



Rynek akcji

WIG

46 329

Średnie P/E 2012

11,3

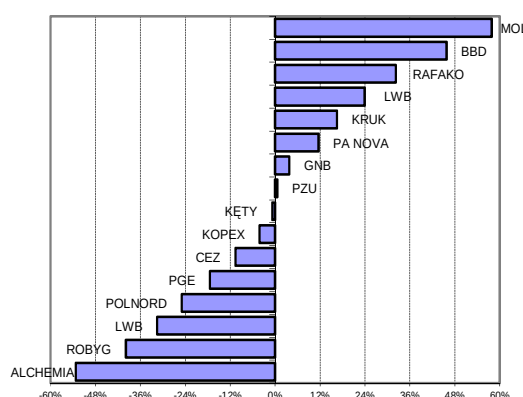
Średnie P/E 2013

12,3

Średni dzienny obrót (3 m-ce)

828 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



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

Zespół Analiz:

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

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

Kamil Kliszcz
(+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@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 Zybała
(48 22) 697 47 01
piotr.zybała@dibre.com.pl

Prognozy wyników kwartalnych

IV Q 2012

Finanse. Naszym zdaniem wyniki banków ponownie zostaną zdominowane przez skalę zysków ze sprzedaży obligacji. Naszym zdaniem wystąpią one w Handlowym i w Pekao. W przychodach podstawowych spodziewamy się słabego wyniku odsetkowego, średnio -2% Q/Q z powodu spadających stóp procentowych, oraz sezonowej lekkiej poprawy w wyniku prowizyjnym, średnio +1% Q/Q. Po stronie rezerw, zakładamy spadek średnio o 5% Q/Q. W PZU spodziewamy się presji Q/Q na zysk netto z powodu znaczących rezerw w konsekwencji obniżenia stóp technicznych, a w Kruk silnych wyników z lekkimi pozytywnymi rewaluacjami.

Paliwa. Polskie spółki paliwowe już zapowiedziały bardzo dobre wyniki związane z wysokim marżami w rafinerii i podobne tendencje powinny charakteryzować raport kwartalny MOL. Zyski PGNiG oprócz tradycyjnej sezonowości będą wsparte księgowanym upustem z Gazpromu, który ma sięgnąć 2,5-3,0 mld PLN.

Energetyka. W ramach sektora, mimo tradycyjnego zawiązywania rezerw bilansowych, dobre wyniki ponownie powinien raportować Tauron, co będzie pochodną wysokiej marży na sprzedaży energii oraz sezonowej poprawy w obszarze ciepła. Słabszych rezultatów oczekujemy w przypadku Enei i CEZ. Kluczowe dla sentymentu będą jednak prognozy Zarządów na rok 2013.

Górnictwo i metale. Dla sektora wydobywczego był to najsłabszy kwartał w roku. W przypadku JSW spodziewamy się straty netto, w Bogdanie wyniku zbliżonego do 0 PLN, a w KGHM spadku zysków w relacji Q/Q o 58%. Za tak słabe wyniki odpowiada spadek cen surowców, a także niższe niż w poprzednich kwartałach wolumeny produkcji i sprzedaży. W przypadku wszystkich wymienionych spółek oczekujemy poprawy wyników już w 1Q'13.

Przemysł. W 3Q'12 z pokrywanych spółek tylko Kernel i Famur mają szansę pokazać pozytywną dynamikę rezultatów. Ujemnej dynamiki wyników spodziewamy się w Alchemii, Boryszewie, Impexmetal, Kopex i Rovese.

Budownictwo. Bardzo dobrych wyników można oczekiwać w Budimeksie. Duża strata w Mostostalu Warszawa. W Elektrobudowie, Erbudzie, Unibepie, Ulmie wyniki porównywalne Q/Q.

Deweloperzy. Bardzo dobre wyniki powinno przedstawić Echo Investment, znacznie przekraczając nasze prognozy z listopada. Wysokie (choć spodziewane) zyski zaprezentuje P.A. Nova. Ponownie rozczaruje GTC, w którym głównym źródłem strat będą projekty bałkańskie. Wyniki spółek mieszkaniowych będą słabe (Robyg, Polnord) lub poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań (Dom Development, J.W. Construction).

Spis treści

1. Banki	3
1.1. Getin Noble Bank.....	3
1.2. Handlowy	3
1.3. ING BSK	4
1.4. Pekao	4
1.5. PKO BP	5
2. Ubezpieczyciele	6
2.1. PZU.....	6
3. Usługi finansowe	7
3.1. Kruk	7
4. Paliwa, chemia	8
4.1. Ciech	8
4.2. MOL	8
4.3. PGNiG	9
4.4. Police.....	9
4.5. ZA Puławy	10
5. Energetyka	11
5.1. CEZ	11
5.2. Enea	11
5.3. PGE	12
5.4. Tauron	12
6. Górnictwo i metale	13
9.1. JSW	13
9.2. KGHM	13
9.3. LW Bogdanka	14
7. Przemysł	15
10.1. Alchemia	15
10.2. Astarta	15
10.3. Boryszew	16
10.4. Famur	16
10.5. Impexmetal	17
10.6. Kernel	17
10.7. Kęty.....	18
10.8. Kopex	18
10.9. Rovese.....	19
8. Budownictwo	20
11.1. Budimex	20
11.2. Elektrobudowa	20
11.3. Erbud	21
11.4. Mostostal Warszawa.....	21
11.5. Rafako	22
11.6. Ulma Construcccion Polska	22
11.7. Unibep	23
11.8. ZUE.....	23
9. Deweloperzy	24
12.1. BBI Development	24
12.2. Dom Development	24
12.3. Echo Investment	25
12.4. GTC	25
12.5. J.W. Construction.....	26
12.6. P.A. Nova.....	26
12.7. Polnord	27
12.8. Robyg	27
10. Terminy publikacji raportów	28
11. Aktualne rekomendacje DI BRE	29
12. Statystyki rekomendacji	30

Banki



Banki

Analitik:
Iza Rokicka

Getin Noble Bank Akumuluj

P/E 2012 11,2 P/BV 2012 1,0 Cena bieżąca 1,79 PLN
P/E 2013 13,6 P/BV 2013 0,9 Cena docelowa 1,90 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011**	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Wynik odsetkowy	330	355	-7%	1 324	1 369	-3%	1 270	1 324	-4%
NIM	2,30%	2,65%	-	2,37%	2,82%	-	2,19%	2,37%	-
Wynik prowizyjny	164	200	-18%	791	851	-7%	820	791	4%
WNDB	504	585	-14%	2 147	2 411	-11%	2 183	2 147	2%
Koszty operacyjne	-197	-205	-4%	-820	-937	-13%	-808	-820	-1%
Wynik operacyjny*	309	373	-17%	1 426	2 113	-32%	1 378	1 426	-3%
Saldo rezerw	-220	-290	-24%	-982	-1 220	-20%	-953	-982	-3%
Zysk brutto	99	86	15%	468	903	-48%	445	468	-5%
Zysk netto	80	69	16%	380	778	-51%	348	380	-8%

* przed kosztami rezerw; ** przed połączeniem z Allianz Bankiem

Silne odbicie zysku netto Q/Q, dzięki niższym odpisom na ryzyka kredytowe

Prognozujemy silne odbicie wyniku netto Q/Q o 30% do 80 mln PLN. Pomimo presji na przychody, spodziewamy się znacząco niższych odpisów na ryzyko kredytowe, zarówno na kredyty gotówkowe jak i hipoteczne.

Prognozujemy, że wynik odsetkowy spadnie o 3% Q/Q do 330 mln PLN w konsekwencji spadających rynkowych stóp procentowych, ponieważ naszym zdaniem wolumeny będą miały ograniczony. W naszej opinii głównym negatywnym aspektem wyników kwartalnych będzie wynik prowizyjny, który uważamy że spadnie o 13% Q/Q do 164 mln PLN i będzie to konsekwencja dalej spadającej sprzedaży produktów inwestycyjno-oszczędnościowych. W kosztach prognozujemy 2% spadek Q/Q do 197 mln PLN, dzięki niższym kosztom rzeczowym. Naszym zdaniem największym pozytywnym aspektem wyników będzie saldo rezerw, które uważamy, że spadnie o 18% Q/Q do 220 mln PLN, najniższego poziomu od 2009 r. Ponadto, zwracamy uwagę, że w 4Q'12 nastąpiła rejestracja podniesienia kapitału, czyli emisja akcji serii J i K, w sumie o wartości 296 mln PLN.



Banki

Analitik:
Iza Rokicka

Handlowy

Trzymaj

P/E 2012 12,7 P/BV 2012 1,7 Cena bieżąca 92,2 PLN
P/E 2013 15,3 P/BV 2013 1,7 Cena docelowa 96,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Wynik odsetkowy	356	383	-7%	1 493	1 434	4%	1 447	1 493	-3%
NIM	3,67%	3,80%	-	3,58%	3,60%	-	3,56%	3,58%	-
Wynik prowizyjny	147	150	-2%	602	643	-6%	588	602	-2%
WNDB	643	624	3%	2 737	2 416	13%	2 461	2 737	-10%
Koszty operacyjne	-340	-358	-5%	-1 455	-1 432	2%	-1 367	-1 455	-6%
Wynik operacyjny*	296	274	8%	1 263	997	27%	1 086	1 263	-14%
Saldo rezerw	-20	-3	564%	-77	-77	0%	-104	-77	35%
Zysk brutto	275	272	1%	1 186	921	29%	982	1 186	-17%
Zysk netto	220	219	1%	946	736	28%	785	946	-17%

* przed kosztami rezerw

Zysk netto ponownie wsparty przez zyski na sprzedaży obligacji

Prognozujemy, że w 4Q'12 Handlowy po raz kolejny zaraportuje wysoki poziom zysku netto – 220 mln PLN (+1% R/R, ale -12% Q/Q). Podobnie jak to miało miejsce w poprzednich kwartałach 2012 roku, spodziewamy się wysokiego poziomu zysku ze sprzedaży obligacji (60 mln PLN, -39% Q/Q).

Pomimo oczekiwanego wzrostu wolumenów (+1% Q/Q w kredytach i +9% Q/Q w depozytach), uważamy, że wynik odsetkowy spadnie o 4% Q/Q do 356 mln PLN z powodu niższych przychodów z papierów dłużnych. Jest to konsekwencją stopniowego rolowania portfela obligacji na spadających rentownościach. W wyniku prowizyjnym również spodziewamy się spadku Q/Q, o 3%, głównie w wyniku spadku wyniku na kartach. Z drugiej strony, spodziewamy się że wynik handlowy ponownie będzie bardzo mocny, chociaż spadnie o 13% Q/Q do 140 mln PLN. Uważamy, że bank ponownie wykorzysta sprzyjające otoczenie rynkowe i spienięży część zysków z obligacji utrzymywanych w portfelu dostępnym do sprzedaży. Zakładamy, że koszty operacyjne wyniosą 340 mln PLN (+1% Q/Q, ale -5% R/R), czyli ukształtują się w dolnej granicy oczekiwanego przez Zarząd przedziału (340-350 mln PLN) kwartalnego poziomu kosztów. W końcu, oczekujemy, że saldo rezerw ukształtuje się ponownie na niskim poziomie -20 mln PLN (-10% Q/Q). Oznacza to, że koszt ryzyka będzie wynosił tylko 54p.b.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

ING BSK**Akumuluj**

P/E 2012 14,4 P/BV 2012 1,6
P/E 2013 15,1 P/BV 2013 1,4

Cena bieżąca 90,95 PLN
Cena docelowa 93,00 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Wynik odsetkowy	504	480	5%	2 047	1 852	11%	2 060	2 047	1%
NIM	2,70%	2,68%	-	2,81%	2,76%	-	2,73%	2,81%	-
Wynik prowizyjny	249	250	0%	998	1 021	-2%	974	998	-2%
WNDB	761	733	4%	3 153	2 896	9%	3 135	3 153	-1%
Koszty operacyjne	-452	-414	9%	-1 827	-1 664	10%	-1 820	-1 827	0%
Wynik operacyjny*	310	324	-4%	1 340	1 249	7%	1 330	1 340	-1%
Saldo rezerw	-85	-51	68%	-363	-172	111%	-379	-363	4%
Zysk brutto	230	284	-19%	1 007	1 118	-10%	978	1 007	-3%
Zysk netto	182	214	-15%	824	880	-6%	783	824	-5%

* przed kosztami rezerw

Wyniki bez zaskoczeń, zyski z obligacji nadal odkładane w kapitałach

Prognozujemy, że zysk netto ING BSK w 4Q'12 wyniesie 182 mln PLN, -10% Q/Q oraz -15% R/R. Chociaż na tle sektora trudno uznać ten wynik za bardzo dobry, zwracamy uwagę, że w przeciwieństwie do niektórych konkurentów, bank w trakcie 2012 roku nie spieniężał zysków z obligacji odłożonych w kapitałach (prawdopodobnie ponad 500 mln PLN po 4Q'12).

