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	494,1	283,7	74,2%	1 352,6	865,8	56,2%	1 930,9	1 301,3	48,4%
EBITDA	179,1	75,5	137,4%	544,5	220,7	146,8%	735,0	450,6	63,1%
marża	36,3%	26,6%	-	40,3%	25,5%	-	38,1%	34,6%	-
EBIT	106,4	31,3	240,0%	319,2	101,6	214,3%	416,8	265,7	56,8%
Zysk brutto	104,9	32,1	227,0%	318,2	109,0	192,1%	271,9	288,2	-5,7%
Zysk netto	82,8	25,9	220,1%	256,0	87,9	191,2%	308,5	221,2	39,5%

Udany kwartał pomimo spadku wydobywania

W 3 kwartale wydobywanie węgla w LWB wyniosło 1,893 mln ton, tj. o 5,14% mniej niż w poprzednim kwartale i o 13,2% mniej niż w rekordowym 4Q2011. Za spadające wydobywanie odpowiadają trudne warunki geologiczne. Z danych miesięcznych wynika, że w samym 3 kwartale produkcja węgla nadal obniżała się z miesiąca na miesiąc. Jeszcze w lipcu wynosiła 650 tys. ton, we wrześniu spadła do 618,5 tys. ton. Pomimo spadającego wydobywania, spółka powinna zwiększyć sprzedaż węgla, co wynika z początku sezonu zakupowego w energetyce. Na koniec czerwca Bogdanka miała ponad 320 tys. ton węgla na zapasach. Na koniec września oczekujemy, że poziom ten zmniejszy się do 111 tys. ton, co oznacza, że spółka zrealizuje sprzedaż kwartalną na poziomie 2,1 mln ton – o 17% więcej niż w poprzednim kwartale. Zakładamy, że średni przychód na tonę sprzedanego węgla wyniesie 227 PLN (-1,9% q/q). Jednostkowy koszt wydobywania szacujemy na 184 PLN (-1,2% q/q). Wysoki poziom kosztu jednostkowego utrzyma się do kolejnego kwartału, kiedy oczekujemy wreszcie wyższego wydobywania.

Przemysł



Przemysł

Analityk:
Jakub Szkopek

Alchemia

Kupuj

P/E 2012 12,0 EV/EBITDA 2012 6,3
P/E 2013 9,6 EV/EBITDA 2013 4,8

Cena bieżąca 5,3 PLN
Cena docelowa 6,2 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	303,0	294,1	3,0%	942,8	847,5	11,3%	1 256,1	1 156,0	8,7%
EBITDA	33,7	44,5	-24,3%	102,7	121,2	-15,2%	172,5	194,3	-11,2%
marża	11,1%	15,1%	-	10,9%	14,3%	-	13,7%	16,8%	-
EBIT	24,2	27,7	-12,6%	74,3	80,0	-7,1%	117,3	141,7	-17,2%
Zysk brutto	23,1	29,9	-22,7%	67,5	78,2	-13,7%	112,9	138,3	-18,4%
Zysk netto	18,7	24,0	-22,1%	53,7	62,9	-14,6%	91,5	118,3	-22,7%

Nie należy się wiele spodziewać po 3Q'12

W 3Q'12 spodziewamy się, że sprzedaż sięgnie 303,0 mln PLN i będzie o 3,0% r/r wyższa. Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży segmentu rur stalowych bez szwu wzrosną w 3Q'12 o około 17% r/r, głównie w rezultacie akwizycji WRA w XII'11. W rzeczywistości spodziewamy się, że obłożenie mocy produkcyjnych znajdować się będzie na poziomie około 80%, czyli zbliżonym / nieco niższym niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Zakładamy również spadek przychodów w Hucie Bankowa w rezultacie wyhamowania produkcji przemysłowej. Spodziewamy się 7% r/r spadku sprzedaży wyrobów kutych, 1% r/r spadku obrotu wyrobów stalowych długich oraz 1,3% r/r spadku sprzedaży pierścieni kuto-walcowanych. Na poziomie operacyjnym spodziewamy się, że spadek obłożenia mocy produkcyjnych w Hucie Bankowa doprowadzi do zmniejszenia rentowności EBITDA z 15,1% w 3Q'11 do 11,1% w 3Q'12. Spodziewamy się ujemnej dynamiki wyników operacyjnych i netto w 3Q'12. Po 1-3Q'12 nasza całoroczna prognoza przychodów wykonana będzie w 75% na poziomie przychodów ze sprzedaży, 60% EBITDA i 59% zysku netto.

Przemysł
spożywczy

Analityk:
Jakub Szkopek

Astarta

Kupuj

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

Cena bieżąca 65,0 PLN
Cena docelowa 74,0 PLN

(mln UAH)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 013,7	806,6	25,7%	2 520,2	2 114,3	19,2%	4 212,6	3 385,5	24,4%
EBITDA	494,8	477,8	3,6%	1 241,1	1 232,6	0,7%	1 226,7	1 236,0	-0,8%
marża	48,8%	59,2%	-	49,2%	58,3%	-	29,1%	36,5%	-
EBIT	431,6	426,1	1,3%	1 051,6	1 097,1	-4,1%	1 012,6	1 041,1	-2,7%
Zysk brutto	379,4	414,9	-8,5%	917,3	1 089,1	-15,8%	821,5	1 003,6	-18,1%
Zysk netto	382,5	416,7	-8,2%	934,1	1 058,1	-11,7%	801,7	976,1	-17,9%

Wyniki zbliżone do 3Q'11, po 3Q'12 całoroczna prognoza zostanie wykonana

W 3Q'12 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży sięgną 1,0 mld UAH i będą o 25,7% r/r wyższe. Oczekujemy wzrostu wolumenu sprzedaży na wszystkich liniach produktowych (cukier + 66% r/r; zboże +12% r/r; mleko +46% r/r). Ceny mleka i cukru w 3Q'12 znajdowały się na poziomach znacznie niższych niż w analogicznym okresie roku ubiegłego (odpowiednio -40% r/r i -32% r/r), a zboże było o średnio 5% r/r wyższe. Oczekujemy, że w wyniku mniej sprzyjających cen marża brutto ze sprzedaży w 3Q'12 spadnie do 24,5% z 33,7% w 3Q'11. Pozytywnie do wyników kontrybuować powinny przeszacowania aktywów biologicznych związanych z żywym inwentarzem (na przestrzeni 3Q'12 cena mleka wzrosła o 33%, co generować będzie pozytywne przeszacowanie na poziomie 208 mln UAH). Wysoki, pozytywny efekt powinna nieść rewaluacja aktywów biologicznych do wartości godziwej, gdyż w 3Q'12 ceny zbóż dalej rosły, a Spółka koryguje wcześniejsze wyceny zboża o wartość w momencie zbiorów. Gdy ta ostatnia przewyższa wcześniej zaksięgowane zyski, to w momencie zbiorów rozpoznawana jest dodatkowa nadwyżka (spodziewamy się +79,5 mln UAH). Na poziomie działalności finansowej nie spodziewamy się żadnych efektów związanych z negative goodwill nowo nabywanych aktywów (w 3Q'11 +26,6 mln UAH). Oczekujemy negatywnych różnic kursowych (-3,2 mln UAH) związanych z przeszacowaniem wartości portfela kredytów kwotowanych w walutach obcych w wyniku osłabienia się UAH do EUR. Po trzech kwartałach 2012 roku według nas Spółka osiągnie wynik na poziomie naszej całorocznej prognozy wyników.

**Przemysł**

Analityk:
Jakub Szkopek

Boryszew**Trzymaj**

P/E 2012 8,4 EV/EBITDA 2012 6,2
P/E 2013 13,8 EV/EBITDA 2013 7,8

Cena bieżąca 0,55 PLN
Cena docelowa 0,60 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 073,7	1 075,8	-0,2%	3 592,5	3 135,3	14,6%	4 551,7	4 332,8	5,1%
EBITDA	66,9	89,1	-24,9%	213,7	282,1	-24,2%	401,2	351,0	14,3%
marża	6,2%	8,3%	-	5,9%	9,0%	-	8,8%	8,1%	-
EBIT	40,3	63,5	-36,6%	159,8	202,6	-21,1%	296,9	253,3	17,2%
Zysk brutto	35,6	57,6	-38,3%	130,2	188,1	-30,8%	246,5	230,1	7,1%
Zysk netto	17,2	38,7	-55,6%	65,2	108,7	-40,0%	147,9	145,4	1,7%

Baza 3Q'11 wysoka w rezultacie efektów jednorazowych

W 3Q'12 szacujemy, że przychody ze sprzedaży wyniosły 1073,7 mln PLN i były o 0,2% r/r niższe. Spadkowej wartości obrotu spodziewamy się w Grupie Impexmetal (-11 % r/r), segmencie polimerów i poliestrów (-21% r/r), produktów chemicznych (-20% r/r) oraz segmencie automotive (-19,8% r/r) (spadek sprzedaży Maflow). Szacujemy, że wynik operacyjny Grupy w 3Q'12 sięgnie 40,3 mln PLN i będzie o 36,6% r/r niższy. Warto zauważyć, że w 3Q'11 Spółka zaksięgowiała 25,0 mln PLN wyniku na pozostałej działalności operacyjnej, co związane było z przejściem zadłużenia AKT Czechy za symboliczną opłatą (+24,1 mln PLN), wynikiem na sprzedaży aktywów trwałych (+7,5 mln PLN) oraz aktualizacją wartości aktywów (-8,4 mln PLN). Gdyby nie efekty jednorazowe, to wyniki operacyjne w 3Q'12 byłyby zbliżone do tych osiągniętych w analogicznym okresie roku ubiegłego. Na poziomie działalności finansowej zakładamy, że Spółka zaksięguje 2 mln PLN zysku na transakcjach hedgingowych (w związku ze wzrostem cen metali na rynkach finansowych) oraz 6 mln PLN zysku na inwestycji w akcje spółki Polimex-Mostostal (zakładamy średnią cenę nabycia 0,65 PLN). W naszej prognozie na 3Q'12 nie uwzględniamy potencjalnego przeszacowania wartości gruntu na Łuckiej (+65 mln PLN). Spółka w informowała, że w 3Q'12 nie uzyskała pozwolenia na budowę, w związku z czym przeszacowanie gruntu jest mało prawdopodobne. Gdyby jednak pozwolenie zostało zatwierdzone przed publikacją wyników kwartalnych, wówczas według nas istnieje możliwość uwzględnienia tego efektu w wynikach.