Sądzymy, że mocny przyrost depozytów (+6% Q/Q) wraz ze spadającymi rynkowymi stopami procentowymi przełoży się na pierwszy od 12 kwartałów spadek Q/Q wyniku odsetkowego o 2% do 504 mln PLN. W wyniku prowizyjnym zakładamy marginalny spadek Q/Q o 1% do 249 mln PLN, głównie z powodu słabszej działalności brokerskiej oraz wyższych w końcówce roku kosztów w pozycji pozostałe. Naszym zdaniem wynik handlowy, podobnie jak w poprzednich kwartałach pozostanie na niskim, ale znormalizowanym poziomie: 8 mln PLN. Zakładamy, że bank nie spieniężał zysków z obligacji odłożonych w kapitałach. W przeciwieństwie do generalnego trendu w sektorze bankowym, poziom kosztów operacyjnych w 4Q w ING BSK z reguły był najniższy w roku, jako konsekwencja rozliczenia projektów rocznych. Podobnego zjawiska spodziewamy się i tym razem. Zakładamy, że koszty ogółem obniżą się o 1% Q/Q do 452 mln PLN. W saldzie rezerw zakładamy względną stabilizację, zarówno w segmencie korporacyjnym jak i detalicznym. Uważamy, że wzrosnie tylko o 3% Q/Q do 85 mln PLN, co przełoży się na koszt ryzyka w wysokości 69p.b., +1p.b. Q/Q.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

Pekao**Akumuluj**

P/E 2012 14,3 P/BV 2012 1,8
P/E 2013 16,3 P/BV 2013 1,8

Cena bieżąca 159,5 PLN
Cena docelowa 170,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 201	1 205	0%	4 786	4 558	5%	4 773	4 786	0%
NIM	3,22%	3,34%	-	3,22%	3,25%	-	3,12%	3,22%	-
Wynik prowizyjny	566	595	-5%	2 248	2 449	-8%	2 205	2 248	-2%
WNDB	1 957	1 981	-1%	7 804	7 661	2%	7 553	7 804	-3%
Koszty operacyjne	-914	-918	0%	-3 662	-3 672	0%	-3 683	-3 662	1%
Wynik operacyjny*	1 070	1 083	-1%	4 260	4 056	5%	3 972	4 260	-7%
Saldo rezerw	-190	-137	39%	-674	-544	24%	-845	-674	25%
Zysk brutto	896	960	-7%	3 651	3 593	2%	3 181	3 651	-13%
Zysk netto	714	771	-7%	2 927	2 899	1%	2 567	2 927	-12%

* przed kosztami rezerw

Zysk netto ponownie wsparty zyskami z obligacji

Prognozujemy, że zysk netto wyniesie 714 mln PLN, -7% R/R oraz -11% Q/Q. Zwracamy uwagę, że w naszych prognozach zakładamy 75 mln PLN zysków ze sprzedaży obligacji (-52% Q/Q, ale +171% R/R).

W naszych prognozach bilansu spodziewamy się silnego przyrostu depozytów korporacyjnych, co doprowadzi do ogólnego przyrostu oszczędności o 4% Q/Q. W kredytach zakładamy jedynie umiarkowany wzrost o 1% Q/Q. Pomimo spadających rynkowych stóp procentowych, naszym zdaniem Pekao powinno obronić swój poziom wyniku odsetkowego z poprzedniego kwartału, który prognozujemy na 1 201 mln PLN. Zwracamy uwagę na korporacyjny charakter bilansu, który jest mniej wrażliwy na zmiany stóp niż ekspozycje detaliczne, oraz na efekt opóźnionego przenoszenia niższych stóp procentowych na oprocentowanie aktywów. Spodziewamy się, że wynik prowizyjny wzrośnie o 3% Q/Q dzięki wyższym przychodom z kart oraz sezonowo mocnej pozycji pozostałe. Naszym zdaniem wynik handlowy pozostanie mocny (190 mln PLN) dzięki spieniężeniu zysków z obligacji, chociaż prognozujemy, że będzie o 28% niższy Q/Q. W kosztach operacyjnych zakładamy tylko marginalny wzrost Q/Q do 914 mln PLN, ponieważ bank nigdy nie wykazywał nadmiernego sezonowego wzrostu kosztów w 4Q. W końcu, zakładamy, że saldo rezerw wyniesie 190 mln PLN, czyli wzrośnie o 6% Q/Q, głównie w segmencie korporacyjnym.

**Banki**

Analityk:
Iza Rokicka

PKO BP**Kupuj**

P/E 2012 11,8 P/BV 2012 1,8
P/E 2013 14,1 P/BV 2013 1,7
Cena bieżąca 35,17 PLN
Cena docelowa 40,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 939	2 070	-6%	7 959	7 609	5%	7 413	7 959	-7%
NIM	4,02%	4,38%	-	4,15%	4,22%	-	3,81%	4,15%	-
Wynik prowizyjny	779	792	-2%	3 043	3 101	-2%	2 924	3 043	-4%
WNDB	2 818	2 944	-4%	11 413	11 000	4%	10 615	11 413	-7%
Koszty operacyjne	-1 210	-1 186	2%	-4 588	-4 411	4%	-4 654	-4 588	1%
Wynik operacyjny*	1 643	1 790	-8%	6 981	6 731	4%	6 100	6 981	-13%
Saldo rezerw	-580	-561	3%	-2 339	-1 930	21%	-2 216	-2 339	-5%
Zysk brutto	1 063	1 212	-12%	4 656	4 781	-3%	3 884	4 656	-17%
Zysk netto	850	952	-11%	3 725	3 807	-2%	3 108	3 725	-17%

* przed kosztami rezerw

Spadek wyniku netto Q/Q to efekt głównie sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych

Prognozujemy, że zysk netto w 4Q'12 wyniesie 850 mln PLN, -8% Q/Q oraz -11% R/R. Ujemna dynamika Q/Q to przede wszystkim konsekwencja zwyczajowej sezonowości kosztów operacyjnych, a R/R – efekt spadających przychodów podstawowych o 5%.

Prognozujemy, że saldo kredytów wzrośnie o 1% Q/Q nawet pomimo umocnienia się PLN, dzięki silnej sprzedaży hipotek. W depozytach zakładamy 2% wzrost Q/Q. Pomimo pozytywnej dynamiki w wolumenach, uważamy że wynik odsetkowy spadnie o 2% Q/Q do 1 939 mln PLN w konsekwencji spadających stóp procentowych i zawężającej się marży depozytowej. Naszym zdaniem marża odsetkowa na aktywach ogółem obniży się o 10p.b. do 4,02%. W wyniku prowizyjnym zakładamy 2% wzrost Q/Q dzięki wyższym przychodom z TFI oraz z kredytów i ubezpieczeń. W wyniku handlowym niespodziewany się pozytywnych efektów związanych z hossą na rynku długu. Podsumowując, naszym zdaniem przychody ogółem spadną o 2% Q/Q oraz o 4% R/R. W kosztach operacyjnych zakładamy zwyczajowy wzrost, +7% Q/Q do 1 210 mln PLN. Naszym zdaniem będzie on bardziej widoczny w kosztach rzeczowych (+16% Q/Q) niż w kosztach osobowych (+2% Q/Q). Zakładamy, że saldo rezerw wyniesie 580 mln PLN, czyli spadnie o 12% Q/Q w wyniku braku dodatkowych rezerw na spółki z sektora budowlanego. Nasza prognoza nie uwzględnia rozwiązywania wcześniej utworzonych odpisów.

Ubezpieczyciele



Ubezpieczyciele

Analityk:
Iza Rokicka

PZU

P/E 2012 10,3
P/E 2013 12,1

P/BV 2012 2,5
P/BV 2013 2,3

Akumuluj

Cena bieżąca 400,0 PLN
Cena docelowa 435,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym	4 057	3 853	5%	16 216	15 279	6%	16 545	16 216	2%
Ubezpieczenia majątkowe	2 124	2 113	0%	8 740	8 527	2%	8 813	8 740	1%
Ubezpieczenia na życie	1 933	1 740	11%	7 476	6 752	11%	7 732	7 476	3%
Odszkodowania i świadczenia netto	-3 320	-2 597	28%	-11 748	-10 221	15%	-11 886	-11 748	1%
Koszty	-956	-961	-1%	-3 452	-3 346	3%	-3 518	-3 452	2%
Wynik techniczny	-271	278	-	754	1 324	-43%	881	754	17%
Wynik na działalności lokacyjnej	949	554	71%	3 518	1 594	121%	2 674	3 518	-24%
Zysk brutto	632	615	3%	4 145	2 908	43%	3 519	4 145	-15%
Zysk netto	508	487	4%	3 347	2 345	43%	2 863	3 347	-14%

Pomimo dobrego wyniku na inwestycjach, zysk pod presją konserwatywnej polityki tworzenia rezerw

Prognozujemy, że zysk netto spadnie o 55% Q/Q (ale wzrośnie 4% R/R) do 508 mln PLN, pomimo silnych w 4Q'12 rynków finansowych. Oczekujemy, że na wyniki wpłyną przynajmniej trzy transakcje o charakterze jednorazowym, których efekt netto będzie negatywny w wymiarze ok. 280 mln PLN (ok. 350 mln PLN brutto). Oczekujemy, że Spółka rozwiąże ok. 150 mln PLN rezerw na nagrody jubileuszowe w związku z wypowiedzeniem zakładowego układu zbiorowego pracy. Z drugiej strony, zakładamy że Spółka utworzy ok. 300 mln rezerw na ubezpieczenia na życie w związku z wyrównaniem stopy technicznej między sprawozdaniem skonsolidowanym pod MSR (ok. 3,4%) a sprawozdaniem jednostkowym pod PSR (ok. 3,2%). Zwracamy uwagę, że ten zabieg będzie miał wpływ tylko na sprawozdanie skonsolidowane grupy PZU. Ponadto przyjmujemy, że PZU utworzy ok. 200 mln PLN rezerw na ubezpieczenia rentowe w majątku w związku z obniżeniem stopy technicznej z ok. 0,2% do 0%. W końcu uważamy, że przegląd wartości nieruchomości będzie miał neutralny charakter.

Prognozujemy, że składka przypisana brutto wzrośnie o 5% R/R, w tym 11% R/R w ubezpieczeniach na życie i o 0% w ubezpieczeniach majątkowych. Ponadto, oczekujemy sezonowego wzrostu kosztów ogółem o 8% Q/Q (ale -1% R/R) oraz wysokiego wyniku na działalności lokacyjnej na poziomie 949 mln PLN (+71% R/R, ale -9% Q/Q).

Usługi finansowe



Finanse

Analityk:
Iza Rokicka

Kruk

P/E 2012 11,4
P/E 2013 10,3

P/BV 2012 2,8
P/BV 2013 2,3

Akumuluj

Cena bieżąca 52,05 PLN
Cena docelowa 51,5 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody ogółem	91,9	83,4	10%	337,0	274,0	23%	362,3	337,0	8%
- zakupy wierzytelności	82,7	73,2	13%	299,6	230,4	30%	321,1	299,6	7%
- inkaso	7,5	10,2	-27%	31,1	41,0	-24%	29,7	31,1	-4%
Marża pośrednia	53,5	37,8	41%	192,4	143,7	34%	204,7	192,4	6%
Marża pośrednia	58,2%	45,3%	-	57,1%	52,4%	-	56,5%	57,1%	-
Zysk operacyjny	39,0	23,7	64%	135,7	96,0	41%	143,8	135,7	6%
Zysk brutto	26,1	15,3	71%	84,4	68,5	23%	99,7	84,4	18%
Zysk netto	25,3	14,1	80%	79,2	66,2	20%	86,7	79,2	9%

Wynik netto lekko wsparty przez rewaluacje

Prognozujemy, że zysk netto w 4Q'12 wyniesie 25,3 mln PLN, +16% Q/Q oraz +80% R/R. Tak wysoka oczekiwana dynamika Q/Q to głównie konsekwencja wyższych Q/Q prognozowanych aktualizacji. Z drugiej strony, wzrost R/R to efekt niskiej bazy (jednorazowe wysokie koszty w segmencie zakupów wierzytelności zaksięgowane w 4Q'11).

Chociaż Spółka poinformowała, że w 4Q'12 zainwestowała aż 120 mln PLN (+29% Q/Q, ale -15% R/R), prognozujemy że suma spłat wzrośnie tylko o 2% Q/Q (+10% R/R) do 117,8 mln PLN w konsekwencji niekorzystnego ułożenia się kalendarza w grudniu. W odniesieniu do rachunku wyników, prognozujemy silny wzrost przychodów do 91,9 mln PLN (+7% Q/Q oraz +10% R/R), dzięki rekordowemu poziomowi przychodów z zakupu wierzytelności 82,7 mln PLN (+8% Q/Q oraz +13% R/R), które naszym zdaniem zostaną lekko wsparte pozytywnymi rewaluacjami. W kosztach bezpośrednich i pośrednich zakładamy 8% wzrost Q/Q do 38,4 mln PLN (ale -16% R/R) w konsekwencji zwiększonej końcówką roku kontrybucji spraw do e-sądu. W konsekwencji prognozujemy, że marża pośrednia wzrośnie 6% Q/Q oraz 41% R/R do 53,5 mln PLN. Ponieważ oczekujemy, że koszty ogólnego zarządu wzrosną o 4% Q/Q oraz 7% R/R do 14,4 mln PLN, prognozujemy, że wynik operacyjny wyniesie 39,0 mln PLN, +8% Q/Q oraz 64% R/R. Ponadto zakładamy, że koszty finansowe netto będą praktycznie płaskie Q/Q, a efektywna stopa podatkowa wyniesie 3%.

Paliwa, chemia



Chemia

Analityk:
Kamil Kliszc

Ciech

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

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

Kupuj

Cena bieżąca 22,1 PLN
Cena docelowa 28,3 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	1 017,1	1 019,2	-0,2%	4 374,7	4 174,5	4,8%	3 720,8	4 374,7	-14,9%
EBITDA	17,3	73,6	-	-11,9	340,8	-	465,1	-11,9	-
marża	1,7%	7,2%	-	-0,3%	8,2%	-	12,5%	-0,3%	-
EBIT	-38,4	16,4	-	-247,1	118,7	-	236,5	-247,1	-
Zysk brutto	-100,8	-8,4	-	-459,6	8,6	-	136,5	-459,6	-
Zysk netto	-100,8	-19,8	-	-461,5	1,5	-	110,5	-461,5	-

Zdarzenia jednorazowe zaburzają wyniki

W 4Q'12 oczyszczony wynik operacyjny powinien być zbliżony w ujęciu Q/Q (24,5 mln PLN vs 27,9 mln PLN), co będzie z jednej strony pochodną lepszych marż na TDI (jeszcze w 4Q Spółka prowadziła produkcję i sprzedaż w Zachemie), a z drugiej nieco słabszego wyniku segmentu sodowego, gdzie mimo wysokich wolumenów ciężcy mogą niższe ceny energii w elektrociepłowni niemieckiej oraz umocnienie złotego. Jednocześnie oczekujemy jednak zawiązania rezerw na gwarancje dla Zachemu, o których Ciech informował przy okazji emisji obligacji (62,9 mln PLN na poczet odpraw i opłat środowiskowych) co wyraźnie osłabi wyniki raportowane. Na poziomie działalności finansowej oprócz standardowych kosztów finansowych, zakładamy pojawienie się 30 mln PLN kosztów prowizji bankowych związanych z wcześniejszą spłatą kredytu konsorcyjnego (nie wiąże się to z odpływem gotówki, gdyż ta prowizja została już zapłacona przy podpisywaniu umowy kredytowej, ale miała być amortyzowana wraz ze spłatą rat kredytowych – refinansowanie długu bankowego obligacjami wymusza jednorazowe rozpoznanie tych kosztów). W tym kontekście, strata netto może sięgnąć nawet 100 mln PLN.



Rafinerijny

Analityk:
Kamil Kliszc

MOL

P/E 2012 10,0
P/E 2013 11,1

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

Trzymaj

Cena bieżąca 260,0 PLN
Cena docelowa 254,6 PLN

(mld HUF)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	1 406,1	1 491,8	-5,7%	5 528,4	5 343,2	3,5%	5 521,3	5 528,4	-0,1%
EBITDA	118,0	132,6	-11,0%	521,4	603,0	-13,5%	575,7	521,4	10,4%
marża	8,4%	8,9%	-	9,4%	11,3%	-	10,4%	9,4%	-
EBIT	50,6	10,1	401,2%	238,0	253,2	-6,0%	264,0	238,0	10,9%
Zysk brutto	44,7	-34,7	-	230,7	218,4	5,6%	262,2	230,7	13,7%
Zysk netto	33,2	-31,0	-	175,1	153,7	13,9%	158,1	175,1	-9,7%

Dobry kwartał zarówno w wydobywaniu jak i rafinerii

Oczekujemy, że w 4Q'12 oczyszczony wynik operacyjny LIFO będzie tylko nieznacznie niższy Q/Q (63 mld HUF vs 69,4 mld HUF). Z jednej strony będzie to pochodną poprawy rezultatów w obszarze wydobywania (75 mld HUF vs 71,7 mld HUF), gdzie Spółka powinna rozpoznać zaległą sprzedaż ropy do rafinerii Sisak oraz zwiększyć nieco poziom produkcji ze złóż węgierskich, co skompensuje relatywny wzrost cła eksportowego w Rosji. Z drugiej strony, w segmencie rafinerijnym ubytek zysków wg LIFO w ujęciu Q/Q (8 mld HUF vs 28 mld HUF) nie powinien być tak duży jak wskazywałyby na to cracki benchmarkowe ze względu na odbudowę marż dystrybucyjnych oraz bardzo dobre otoczenie makro w kluczowym dla wolumenów październiku. Raportowane wyniki będą jednak gorsze ze względu na ujemny efekt LIFO i różnice kursowe (łącznie -12 mld HUF vs +33 mld HUF w 3Q'12). Słabiej wypadnie też obszar gazowy, gdzie cieplejsza zima obniżająca wolumeny przesyłu oraz duża strata na działalności handlowej w Chorwacji wpłyną na spadek EBIT do 5,8 mld HUF. Duży wpływ na zmiany EBIT Q/Q będą miały koszty ogólne i wyłączenia międzysegmentowe, które w 3Q wyniosły aż -25 mld HUF, a teraz zakładamy ich znormalizowany poziom na -12 mld HUF. Na działalności finansowej obok standardowych pozycji odsetkowych uwzględniamy niewielką stratę na różnicach kursowych.

**Rafineryjny**

Analityk:
Kamil Kliszc

PGNiG

P/E 2012 11,8
P/E 2013 13,1

EV/EBITDA 2012 7,4
EV/EBITDA 2013 6,7

Trzymaj

Cena bieżąca 5,51 PLN
Cena docelowa 4,25 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	8 454,1	6 972,4	21,3%	28 518,3	23 003,5	24,0%	27 620,1	28 518,3	-3,1%
EBITDA	3 877,2	683,8	-	5 307,0	3 259,6	62,8%	5 835,4	5 307,0	10,0%
marża	45,9%	9,8%	-	18,6%	14,2%	-	21,1%	18,6%	-
EBIT	3 374,2	279,7	-	3 297,1	1 685,5	95,6%	3 332,4	3 297,1	1,1%
Zysk brutto	3 340,4	258,0	-	3 251,9	1 711,8	90,0%	3 199,5	3 251,9	-1,6%
Zysk netto	2 708,0	304,2	-	2 760,7	1 626,8	69,7%	2 499,7	2 760,7	-9,5%

Kwartał pod znakiem rozliczeń z Gazpromem

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, PGNiG w 4Q rozpozna w wynikach efekty aneksu do kontraktu jamalskiego, które łącznie z retrospektywnym wyrównaniem za poprzednie kwartały wzmocnią segment obrotu o 2,5-3 mld PLN (zakładamy średnią z tego przedziału). Wynik operacyjny segmentu obrotu przy uwzględnieniu dodatkowo rabatu w kontrakcie jamalskim (ok. 15 mln USD za przekroczenie limitu take-or-pay) może sięgnąć ponad 2,6 mld PLN. Trudne do przewidzenia są wyniki na transakcjach zabezpieczających, gdyż w związku ze zmianą formuły w kontrakcie Spółka mogła w trybie nagłym zamykać część dotychczasowych instrumentów, więc mogą się pojawić z tego tytułu dodatkowe pozycje. W obszarze wydobywczym EBIT szacujemy na 382 mln PLN, co oznacza pogorszenie Q/Q (441 mln PLN), które wynika nie tylko z sezonowości kosztów pracy, ale również z zakładanych odpisów na nieudane odwierty w kwocie 50 mln PLN oraz nieznacznej korekty cen ropy. W obszarze dystrybucji oczekujemy nieznacznego wzrostu EBIT (310 mln PLN vs 290 mln PLN), co będzie wynikać z wyższego zużycia w grupie klientów domowych, nieznacznie wyższych taryf i prowadzonej restrukturyzacji kosztowej. Segment ciepła z uwagi na sezon grzewczy wyraźnie poprawi wynik Q/Q (42 mln PLN), ale nadal będzie obciążony amortyzacją uprawnień do emisji. Zwracamy ponadto uwagę, że w związku z ogłoszoną niedawno strategią optymalizacji kosztów, PGNiG może zdecydować się na zawiązanie dodatkowych rezerw na restrukturyzację w 4Q, których nie zakładamy w naszych prognozach. Na działalności finansowej obok kosztów odsetkowych (71 mln PLN) uwzględniamy dodatnie różnice kursowe na dolarowej pożyczce w spółce norweskiej (+37 mln PLN).

**Chemia**

Analityk:
Kamil Kliszc

Police

P/E 2012 8,4
P/E 2013 11,4

EV/EBITDA 2012 5,2
EV/EBITDA 2013 6,4

Redukuj

Cena bieżąca 13,05 PLN
Cena docelowa 10,90 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	698,0	884,0	-21,0%	3 107,4	2 765,6	12,4%	2 928,8	3 107,4	-5,7%
EBITDA	34,6	101,1	-65,8%	225,2	336,3	-33,0%	181,2	225,2	-19,5%
marża	5,0%	11,4%	-	7,2%	12,2%	-	6,2%	7,2%	-14,6%
EBIT	15,2	79,9	-81,0%	144,8	257,7	-43,8%	101,5	144,8	-29,9%
Zysk brutto	18,2	76,1	-76,0%	140,7	244,8	-42,5%	106,2	140,7	-24,5%
Zysk netto	13,5	150,1	-91,0%	117,1	311,9	-62,5%	86,0	117,1	-26,6%

Dalsze osłabienie koniunktury

W 4Q'12 Police powinny zanotować spadek EBIT w ujęciu Q/Q (15,2 mln PLN vs 29,9 mln PLN) mimo braku miesięcznego przestoju remontowego, który osłabił wyniki kwartał wcześniej o 23,5 mln PLN. Zwracamy jednak uwagę, że w 3Q Spółka rozpoznała zysk na jednorazowych tańszych dostawach gazu (7,4 mln PLN), a w międzyczasie pogorszyło się otoczenie makro praktycznie we wszystkich obszarach działalności. Negatywne trendy były kontynuowane w przypadku bieli tytanowej (spadek cen o 9% przy rosnącym koszcie surowca w związku z kończącymi się zapasami taniego ilmenitu i szlaki zrobionymi w 2011 roku) oraz fosforanu amonu (marża na DAP spadła wg naszych szacunków o ok. 5 mln PLN). Słabiej wyglądało również otoczenie w obszarze mocznika (-7% Q/Q) i nawozów NPK (obniżenie marży benchmarkowej o 16%). Oczywiście trzeba przy tym uwzględnić fakt, że ceny krajowe raczej pozostawały stabilne, tak więc ubytek na rentowności będzie pochodził przede wszystkim ze sprzedaży eksportowej. Istotnym problemem dla Spółki w 4Q był też przedłużający się przestój na instalacjach amoniakalnych, szczególnie że rynkowe marże na tym produkcie pozostawały atrakcyjne. Na działalności finansowej saldo powinno być lekko dodatnie dzięki różnicom kursowym, a dodatkowo standardowo wzmocni je konsolidacja 2 mln PLN zysków z Kemipolu. Ostatecznie więc zysk netto wyniesie niecałe 13,5 mln PLN.

**Chemia**

Analityk:
Kamil Kliszczyk

ZA Puławy**Trzymaj**

P/E 2012 9,4 EV/EBITDA 2012 4,8
P/E 2013 14,1 EV/EBITDA 2013 6,2

Cena bieżąca 129,6 PLN
Cena docelowa 123,4 PLN

(mln PLN)	IIQ12/13P	IIQ11/12	zmiana	I-IIQ12/13P	I-IIQ11/12	zmiana	2012/13P	2011/12	zmiana
Przychody	941,6	996,2	-5,5%	1 819,2	1 817,2	0,1%	3 682,5	3 948,3	-6,7%
EBITDA	106,3	206,1	-48,4%	173,2	346,2	-50,0%	435,8	778,5	-44,0%
marża	11,3%	20,7%	-	9,5%	19,1%	-	11,8%	19,7%	-
EBIT	76,5	175,7	-56,5%	113,7	288,0	-60,5%	301,1	664,0	-54,7%
Zysk brutto	80,4	178,1	-54,9%	121,4	299,1	-59,4%	319,0	686,9	-53,6%
Zysk netto	65,1	136,6	-52,3%	99,4	236,4	-57,9%	263,4	601,0	-56,2%

Wyniki obciążone kaprolaktamem

Drugi kwartał roku obrotowego 2012/13, podobnie jak poprzedni, będzie charakteryzował się dużymi ujemnymi dynamikami w ujęciu R/R, co jest związane z bardzo wysoką bazą odniesienia rekordowych marż na kaprolaktamie, które obecnie znajdują się z kolei na historycznych minimach. Niemniej jednak, ze względu na efekty sezonowe (poprawa wolumenów i brak kosztów przestoju remontowych) w ujęciu Q/Q Spółka zanotuje naszym zdaniem istotnie lepszy rezultat na poziomie EBIT. Nie bez znaczenia będzie też zanotowane odbicie cen melaminy, które według naszych szacunków wzmocni marżę o ok. 12 mln PLN. Jeśli chodzi o segment nawozowy to z jednej strony obserwowaliśmy w tym okresie osłabienie notowań mocznika i RSM, ale powinno to być skompensowane wyższymi cenami saletry. Przypominamy jednocześnie, że w krótkim terminie wrażliwość rentowności nawozowej ZAP na trendy globalne jest ograniczona ze względu na dominujący udział sprzedaży krajowej. Na poziomie działalności finansowej nie zakładamy istotnych odchyłeń Q/Q i ostatecznie zysk netto powinien sięgnąć 65 mln PLN.