**Przemysł elektromaszynowy**

Analityk:
Jakub Szkopek

Famur**Redukuj**

P/E 2012 10,9 EV/EBITDA 2012 5,9
P/E 2013 16,9 EV/EBITDA 2013 7,5

Cena bieżąca 4,72 PLN
Cena docelowa 4,1 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	364,2	212,3	71,6%	1 087,3	615,3	76,7%	1 288,0	922,6	39,6%
EBITDA	116,1	69,7	66,7%	327,7	195,9	67,3%	415,9	262,0	58,8%
marża	31,9%	32,8%	-	30,1%	31,8%	-	32,3%	28,4%	-
EBIT	87,7	43,7	100,8%	271,8	113,5	139,6%	293,3	154,2	90,2%
Zysk brutto	89,3	23,8	275,3%	264,3	94,7	179,1%	277,6	133,8	107,5%
Zysk netto	65,5	20,8	214,1%	197,2	91,4	115,7%	208,8	95,2	119,3%

Jeden z ostatnich udanych kwartałów

W 3Q'12 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży wyniosą 364,2 mln PLN i będą o 71,6% r/r wyższe. W 3Q'12 Spółka nadal będzie pracowała nad realizacją rekordowo wysokich zamówień, jakie zdobyła w na przełomie 2011 i 2012 roku, w wyniku czego przychody segmentów maszyn górniczych i systemów transportu wzrastać powinny o odpowiednio 44% i 46% r/r. Zakładamy, że w 3Q'12 Spółka zrealizuje sprzedaż węgla w ramach obligacji KHW w wysokości 25 mln PLN. Szacujemy, że w 3Q'12 Spółka w przeciwieństwie do IH'12 zaksięguje wyższe koszty sprzedaży, co związane jest z dostawą obudów na rynek krajowy i zagraniczny (7 mln PLN). Zakładamy, że wynik operacyjny 3Q'12 sięgnie 87,7 mln PLN i będzie o 100,8% r/r wyższy. Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się pozytywnej wyceny kontraktów zabezpieczających przyszłe płatności walutowe o wysokości +3,4 mln PLN (na koniec IH'12 Spółka miała 96,8 mln PLN zabezpieczonej kwoty). Spodziewamy się również pozytywnego efektu na przeszacowaniu wartości portfela kredytów kwotowanych w walutach obcych (kredyt 10,3 mln EUR w Famur S.A.) w wysokości +1,5 mln PLN. Naszym zdaniem 3Q'12 będzie ostatnim rekordowo wysokim pod względem wyniku kwartałem, w związku z czym bardzo dobre wyniki wykorzystywalibyśmy do zmniejszania pozycji na akcjach producenta maszyn i urządzeń dla górnictwa.

**Metale**

Analitik:
Jakub Szkopek

Impexmetal**Kupuj**

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

Cena bieżąca 3,66 PLN
Cena docelowa 5,70 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	624,0	698,7	-10,7%	1 953,5	2 158,9	-9,5%	2 485,3	2 806,1	-11,4%
EBITDA	45,1	51,1	-11,8%	132,8	166,8	-20,4%	224,9	202,0	11,3%
marża	7,2%	7,3%	-	6,8%	7,7%	-	9,0%	7,2%	-
EBIT	30,7	35,1	-12,7%	88,0	121,9	-27,9%	166,1	142,0	17,0%
Zysk brutto	32,1	25,9	23,8%	86,9	110,2	-21,1%	155,9	126,6	23,1%
Zysk netto	27,1	21,4	27,1%	61,3	86,2	-28,9%	132,5	104,6	26,7%

Pierwszy kwartał niskiej bazy wyników

W 3Q'12 szacujemy, że przychody ze sprzedaży wyniosły 624,0 mln PLN i były o 10,7% r/r niższe. Spodziewamy się, że w 3Q'12 wolumeny sprzedaży Grupy wyniosły 46,1 tys. ton i były o 2,8% r/r wyższe. Ilościowego wzrostu sprzedaży oczekujemy w segmencie aluminium (+18,6% r/r) i stabilnego w cynku i ołowiu. W segmencie miedzi zakładamy 16% spadek sprzedaży, co związane jest z jednej strony ze spowolnieniem, z drugiej zaś z wysokimi cenami miedzi, co zachęca odbiorców do poszukiwania substytutów. Spodziewamy się, że wynik operacyjny w 3Q'12 sięgnie 30,7 mln PLN. Wzrost wyniku EBIT spodziewany jest jedynie w segmencie cynku (+22% r/r) (co związane jest z nadal utrzymującym się dużym popytem na blachy cynkowe) oraz miedzi (+15% r/r, co wynika z poprawy polityki zakupowej w WM Dziedzice). W pozostałych segmentach spodziewamy się spadku wyników operacyjnych między 12-29% r/r (największy w segmencie ołowiu, gdzie w 3Q'12 miał miejsce spadek marży przerobowych zużytych akumulatorów). Na poziomie działalności finansowej zakładamy, że Spółka zaksięguje 1,5 mln PLN zysku na transakcjach hedgingowych (w związku ze wzrostem cen metali na rynkach finansowych) oraz 6 mln PLN zysku na inwestycji w akcje spółki Polimex-Mostostal (zakładamy średnią cenę nabycia 0,65 PLN). W naszej prognozie na 3Q'12 nie uwzględniamy potencjalnego przeszacowania wartości gruntu na Łuckiej (+65 mln PLN). Spółka w informowała, że w 3Q'12 nie uzyskała pozwolenia na budowę, w związku z czym przeszacowanie gruntu jest mało prawdopodobne. Gdyby jednak pozwolenie zostało zatwierdzone przed publikacją wyników kwartalnych, wówczas według nas istnieje możliwość uwzględnienia tego efektu w wynikach.

**Przemysł spożywczy**

Analitik:
Jakub Szkopek

Kernel**Redukuj**

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

Cena bieżąca 67,8 PLN
Cena docelowa 62,5 PLN

(mln USD)	IQ12/13P	IQ11/12	zmiana	2012/13P	2011/12	zmiana	2013/14P	2012/13P	zmiana
Przychody	529,8	391,5	35,3%	2 631,6	2 169,2	21,3%	2 664,6	2 631,6	1,3%
EBITDA	76,3	45,1	69,1%	402,7	324,6	24,1%	413,2	402,7	2,6%
marża	14,4%	11,5%	-	15,3%	15,0%	-	15,5%	15,3%	-
EBIT	57,1	31,0	84,5%	326,1	255,8	27,5%	337,0	326,1	3,3%
Zysk brutto	33,4	26,7	25,1%	255,5	194,4	31,4%	267,1	255,5	4,5%
Zysk netto	32,4	33,0	-1,7%	236,1	213,8	10,4%	247,1	236,1	4,7%

Baza 1Q'12 na niskim poziomie, coraz większy koszt obsługi zadłużenia

W 1Q'13 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży Grupy wyniosą 529,8 mln USD i będą o 35,3% r/r wyższe. Zakładamy spadek przychodów w segmencie związanym z produkcją oleju słonecznikowego butelkowanego o 30% r/r i wzrost w segmencie oleju luzem o 48% r/r. Zakładamy, że w związku z wysokimi wolumenami eksportu zboża obserwowanymi w 3Q'12 na rynku Ukraińskim, Spółce w minionym kwartale udało się wyeksportować 22% większy wolumen niż w analogicznym okresie roku ubiegłego (zakładamy, że eksport zboża własnej produkcji sięgnie 0,3 mln ton, a zboża handlowanego 0,2 mln ton). Spodziewamy się, że Spółce udało się uplasować około 20 tys. ton cukru. Wartość EBITDA w 3Q'12 zakładamy na poziomie 76,3 mln USD. Spodziewamy się spadku wartości generowanej EBITDA na tonę przerabianego słonecznika w segmentach oleju butelkowanego i oleju luzem (o odpowiednio 10 i 19%), co związane jest z obserwowanymi spadającymi marżami na rynku lokalnym. Szacujemy, że Spółce uda się odbudować marżę na handlu zbożem. Nie zakładamy strat na działalności handlowej, jakie w ubiegłym roku odnotowała Spółka z początkiem roku (w segmencie handlu zboża -5,4 mln USD EBITDA). W 3Q'12 oczekujemy, że na znacznie wyższym poziomie będzie się znajdować koszt finansowania długu (23,7 mln USD wobec 12,3 mln USD w 3Q'11), co związane jest ze wzrostem zadłużenia na przestrzeni roku z 322 mln USD na koniec IH'11 do 652 mln USD na koniec IH'12. Oczekujemy dodatnich dynamik na poziomie przychodów, EBITDA i EBIT oraz spadkowych netto. Wyniki za 1Q'12/13 Spółka zaraportuje 27 listopada, natomiast wcześniej (29 października) zostanie przedstawiona prognoza Zarządu na rok obrotowy 2012/2013.

**Metale**

Analityk:
Jakub Szkopek

Kęty

P/E 2012 10,9
P/E 2013 13,2

EV/EBITDA 2012 6,2
EV/EBITDA 2013 6,7

Trzymaj

Cena bieżąca 123,1 PLN
Cena docelowa 119,7 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	456,1	411,3	10,9%	1 197,9	1 099,2	9,0%	1 465,3	1 489,7	-1,6%
EBITDA	74,9	70,2	6,8%	184,8	171,6	7,7%	217,9	221,6	-1,7%
marża	16,4%	17,1%	-	15,4%	15,6%	-	14,9%	14,9%	-
EBIT	55,2	52,7	4,7%	124,3	120,5	3,2%	139,0	151,1	-8,0%
Zysk brutto	53,2	42,9	24,1%	119,6	104,2	14,8%	129,2	129,4	-0,1%
Zysk netto	42,1	34,0	23,5%	97,8	83,8	16,8%	104,7	114,2	-8,4%

Pozytywna dynamika w 3Q'12 oraz prawdopodobne podwyższenie prognozy

W 3Q'12 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży wyniosą 456,1 mln PLN i będą o 10,9% r/r wyższe. Zarząd w komunikacie giełdowym przedstawił, że w 3Q'12 koniunktura na produkty Grupy Kapitałowej utrzymała się na dobrym poziomie. Największa pozytywna dynamika spodziewana jest w segmentach Usług Budowlanych (+43% r/r) oraz Systemów Aluminiowych (+7% r/r). Sprzedaż pozostałych segmentów osiągnęła poziom porównywalny do poprzedniego roku. Według naszych szacunków wynik EBITDA w 3Q'12 wyniósł 74,9 mln PLN i był o 6,8% r/r wyższy. Saldo działalności finansowej w 3Q'12 wyniosło około -1,5 mln PLN wobec -9,8 mln PLN w 3Q'11 (w 3Q'11 Grupa Kęty zanotowała ujemny wpływ różnic kursowych na poziomie -10,0 mln PLN związanych z wyceną kredytów kwotowanych w walutach obcych; w 3Q'12 na przestrzeni kwartału złotówka umocniła się do EUR i USD, w związku z czym efekt wyceny kredytów był dodatni). W konsekwencji wyniku na różnicach kursowych zysk netto w 3Q'12 wyniósł 42,1 mln PLN (+23,5% r/r; bez uwzględnienia strat na różnicach kursowych w 3Q'11 wynik netto 3Q'12 byłby o 4% r/r niższy). Po 1-3Q'12 całoroczna prognoza Zarządu wykonana będzie w 79% na poziomie przychodów, 82,9% na EBITDA, 88,2% na EBIT, 93,9% na zysku netto. Spodziewamy się, że po wynikach za 3Q'12 Zarząd z uwagi na wyższy od oczekiwanego efekt dodatnich różnic kursowych i niższe wartości amortyzacji (po 1-3Q'12 wykonanie 73,8%) zrewiduje w górę prognozę zysku operacyjnego i zysku netto.