Energetyka



Energetyka

Analitik:
Kamil Kliszc

CEZ

P/E 2012 7,6
P/E 2013 8,3

EV/EBITDA 2012 6,1
EV/EBITDA 2013 6,2

Trzymaj

Cena bieżąca 101,5 PLN
Cena docelowa 109,2 PLN

(mln CZK)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	51 040,7	59 199,0	-13,8%	213 514,7	209 761,0	1,8%	190 910,3	213 514,7	-10,6%
EBITDA	19 700,3	24 871,0	-20,8%	84 415,3	87 312,0	-3,3%	83 322,7	84 415,3	-1,3%
marża	38,6%	42,0%	-	39,5%	41,6%	-	43,6%	39,5%	-
EBIT	12 587,3	17 987,0	-30,0%	57 305,3	61 542,0	-6,9%	55 532,7	57 305,3	-3,1%
Zysk brutto	11 192,3	17 786,0	-37,1%	52 383,3	51 952,0	0,8%	49 538,1	52 383,3	-5,4%
Zysk netto	9 169,8	14 276,0	-35,8%	43 468,8	40 756,0	6,7%	40 045,6	43 468,8	-7,9%

Wysoka baza odniesienia

W 4Q'12 CEZ zanotuje naszym zdaniem dość wysokie ujemne dynamiki wyników finansowych, praktycznie na wszystkich poziomach. Głównym powodem osłabienia zysków będzie segment dystrybucji, gdzie problemem jest konsolidacja strat spółki albańskiej. Łącznie z uwzględnieniem mniejszych taryfowych kompensat za rok poprzedni szacujemy, że EBIT tego obszaru sięgnie 2,8 mld CZK, a więc będzie niższy R/R o 2,5 mld CZK. Słabiej wypadnie również obszar wytwarzania gdzie, mimo wysokiego udziału elektrowni atomowych w produkcji ogółem, spodziewamy się obniżenia EBIT z 10,7 mld CZK do 9,1 mld CZK, co będzie pochodną niższych cen (część wyniku na zabezpieczeniach rozpoznana w 1H'12) oraz braku zysków na uprawnieniach emisyjnych, które rok wcześniej sięgnęły 1,1 mld CZK. W przypadku segmentu wydobywania i pozostałej działalności nie zakładamy większych odchyśleń w ujęciu R/R. Na poziomie działalności finansowej oprócz standardowych pozycji odsetkowych nie oczekujemy istotnego wpływu ze strony wyceny opcji MOL czy różnic kursowych. Ostatecznie, roczną prognozę Zarządu na poziomie zysku netto uda się przekroczyć.



Energetyka

Analitik:
Kamil Kliszc

Enea

P/E 2012 9,3
P/E 2013 11,9

EV/EBITDA 2012 2,8
EV/EBITDA 2013 3,1

Akumuluj

Cena bieżąca 15,01 PLN
Cena docelowa 17,55 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	2 548,2	2 522,2	1,0%	9 977,5	9 688,9	3,0%	9 721,8	9 977,5	-2,6%
EBITDA	273,0	267,2	2,2%	1 622,7	1 555,8	4,3%	1 479,4	1 622,7	-8,8%
marża	10,7%	10,6%	-	16,3%	16,1%	-	15,2%	16,3%	-
EBIT	76,6	75,8	1,1%	829,3	844,2	-1,8%	670,4	829,3	-19,2%
Zysk brutto	97,6	99,8	-2,2%	915,7	987,4	-7,3%	698,8	915,7	-23,7%
Zysk netto	79,0	79,9	-1,1%	726,1	793,3	-8,5%	566,1	726,1	-22,0%

Słaby kwartał dystrybucji

W poprzednich kwartałach 2012 roku Enea regularnie zaskakiwała pozytywnie w obszarze dystrybucji, częściowo dzięki mniejszym obciążeniom z tytułu rezerw bilansowych. Zakładamy, że w końcówce roku zostanie to „nadrobione” i pojawiają się dodatkowe obciążenia z tego tytułu oraz niekapitalizowane koszty inwestycji, które koncentrują się w 4Q. Szacujemy, że EBIT tego segmentu będzie tylko nieznacznie dodatni (15 mln PLN vs 27 mln PLN w 4Q'11) po rekordowym 3Q. W obszarze wytwarzania poprawa w ujęciu Q/Q (49,5 mln PLN vs 22 mln PLN) będzie wynikała z braku ujemnej korekty KDT-ów oraz sezonowo wyższej kontrybucji farmy wiatrowej, która częściowo będzie neutralizowała wyższe koszty węgla w ujęciu R/R, a także konsolidacji „zimowych” rezultatów EC Białostok. Segment obrotu powinien kontynuować pozytywne tendencje z poprzednich okresów, tym bardziej że w ostatnich miesiącach obserwowaliśmy dalszy spadek cen zielonych certyfikatów (EBIT 39 mln PLN vs 14,8 mln PLN). Po uwzględnieniu pozostałej działalności, wyłączeń konsolidacyjnych oraz kosztów ogólnych EBIT Grupy powinien być zbliżony w ujęciu R/R. Podobnie sytuacja będzie wyglądać na poziomie zysku netto.

**Energetyka**

Analitik:
Kamil Kliszc

PGE**Trzymaj**

P/E 2012 7,6 EV/EBITDA 2012 3,6
P/E 2013 12,2 EV/EBITDA 2013 4,9

Cena bieżąca 16,8 PLN
Cena docelowa 18,1 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	7 398,5	7 250,4	2,0%	29 295,6	28 111,4	4,2%	27 506,6	29 295,6	-6,1%
EBITDA	1 875,5	1 008,0	86,0%	8 396,5	6 855,0	22,5%	6 197,2	8 396,5	-26,2%
marża	25,3%	13,9%	-	28,7%	24,4%	-	22,5%	28,7%	-
EBIT	1 143,9	272,6	319,6%	5 502,6	4 144,5	32,8%	3 360,2	5 502,6	-38,9%
Zysk brutto	1 147,6	2 255,8	-49,1%	5 751,2	6 165,4	-6,7%	3 491,2	5 751,2	-39,3%
Zysk netto	919,2	1 878,0	-51,1%	4 550,4	4 936,1	-7,8%	2 803,7	4 550,4	-38,4%

Nieporównywalna baza odniesienia

Porównanie wyników 4Q'12 do analogicznego okresu roku poprzedniego będzie utrudnione ze względu na czynniki jednorazowe zniekształcające bazę odniesienia (-1 mld PLN rezerw na sporne KDT-y, 330 mln PLN odszkodowania od Alstomu i 2 mld PLN zysku ze sprzedaży udziałów w Polkomtelu). W ostatnim kwartale 2012 roku jedynym zakładanym zdarzeniem jednorazowym będzie prawdopodobnie rozwiązanie rezerw na wygrany spór z URE o KDT-y dla ZEDO (łącznie z bieżącymi rekompensatami ta pozycja może zwiększyć zyski o 100 mln PLN). Według naszych szacunków, oczyszczony EBIT sięgnie więc 1 043 mln PLN i będzie dość zbliżony do skorygowanego zysku sprzed roku. Segment wytwarzania powinien wypracować ok. 700 mln PLN EBIT, co po oczyszczeniu o KDT-y będzie kwotą zbliżoną Q/Q. Brak sezonowego wzrostu wyniku z większego natężenia remontów na blokach opalanych węglem brunatnym i wyższych średnich temperatur. Podobnie jak w poprzednim okresie zakładamy znaczną opłatę za zarządzanie przekazaną do segmentu hurtowego, który dzięki temu powinien wypracować ok. 120 mln PLN zysku. Dobrego rezultatu oczekujemy również w segmencie detalicznym (85 mln PLN), co będzie możliwe dzięki spadkom spotowych cen energii oraz dalszej korekcie świadectw pochodzenia. W przypadku dystrybucji, w 4Q zakładamy tradycyjnie dodatkowe obciążenia z tytułu rezerw, aczkolwiek dodatnia dynamika w ujęciu R/R nie jest zagrożona (190 mln PLN vs 126 mln PLN). Na działalności finansowej saldo powinno być neutralne, gdyż przychody odsetkowe i niewielkie dodatnie różnice kursowe może skompensować koszt „odwracania” dyskonta na rezerwach w związku ze spadkiem rentowności obligacji. Ostatecznie zysk netto wyniesie 919 mln PLN.

**Energetyka**

Analitik:
Kamil Kliszc

Tauron**Kupuj**

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

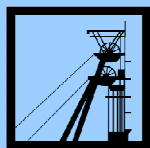
Cena bieżąca 4,43 PLN
Cena docelowa 6,16 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	6 608,3	5 588,4	18,3%	24 822,5	20 755,2	19,6%	24 326,9	24 822,5	-2,0%
EBITDA	784,4	652,6	20,2%	3 859,3	3 022,6	27,7%	3 324,9	3 859,3	-13,8%
marża	11,9%	11,7%	-	15,5%	14,6%	-	14,2%	15,5%	-
EBIT	369,1	290,5	27,0%	2 214,7	1 611,5	37,4%	1 560,9	2 214,7	-29,5%
Zysk brutto	306,5	284,5	7,7%	1 994,4	1 565,9	27,4%	1 252,1	1 994,4	-37,2%
Zysk netto	245,4	225,5	8,8%	1 520,3	1 220,0	24,6%	966,6	1 520,3	-36,4%

Pozytywne tendencje z całego roku utrzymane

W 4Q'12 oczekujemy utrzymania pozytywnych trendów z poprzednich kwartałów, oczywiście przy uwzględnieniu zjawisk sezonowych. W segmencie wydobywczym wysoki wolumen i związany z tym niski jednostkowy koszt produkcji pozwoli na znaczną poprawę wyniku w ujęciu R/R, ale EBIT ze względu na roczne premie i mniejszą liczbę dni roboczych będzie istotnie słabszy Q/Q (7 mln PLN vs -43,5 mln PLN w 4Q'11 i 87,7 mln PLN w 3Q'12). W obszarze wytwarzania głównym budulcem wyników, podobnie jak w poprzednich kwartałach, będą rekompensaty KDT (150 mln PLN), które przy niższych wolumenach zapewnią EBIT zbliżony do ubiegłorocznego (77 mln PLN vs 80 mln PLN w 4Q'11). Segment dystrybucji może mieć sezonowo słabszy rezultat (130 mln PLN vs 322 mln PLN kwartał wcześniej), co jest pochodną zawiązywania rezerw bilansowych (wzmocnionych spadkiem stopy dyskontowej), ale wysokie dodatnie dynamiki w ujęciu R/R będą zachowane. Wysokiego wyniku (84 mln PLN) spodziewamy się również w obszarze obrotu, gdzie wsparciem będzie dalszy spadek cen zielonych certyfikatów. Istotnie do skonsolidowanego EBIT będzie kontrybuował również segment ciepła (80 mln PLN). Na saldo na działalności finansowej obok kosztów odsetkowych może istotniej wpływać pozycja odwrócenia dyskonta związana ze spadkiem rentowności obligacji. Ostatecznie więc dynamika w ujęciu R/R na poziomie zysku netto może być w 4Q niższa od całorocznej.

Górnictwo i metale



Górnictwo węgla JSW

Akumuluj

Analityk:
Michał Marczak

P/E 2012 11,0
P/E 2013 20,0

EV/EBITDA 2012 3,8
EV/EBITDA 2013 5,1

Cena bieżąca 91,7 PLN
Cena docelowa 104,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	1 968,3	2 216,0	-11,2%	8 888,0	9 376,8	-5,2%	7 790,9	8 888,0	-12,3%
EBITDA	241,1	1 394,3	-82,7%	2 353,2	3 576,9	-34,2%	1 836,1	2 353,2	-22,0%
marża	12,3%	62,9%	-	26,5%	38,1%	-	23,6%	26,5%	-
EBIT	-29,7	1 148,3	-102,6%	1 311,0	2 732,6	-52,0%	751,8	1 311,0	-42,7%
Zysk brutto	-35,7	1 144,2	-103,1%	1 294,8	2 699,1	-52,0%	717,0	1 294,8	-44,6%
Zysk netto	-29,2	1 000,8	-102,9%	1 000,9	2 086,6	-52,0%	554,2	1 000,9	-44,6%

Niskie ceny węgla i odpisy

Zarząd wielokrotnie przygotowywał analityków do tego, że wyniki za 4Q będą słabe. Głównym powodem jest spadek cen węgla koksowego i koksu na rynkach światowych. Cena benchmarkowa australijskiego węgla typu hard obniżyła się do 170 USD/t, tj. o 24,5% Q/Q. W przypadku JSW oznacza to obniżenie zrealizowanej ceny do ok. 160 USD/t (-17% Q/Q). Cena węgla typu hard w Europie nie wzrosła w 3Q, jak miało to miejsce w przypadku węgla australijskiego, który trafia głównie do Azji. Stąd mniejszy spadek cen w przypadku JSW niż benchmarku. Cena węgla typu semi-soft powinna utrzymać się na poziomie z poprzedniego kwartału, tj. ok. 145 USD/t. W prognozie zakładamy 11% spadek Q/Q cen koksu i 3% cen węgla energetycznego. Sprzedaż węgla koksowego i koksu powinna utrzymać się na poziomie z 3Q, kiedy wyniosła odpowiednio 1,26 i 1,0 mln ton. W związku z sezonowością, oczekujemy wzrostu sprzedaży węgla energetycznego do 1 mln ton z 0,8 mln w 3Q. Dodatkowo, Spółka najprawdopodobniej będzie musiała dokonać (podobnie jak w 3Q) odpisów związanych z wyceną zapasów, co dodatkowo obniży wynik (w prognozie 60 mln PLN), a także wykaże wyższe koszty wynagrodzeń związane z zawartym porozumieniem ze związkami zawodowymi.



Metale

KGHM

Akumuluj

Analityk:
Michał Marczak

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

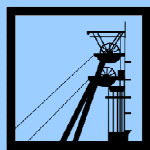
EV/EBITDA 2012 4,3
EV/EBITDA 2013 4,4

Cena bieżąca 186,2 PLN
Cena docelowa 204,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	4 361,4	4 852,7	-10,1%	26 270,2	22 107,2	18,8%	25 631,6	26 270,2	-2,4%
EBITDA	1 053,7	4 897,7	-78,5%	8 193,0	13 997,8	-41,5%	8 167,2	8 193,0	-0,3%
marża	24,2%	100,9%	-	31,2%	63,3%	-	31,9%	31,2%	-
EBIT	852,0	4 721,5	-82,0%	6 758,5	13 153,6	-48,6%	6 580,5	6 758,5	-2,6%
Zysk brutto	843,0	4 712,8	-82,1%	6 615,1	13 101,9	-49,5%	6 510,1	6 615,1	-1,6%
Zysk netto	571,1	3 814,3	-85,0%	5 008,0	11 004,4	-54,5%	4 864,6	5 008,0	-2,9%

Najslabszy kwartał w roku

Otoczenie w jakim funkcjonował KGHM w 4Q było mniej korzystne niż poprzednie trzy miesiące. Średnia cena miedzi (7 776 USD/t) była o 1% niższa w ujęciu Q/Q. Średnia cena srebra obniżyła się o 9,6% Q/Q, a niklu o blisko 5%. Dodatkowo, nastąpiło umocnienie PLN w stosunku do USD (3%). Wreszcie, bazując na prognozie rocznej Spółki, opublikowanej na koniec października, w 4Q należy oczekiwać niższej produkcji zarówno miedzi, jak i srebra. W związku z tym, w prognozie zakładamy, że sprzedaż miedzi wyniesie 134 tys. ton (-8,2% Q/Q), a srebra obniży się o 13% Q/Q do 260 ton. Będzie miało to istotny wpływ na rentowność (wysoki udział kosztów stałych) oraz raportowany jednostkowy koszt produkcji (w prognozie 18 500 PLN/t). Nie zakładamy w wynikach istotnych zdarzeń jednorazowych. W przypadku KGHM International oczekujemy wyniku netto na poziomie 43 mln PLN, przy przychodach równych 334 mln PLN. Wielkość produkcji metali przemysłowych i szlachetnych powinna utrzymać się na poziomie poprzedniego kwartału. W efekcie, skonsolidowany wynik netto Grupy za 4Q powinien zamknąć się kwotą ok. 615 mln PLN. Przypominamy, że wynik netto 4Q'11 jest „zaburzony” jednorazowym zyskiem na sprzedaży pakietu akcji w Polkomtelu (2,8 mld PLN). Powyższa tabelka uwzględnia prognozę kwartalną na poziomie jednostkowym i prognozy roczne na poziomie skonsolidowanym.



Górnictwo węgla

LW Bogdanka Akumuluj

Analityk:

Michał Marczak

P/E 2012 14,4

P/E 2013 13,0

EV/EBITDA 2012 6,6

EV/EBITDA 2013 6,1

Cena bieżąca 135,0 PLN

Cena docelowa 143,8 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	429,0	435,6	-1,5%	1 823,0	1 301,3	40,1%	2 033,9	1 823,0	11,6%
EBITDA	83,1	226,2	-63,3%	689,6	450,6	53,0%	824,7	689,6	19,6%
marża	19,4%	51,9%		37,8%	34,6%		40,5%	37,8%	
EBIT	6,6	164,1	-96,0%	371,4	265,7	39,8%	480,6	371,4	29,4%
Zysk brutto	5,1	162,9	-96,9%	364,3	271,9	34,0%	466,2	364,3	28,0%
Zysk netto	4,0	133,2	-97,0%	281,2	221,2	27,1%	359,9	281,2	28,0%

Bardzo słaby kwartał

W 4Q wydobycie węgla wyniosło 1,713 mln ton, tj. o ponad 9% mniej niż w poprzednim kwartale i 4Q'11. Powodem spadku wydobycia są nadal utrzymujące się trudne warunki geologiczne w eksploatowanym złożu. W ujęciu miesięcznym średnie wydobycie 4Q'12 to 570 tys. ton. W styczniu br. oscylowało ono na poziomie nieznacznie poniżej 700 tys. Tym samym, Spółka zbliżyła się do planu zakładanego w budżecie (w całym roku 9 mln ton). Zakładamy, że wolumen sprzedaży węgla był nieco wyższy niż wydobycie (zmniejszenie zapasów do ok. 60 tys. ton). Średnia cena sprzedaży węgla wyniosła 229 PLN/t, tj. utrzymała się na poziomie 3Q. Niższy wolumen produkcji negatywnie wpływa na koszt jednostkowy, który naszym zdaniem wzrośnie w ujęciu kwartalnym do 224 PLN/t (najwyższy w historii). Obok niższego wolumenu produkcji, koszt jednostkowy rośnie w związku z dodatkowymi rezerwami na świadczenia socjalne, tworzonymi przez spółkę w 4Q. Będzie to najsłabszy kwartał w giełdowej historii Spółki. Dopiero powrót do planowanego wcześniej wydobycia pozwoli Spółce na powrót do „normalnej” zyskowności. Na konferencji wynikowej zapewne pojawią się pytania o tegoroczne ceny węgla. Wszystko wskazuje na to, że w pierwszej połowie roku ceny w kontraktach długoterminowych (Spółka mało sprzedaje węgla na SPOT) utrzymają się na poziomie z końca 2012 roku. Od drugiej połowy roku najprawdopodobniej zostaną obniżone – przynajmniej w relacjach z dwoma największymi klientami. Może to być odebrane przez część inwestorów jako zaskoczenie negatywne.

Przemysł



Przemysł

Analityk:
Jakub Szkopek

Alchemia

Trzymaj

P/E 2012 23,8 EV/EBITDA 2012 10,1 **Cena bieżąca 4,8 PLN**
P/E 2013 12,6 EV/EBITDA 2013 7,2 **Cena docelowa 5,1 PLN**

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	281,0	308,5	-8,9%	1 196,1	1 156,0	3,5%	1 209,7	1 196,1	1,1%
EBITDA	19,7	73,2	-73,1%	106,1	194,3	-45,4%	146,0	106,1	37,6%
marża	7,0%	23,7%	-	8,9%	16,8%	-	12,1%	8,9%	-
EBIT	10,0	61,7	-83,7%	67,9	141,7	-52,1%	105,5	67,9	55,3%
Zysk brutto	8,4	60,2	-86,1%	56,7	138,3	-59,0%	97,8	56,7	72,5%
Zysk netto	6,8	55,6	-87,8%	42,9	118,3	-63,8%	79,3	42,9	84,8%

Wysoka baza 4Q'11 dzięki negative goodwill na przejęciu WRA

W 4Q'12 spodziewamy się spadku sprzedaży segmentu rur stalowych bez szwu o 17% R/R, na co składa się spadek obłożenia mocy produkcyjnych z ok. 80% do 70% w analogicznym okresie roku ubiegłego (słaba koniunktura na rynku Europy Zachodniej połączona z wcześniej jak w ubiegłym roku rozpoczęciem sezonu zimowego), 40% R/R spadek cen kęsów salowych. Spadku obrotów oczekujemy również w segmentach wyrobów walcowanych długich (-25% R/R) oraz półwyrobów ze stali (-27% R/R) na co wpływ miała słaba koniunktura na wyroby stalowe w okresie 4Q'12 (w 4Q'12 krajowa produkcja prętów i płaskowników spadła o 15% R/R, a wyrobów walcowanych o 0,8% R/R). Podobnie jak w poprzednich kwartałach najbardziej stabilne pod względem sprzedaży pozostaną pierścienie kuto walcowane (-3% R/R), których sprzedaż jest mniej wrażliwa na cykle koniunkturalne. Na poziomie operacyjnym wysoka baza 4Q'11 wynikała z zaksięgowania negative goodwill na przejęciu WRA (+33,3 mln PLN wpływu pozostałej działalności operacyjnej). Gdyby nie ten efekt, wówczas wynik operacyjny 4Q'12 spadłby o 65% R/R, a EBITDA o 51% R/R. Niższe rezultaty z działalności kontynuowanej wynikają z mniejszego obłożenia mocy produkcyjnych oraz spadku cenników w związku z nasileniem się konkurencji w regionie. Wynik netto Grupy szacujemy na 6,8 mln PLN, czyli 87,8% niżej niż miało to miejsce w 4Q'11.

Przemysł
spożywczy

Analityk:
Jakub Szkopek

Astarta

Kupuj

P/E 2012 5,1 EV/EBITDA 2012 5,5 **Cena bieżąca 63,0 PLN**
P/E 2013 3,8 EV/EBITDA 2013 4,3 **Cena docelowa 76,9 PLN**

(mln UAH)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	910,5	1 271,2	-28,4%	3 352,9	3 385,5	-1,0%	4 189,2	3 352,9	24,9%
EBITDA	-38,2	6,5	-	1 151,5	1 236,0	-6,8%	1 512,9	1 151,5	31,4%
marża	-4,2%	0,5%	-	34,3%	36,5%	-	36,1%	34,3%	-
EBIT	-105,2	-52,9	-	890,9	1 041,1	-14,4%	1 288,8	890,9	44,7%
Zysk brutto	-157,7	-85,5	-	700,1	1 003,6	-30,2%	1 110,3	700,1	58,6%
Zysk netto	-143,6	-81,9	-	724,6	976,1	-25,8%	1 086,3	724,6	49,9%

Wyniki pod wpływem rewaluacji aktywów biologicznych

W 4Q'12 spodziewamy się, że Spółce uda się sprzedać 78 tys. ton cukru (-17,9% R/R), 19 tys. ton mleka (+11,8% R/R) i 120 tys. ton zboża (-43,1% R/R). Na niższe o 28,4% R/R przychody wpływ będą miały niższe ceny cukru (-18,4% R/R) i mleka (-24,2% R/R). Szacujemy, że te częściowo rekompensowane będą przez wyższe ceny zbóż (średnio o 23,5% R/R). Wynik brutto ze sprzedaży szacujemy na poziomie 209,8 mln UAH (-43,9% R/R). Spadek rentowności wynika z niższych cen cukru, w związku z czym za każdą sprzedaną tonę cukru według nas Astarta zarabia ok. 0,73 tys. UAH/t wobec 1,69 UAH/t rok wcześniej. Spodziewamy się, że Spółka podobnie jak w roku ubiegłym zaksięguje wysoki ujemny wpływ rewaluacji aktywów biologicznych związanych z uprawą zbóż (-221,5 mln UAH vs. -369,2 mln UAH), natomiast wpływ rewaluacji aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą będzie minimalny (+11,4 mln UAH – ceny mleka na przestrzeni kwartału wzrosły jedynie o 1,8%). Wpływ różnic kursowych na wynik działalności finansowej oceniamy na bardzo mały (-2,5 mln UAH) (mała zmienność kursów między początkiem, a końcem kwartału, co generuje mały wpływ przeszacowań portfela kredytów kwotowanych w walutach obcych). Szacujemy, że wynik netto 4Q'12 będzie ostatecznie niższy niż w 4Q'11. Warto jednak zauważyć, że ostateczny wynik ostatniego kwartału zależeć będzie od wielkości rewaluacji aktywów biologicznych.