**Przemysł elektromaszynowy**

Analityk:
Jakub Szkopek

Kopex

P/E 2012 15,3
P/E 2013 16,2

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

Redukuj

Cena bieżąca 19,65 PLN
Cena docelowa 16,7 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	510,7	677,4	-24,6%	1 470,7	1 836,1	-19,9%	2 031,3	2 126,3	-4,5%
EBITDA	74,3	69,1	7,5%	175,6	213,4	-17,7%	287,2	274,7	4,5%
marża	14,5%	10,2%	-	11,9%	11,6%	-	14,1%	12,9%	-
EBIT	45,0	40,6	11,1%	87,5	137,0	-36,1%	176,1	172,0	2,4%
Zysk brutto	32,1	72,0	-55,4%	54,6	149,4	-63,5%	122,2	186,0	-34,3%
Zysk netto	27,4	60,1	-54,4%	36,3	114,7	-68,3%	95,7	153,5	-37,6%

Zysk netto przedmiotem negatywnego zaskoczenia

W 3Q'12 szacujemy, że przychody ze sprzedaży wyniosły 510,7 mln PLN i były o 24,6% niższe r/r. Spadek obrotów, to głównie efekt dekonsolidacji zależnego Tagao w 4Q'11 oraz sprzedaży części udziałów w spółce zależnej Hansen w 3Q'11. Solidny wzrost przychodów powinien naszym zdaniem być widoczny w segmencie usług górniczych (+71,7% r/r) w wyniku realizacji nowych robót poziomych. Spadek natomiast prognozujemy w nisko marżowych segmentach sprzedaży węgla (-73% r/r) dla oraz maszyn i urządzeń dla przemysłu (-77%; w efekcie restrukturyzacji spółek wchodzących w skład segmentu). Wynik operacyjny Grupy szacujemy na poziomie 45 mln PLN. Negatywnie na poziomie działalności finansowej powinno wpływać umocnienie PLN do EUR w związku z przeszacowaniem wartości pożyczek w wewnątrzgrupowych - ujemne różnice kursowe na poziomie około 3,0 mln PLN. Wynik netto w 3Q'12 kształtować się powinien na poziomie 27,4 mln PLN (-54,4% r/r). Warto zauważyć, że w 3Q'11 Spółka na poziomie wyniku brutto zaksięgowała jednorazowy zysk w wysokości 23,7 mln PLN, w związku z utratą kontroli nad jedną ze spółek zależnych. Gdyby nie efekt jednorazowy, to wynik netto w 3Q'12 byłby o 15% niższy niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Po znakomitym 2Q'12 wynik 3Q'12 będzie prawie o połowę niższy (27,4 mln PLN). Uważamy, że mogłoby to negatywnie wpłynąć na sentyment do akcji Spółki w okresie wyników.



Materiały budowlane

Analityk:
Jakub Szkopek

Rovese

Redukuj

P/E 2012 - EV/EBITDA 2012 12,0
P/E 2013 21,9 EV/EBITDA 2013 9,1
Cena bieżąca 2,61 PLN
Cena docelowa 2,4 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	496,2	461,8	7,4%	1 294,8	1 256,9	3,0%	1 739,2	1 638,2	6,2%
EBITDA	65,0	78,4	-17,1%	145,4	210,1	-30,8%	193,4	250,7	-22,8%
marża	13,1%	17,0%	-	11,2%	16,7%	-	11,1%	15,3%	-
EBIT	34,8	49,8	-30,1%	52,7	126,2	-58,3%	75,7	135,8	-44,2%
Zysk brutto	55,2	67,1	-17,8%	58,7	83,9	-30,0%	5,7	102,9	-94,4%
Zysk netto	50,2	49,0	2,6%	45,0	55,8	-19,4%	-1,3	87,8	-

Wysoka baza 3Q'11, ujemna dynamika wyników operacyjnych

W 3Q'12 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży Grupy wyniosą 496,2 mln PLN i będą o 7,4% r/r wyższe. Spodziewamy się, że wolumen sprzedaży płytek ceramicznych w 3Q'12 wzrośnie o 7,6% r/r, a ceramiki sanitarnej +5,0% r/r. Wzrost wolumenów sprzedaży to naszym zdaniem efekt sprzedaży zalegających zapasów na rynkach ościennych. W rzeczywistości udział Spółki na rynku krajowym spada, co negatywnie wpływa na obłożenie mocy produkcyjnych i generowane marże. Spodziewamy się dodatkowo, że sprzedawany na rynkach ościennych towar będzie negatywnie wpływał na poziom generowanej marży (cena sprzedaży bliska kosztowi wytworzenia). Ujemny efekt powinna nieść również wyższa taryfa gazowa, która obowiązuje na terenie kraju od kwietnia bieżącego roku. Szacujemy, że wynik operacyjny w 3Q'12 sięgnie 34,8 mln PLN (-30,1% r/r), a EBITDA 65,0 mln PLN (-17,1% r/r). Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się dodatnich różnic kursowych na poziomie +29,7 mln PLN, związanych z przeszacowaniem wartości portfela kredytów w walutach obcych (na przestrzeni kwartału złotówka umocniła się do EUR i USD o odpowiednio 3,5% i 6,2%). Kursy walutowe przyjęte przez nas do kalkulacji wpływu różnic kursowych to EUR/PLN 4,11; USD/PLN 3,18; RON/PLN 0,91; EUR/RON 4,54; EUR/UAH 10,29. Szacujemy, że na koniec 3Q'12 dług netto do EBITDA za ostatnie cztery kwartały przekroczy poziom zapisany w umowach kredytowych (4,0x). Nie będzie to jednak miało wpływu na wzrost kosztów odsetkowych w związku z faktem, że kowenanty weryfikowane są na koniec roku, a dodatkowo ostatnie NWZA zgodziło się na dokapitalizowanie Spółki dodatkowymi środkami pieniężnymi.

Budownictwo



Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Budimex

Akumuluj

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

Cena bieżąca 54,0 PLN
Cena docelowa 65,1 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 602,6	1 573,8	1,8%	4 486,3	3 822,7	17,4%	5 634,5	5 516,7	2,1%
EBITDA	34,3	99,2	-65,4%	119,0	258,2	-53,9%	253,3	349,8	-27,6%
marża	2,1%	6,3%	-	2,7%	6,8%	-	4,5%	6,3%	-
EBIT	20,2	91,5	-78,0%	76,6	237,0	-67,7%	215,4	319,4	-32,6%
Zysk brutto	33,8	92,5	-63,5%	92,4	240,7	-61,6%	224,6	326,6	-31,2%
Zysk netto	27,4	74,1	-63,1%	49,5	193,9	-74,5%	181,9	260,9	-30,3%

Duża poprawa w bilansie; rachunek wyników pod wpływem rezerw i zdarzeń jednorazowych

Wyniki Q3 2012 zaprezentują sprzeczne tendencje. Pozytywną wiadomością będzie duża poprawa sytuacji bilansowej - Grupa zgodnie z naszą prognozą zaprezentuje 0,7 mld PLN gotówki netto (Q2 2012: 0,3 mld PLN). Duży dodatni operacyjny cash flow to wynik efektu bazy (czerwiec zakończył się większym niż zazwyczaj wpływem gotówki); ale i wcześniejszych płatności, wdrożonych przez GDDKiA. Na poziomie rachunku zysków i strat, wyniki Q3 2012 nie będą raczej robić dobrego wrażenia. Wynik już na poziomie brutto na sprzedaży obciążą rezerwy na straty na kontraktach (około 50 mln PLN) oraz konsolidacja strat PNI (około 25 mln PLN). Z uwagi na zawiązane rezerwy, oczekujemy niskiej marży brutto na sprzedaży (3,5%) i zbliżonego do zera wyniku na sprzedaży. W Q3 2012 zyski Budimex wygeneruje dzięki rozpoznaniu przychodów z otrzymanych odszkodowań (m.in. obwodnica Augustowa, pozostałe przychody operacyjne: 20,5 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej, oczekujemy 13,6 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto (w tym około 10,5 mln PLN z tytułu odsetek od otrzymanych odszkodowań). Po Q4 2012 oczekujemy poprawy rentowności brutto (brak rezerw na straty, nadal 25 mln PLN strat operacyjnych PNI). W Q4 2012 oczekujemy też mniejszego niż w Q3 przyrostu gotówki netto q/q. Ogólnie w całym roku zysk netto wyniesie 70-80 mln PLN. Nasza aktualna prognoza zostanie skorygowana. Prognoza ta nie uwzględnia bezgotówkowych dla Grupy Budimex strat związanych z akwizycją PNI (odpis w Q2: 45 mln PLN, oczekiwane straty operacyjne w H2 2012: 50 mln PLN).



Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Elektrobudowa Trzymaj

P/E 2012 14,5 EV/EBITDA 2012 9,4
P/E 2013 13,1 EV/EBITDA 2013 8,5

Cena bieżąca 116,4 PLN
Cena docelowa 95,7 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	264,2	240,1	10,1%	714,4	612,6	16,6%	1 008,2	945,2	6,7%
EBITDA	16,6	22,3	-25,9%	33,1	41,2	-19,7%	58,0	61,2	-5,2%
marża	6,3%	9,3%	-	4,6%	6,7%	-	5,8%	6,5%	-
EBIT	13,5	19,1	-29,2%	23,9	31,6	-24,4%	44,9	49,3	-8,9%
Zysk brutto	14,4	18,3	-21,4%	27,4	30,6	-10,6%	47,1	49,1	-4,1%
Zysk netto	11,7	12,5	-6,3%	22,7	23,4	-2,9%	38,2	38,1	0,3%

Solidny Q3 2012, wypłata dywidendy, prognozy wymagają dalszej poprawy wyników w Q4 2012

Oczekujemy dobrego 3 kwartału. Przychody powinny być zbliżone q/q, znacznie lepsza będzie za to marża brutto na sprzedaży (Q3 2012: 7,5%, Q2 2012: 3,5%). Przyczyną słabych wyników Q2 2012 był segment przemysłu (-10,2 mln PLN, rozliczenie m.in. kontraktu na wykonanie prac na Stadionie Narodowym). W Q3 2012 negatywne zdarzenia jednorazowe i pogorszenie marż w segmencie już nie wystąpią. Oczekujemy, że wyniki pozostałych segmentów będą stabilne i porównywalne q/q. Zakładamy 0,9 mln PLN pozostałych przychodów finansowych. Saldo gotówki netto spadnie. Związane jest to głównie z wypłatą w Q3 2012 dywidendy (19 mln PLN) oraz z wydatkami kapitałowymi. Podsumowując, po 3Q wynik netto Elektrobudowy będzie zgodnie z naszą prognozą nieznacznie niższy r/r. Zarząd prognozuje, że Grupie uda się w 2012 roku osiągnąć 38,5 mln PLN zysku netto. Cel ten jest realny, choć ambitny - wymaga bardzo dobrego wyniku w Q4 2012. Sądzymy, że nie można wykluczyć, że całoroczny wynik będzie nieznacznie niższy (prognozy generalnie dopuszczają odchylenia o +/- 10%). Liczymy, że w 2013 roku wyniki Grupy będą zbliżone, a w 2014 roku się poprawią. Spółka jest notowana ze sporą premią na tle sektora, z perspektywy roku 2012 i 2013.