**Przemysł**

Analityk:
Jakub Szkopek

Boryszew**Trzymaj**

P/E 2012 8,4 EV/EBITDA 2012 6,3
P/E 2013 15,1 EV/EBITDA 2013 8,6

Cena bieżąca 0,50 PLN
Cena docelowa 0,56 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	1 150,7	1 197,5	-3,9%	4 868,2	4 332,8	12,4%	4 613,7	4 868,2	-5,2%
EBITDA	73,4	68,9	6,6%	300,7	351,0	-14,3%	276,6	300,7	-8,0%
marża	6,4%	5,8%	-	6,2%	8,1%	-	6,0%	6,2%	-
EBIT	46,9	50,7	-7,4%	191,0	253,3	-24,6%	165,3	191,0	-13,4%
Zysk brutto	32,8	42,1	-22,0%	157,9	230,1	-31,4%	110,9	157,9	-29,8%
Zysk netto	23,4	36,7	-36,1%	86,4	145,4	-40,6%	74,6	86,4	-13,6%

Baza 4Q'12 wysoka, możliwe testy na utratę wartości w aktywach automotive

W 4Q'12 spodziewamy się spadku przychodów ze sprzedaży w segmentach polimerów i poliestrów (-17,7% R/R), Automotive (-1,5% R/R) i Grupie Impexmetal (-6,7% R/R). Wzrostu sprzedaży oczekujemy jedynie w segmencie pozostałych produktów chemicznych (+12,1% R/R). Sprzedaż całej Grupy Boryszew szacujemy na poziomie zbliżonym do 4Q'11. Oczekujemy, że na wyniki operacyjne pozytywny wpływ będzie miała sprzedaż certyfikatów CO₂ przez Elanę Energetykę w kwocie 0,6 mln PLN. Wynik operacyjny całej Grupy, powinien według nas być na poziomie niższym niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, głównie za sprawą spadku rezultatów w Grupie Impexmetal. Wynik operacyjny segmentu Automotive szacujemy na poziomie 26,3 mln PLN ale zwracamy uwagę, że może on być niższy w związku z możliwym rozpoznaniem rabatów przez głównych odbiorców. W 4Q'12 Spółka mogłaby również przeprowadzić test na utratę wartości w przejmowanych od 2010 roku aktywach Automotive. Wówczas możliwe są odpisy obciążające wynik ostatniego kwartału. Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się, że wpływ wyceny transakcji zabezpieczających wyniesie -0,5 mln PLN (na przestrzeni 4Q'12 zmienność cen metali była znikoma). Wynik netto Grupy szacujemy na poziomie 23,4 mln PLN (-36,1 % R/R). Warto zwrócić uwagę, że w 4Q'11 Grupa Boryszew zaksięgowała ujemną stopę podatkową w związku z przeniesieniem znaków towarowych (-5,9 mln PLN). Efekt ten nie będzie już widoczny w 4Q'12.

**Przemysł elektromaszynowy**

Analityk:
Jakub Szkopek

Famur**Redukuj**

P/E 2012 7,4 EV/EBITDA 2012 4,2
P/E 2013 14,8 EV/EBITDA 2013 6,2

Cena bieżąca 4,4 PLN
Cena docelowa 4,2 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	390,1	307,3	26,9%	1 534,9	922,6	66,4%	1 134,0	1 534,9	-26,1%
EBITDA	110,8	66,1	67,7%	489,9	262,0	87,0%	316,6	489,9	-35,4%
marża	28,4%	21,5%	-	31,9%	28,4%	-	27,9%	31,9%	-
EBIT	82,2	40,8	101,5%	372,4	154,2	141,4%	192,2	372,4	-48,4%
Zysk brutto	88,9	39,1	127,6%	376,7	133,8	181,6%	188,1	376,7	-50,1%
Zysk netto	68,0	27,7	145,7%	287,4	95,2	201,7%	143,8	287,4	-50,0%

Solidny kwartał na koniec roku (od 1Q'13 wysoka baza)

W 4Q'12 oczekujemy, że przychody ze sprzedaży Grupy Famur wyniosą 390,1 mln PLN i będą o 7,5% Q/Q niższe i 26,9% R/R wyższe. Nadal oczekujemy wysokich obrotów w segmencie maszyn górniczych (+39,7% R/R), co jest efektem rekordowo wysokiego backlogu w segmencie zdobywanego na początku 2012 rok. Spadkowej sprzedaży oczekujemy natomiast w segmentach systemów transportu (-17,1% R/R) oraz pozostałej działalności (-4,6% R/R). Na poziomie pozostałej działalności operacyjnej oczekujemy, że Spółka jak co roku dokona odpisów na rezerwy i należności (nasze szacunki -10 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy, że Spółka zaksięguje 7,6 mln PLN dodatnich różnic kursowych związanych z wyceną transakcji zabezpieczających kursy walut (na przestrzeni kwartału PLN umocniła się do EUR o 2,5%, a do USD o 0,6%). Spodziewamy się również dodatnich różnic kursowych związanych z przeszacowaniem wartości portfela kredytów kwotowanych w walutach obcych (+1,1 mln PLN – Famur posiada kredyt walutowy w kwocie 10,3 mln EUR). W 4Q'12 Spółka może rozwiązać rezerwy związane z wygranym sporem z Grupą Kopex (56,1 mln PLN – warunkiem zawieszającym jest brak złożenia kasacji przez Kopex). Gdyby rozwiązanie nastąpiło, wówczas należy się spodziewać odwrócenia kwoty 40,3 mln PLN na poziomie działalności operacyjnej i 15,8 mln PLN na poziomie działalności finansowej (kwota odsetek). 4Q'12 jest ostatnim kwartałem, gdzie baza wyników Grupy Famur znajduje się na niskim poziomie. Od 1Q'12 wynik netto Grupy kwartalnie przekracza ponad 50 mln PLN.

**Metale**

Analityk:
Jakub Szkopek

Impexmetal**Kupuj**

P/E 2012 5,3 EV/EBITDA 2012 5,1
P/E 2013 11,0 EV/EBITDA 2013 6,6

Cena bieżąca 3,3 PLN
Cena docelowa 4,2 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	604,1	647,3	-6,7%	2 581,3	2 806,1	-8,0%	2 577,8	2 581,3	-0,1%
EBITDA	27,9	36,9	-24,5%	143,3	202,0	-29,1%	153,1	143,3	6,9%
marża	4,6%	5,7%	-	5,6%	7,2%	-	5,9%	5,6%	-
EBIT	13,5	20,3	-33,4%	85,6	142,0	-39,8%	93,3	85,6	9,0%
Zysk brutto	7,6	15,8	-51,9%	79,8	126,6	-37,0%	71,8	79,8	-10,0%
Zysk netto	6,2	17,9	-65,7%	53,7	104,6	-48,6%	60,4	53,7	12,5%

Słaby koniec roku, brak rewaluacji działki na Łuckiej

W 4Q'12 spodziewamy się dalszego wzrostu wolumenów sprzedaży w segmencie aluminium (+8,9% R/R), oraz blach cynkowych w ZM Silesia (+3,4% R/R). Spodziewamy się istotnego spadku wolumenu sprzedaży w Baterpolu (-29,3% R/R), w związku z deficytem złomu akumulatorowego na rynku krajowym oraz nieznacznego spadku wolumenu w Grupie Hutmen (-3,2% R/R). W sumie w całej Grupie spadek wolumenu sprzedaży w 4Q'12 szacujemy na 3,0% R/R. Spodziewamy się również, że obroty F&T Polska w 4Q'12 będą o ok. 20% R/R niższe w związku z gorszą sprzedażą francuskich producentów aut, do których kierowana jest duża część sprzedaży zagranicznej. Ceny metali w 4Q'12 w walucie polskiej znajdowały się na zbliżonym poziomie co w analogicznym okresie rok wcześniej. Na poziomie operacyjnym szacujemy, że Grupa poprawiła wynik jedynie w segmentach aluminium (+38,5% R/R - w związku ze wzrostem obłożenia mocy produkcyjnych) oraz ZM Silesia (+17,6% R/R). W pozostałych segmentach należy oczekiwać spadku rezultatów operacyjnych (miedzi -66,7% R/R; łożysk -6,6% R/R). Straty operacyjnej oczekujemy w Baterpolu (-3,0 mln PLN vs. +11,7 mln PLN w 4Q'11). Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się, że wpływ wyceny transakcji zabezpieczających wyniesie -0,5 mln PLN (na przestrzeni 4Q'12 zmienność cen metali była znikoma). Wynik netto Grupy szacujemy na poziomie 6,2 mln PLN (-65,7 % R/R). Warto zwrócić uwagę, że w 4Q'11 Grupa Impexmetal zaksięgowała ujemną stopę podatkową w związku z przeniesieniem znaków towarowych. Efekt ten nie będzie już widoczny w 4Q'12.

**Przemysł spożywczy**

Analityk:
Jakub Szkopek

Kernel**Akumuluj**

P/E 2012 8,2 EV/EBITDA 2012 7,2
P/E 2013 7,0 EV/EBITDA 2013 6,3

Cena bieżąca 65,6 PLN
Cena docelowa 67,4 PLN

(mln USD)	IIQ13P	IIQ12	różnica	IH13P	IH12P	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	989,3	594,4	66,4%	1 507,0	985,9	52,9%	2732,9	2 157,4	26,7%
EBITDA	125,3	103,6	20,9%	199,4	148,6	34,1%	382,1	322,0	18,7%
marża	12,7%	17,4%	-	13,2%	15,1%	-	14,0%	14,9%	-
EBIT	105,2	86,2	22,0%	160,1	116,4	37,6%	300,4	256,5	17,1%
Zysk brutto	85,3	64,2	33,0%	125,4	92,2	36,0%	248,5	193,9	28,2%
Zysk netto	83,4	65,2	28,0%	120,2	101,9	18,0%	239,6	206,7	15,9%

Wyraźny wzrost rezultatów i szansa na podwyższenie prognozy Zarządu na cały rok

W 2Q'13 (4Q'12) spodziewamy się wzrostu przychodów ze sprzedaży segmentów handlu zbożem (+85,4% R/R – w ślad za 82,1% wzrostem wolumenów sprzedaży), oleju luzem (+66,1% R/R – w ślad za 66,4% wzrostem wolumenów sprzedaży) oraz terminali zbożowych (+231,0% R/R – w ślad za 161,6% wzrostem wolumenów sprzedaży). Ujemnej dynamiki przychodów spodziewamy się jedynie w segmentach oleju butelkowanego (-10% R/R – w rezultacie niższych o 28,2% wolumenów sprzedaży) oraz segmentu sprzedaży cukru (-17,1% R/R – w efekcie 17,0 spadku wolumenów produkcji). Oczekujemy spadku rentowności EBITDA segmentów oleju butelkowanego (z 20,0% w 2Q'12 do 17,2% w 2Q'13) oraz oleju luzem (z 16,1% w 2Q'12 do 12,3% w 2Q'13) w efekcie spadku marży przerobowych na słoneczniku w 2Q'13 (4Q'12) o 35% R/R. Spodziewamy się również spadku rentowności EBITDA segmentu handlu zboża z 9,6% w 2Q'12 do 3,3% w 2Q'13, w rezultacie wzrostu konkurencji na rynku krajowym oraz spadku marży handlowych ogółem (efekt widoczny od początku 2012 roku). Wzrostu rentowności spodziewamy się jedynie w segmencie terminali zbożowych, w związku z przejęciem terminalu w Tamanie, którego działalność charakteryzuje się wyższymi marżami operacyjnymi (wyższe marże na rynku rosyjskim). Po pierwszym półroczu całoroczna prognoza Zarządu wykonana będzie w 63% na poziomie sprzedaży, 57% EBITDA i 56% zysku netto.

**Metale**

Analityk:
Jakub Szkopek

Kęty

P/E 2012 10,3
P/E 2013 15,6

EV/EBITDA 2012 6,3
EV/EBITDA 2013 7,5

Redukuj

Cena bieżąca 134,0 PLN
Cena docelowa 126,7 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	393,7	398,5	-1,2%	1 573,9	1 489,7	5,7%	1 494,0	1 573,9	-5,1%
EBITDA	46,2	50,1	-7,9%	230,5	221,6	4,0%	195,9	230,5	-15,0%
marża	11,7%	12,6%	-	14,6%	14,9%	-	13,1%	14,6%	-
EBIT	26,2	30,7	-14,7%	149,2	151,1	-1,3%	110,9	149,2	-25,6%
Zysk brutto	23,5	25,1	-6,4%	143,8	129,4	11,1%	100,8	143,8	-29,9%
Zysk netto	18,8	19,7	-4,6%	118,6	114,2	3,8%	81,6	118,6	-31,2%

Pierwszy od ponad dwóch lat spadek wyników

W 4Q'12 Zarząd Grupy Kęty szacował, że sprzedaż sięgnie 390 mln PLN, a jedynym segmentem notującym wyraźny wzrost przychodów będzie ten związany z usługami budowlanymi (+22% R/R). Pozostałe segmenty osiągnęły natomiast porównywalną wartość sprzedaży do poprzedniego roku. Jedynie w przypadku segmentu wyrobów wyciskanych wielkość sprzedaży w 4Q'12 była o ok. 7% R/R niższa, za co odpowiada efekt niższych cen produktów spowodowanych niższą wartością EUR (ponad 50% sprzedaży segmentu denominowana jest w EUR) oraz spadkiem cen podstawowego surowca – aluminium. Według prognozy Zarządu Spółki zysk operacyjny 4Q'12 wyniesie ok. 26 mln PLN (-15% R/R), a EBITDA wyniesie 46 mln PLN (-8% R/R). Główną przyczyną spadku rentowności operacyjnej są rosnące koszty premii płaconych dostawcom aluminium oraz wlewków aluminiowych, którzy w ten sposób kompensują sobie niższe ceny aluminium na giełdach światowych. Z kolei europejski rynek producentów profili aluminiowych jest mocno rozproszony i występuje na nim nadwyżka mocy produkcyjnych, co ogranicza możliwość odzwierciedlenia wyższych kosztów premii w cenach profili aluminiowych. Saldo działalności finansowej w okresie 4Q'12 będzie miało wynik ujemny i wyniesie -2,0 mln PLN. Zysk netto szacowany jest na poziomie 18 mln PLN (-40% R/R). Nasze prognozy nie odstają znacząco od oficjalnej prognozy Grupy Kęty.