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Erbud**Kupuj**

P/E 2012 11,2
P/E 2013 9,8

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

Cena bieżąca 15,2 PLN
Cena docelowa 17,5 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	336,3	424,9	-20,8%	939,7	1 109,4	-15,3%	1 213,7	1 527,8	-20,6%
EBITDA	9,5	8,5	11,5%	27,3	-15,4	-277,8%	35,5	-4,5	-888,9%
marża	2,8%	2,0%	-	2,9%	-1,4%	-	2,9%	-0,3%	-
EBIT	7,6	6,8	13,0%	21,8	-21,0	-204,0%	27,7	-12,3	-325,2%
Zysk brutto	7,1	6,7	5,3%	17,9	-25,5	-170,3%	21,6	-21,0	-202,9%
Zysk netto	5,4	4,0	34,1%	13,3	-24,7	-154,0%	17,0	-20,4	-183,3%

Stabilne wyniki Q3 2012, oczekiwana poprawa q/q

Przewidujemy, że wyniki Q3 2012 będą lepsze q/q, tak z uwagi na nieznacznie wyższy zysk (5,4 vs. 4,7 mln PLN), jak i przepływy operacyjne (brak wzrostu długu w Q3 2012). Zakładamy, że w przeciwieństwie do Q2 2012, struktura wyników w segmentach będzie już ustabilizowana i może być postrzegana przez rynek jako lepsza. Dla porównania - w Q2 2012 Erbud wygenerował stratę brutto na sprzedaży w segmencie generalnego wykonawstwa (ujemna rewizja budżetów kontraktów) oraz wyjątkowo wysoką marżę brutto w drogownictwie (39,1%, efekt rozliczenia kontraktów na budowę farm wiatrowych, rozliczanych podobnie, jak kontrakty dewelopersko-budowlane PA Nova - całość marży na koniec budowy). W generalnym wykonawstwie w Q3 2012 marże będą dodatnie. Marże nie uległy pogorszeniu, m.in. dlatego, że Spółka z zasady nie dokonuje rewizji budżetów kontraktów na koniec Q3. W drogownictwie marże będą dobre, ale nie nadzwyczajne - w Q3 2012 Erbud nie rozliczy żadnego kontraktu na budowę farmy wiatrowej. Porównywalnie dobrego do Q2 2012 wyniku na eksporcie spodziewamy się w Q3 2012. Nie przewidujemy w Q3 2012 istotnych zdarzeń jednorazowych. Koszty ogólne zakładamy na zbliżonym poziomie q/q. Zakładamy wstępnie, że wynik Q4 2012 będzie sezonowo słabszy niż w Q3 (niższe przychody), co w efekcie pozwoli na realizację naszej tegorocznego prognozy. W Q4 2012 spodziewany jest za to spadek zadłużenia. Wraz z wynikami Q3 2012 mogą być zaprezentowane pierwsze oczekiwania Spółki dotyczące roku 2013. Ostrożnie zakładamy stosunkowo niewielką poprawę wyników r/r.

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Mostostal Warszawa Trzymaj

P/E 2012 -
P/E 2013 9,8

EV/EBITDA 2012 15,8
EV/EBITDA 2013 4,0

Cena bieżąca 13,4 PLN
Cena docelowa 14,4 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	798,6	941,3	-15,2%	2 461,1	2 366,8	4,0%	2 955,2	3 396,3	-13,0%
EBITDA	3,5	-17,5	-120,1%	15,0	13,2	14,0%	27,6	-104,7	-126,4%
marża	0,4%	-1,9%	-	0,6%	0,6%	-	0,9%	-3,1%	-
EBIT	-5,5	-28,0	-80,3%	-12,1	-16,8	-28,4%	-14,0	-144,8	-90,3%
Zysk brutto	-10,9	-29,6	-63,1%	-24,7	-16,7	48,1%	-22,2	-149,1	-85,1%
Zysk netto	-5,2	-22,0	-76,4%	-21,3	-13,4	59,1%	-27,4	-124,5	-78,0%

Niskie marże, wzrost zadłużenia, bez nowych roszczeń w wynikach

Kolejny kwartał pod znakiem niskich marż. Spółka na koniec Q3 2012 dokonuje rewizji budżetów kontraktów, zważywszy jednak na brak wzrostu kosztów budowy, nie spodziewamy się istotnej negatywnej kontrybucji. Marż pozostaną słabe, gdyż kontrakty z segmentu publicznego mają niską rentowność. Zakładamy marżę brutto na poziomie 2,5% na poziomie jednostkowym i 3,1% na poziomie Grupy. Zakładamy 9,2 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto (możliwe kary i rezerwy). Kontrybucja działalności finansowej będzie ujemna (-5,4 mln PLN). Ostatecznie, wyniki Q3 2012 będą porównywalne nominalnie do wyników Q2 2012. Spółka nie powinna w Q3 2012 zaksięgować w poczet przychodów kolejnych roszczeń, jak to miało miejsce w Q2 2012. Saldo roszczeń zaksięgowanych w bilansie nie zmieni się q/q. Oczekujemy niewielkiego wzrostu zadłużenia netto. Poprawa na poziomie bilansu oczekiwana jest w Q4 2012 (wcześniejsze płatności inwestorów publicznych). W podziale na poszczególne jednostki Grupy, najlepiej radzą sobie podmioty nie giełdowe, w tym producenci konstrukcji stalowych. Najslabiej jest we Wrobie (ograniczona strata netto). Wyniki Mostostalu Płock będą zbliżone q/q. Remak może zanotować kilka mln PLN straty netto (nadal brak aneksów do umów z Alstomem ws. Eemshaven, negatywna decyzja sądu w Holandii). Od drugiej połowy 2013 roku oczekujemy poprawy wyników i cash flow Spółki. Spółka pozostaje uzależniona od dominującego akcjonariusza (pożyczki na 54 mln EUR, finansujące kapitał obrotowy). Decyzja co do ewentualnej konwersji pożyczek na akcje lub emisji akcji może zapaść, ale dopiero w 2013 roku. W Mostostalu Płock rok 2013 będzie porównywalny r/r lub słabszy (niski portfel zamówień na rok przyszły). W Remaku oczekujemy widocznej poprawy (zakończenie prac w Eemshaven).

**Budownictwo****Polimex Mostostal** Zawieszona

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 -

P/E 2013 -

EV/EBITDA 2012 -

EV/EBITDA 2013 -

Cena bieżąca 0,64 PLN**Cena docelowa -**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	1 181,6	1 362,0	-13,2%	3 116,7	3 467,8	-10,1%	-	4 826,8	-
EBITDA	-102,3	38,9	-362,8%	-445,1	153,2	-390,5%	-	229,4	-
marża	-8,7%	2,9%	-	-14,3%	4,4%	-	-	4,8%	-
EBIT	-127,2	14,8	-957,7%	-519,7	80,7	-744,0%	-	136,3	-
Zysk brutto	-149,6	21,9	-784,5%	-594,8	57,6	-1133,0%	-	92,3	-
Zysk netto	-121,8	15,0	-912,8%	-492,8	40,8	-1309,2%	-	100,4	-

Dalsze czyszczenie bilansu, straty z działalności operacyjnej (segment produkcji)

Oczekujemy dużej straty netto w Q3 2012, na poziomie > 100 mln PLN. Przewidujemy ujemną marżę brutto na sprzedaży (-5,8%). Prognoza uwzględnia m.in. 50 mln PLN ujemnej korekty budżetów kontraktów (wynik brutto na sprzedaży), 15 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. Oczekiwana korekta budżetów kontraktów wynika z ich dalszej analizy i weryfikacji. Możliwe jest też zaksięgowanie w wynikach rezerw na możliwe straty z tytułu kar za opóźnienia. Trudno jednoznacznie wypowiedzieć się na temat ich wysokości, prognoza wyników Q3 2012 obarczona jest dużym ryzykiem. Straty rzędu kilkunastu mln PLN na poziomie EBIT powstaną też w segmencie produkcji. Wynikają one z problemów z dostawami materiałów do produkcji i skutkują bardzo niskim obciążeniem mocy zakładu w Siedlcach (40-50%). Nie oczekujemy wzrostu długu netto w Q3 2012, brak wzrostu długu wynika jednak z kwestii technicznej - Spółka nie dysponuje wolnymi liniami kredytowymi, pozwalającymi na zaciągnięcie kolejnych zobowiązań. Dług netto nie wzrośnie, wzrośnie za to nie raportowana kwartalnie wartość opóźnionych zobowiązań. W Q4 2012 oczekujemy również straty netto, prawdopodobnie mniejszej. Straty oczekujemy również w Q1 2013. Pierwsze, choć niskie zyski, mogą pojawić się w H2 2013. Zależnie od terminu spłaty środków z emisji akcji, Q4 2012 lub Q1 2013 może zaprezentować słaby operacyjny cash flow (konieczność spłaty przeterminowanych zobowiązań). Prawdziwa poprawa wyników przyjdzie dopiero w 2014 roku.

**Budownictwo****Rafako****Akumuluj**

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 12,3

P/E 2013 12,2

EV/EBITDA 2012 8,0

EV/EBITDA 2013 7,1

Cena bieżąca 10,1 PLN**Cena docelowa 9,1 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	316,5	313,0	1,1%	1 063,7	781,3	36,2%	1 204,5	1 118,5	7,7%
EBITDA	27,8	34,8	-20,1%	64,7	72,4	-10,6%	81,1	77,0	5,3%
marża	8,8%	11,1%	-	6,1%	9,3%	-	6,7%	6,9%	-
EBIT	22,2	31,6	-29,8%	47,8	63,0	-24,0%	68,5	64,3	6,5%
Zysk brutto	19,4	39,6	-51,0%	41,8	72,3	-42,2%	71,6	79,1	-9,5%
Zysk netto	15,2	31,3	-51,5%	46,7	57,4	-18,5%	57,2	58,4	-2,1%

Operacyjnie dobry kwartał, prognoza całoroczna realna, czy będzie rezerwa na Energomontaż?

Oczekujemy, że na poziomie operacyjnym Q3 2012 będzie kolejnym dobrym kwartałem. Rafako nadal realizuje kontrakty o wysokiej rentowności. Oczekujemy wysokiej rentowności brutto na sprzedaży (12,7%), która przełoży się na wysoką rentowność EBIT (7,0%) i netto (4,8%). Po stronie bilansu, oczekujemy utrzymania się poziomu zadłużenia na zbliżonym poziomie q/q (Q2 2012: 88,5 mln PLN). Spadek zadłużenia może nastąpić w Q4 2012. Prognoza nie uwzględnia ewentualnych zdarzeń jednorazowych. Potencjalnym negatywnym zdarzeniem jednorazowym jest pełen odpis należności od PBG z tytułu zwrotu środków zapłaconych za Energomontaż Południe. Wielkość odpisu można szacować na 41 mln PLN. Nie wiemy, czy odpis ten pojawi się w Q3 2012, ani czy zostanie zneutralizowany innymi zdarzeniami jednorazowymi. Nie można wykluczyć, że pozytywne zdarzenia wystąpią dopiero w Q4 2012, zaś Q3 2012 będzie obciążony odpisem (strata netto w Q3 2012 i duży zysk w Q4 2012). Per saldo, szacujemy, że nasze prognozy, zakładające porównywalny r/r wynik netto, są nadal aktualne. W 2013 roku oczekujemy podobnych wyników, tak na poziomie przychodów, jak i zysku netto. Poprawa wyników możliwa jest w 2014 roku.

**Budownictwo****Trakcja Tiltra****Zawieszona**

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 -

P/E 2013 -

EV/EBITDA 2012 -

EV/EBITDA 2013 -

Cena bieżąca 0,85 PLN**Cena docelowa -**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	371,1	726,5	-48,9%	953,9	1 394,8	-31,6%	-	2 143,6	-
EBITDA	10,6	27,9	-61,9%	61,0	71,2	-14,3%	-	164,3	-
marża	2,9%	3,8%	-	6,4%	5,1%	-	-	7,7%	-
EBIT	3,9	22,2	-82,5%	40,7	48,5	-16,1%	-	129,4	-
Zysk brutto	-1,6	3,4	-148,2%	18,1	20,0	-9,8%	-	74,8	-
Zysk netto	-1,0	1,0	-205,5%	19,4	14,0	38,4%	-	109,4	-

Wyniki nieznacznie niższe od zera, niewielki wzrost długu

Oczekujemy, że wyniki Trakcji Tiltry w Q3 2012 będą nieznacznie ujemne. Związane jest to z relatywnie niskimi przychodami i niską oczekiwaną marżą brutto na sprzedaży (5,6%). Niskie przychody to wynik opóźnienia w rozpoczęciu prac na 4 dużych kontraktach D&B (czynniki proceduralne, pozwolenia) oraz dekonsolidacji Poldimu. Niska marża brutto z kolei wynika z dość niskiej rentowności realizowanych kontraktów oraz z ostrożnego podejścia do ryzyk związanych z upadłością PNI (wzajemne rozliczenia na kontraktach). Oczekujemy także niewielkiego wzrostu zadłużenia netto Grupy, do poziomu około 300 mln PLN (+16 mln PLN). Wzrost zadłużenia to wynik rozpoczęcia realizacji kontraktów D&B, które jeszcze w Q3 2012 w ograniczonym stopniu wpływają na przychody. W Q4 2012 oczekujemy porównywalnych q/q wyników, co oznacza, że w całym 2012 roku Grupa może wygenerować około 70 mln PLN EBITDA i około 17 mln PLN zysku netto. Aż 44,3 mln PLN z EBITDA to zdarzenie jednorazowe - dodatni wynik na utracie kontroli nad Poldimem. Rok 2013 powinien być lepszy - liczymy na zysk netto z działalności operacyjnej i wzrost EBITDA o kilkanaście procent r/r. Związane jest to z wyższymi przychodami (1,7 mld PLN) oraz możliwością spieniężenia roszczeń Spółki na wybranych kontraktach budowlanych. Na koniec marca 2013 przypada termin spłaty kredytów na kwotę 80 mln PLN. Kredyty te powinny być przedłużone, realnym scenariuszem jest jednak zapowiadane dokapitalizowanie Spółki, prawdopodobnie w formie konwersji obligacji na akcje.

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

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 9,9

P/E 2013 -

EV/EBITDA 2012 2,4

EV/EBITDA 2013 3,2

Cena bieżąca 41,5 PLN**Cena docelowa 48,8 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	66,0	86,8	-23,9%	194,3	208,7	-6,9%	268,6	294,5	-8,8%
EBITDA	30,8	47,8	-35,6%	91,9	109,8	-16,4%	116,0	155,6	-25,4%
marża	46,7%	55,1%	-	47,3%	52,6%	-	43,2%	52,8%	-
EBIT	9,0	26,5	-66,2%	26,4	48,9	-45,9%	34,4	72,5	-52,6%
Zysk brutto	7,4	24,1	-69,2%	20,6	40,2	-48,7%	27,6	60,9	-54,7%
Zysk netto	6,0	19,6	-69,4%	16,5	33,0	-50,1%	22,1	49,3	-55,2%

Q3 2012 porównywalny do Q2 2012

Przewidujemy, że wyniki Q3 2012 będą bardzo podobne do wyników Q2 2012. Zakładamy przychody na poziomie 66 mln PLN (Q2: 65,4 mln PLN) oraz 16,3 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (Q2: 18,1 mln PLN). Liczymy też na niższe koszty ogólne (5,3 mln PLN, Q2: rekordowy poziom 7,3 mln PLN). Oczekujemy 2 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. W kwocie tej zawarte zostaną m.in. odpisy należności od Hydrobudowy. Kwota odpisów nie powinna zaskoczyć negatywnie (Ulma jest m.in. w stanie przerzucić odpowiedzialność za płatności na pozostałych konsorcjantów). Przewidujemy 1,6 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. EBITDA zgodnie z prognozą w Q3 2012 wyniesie 30,8 mln PLN. Całość EV Spółki to około 300 mln PLN. Oczekujemy spadku zadłużenia netto o kilka mln PLN q/q. Spadek zadłużenia będzie kontynuowany w Q4 2012 i całym 2013 roku (CAPEX < amortyzacja, mimo braku zysku netto w 2013 roku). Poprawy wyników należy oczekiwać w 2014 roku, wraz z odbiciem w produkcji budowlano-montażowej i rozpoczęciem budowy nowych bloków energetycznych. W ramach inwestycji energetycznych, Ulma wykorzysta cięższe i bardziej skomplikowane szalunki infrastrukturalne, gdzie dużym i silnym konkurentem jest w zasadzie jedynie Peri. Dodatkowym czynnikiem pozytywnie wpływającym na przyszłe wyniki jest rozwój eksportu. W 2013 eksport będzie łagodził pogorszenie wyników, w 2014 roku zaś wpłynie na ich mocniejszą poprawę r/r. Na poziomie EV/EBITDA i P/BV, Spółka jest bardzo tania.

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Unibep**Kupuj**

P/E 2012 8,0 EV/EBITDA 2012 5,8
P/E 2013 8,0 EV/EBITDA 2013 6,3

Cena bieżąca 5,2 PLN
Cena docelowa 6,1 PLN

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	273,7	271,3	0,9%	640,8	639,4	0,2%	937,8	939,4	-0,2%
EBITDA	8,5	11,7	-27,0%	19,7	23,7	-16,7%	37,5	39,0	-3,8%
marża	3,1%	4,3%	-	3,1%	3,7%	-	4,0%	4,2%	-
EBIT	7,2	9,9	-27,8%	15,7	18,6	-15,4%	32,2	33,8	-4,7%
Zysk brutto	5,6	4,9	14,7%	11,7	13,2	-11,6%	27,5	30,1	-8,6%
Zysk netto	4,6	3,9	15,6%	13,4	10,2	32,2%	22,1	21,1	4,7%

Operacyjnie lepiej niż w Q2 2012, nadal niska marża budownictwa

Wyniki Unibepu na poziomie operacyjnym będą lepsze q/q, co głównie związane jest z wyższym poziomem przychodów. W Q2 2012 zysk netto wyniósł aż 6,4 mln PLN, jednak znaczny udział w tym miało zdarzenie jednorazowe, związane z zaksięgowaniem ujemnego podatku dochodowego w kwocie 3,5 mln PLN. Oczekujemy marży brutto na poziomie 5,7% (Q2 2012: 5,0%). Marże generalnego wykonawstwa pozostaną słabe - poprawa oczekiwana jest w 2013 roku (spadek kosztów budowy, wejście w życie wybranych kontraktów rosyjskich). Niskiego wyniku, porównywalnego q/q, spodziewamy się w drogownictwie. Dobrych lub bardzo dobrych wyników oczekujemy po działalności produkcyjnej i deweloperskiej. Dług netto Unibepu w Q3 2012 wzrośnie o kilka mln PLN. Związane jest to z kontynuacją inwestycji przy ul. Grzybowskiej (ujemne przepływy inwestycyjne). Operacyjne przepływy (działalność budowlana) będą dodatnie. Spadku zadłużenia oczekujemy w Q4 2012 lub Q1 2013 (sprzedaż budynku przy ul. Grzybowskiej, dalsza sprzedaż mieszkań w inwestycji Point House). Dług netto zacznie rosnąć z bardzo niskiego poziomu w Q2 2013 (nowe inwestycje deweloperskie). Z punktu widzenia roku 2013, kluczowe są marże generalnego wykonawstwa (oczekiwana poprawa) oraz postęp w realizacji inwestycji mieszkaniowych. Wyniki 2013 roku mogą kształtować terminy przekazania mieszkań w 2 projektach mieszkaniowych (Warszawa, Poznań) oraz ewentualne rozpoczęcie inwestycji biurowej w Warszawie (zyski z wyceny nieruchomości).

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

ZUE**Trzymaj**

P/E 2012 9,4 EV/EBITDA 2012 6,7
P/E 2013 9,6 EV/EBITDA 2013 5,1

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

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	148,1	182,7	-19,0%	382,0	389,7	-2,0%	516,1	525,3	-1,8%
EBITDA	8,6	11,0	-21,5%	16,0	20,5	-22,0%	31,3	35,6	-12,1%
marża	5,8%	6,0%	-	4,2%	5,3%	-	6,1%	6,8%	-
EBIT	6,9	9,0	-23,2%	10,7	14,6	-26,5%	23,7	28,7	-17,4%
Zysk brutto	6,0	8,3	-27,8%	11,3	13,9	-19,0%	21,2	27,3	-22,3%
Zysk netto	4,6	6,5	-29,6%	8,7	11,0	-20,9%	16,6	21,3	-22,1%

Wynik porównywalny q/q, wzrost zadłużenia o kilka mln PLN

Oczekujemy, że wyniki Q3 2012 będą zbliżone q/q. Zakładamy marżę brutto na sprzedaży na porównywalnym poziomie q/q (7,2%) oraz niższe koszty ogólne (3,5 vs. 5,3 mln PLN w Q2 2012). Prognoza nie uwzględnia większych zdarzeń jednorazowych. Oczekiwany zysk netto na poziomie 4,6 mln PLN jest na poziomie Q2 2012. Zadłużenie netto Grupy ZUE w Q3 2012 wzrośnie o kilka mln PLN. Związane jest to z realizacją kontraktu w Krakowie o opóźnionych terminach płatności. Zakończenie kontraktu w 2012 roku powinno pozwolić na znaczne zmniejszenie zadłużenia już na początku przyszłego roku. W Q4 2012 oczekujemy sezonowego wzrostu rentowności i co za tym idzie - wyższego wyniku netto. Jest to typowe zjawisko w Spółce, wynikające m.in. z rozliczenia prac dodatkowych. Dostrzegamy ryzyko, że wynik netto w całym 2012 roku będzie nieznacznie niższy, niż w naszej prognozie. Rok 2013 wygląda bezpiecznie - portfel zamówień na rok przyszły sięga 400 mln PLN. Marże mogą nieznacznie wzrosnąć, z uwagi na możliwy spadek kosztów budowy. Rok 2014 będzie w bardzo dużym stopniu warunkowany terminem pozyskania i sposobem wydatkowania funduszy UE na lata 2014-2020.