**Przemysł elektromaszynowy**

Analityk:
Jakub Szkopek

Kopex

P/E 2012 12,1
P/E 2013 13,1

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

Redukuj

Cena bieżąca 15,6 PLN
Cena docelowa 16,2 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	539,6	629,2	-14,2%	2 031,3	2 126,3	-4,5%	1 809,9	2 126,3	-14,9%
EBITDA	74,2	71,8	3,5%	287,2	274,7	4,5%	251,3	274,7	-8,5%
marża	13,8%	11,4%	-	14,1%	12,9%	-	13,9%	12,9%	-
EBIT	45,0	45,4	-1,0%	176,1	172,0	2,4%	142,5	176,1	-19,1%
Zysk brutto	38,4	43,8	-12,4%	122,2	186,0	-34,3%	98,3	122,2	-19,6%
Zysk netto	35,1	38,8	-9,7%	95,7	153,5	-37,6%	88,8	95,7	-7,2%

Wyniki tracą momentum

W 4Q'12 spodziewamy się zbliżonego poziomu sprzedaży jak miało to miejsce w 3Q'12 (+1,4% Q/Q) oraz niższych niż miało to miejsce w 4Q'11 (-14,2% R/R). Spodziewamy się spadku poziomu przychodów w segmentach usług górniczych (-26,7% R/R – efekt agresywnego zaksięgowania przychodów na szybie Bzie w 3Q'12), sprzedaży węgla (-39,5% R/R) oraz handlu energią (-11,4% R/R). Spodziewamy się także, że analogicznie jak w roku ubiegłym Spółka w 4Q'12 zaksięguje wysokie koszty zarządu (50,7 mln PLN vs. 53,4 mln PLN w 4Q'11) oraz odpisy na rezerwy i należności związane z zamknięciem roku obrotowego (-10,0 mln PLN vs. -15,2 mln PLN rok wcześniej). Spodziewamy się, że wynik operacyjny i EBITDA będzie się kształtował na zbliżonym poziomie co w 4Q'11, natomiast oczekujemy wzrostu kosztów obsługi długu w związku ze zwiększeniem poziomu zadłużenia netto Grupy o ok. 140 mln PLN na przestrzeni roku. Spodziewamy się spadku wyniku brutto o 12,4% R/R oraz wyniku netto o 9,7% R/R. Oczekujemy, że zadłużenie netto Grupy na koniec roku wyniesie 731,1 mln PLN wobec 711,1 mln PLN na koniec 3Q'12 (2,3x EBITDA'12 bez uwzględnienia odpisów związanych z przegraną sprawy sądowej z Famurem). W przepływach pieniężnych za 4Q'12 widoczna będzie zapłata 56,1 mln PLN kwoty związanej z przegraną pierwszej sprawy sądowej z Famurem w związku z wykonywaniem kontraktu dla konsorcjanta chińskiego w 2008 roku.



Materiały budowlane

Analityk:
Jakub Szkopek

Rovese

Trzymaj

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

Cena bieżąca 1,3 PLN
Cena docelowa 1,5 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	409,6	381,3	7,4%	1 702,8	1 638,2	3,9%	2 310,4	1 702,8	35,7%
EBITDA	47,0	40,5	15,9%	176,4	250,7	-29,6%	302,0	176,4	71,3%
marża	11,5%	10,6%	-	10,4%	15,3%	-	13,1%	10,4%	-
EBIT	14,2	9,7	46,7%	49,1	135,8	-63,9%	158,5	49,1	223,0%
Zysk brutto	-12,9	35,9	-	-31,8	102,9	-130,9%	119,6	-31,8	-
Zysk netto	-10,5	38,9	-	-39,7	87,8	-145,2%	96,9	-39,7	-

Niska baza 4Q'11

W 4Q'12 oczekujemy, że wolumen sprzedaży płytek ceramicznych wzrośnie o 10,8% R/R (w związku z wyprzedażą zalegających zapasów), a wolumen ceramiki sanitarnej spadnie o 6,0% R/R. W 4Q'12 wpływ na sprzedaż mogły mieć niekorzystne warunki atmosferyczne (w XII'11 właściwie opady śniegu nie występowały). Spodziewamy się wzrostu cenników w segmencie płytek ceramicznych i ceramiki sanitarnej o 1,2% Q/Q (+5,6% R/R). Według naszych szacunków, w związku z wyprzedażą zapasów marża brutto ze sprzedaży Grupy nie powinna przekroczyć 33%. Oczekujemy również dalszego spadku kosztów sprzedaży (-20% R/R) oraz wzrostu kosztów zarządu (+9% R/R). Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się ujemnego wpływu różnic kursowych związanych z przeszacowaniem portfela kredytów kwotowanych w walutach obcych (-14,1 mln PLN). Spółka przed zakończeniem roku z powodzeniem zamknęła emisję akcji serii I, w związku z czym poziom zadłużenia do EBITDA na koniec roku naszym zdaniem nie powinien przekroczyć jednokrotności EBITDA. Wciąż w wynikach za 4Q'12 nie zauważymy wpływu przejmowanych od głównego akcjonariusza aktywów, jako że umowy zakupu zostały sfinalizowane w styczniu 2013 roku.

Budownictwo



Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Budimex

Trzymaj

P/E 2012 14,0 EV/EBITDA 2012 4,0
P/E 2013 11,2 EV/EBITDA 2013 5,3

Cena bieżąca 61,5 PLN
Cena docelowa 66,8 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	1 500,1	1 694,0	-11,4%	6 080,5	5 516,7	10,2%	4 345,3	6 080,5	5,0%
EBITDA	90,1	91,5	-1,5%	239,7	349,8	-31,5%	204,7	239,7	5,0%
marża	6,0%	5,4%	-	3,9%	6,3%	-	4,7%	3,9%	5,0%
EBIT	78,2	82,5	-5,2%	187,6	319,4	-41,3%	166,0	187,6	5,0%
Zysk brutto	78,3	85,9	-8,9%	212,6	326,6	-34,9%	172,8	212,6	5,0%
Zysk netto	78,3	67,0	16,9%	154,9	260,9	-40,6%	140,0	154,9	5,0%

Bardzo dobre zakończenie roku

Wyniki Q4'12 będą bardzo dobre, lepsze R/R. Wpłyną na to: 1) wysokie marże segmentu budownictwa, zbliżone do marż w Q2'12 (7,8% rentowności brutto); 2) aż 367 przekazanych mieszkań, głównie na rynku warszawskim, w tym w apartamentowcu przy ul. Inflanckiej; 3) brak zaksięgowanego podatku (pochodna bardzo wysokiej stopy podatkowej za 3Q'12: 43%). Wyniki Q4'12 negatywnie obciążą zdarzenie jednorazowe - ujemny wynik na dekonsolidacji PNI w kwocie ok. 15 mln PLN (wcześniej oczekiwaliśmy dodatniego wyniku w kwocie ok. 20 mln PLN - uwzględniliśmy go w prognozach wyników na rok 2013). Oczekujemy, że gotówka netto Q/Q wzrośnie z 810 mln PLN do nieco ponad 1 mld PLN. Związane jest to z otrzymanymi od klientów Spółki przedpłatami. Bardzo dobre wyniki w Q4'12 niestety nie przekładają się na oczekiwane bardzo dobre wyniki w 2013 roku. Mimo to, rok 2013 jest naszym zdaniem bezpieczny - portfel zamówień na rok 2013 to ok. 3,8 mld PLN. Z kolei na rok 2014 portfel zamówień to tylko 1,1 mld PLN. Profil działalności Spółki, połączony z możliwym opóźnieniem w uchwalaniu funduszy UE na lata 2014-20, może skutkować istotnym pogorszeniem wyników za 2 lata.



Budownictwo

Analitik:
Maciej Stokłosa

Elektrobudowa Redukuj

P/E 2012 17,9 EV/EBITDA 2012 12,2
P/E 2013 16,7 EV/EBITDA 2013 10,9

Cena bieżąca 140,0 PLN
Cena docelowa 121,2 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	320,0	332,7	-3,8%	1 015,9	945,2	7,5%	1 124,0	1 015,9	10,6%
EBITDA	21,9	20,4	7,4%	54,8	61,2	-10,4%	61,1	54,8	11,3%
marża	6,9%	6,1%	-	5,4%	6,5%	-	5,4%	5,4%	-
EBIT	19,0	17,6	7,5%	42,8	49,3	-13,1%	47,3	42,8	10,4%
Zysk brutto	19,9	18,5	7,4%	47,2	49,1	-4,0%	49,1	47,2	4,2%
Zysk netto	16,1	14,5	10,8%	38,8	38,1	1,7%	39,8	38,8	2,6%

Czwarty kwartał lepszy R/R

Oczekujemy bardzo dobrych wyników w Q4'12. Prognoza Zarządu, zakładającą 38,5 mln PLN zysku netto w 2012 roku, może zostać nieznacznie przekroczona „w górę”. Źródłem dobrych wyników jest wysoka oczekiwana marża brutto na sprzedaży w Q4'12 (7,9%), związana m.in. z wysokim obciążeniem mocy w ramach produkcji rozdzielnic. Zakładamy koszty ogólne na poziomie zbliżonym Q/Q (6,1 mln PLN) oraz dodatnią kontrybucję działalności finansowej (+0,9 mln PLN). Kwestia porozumienia z NCS na Stadionie Narodowym nie wpłynie na wyniki - sporne kwoty nie zostały wcześniej odpisane przez Elektrobudowę, stąd ich odzyskanie nie wpłynie na powstanie dodatkowych zysków. W kontekście kilku najbliższych kwartałów, nie ma naszym zdaniem silnych argumentów, przemawiających za szansą na większą poprawę wyników w 2013 roku. Prognozę wyników na rok 2013 Elektrobudowa opublikuje na przełomie lutego i marca 2013. Późniejszą publikację prognoz Spółka tłumaczy niepewną sytuacją rynkową. Rok 2014 daje więcej szans na poprawę wyników, niestety, materializować się one będą prawdopodobnie w drugiej połowie roku.

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

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 10,5

P/E 2013 9,2

EV/EBITDA 2012 5,5

EV/EBITDA 2013 4,8

Cena bieżąca 14,2 PLN**Cena docelowa 19,2 PLN**

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	286,3	388,2	-26,2%	1 262,1	1 527,8	-17,4%	1 126,2	1 262,1	-10,8%
EBITDA	8,2	10,6	-22,0%	37,0	-4,5	-929,1%	36,8	37,0	-0,5%
marża	2,9%	2,7%	-	2,9%	-0,3%	-	3,3%	2,9%	-
EBIT	6,6	8,4	-20,6%	30,2	-12,3	-346,2%	28,9	30,2	-4,2%
Zysk brutto	6,1	4,4	40,2%	22,6	-21,0	-207,8%	24,5	22,6	8,4%
Zysk netto	4,6	3,2	40,6%	16,6	-20,4	-181,7%	19,4	16,6	16,7%

Wynik Q4'12 blisko wcześniejszych oczekiwań mimo rezerwy na Modlin

Oczekujemy, że w całym 2012 roku Erbudowi uda się wygenerować blisko 17 mln PLN zysku netto, pomimo kilku mln PLN rezerwy, związanej w związku z problemami technicznymi lotniska w Modlinie. Kwestia Modlina, negatywnie odbijająca się na postrzeganiu Erbudu na rynku kapitałowym, ma szansę na pozytywne rozstrzygnięcie. W lutym powinny być gotowe ekspertyzy, które odpowiedzą na pytanie, co jest przyczyną pęknięć w pasie startowym. Hipoteza Spółki mówi o reakcji chemicznej, jaka zachodzi między kruszywem a chemikaliami, użytymi do usuwania lodu z pasa. Prognozujemy marżę brutto na sprzedaży w Q4'12 na poziomie 7,2% (Q3'12: 6,5%). Przyjmujemy porównywalne Q/Q koszty ogólne. Niższy Q/Q EBIT będzie pochodną niższych przychodów oraz rezerw. Oczekujemy, że na koniec Q4'12 Erbud zaprezentuje gotówkę netto w kwocie kilkunastu-kilkudziesięciu mln PLN (Q3'12: 38,9 mln PLN długu netto). Kolejne kwartały również powinny prezentować widoczną poprawę sytuacji bilansowej R/R. Prognozy na rok 2013 pozostają aktualne.