Deweloperzy



Deweloperzy

Analityk:
Piotr Zybala

BBI Development

Akumuluj

P/E 2012 404,3 EV/EBITDA 2012 34,1 **Cena bieżąca 0,37 PLN**
P/E 2013 43,9 EV/EBITDA 2013 51,7 **Cena docelowa 0,34 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	13,7	7,8	74,9%	49,9	54,3	-8,1%	58,4	69,6	-16,1%
EBITDA	-4,2	3,2	-	3,7	23,1	-84,1%	12,1	24,6	-50,7%
marża	-30,4%	40,7%	-	7,4%	42,5%	-	20,8%	35,3%	-
EBIT	-4,2	3,1	-	3,5	22,9	-84,9%	11,9	24,4	-51,1%
Zysk brutto	-5,0	2,8	-	1,1	21,5	-94,8%	8,6	21,9	-60,8%
Zysk netto	-4,0	1,6	-	-1,3	15,8	-	0,5	15,8	-97,0%

Pierwsze przychody z Rezydencji Foksal to za mało by skompensować negatywny wpływ osłabienia EUR

Zmiana kursu EUR/PLN silnie wpływa na wycenę będącej w budowie inwestycji Pl. Unii. Od końca czerwca do końca września Euro uległo osłabieniu o prawie 15 gr do złotego. Powinno to spowodować stratę na wycenie przewyższającą 10 mln PLN. Na bieżącą wycenę Pl. Unii silnie wpływa ponadto czynnik czasu i założenia co do ostatecznego budżetu inwestycji. Zakładając, że żadne zmiany w budżecie nie nastąpiły, im bliżej do końca inwestycji, tym wartość projektu rośnie i Spółka rozpoznaje zysk z wyceny nieruchomości inwestycyjnych. Szacujemy, że w Q3 2012 negatywny efekt zmiany kursów walutowych będzie dominujący i Spółka zanotuje ok. 3 mln PLN straty na wycenie nieruchomości. W Q3 zakładamy ponadto dalsze przychody z kontraktu na budowę chłodni oraz pierwsze przychody z rozliczenia mieszkań w Rezydencji Foksal. Spółka nie wykazuje marży na budowie chłodni aż do czasu zakończenia projektu, dlatego w Q3 2012 nie zobaczymy zysków z tej inwestycji. Szacowana przez nas marża na Rezydencji Foksal wynosi ok. 35%, co przy prognozowanych 9,2 mln PLN przychodów z tej inwestycji w Q3 2012, daje nam ponad 3 mln PLN zysku. Kwota ta nie wystarczy na pokrycie straty z wyceny nieruchomości i wszystkich kosztów administracyjnych, dlatego prognozujemy stratę EBIT w wysokości 4,2 mln PLN. Po uwzględnieniu działalności finansowej i podatku dochodowego strata netto w BBD może wynieść około 4 mln PLN.



Deweloperzy

Analityk:
Piotr Zybala

Dom Development Trzymaj

P/E 2012 9,1 EV/EBITDA 2012 7,4 **Cena bieżąca 31,7 PLN**
P/E 2013 15,0 EV/EBITDA 2013 13,4 **Cena docelowa 31,4 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	311,6	201,5	54,7%	619,7	367,7	68,5%	797,4	584,3	36,5%
EBITDA	42,7	47,5	-10,2%	81,7	57,8	41,5%	105,9	105,6	0,2%
marża	13,7%	23,6%	-	13,2%	15,7%	-	13,3%	18,1%	-
EBIT	41,9	46,9	-10,6%	79,5	56,0	42,1%	103,4	103,2	0,3%
Zysk brutto	41,2	46,1	-10,5%	78,9	54,7	44,4%	105,5	102,8	2,6%
Zysk netto	33,4	36,6	-8,7%	63,6	43,7	45,6%	85,4	82,7	3,4%

Najlepszy kwartał w 2012 r.

Pod względem liczby rozpoznanych w wyniku lokali i osiągniętego wyniku finansowego, Q3 2012 powinien być dla Dom Development najlepszym kwartałem w bieżącym roku. Prognozujemy przekazanie ponad 700 lokali oraz 312 mln PLN przychodów ze sprzedaży. W wynikach Q3 zostały zaksięgowane mieszkania z czterech nowych projektów: Saska E2 F1, Wilno E1B, Derby 14 E1 oraz Adria E2. Najwięcej rozliczonych mieszkań pochodzi jednak z inwestycji „Przy Ratuszu”, która zakończyła się jeszcze w Q2 2012. Osiągnięte przez Spółkę marże nie będą tak imponujące jak w ostatnich kwartałach, a najbardziej zaniżać ją będą projekty Przy Ratuszu i Wilno. W Q3 marża brutto ze sprzedaży powinna jednak wciąż przekraczać poziom 20%. W pierwszych dwóch kwartałach 2012 r. koszty sprzedaży i zarządu wynosiły 21-22 mln PLN. W Q3 nie spodziewamy się ich wzrostu. Saldo pozostałej działalności operacyjnej i działalności finansowej mają od dłuższego czasu minimalny wpływ na wyniki dewelopera i nic nie wskazuje, by miało to się zmienić w drugiej połowie roku. Mimo że zadłużenie odsetkowe w Dom Development jest bliskie 500 mln PLN, znaczna część odsetek jest kapitalizowana. Niekapitalizowane koszty odsetek są w większości równoważone przychodami z tytułu odsetek od lokat. W Q3 2012 prognozujemy 33,4 mln PLN zysku netto. Zakładając, że w całym roku spółka, zgodnie z zapowiedziami, przekaże ok. 1950 mieszkań, zysk netto w Q4 powinien być niewiele gorszy, a wynik całego roku przekroczy 90 mln PLN.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

Echo Investment

Kupuj

P/E 2012 7,4 EV/EBITDA 2012 10,5 **Cena bieżąca 4,6 PLN**
P/E 2013 13,3 EV/EBITDA 2013 29,5 **Cena docelowa 4,7 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	148,2	109,4	35,4%	424,9	291,7	45,7%	563,2	406,9	38,4%
EBITDA	-44,3	326,6	-	31,6	494,8	-93,6%	407,7	543,6	-25,0%
marża	-29,9%	298,4%	-	7,4%	169,6%	-	72,4%	133,6%	-
EBIT	-45,0	323,6	-	27,9	490,8	-94,3%	396,3	539,4	-26,5%
Zysk brutto	-17,2	77,8	-	52,6	169,5	-69,0%	325,6	199,7	63,0%
Zysk netto	-14,2	72,2	-	46,3	147,3	-68,6%	263,7	176,5	49,4%

Strata wywołana zmianami kursów walutowych

Nie uwzględniając następstw zmiany kursów walutowych, wyniki operacyjne Echo w Q3 2012 powinny być dobre. Oczekujemy prawie 150 mln PLN przychodów (+21% q/q, +35% r/r) i 78 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (+33% q/q, +21% r/r). Dobre wyniki będą zasługą segmentu mieszkaniowego. W Q3 spółka rozliczała w wynikach mieszkania z Warszawy, Poznania, Krakowa i Wrocławia. Wyniki segmentu wynajmu powierzchni będą lepsze w ujęciu r/r, niemniej oczekujemy kilkuprocentowego spadku zysku na wynajmie w stosunku do Q2 2012 (wpływ osłabienia kursu EUR/PLN i renegotiacji czynszów w obiektach handlowych w H1 2012). Zakładamy utrzymanie kosztów administracyjnych na poziomie poprzedniego kwartału (20 mln PLN). W ujęciu r/r oznaczałoby to spadek SG&A o 4%, jednak trzeba pamiętać o tym, że w Q3 2011 spółka finalizowała sprzedaż Parku Postępu, co podniosło koszty w tym okresie. Stratę na wycenie nieruchomości inwestycyjnych szacujemy na 106 mln PLN - w całości efekt osłabienia EUR do PLN. Nie zakładamy przeszacowania obiektów będących obecnie w budowie, a których zakończenie zaplanowane jest na Q4 2012 (Aquarius, CH Veneda, Outlet Park). Zgodnie z przyjętą przez Echo polityką rachunkowości, większość zysku z rewaluacji obiektów w budowie jest rozpoznawana w momencie zakończenia inwestycji. Wynik działalności finansowej nie powinien przynieść zaskoczeń. Zysk na wycenie kredytów walutowych szacujemy na 57 mln PLN, a wynik brutto (netto) -17 mln PLN (-14 mln PLN).

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

GTC

Kupuj

P/E 2012 43,8 EV/EBITDA 2012 22,1 **Cena bieżąca 7,9 PLN**
P/E 2013 19,0 EV/EBITDA 2013 16,4 **Cena docelowa 7,3 PLN**

(mln EUR)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	37,3	41,6	-10,4%	111,3	117,2	-5,1%	152,1	153,7	-1,0%
EBITDA	14,9	-120,0	-	38,0	-128,0	-	71,7	-230,7	-
marża	40,0%	-288,4%	-	34,1%	-109,2%	-	47,1%	-150,1%	-
EBIT	14,7	-120,1	-	37,6	-128,6	-	71,3	-231,2	-
Zysk brutto	-0,7	-151,0	-	-14,7	-194,5	-	6,2	-319,6	-
Zysk netto	1,7	-131,7	-	-6,4	-158,0	-	14,1	-270,4	-

Dalsza poprawa w segmencie wynajmu. Strata na wycenie mniej dotkliwa niż w Q2 2012

W Q3 2012 nie miały miejsca zdarzenia, które w istotny sposób mogłyby wpłynąć na bieżące wyniki spółki. Przychody GTC szacujemy na 37,3 mln EUR (-0,5% q/q, -10,4% r/r). Za widoczny spadek przychodów w ujęciu r/r odpowiada segment mieszkaniowy, od trzech kwartałów generujący przychody rzędu 4-5 mln EUR (9,9 mln EUR w Q3 2011). W segmencie wynajmu powierzchni oczekujemy nieznacznego wzrostu przychodów do 33,3 mln EUR (+2,2 q/q, +5,1% r/r). To właśnie w tym segmencie, najważniejszym z punktu widzenia GTC, wyniki finansowe uległy wyraźnej poprawie na przestrzeni ostatnich dwóch kwartałów. Zysk segmentu wzrósł z 22,5 mln EUR w Q4 2012 (pierwszy kwartał po sprzedaży Galerii Mokotów) do 24,2 mln EUR w Q2 2012 (+7,5%). W Q3 2012 korzystnie na wynik dewelopera wpłynęły podpisane w H1 2012 nowe umowy najmu, związany z tym spadek poziomu pustostanów i pierwsze zyski z czynszów po okresie wakacji czynszowych. Dalszej poprawy wyników z najmu w związku z wymienionymi wyżej procesami spodziewamy się w Q4 2012. Sądzymy że segment mieszkaniowy, oprócz spadku sprzedaży, zanotuje spadek marży do około zera (vs. 7,7% w Q2 2012), stąd też nie prognozujemy wzrostu zysku brutto ze sprzedaży w GTC mimo postępującej poprawy segmentu komercyjnego. Na wyniku z rewaluacji wciąż będą ciążyły aktywa z krajów SEE. Ich wycena może być ujemna, podobnie jak wynik spółki z aktualizacji wartości aktywów (prognoza: -3,2 mln EUR). Koszty finansowe netto szacujemy na 15,9 mln EUR, a więc na poziomie o ok. 1,5 mln EUR wyższym niż w ubiegłym kwartale, w którym koszty finansowe były wyjątkowo niskie. Uwzględniając stratę akcjonariuszy mniejszościowych (prognoza: -2,5 mln EUR) zysk netto szacujemy na 1,7 mln EUR.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

J.W. Construction Redukuj

P/E 2012 10,5 EV/EBITDA 2012 14,9 **Cena bieżąca 3,7 PLN**
P/E 2013 10,8 EV/EBITDA 2013 16,2 **Cena docelowa 4,0 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	41,4	71,5	-42,1%	196,8	290,2	-32,2%	262,8	378,6	-30,6%
EBITDA	2,7	13,5	-79,9%	48,3	66,8	-27,7%	64,5	76,2	-15,3%
marża	6,6%	18,8%	-	24,5%	23,0%	-	24,5%	20,1%	-
EBIT	0,0	10,2	-99,8%	40,2	57,4	-30,1%	54,1	63,9	-15,3%
Zysk brutto	-7,7	6,2	-	2,9	37,0	-92,1%	23,7	39,5	-40,0%
Zysk netto	-6,3	5,3	-	2,3	30,0	-92,3%	19,2	31,3	-38,6%

Niewiele rozliczonych mieszkań i słabe wyniki podreperowane kolejną rewaluacją Hanzy Tower

Q3 powinien być najsłabszym kwartałem JWC w tym roku. W ostatnich trzech miesiącach spółka nie zakończyła żadnej nowej inwestycji, dlatego liczba rozliczonych w wyniku mieszkań będzie niewielka (prognoza: 70 lokali). Prognozujemy 41 mln PLN przychodów przy ok. 20% marży brutto ze sprzedaży vs. 28% w Q2 2012 vs. 27% w Q3 2011. Przyczyną spadku marży jest relatywnie niski udział segmentu mieszkaniowego w wyniku, którego marżowość jest w JWC wysoka. Prognozowana przez nas marża segmentu mieszkaniowego wynosi 30%, marże w segmentach hotelarstwa i budownictwa są dużo niższe. W Q3 2012 nie spodziewamy się w wynikach żadnych zdarzeń jednorazowych, które licznie występowały w wynikach Q2 2012. Prawdopodobna wydaje się nam jednak kolejna rewaluacja szczecińskiego projektu spółki, której wysokość szacujemy na 6 mln PLN. Zakładając stabilny poziom kosztów administracyjnych, EBIT Q3 2012 będzie zbliżony do zera, a strata netto może przekroczyć 6 mln PLN. W Q4 ma nastąpić zakończenie prac w przynajmniej trzech inwestycjach spółki. Przy sprawnym przekazywaniu mieszkań, Q4 ma szansę stać się najlepszym kwartałem br. Mimo to, JWC trudno będzie wypełnić naszą prognozę zysku za cały rok bez agresywnej rewaluacji projektu deweloperskiego w Szczecinie.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

P.A. Nova**Kupuj**

P/E 2012 10,0 EV/EBITDA 2012 15,9 **Cena bieżąca 18,3 PLN**
P/E 2013 8,1 EV/EBITDA 2013 9,6 **Cena docelowa 22,9 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	34,4	40,6	-15,2%	105,9	121,3	-12,7%	182,7	173,9	5,0%
EBITDA	4,4	9,0	-51,4%	12,3	23,7	-48,2%	25,7	32,5	-20,9%
marża	12,7%	22,1%	-	11,6%	19,5%	-	14,1%	18,7%	-
EBIT	3,5	8,3	-57,4%	10,0	21,6	-53,9%	22,6	29,7	-23,9%
Zysk brutto	2,5	7,5	-66,9%	12,6	19,3	-34,8%	23,0	26,4	-12,9%
Zysk netto	2,0	5,9	-66,0%	9,8	15,6	-37,3%	18,3	21,2	-13,6%

Słaby Q3 poprzedzi mocną końcówkę roku

Większość tegorocznych projektów budowlano-deweloperskich będzie rozliczona w Q4 2012. Jedynym, który wejdzie w wyniki Q3 2012, jest obiekt w Rydułtowach realizowany dla sieci Kaufland. W Q3 pojawiły się pierwsze przychody z galerii otwartych w Kędzierzynie-Koźlu i Kluczborku, jednak to dopiero Q4 2012 będzie pierwszym pełnym kwartałem funkcjonowania obu obiektów. W konsekwencji, Q3 będzie w P.A. Nova najsłabszym kwartałem w roku, natomiast Q4 najlepszym. Przychody Q3 2012 szacujemy na 34,4 mln PLN (-2% q/q, -15% r/r), a zysk brutto ze sprzedaży na 4,6 mln PLN (-18% q/q, +17% r/r). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, które w Q2 były podwyższone z uwagi na wydatki związane ze szkoleniami, powinny powrócić do poziomu 0,8-0,9 mln PLN w kwartale. W pozostałej działalności operacyjnej i działalności finansowej nie spodziewamy się żadnych zdarzeń o charakterze jednorazowym. Koszty finansowe nieznacznie wzrosną q/q, gdyż zaksięgowane zostaną pierwsze odsetki z kredytów refinansujących obiekty w Kluczborku i Kędzierzynie. Wynik netto będzie w Q3 2012 zbliżony do 2 mln PLN. Oznacza to, że w celu realizacji naszej całorocznej prognozy P.A. Nova będzie musiała osiągnąć ponad 8 mln PLN zysku netto w Q4 2012. Na ostatni kwartał zaplanowane jest rozliczenie budowy 6-7 obiektów handlowych. Zakładając, że spółka nie napotka opóźnień na placach budów, nasza całoroczna prognoza powinna być wykonana.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

Polnord**Kupuj**

P/E 2012 - EV/EBITDA 2012 19,5 **Cena bieżąca 13,1 PLN**
P/E 2013 38,2 EV/EBITDA 2013 19,6 **Cena docelowa 16,6 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	44,7	81,2	-44,9%	195,5	156,3	25,0%	282,1	289,1	-2,4%
EBITDA	12,6	3,7	236,9%	81,3	79,9	1,8%	45,8	78,5	-41,7%
marża	28,1%	4,6%	-	41,6%	51,1%	-	16,2%	27,2%	-
EBIT	12,2	3,3	274,4%	80,1	78,3	2,4%	44,2	76,4	-42,1%
Zysk brutto	0,7	4,9	-85,1%	22,2	76,6	-71,0%	-23,3	65,4	-
Zysk netto	0,6	4,4	-86,4%	12,0	60,1	-80,1%	-24,9	70,9	-

Słaby wynik finansowy i znaczny spadek zadłużenia.

W Q3 2012 Polnord przekazał zaledwie 144 mieszkania. Z zakończonych w Q3 2012 budynków w wynikach pojawiają się pierwsze lokale z kolejnych etapów w projektach Ostoja Myśliwska i Tęczowy Las. Wciąż relatywnie wysoki wpływ na wyniki będzie miała bieżąca sprzedaż w nierentownych inwestycjach w Sopocie i Łodzi. Zakładamy ponadto ok. 4 mln PLN odpisu wartości niesprzedanych mieszkań w Sopocie. Przy około 45 mln PLN przychodów, marża brutto ze sprzedaży kolejny kwartał z rzędu nie przekroczy 10%. Nie zakładamy zmiany kosztów administracyjnych q/q (11,9 mln PLN), niemniej w perspektywie kolejnych kwartałów proces redukcji kosztów będzie najprawdopodobniej kontynuowany. Pozostała działalność operacyjna - tradycyjnie już w Polnordzie - powinna stanowić istotną pozycję rachunku wyników. Sprzedaż działki w Wilanowie będzie według naszych szacunków źródłem 10-15 mln PLN straty. Spodziewamy się, że zyski z pozostałych źródeł pozaoperacyjnych przewyższą straty na transakcji z GTC, a EBIT w Q3 2012 wyniesie ok. 12 mln PLN. Po pomniejszeniu wyniku operacyjnego o wysokość niekapitalizowanych kosztów odsetek od kredytów i obligacji, wynik brutto/netto może być w Q3 2012 zbliżony do zera. Chociaż wynik finansowy nie zachwyci, w Q3 2012 Polnord znacznie zmniejszy zadłużenie. Na koniec września powinno ono spaść o około 80 mln PLN do 600 mln PLN. W ostatnim kwartale br. proces delewarowania będzie kontynuowany.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

Robyg**Trzymaj**

P/E 2012 7,9 EV/EBITDA 2012 8,4 **Cena bieżąca 1,30 PLN**
P/E 2013 11,1 EV/EBITDA 2013 11,6 **Cena docelowa 1,43 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2012P	IIIQ2011	zmiana	I-IIIQ2012P	I-IIIQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	105,8	25,3	318,3%	313,4	87,9	256,5%	440,1	160,5	174,3%
EBITDA	21,1	1,9	988,0%	59,3	8,6	586,2%	79,1	11,6	582,9%
marża	19,9%	7,7%	-	18,9%	9,8%	-	18,0%	7,2%	-
EBIT	20,8	1,7	1146,6%	58,5	8,0	633,8%	78,3	10,7	632,3%
Zysk brutto	17,2	-0,8	-	49,2	5,3	833,0%	78,0	1,4	-
Zysk netto	11,3	-1,1	-	29,1	0,1	-	42,1	22,3	88,8%

Solidne wyniki operacyjne wsparte dodatnim one-offem

Tegoroczne przekazania lokali w Robygu rozkładają się względnie równomiernie pomiędzy wszystkie kwartały 2012 r. W Q3 liczymy na ok. 240 przekazania i drugi z rzędu kwartał w przychodach ponad 100 mln PLN. Q1 i Q2 2012 były w Robygu rekordowymi kwartałami pod względem osiąganych marż deweloperskich (24-26%). Szacujemy, że mieszkania rozliczone w wyniku Q3 były sprzedawane przy niższych marżach, jednak poziom 20% nie powinien być zagrożony (prognoza: 23%). Liczymy na utrzymanie kosztów sprzedaży i zarządu poniżej 8 mln PLN. Jest to poziom, który historycznie w Robygu był przekraczany tylko w ostatnim kwartale roku. W Q3 Robyg sprzedał inwestorowi finansowemu połowę udziałów w dopiero co rozpoczynanym projekcie Young City (Bemowo). Część działki z powyższego projektu może ponadto zostać przeniesiona z zapasów na nieruchomości inwestycyjne. Szacujemy, że wpływ powyższych zdarzeń na wynik finansowy będzie dodatni i powiększy saldo pozostałej działalności operacyjnej o ok. 5 mln PLN. EBIT kwartału szacujemy na 21 mln PLN. Koszty finansowe netto powinny w Q3 nieco wzrosnąć q/q ze względu na czerwcową emisję obligacji w wysokości 30 mln PLN (prognoza: -3,7 mln PLN). Po uwzględnieniu podatku i zysków akcjonariuszy mniejszościowych prognozujemy ponad 11 mln PLN zysku netto, co oznaczałoby najlepszy kwartalny wynik w tym roku. Q4 2012 pod względem przychodów powinien być zbliżony do Q3. Spodziewamy się natomiast dalszego spadku marż. Całoroczny wynik najprawdopodobniej będzie niższy od naszej obecnej prognozy i może oscylować wokół 30-35 mln PLN (35-40 mln PLN w przypadku rewaluacji projektu biurowego w Wilanowie).

Terminy publikacji raportów

Spółka	3Q2012	4Q2012	2012
ACTION	2012-11-14	2013-03-01	2013-04-30
AGORA	2012-11-09		
ALCHEMIA	2012-11-12	2013-02-27	2013-04-29
ASSECO POLAND	2012-11-14		
ASTARTA	2012-11-12		
BBI DEVELOPMENT	2012-11-14		
BUDIMEX	2012-10-29		
BZ WBK	2012-10-25		
CIECH	2012-11-14		
CINEMA CITY	2012-11-15		
COMARCH	2012-11-14		
CYFROWY POLSAT	2012-11-14		
DOM DEVELOPMENT	2012-10-31		
ECHO	2012-11-14		
ELEKTROBUDOWA	2012-11-14		
ENEA	2012-11-14		
FAMUR	2012-11-14		
GETIN NOBLE BANK	2012-11-14		
GTC	2012-11-14		
HANDLOWY	2012-11-08		
IMPEXMETAL	2012-11-13		
ING BSK	2012-11-07	2013-02-13	2013-03-29
J.W.C.	2012-11-13		
JSW	2012-11-14		
KĘTY	2012-10-24		
KGHM	2012-11-14		
KOPEX	2012-11-14		
KREDYT BANK	2012-11-08	2013-02-14	2013-02-26
KRUK	2012-11-14		
LOTOS	2012-10-30		
LW BOGDANKA	2012-11-07		
MILLENNIUM	2012-10-29		2013-02-28
MOSTOSTAL WAR.	2012-11-14		
NETIA	2012-11-08		2013-02-21
PBG	2012-11-14		
PEKAO	2012-11-13		
PGE	2012-11-14		
PGNiG	2012-11-12		
PKN ORLEN	2012-10-26		
PKO BP	2012-11-12	2013-03-04	2013-03-04
POLICE	2012-11-14		
POLIMEX MOSTOSTAL	2012-11-09		
POLNORD	2012-11-14		
PZU	2012-11-14		
RAFAKO	2012-11-14		
ROVESE	2012-11-14		
TAURON	2012-11-13		
TPSA	2012-10-24		2013-02-12
TRAKCJA TILTRA	2012-11-14		
TVN	2012-11-07		
ZA PUŁAWY	2012-11-14		

Źródło: spółki; stooq.pl

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										
BZ WBK	Trzy maj	2012-09-13	235,00	240,00	236,60	1,4%	14,4	14,0		
GETIN NOBLE BANK	Trzy maj	2012-10-23	1,69	1,80	1,69	6,5%	8,9	11,2		
HANDLOWY	Redukuj	2012-09-13	86,00	80,00	94,00	-14,9%	14,0	15,6		
ING BSK	Trzy maj	2012-09-13	84,5	86,30	87,35	-1,2%	13,0	13,3		
KREDYT BANK	Akumuluj	2012-09-13	15,00	16,70	15,16	10,2%	22,9	13,6		
MILLENNIUM	Akumuluj	2012-09-13	3,9	4,10	4,50	-8,9%	12,1	12,8		
PEKAO	Trzy maj	2012-09-13	156,1	150,00	153,50	-2,3%	14,1	15,1		
PKO BP	Trzy maj	2012-09-13	36,65	36,60	36,75	-0,4%	12,4	13,8		
Ubezpieczyciele										
PZU	Trzy maj	2012-07-04	327,00	323,00	376,00	-14,1%	13,8	13,0		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2012-03-29	50,90	59,40	44,40	33,8%	9,1	8,0		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2012-09-04	18,44	21,60	21,00	2,9%	48,8	11,1	5,7	4,7
LOTOS	Akumuluj	2012-09-27	30,06	34,20	29,85	14,6%	7,0	6,3	12,1	7,1
MOL	Redukuj	2012-07-04	264,60	208,19	276,00	-24,6%	13,9	10,9	6,5	5,5
PGNiG	Redukuj	2012-09-04	4,05	3,71	3,90	-4,9%	40,1	9,7	10,6	4,9
PKN ORLEN	Kupuj	2012-09-13	42,8	50,00	41,90	19,3%	7,6	8,9	5,2	5,7
POLICE	Trzy maj	2012-01-16	9,62	10,00	10,72	-6,7%	10,6	9,3	6,0	4,8
ZA PULAWY	Trzy maj	2012-08-03	114,60	118,40	123,50	-4,1%	9,0	13,4	4,9	6,4
Energetyka										
CEZ	Redukuj	2012-09-04	130,00	117,50	119,20	-1,4%	8,8	8,7	6,4	6,5
ENEA	Kupuj	2012-09-04	16,50	20,76	16,06	29,3%	8,0	7,8	3,1	3,5
PGE	Kupuj	2012-03-05	19,80	21,24	18,08	17,5%	7,6	8,6	4,0	4,7
TAURON	Kupuj	2012-08-14	4,78	6,31	4,69	34,5%	5,9	8,9	3,8	4,7
Telekomunikacja										
NETIA	Redukuj	2012-10-05	6,00	5,60	5,75	-2,6%	62,2	32,7	4,6	4,0
TPSA	Trzy maj	2012-10-05	16,20	16,80	12,89	30,3%	16,3	17,2	4,2	4,1
Media										
AGORA	Trzy maj	2012-08-03	7,85	7,50	8,15	-8,0%	346,9	-	3,9	4,6
CINEMA CITY	Trzy maj	2012-03-05	32,00	33,50	31,99	4,7%	13,8	11,2	7,0	6,0
CYFROWY POLSAT	Redukuj	2012-08-03	14,35	13,20	14,44	-8,6%	10,1	11,7	7,5	7,8
TVN	Trzy maj	2012-09-04	6,91	6,80	6,92	-1,7%	-	16,6	8,8	9,4
IT										
AB	Akumuluj	2012-10-05	19,48	22,50	19,50	15,4%	7,2	6,5	6,0	5,5
ACTION	Redukuj	2012-03-05	23,25	17,30	20,15	-14,1%	9,0	8,4	6,4	5,9
ASBIS	Trzy maj	2012-03-05	2,80	2,60	2,44	6,6%	8,2	7,2	4,9	5,0
ASSECO POLAND	Kupuj	2012-08-17	44,66	53,50	39,85	34,3%	8,4	7,9	5,9	5,6
COMARCH	Redukuj	2011-10-13	50,25	45,90	72,75	-36,9%	18,3	17,0	8,3	7,3
SYGNITY	Akumuluj	2012-09-10	14,24	15,30	12,58	21,6%	-	13,9	9,4	4,8
Górnictwo i Metale										
JSW	Kupuj	2012-01-23	99,00	121,60	87,00	39,8%	5,6	6,5	2,4	2,5
KGHM	Kupuj	2012-09-12	142,9	165,40	162,50	-	6,4	9,3	4,0	5,0
LW BOGDANKA	Akumuluj	2012-08-06	121,70	132,00	124,30	6,2%	14,2	9,1	6,4	4,5
Przemysł										
ALCHEMIA	Kupuj	2012-07-26	5,13	6,2	5,30	17,0%	12,0	9,6	6,3	4,8
ASTARTA	Kupuj	2012-08-09	63,25	74,0	65,00	13,8%	5,3	3,7	5,6	4,2
BORYSZEW	Trzy maj	2012-10-18	0,58	0,60	0,55	9,1%	8,4	13,8	6,2	7,8
FAMUR	Redukuj	2012-09-26	4,63	4,1	4,72	-13,1%	10,9	16,9	5,9	7,5
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-08-28	3,51	5,7	3,66	55,7%	5,5	8,6	5,3	5,9
KERNEL	Redukuj	2012-08-31	68,10	62,5	67,75	-7,7%	8,0	7,3	7,4	5,7
KĘTY	Trzy maj	2012-08-28	116,80	119,7	123,10	-2,8%	10,9	13,2	6,2	6,7
KOPEX	Redukuj	2012-09-26	18,7	16,7	19,65	-15,0%	15,3	16,2	7,2	7,7
ROVESE	Redukuj	2012-10-11	2,56	2,4	2,61	-8,0%	-	21,9	12,0	9,1
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2012-08-06	54,70	65,10	54,00	20,6%	7,6	9,2	3,3	4,2
ELEKTROBUDOWA	Trzy maj	2012-08-06	91,40	95,70	116,40	-17,8%	14,5	13,1	9,4	8,5
ERBUD	Kupuj	2012-08-06	13,75	17,50	15,20	15,1%	11,2	9,8	5,9	5,0
MOSTOSTAL WAR.	Trzy maj	2012-08-06	13,80	14,40	13,40	7,5%	-	9,8	15,8	4,0
PBG	Zawieszona	2012-06-05	14,63	-	5,65	-	-	-	-	-
POLIMEX MOSTOSTAL	Zawieszona	2012-07-18	0,69	-	0,64	-	-	-	-	-
RAFAKO	Trzy maj	2012-09-04	8,70	9,10	10,14	-10,3%	12,3	12,2	8,0	7,1
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1,10	-	0,85	-	-	-	-	-
ULMA CP	Kupuj	2012-08-06	39,30	48,80	41,50	17,6%	9,9	578,0	2,4	3,2
UNIBEP	Kupuj	2012-08-06	3,60	6,10	5,20	17,3%	8,0	8,0	5,8	6,3
ZUE	Trzy maj	2012-10-05	7,25	7,00	7,11	-1,5%	9,4	9,6	6,7	5,1
Deweloperzy										
BBi DEVELOPMENT	Akumuluj	2012-06-05	0,30	0,34	0,37	-8,1%	404,3	43,9	34,1	51,7
DOM DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	29,50	31,40	31,74	-1,1%	9,1	15,0	7,4	13,4
ECHO	Kupuj	2012-01-24	3,75	4,70	4,62	1,7%	7,4	13,3	10,5	29,5
GTC	Kupuj	2012-06-14	6,10	7,30	7,95	-8,2%	43,7	19,0	22,1	16,4
J.W.C.	Redukuj	2012-08-01	4,22	4,00	3,73	7,2%	10,5	10,8	14,9	16,2
PA NOVA	Kupuj	2012-09-11	15,49	22,90	18,28	25,3%	10,0	8,1	15,9	9,6
POLNORD	Kupuj	2012-10-16	13,76	16,60	13,07	27,0%	-	38,2	19,5	19,6
ROBYG	Trzy maj	2012-03-05	1,46	1,43	1,30	10,0%	7,9	11,1	8,4	11,6

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Akumuluj	Trzymaj	22,50	2012-10-05
BORYSZEW	Trzymaj	Trzymaj	0,60	2012-10-18
FAMUR	Redukuj	Redukuj	4,10	2012-09-26
GETIN NOBLE BANK	Trzymaj	Akumuluj	1,80	2012-10-23
KOPEX	Redukuj	Zawieszona	16,70	2012-09-26
LOTOS	Akumuluj	Redukuj	34,20	2012-09-27
NETIA	Redukuj	Trzymaj	5,60	2012-10-05
POLNORD	Kupuj	Kupuj	16,60	2012-10-16
ROVESE	Redukuj	Zawieszona	2,40	2012-10-11
TPSA	Trzymaj	Trzymaj	16,80	2012-10-05
ZUE	Trzymaj	Akumuluj	7,00	2012-10-05

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	12	24	7	18	0	4	11	4	11
procent	0,0%	19,7%	39,3%	11,5%	29,5%	0,0%	13,3%	36,7%	13,3%	36,7%

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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszczy@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 Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybała@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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 48 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, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alchemia, Asseco BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Marka, Mieszko, 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, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, 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. DI BRE Banku S.A. ma podpisaną umowę na temat obsługi kasowej przez Pekao SA oraz umowę abonentową z Telekomunikacją Polską.

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.