**Budownictwo****Mostostal Warszawa Trzymaj**

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2012 -

P/E 2013 95,7

EV/EBITDA 2012 -

EV/EBITDA 2013 8,5

Cena bieżąca 12,0 PLN**Cena docelowa 12,3 PLN**

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	810,0	1 029,6	-21,3%	3 352,4	3 396,3	-1,3%	2 207,9	3 352,4	-34,1%
EBITDA	-61,5	-117,8	-47,9%	-63,4	-104,7	-39,4%	57,3	-63,4	-483,7%
marża	-7,6%	-11,4%	-	-1,9%	-3,1%	-	2,6%	-1,9%	-
EBIT	-70,4	-127,9	-45,0%	-99,4	-144,8	-31,4%	21,2	-99,4	-121,3%
Zysk brutto	-76,4	-132,4	-42,3%	-115,5	-149,1	-22,5%	4,7	-115,5	-107,0%
Zysk netto	-62,3	-111,2	-44,0%	-95,4	-124,5	-23,4%	3,2	-95,4	-105,7%

Duża strata w Q4'12, sezonowo dodatni cash flow

W Q4'12 Mostostal Warszawa zaprezentuje dużą stratę netto. Strata w przeciwieństwie do poprzednich kwartałów, nie związana będzie z rozliczaniem kontraktów drogowych, lecz z rozliczeniem kontraktów, których realizacji Mostostal zaprzestał (m.in. Centrum Onkologii w Lublinie). Strata pojawi się tak na poziomie wyniku brutto na sprzedaży, jak i EBIT będzie obciążony dużymi pozostałymi kosztami operacyjnymi. Dług netto spadnie z 284,7 mln PLN do nieznacznie mniej niż 200 mln PLN. Jest to zjawisko sezonowe, typowy efekt zakończenia roku. O potrzebach płynnościowych Spółki świadczy niestety nowa umowa pożyczki, podpisana w grudniu z Accioną (15 mln EUR). Celem na rok 2013 jest osiągnięcie wyniku zbliżonego do zera, co naszym zdaniem jest realne. Gros strat, pomijając zaksięgowane w bilansie roszczenia, zostało rozliczonych w 2012 roku. Zatrudnienie na poziomie jednostkowym w całym 2012 roku zostało mocno dostosowane do mniejszej skali działalności Spółki. Z 1900 zatrudnionych, pozostało 1200.

W Mostostalu Płock i Remaku oczekujemy w Q4'12 dodatniego wyniku finansowego. Remak rozliczył już na koniec Q3'12 wszystkie ryzyka, związane z realizacją kontraktu w Eemshaven. Q4'12 powinien być minimalnie na plusie, szansą na większą poprawę wyników jest rok 2013 (już teraz backlog na rok 2013 pozwala na przekroczenie progu rentowności). Mostostal Płock, wbrew wcześniejszym sygnałom, przezwyciężył w Q4'12 problem transportu konstrukcji stalowych Mostu w Toruniu drogą wodną, pomimo niskiego stanu Wisły. W efekcie, można naszym zdaniem liczyć na wynik zbliżony do Q2 czy Q3'12 (odpowiednio 0,9 i 1,0 mln PLN zysku netto).

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Rafako**Trzymaj**

P/E 2012 11,7 EV/EBITDA 2012 9,7
P/E 2013 11,0 EV/EBITDA 2013 7,2

Cena bieżąca 8,8 PLN
Cena docelowa 9,2 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	286,5	312,2	-8,2%	1 314,8	1 118,5	17,6%	1 314,8	1 314,8	0,0%
EBITDA	21,5	4,3	397,9%	68,8	77,0	-10,7%	89,5	68,8	30,2%
marża	7,5%	1,4%	-	5,2%	6,9%	-	6,8%	5,2%	-
EBIT	18,4	1,0	1653,2%	51,1	64,3	-20,5%	74,7	51,1	46,1%
Zysk brutto	15,6	6,2	153,4%	42,7	79,1	-46,0%	58,3	42,7	36,5%
Zysk netto	12,1	0,7	1524,4%	46,5	58,4	-20,4%	46,4	46,5	-0,3%

Spadek zadłużenia i niepewny efekt zmiany Zarządu Spółki

Przewidujemy spadek zadłużenia netto o kilkadziesiąt mln PLN Q/Q (Q3'12: 182,7 mln PLN, ale średnio, w poszczególnych dniach Q3'12, dług netto utrzymywał się na poziomie ok. 120 mln PLN). Znacznie większym ryzykiem obarczona jest prognoza wyniku finansowego. Zmienił się Zarząd Spółki. Poprzedni zarząd prowadził politykę wygładzania wyników finansowych Spółki - w tym wygładzania skutków zdarzeń jednorazowych. Nowy Zarząd polityki tej nie zastosował już w Q3'12. Poza tym, jest kilka kwestii, takich jak sporne należności od Alstoma czy należności od Grupy PBG, które mogłyby zostać objęte większym niż do tej pory odpisem. W prognozie zakładamy, że Q4'12 będzie zbliżony do poprzednich kwartałów ostatnich lat. Zakładamy marżę brutto na poziomie 12,7%, 17,0 mln PLN kosztów ogólnych, 1 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto, 2,8 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto, 0,6 mln PLN zysków mniejszości. Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Spółki.

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Ulma CP**Akumuluj**

P/E 2012 13,6 EV/EBITDA 2012 2,9
P/E 2013 423,5 EV/EBITDA 2013 3,9

Cena bieżąca 52,0 PLN
Cena docelowa 56,2 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	63,0	85,8	-26,6%	256,5	294,5	-12,9%	224,2	256,5	-12,6%
EBITDA	29,1	45,8	-36,5%	119,2	155,6	-23,4%	76,0	119,2	-36,2%
marża	46,2%	53,3%	-	46,5%	52,8%	-	33,9%	46,5%	-
EBIT	7,9	23,7	-66,4%	33,3	72,5	-54,0%	4,7	33,3	-86,0%
Zysk brutto	5,8	20,8	-72,2%	25,5	60,9	-58,2%	0,8	25,5	-96,8%
Zysk netto	4,5	16,4	-72,2%	20,1	49,3	-59,2%	0,6	20,1	-96,8%

Szansa na 20 mln PLN zysku w całym roku

Oczekujemy, że Q4'12 będzie nieznacznie słabszy Q/Q, głównie za sprawą niższych Q/Q przychodów. Niższe przychody to efekt sezonowości oraz mniej liczby kontaktów. Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 4,4 mln PLN oraz koszty finansowe netto na poziomie 2,2 mln PLN. Dług netto powinien nieznacznie spaść Q/Q, gdyż pomimo bardzo wysokiej amortyzacji, Spółka w Q4'12 kontynuowała budowę nowego centrum dystrybucyjnego i siedziby firmy w Koszajcu. Rok 2013 nadal zapowiada się słabo - szacujemy, że ok. 90% kosztów Ulmy to koszty stałe, w tym bardzo wysoka amortyzacja. Niższy wolumen prac i niższe ceny dzierżawy szalunków wpłyną na pogorszenie wyników R/R. Poprawy oczekujemy w 2014 i 2015 roku, z uwagi na rozpoczęcie realizacji kontraktów energetycznych i nowych kontraktów drogowych, finansowanych ze środków UE na lata 2014-2020. Warto zwrócić uwagę, że w 2013 roku, pomimo braku zysku, Spółka nadal generuje bardzo dużo gotówki.

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

Unibep**Kupuj**

P/E 2012 12,1
P/E 2013 10,9

EV/EBITDA 2012 10,9
EV/EBITDA 2013 7,8

Cena bieżąca 6,1 PLN
Cena docelowa 6,8 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	231,7	300,0	-22,8%	849,2	939,4	-9,6%	936,5	849,2	10,3%
EBITDA	7,1	15,3	-53,7%	28,7	39,0	-26,4%	29,3	28,7	0,2%
marża	3,0%	5,1%	-	3,4%	4,2%	-	3,1%	3,4%	-
EBIT	6,0	15,2	-60,6%	23,5	33,8	-30,4%	23,0	23,5	-2,0%
Zysk brutto	4,4	16,9	-74,0%	17,1	30,1	-43,1%	23,7	17,1	34,2%
Zysk netto	3,6	11,0	-67,5%	16,6	21,1	-21,4%	18,8	16,6	10,6%

Niższe przychody i wyższe koszty ogólne

Q4'12 będzie słabszy, niż Q2 i Q3'12, m.in. ze względu na niższe przychody i wyższe koszty ogólne (premie wypłacane na koniec roku). Rok do roku wyniki są znacznie niższe, z uwagi niewielki, nie przekraczający 10 mln PLN, udział w przychodach segmentu deweloperskiego, generującego wysokie marże. W Q4'11 oddawane były mieszkania w inwestycji Point House na Mokotowie w Warszawie i to zapewniło bardzo wysokie zyski. Kolejnego takiego rewelacyjnego kwartału należy oczekiwać na przełomie 2013 i 2014 roku (oddawania mieszkań w inwestycji Hevelia w Poznaniu). W Q4'12 oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 5,8% (Q3'12: 6,1%, Q2'12: 5,0%). Nie przewidujemy większych pozostałych zdarzeń operacyjnych i finansowych. Dług netto spadnie Q/Q o kilkanaście mln PLN, z uwagi na otrzymane od klientów wcześniejsze płatności. Dużego spadku zadłużenia netto oczekujemy w Q1'13. Spowodowane to będzie finalizacją umowy sprzedaży biurowca przy ul. Grzybowskiej Bankowi Polskiej Spółdzielczości. Na koniec Q3'12, z 105 mln PLN długu netto, zadłużenie z tytułu biurowca wynosiło 70-kilka mln PLN. Perspektywy na rok 2013 pozostają atrakcyjne. Podtrzymujemy pozytywną ocenę Unibepu.

**Budownictwo**

Analityk:
Maciej Stokłosa

ZUE**Trzymaj**

P/E 2012 12,5
P/E 2013 11,7

EV/EBITDA 2012 9,1
EV/EBITDA 2013 5,6

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

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	120,0	135,6	-11,5%	496,2	525,3	-5,5%	482,7	496,2	-2,7%
EBITDA	10,3	15,1	-31,6%	20,8	35,6	-41,5%	24,3	20,8	16,9%
marża	8,6%	11,1%	-	4,2%	6,8%	-	5,0%	4,2%	-
EBIT	8,6	14,1	-39,4%	13,9	28,7	-51,5%	16,7	13,9	20,0%
Zysk brutto	7,5	13,4	-44,2%	13,7	27,3	-49,9%	14,6	13,7	7,0%
Zysk netto	6,0	10,2	-41,4%	10,5	21,3	-50,4%	11,3	10,5	7,3%

Spadek zadłużenia, wyniki niższe R/R

W Q4'12 oczekujemy niższych wyników R/R. Związane jest to z niższymi przychodami R/R i niższą marżą brutto. W Q4'12 zakładamy marżę brutto na poziomie 11% (Q3: 3%, Q2: 7,2%). Historycznie, Q4 zawsze był najlepszy w roku, z uwagi na wysokie przychody i rozliczanie robót dodatkowych, zwiększających rentowność kontraktów. Koszty ogólne będą wyższe Q/Q (4,4 mln PLN). W prognozie nie uwzględniamy zdarzeń jednorazowych. Oczekujemy spadku zadłużenia netto o kilkanaście mln PLN Q/Q (typowe zjawisko sezonowe). W całym 2013 roku zadłużenie netto Grupy będzie zmniejszać się R/R, ze względu na rozliczanie zakończonego już kontraktu na budowę linii tramwajowej w Krakowie. Na chwilę obecną nie oczekujemy, aby wynik 2013 roku mógł być istotnie lepszy, niż wynik 2012 roku. Na wyniki 2013 roku może wpływać sukces lub jego brak w pozyskiwaniu nowych kontraktów. ZUE złożyło najkorzystniejsze oferty za 357,4 mln PLN i 398,5 mln PLN. W przypadku, gdyby ZUE podpisało oba kontrakty, wyniki powinny być lepsze, niż prognozujemy. W przypadku braku pozyskania obu zamówień, prognozy wyników trzeba będzie skorygować w dół.

Deweloperzy



Deweloperzy

Analityk:
Piotr Zybala

BBI Development Akumuluj

P/E 2012 60,0 EV/EBITDA 2012 36,2 **Cena bieżąca 0,39 PLN**
P/E 2013 45,0 EV/EBITDA 2013 54,5 **Cena docelowa 0,42 PLN**

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	25,6	15,4	66,1%	77,5	69,6	11,3%	90,3	77,5	16,5%
EBITDA	2,6	1,5	72,7%	11,4	24,6	-53,5%	10,4	11,4	-8,9%
marża	10,2%	9,8%	-	14,8%	35,3%	-	11,5%	14,8%	-
EBIT	2,5	1,4	71,5%	11,0	24,4	-54,7%	10,0	11,0	-9,3%
Zysk brutto	1,5	0,4	277,9%	7,6	21,9	-65,4%	6,1	7,6	-19,9%
Zysk netto	1,1	0,0	9494,3%	3,4	15,8	-78,4%	4,5	3,4	32,5%

Brak zaskoczeń w wynikach

Q4, podobnie jak wcześniejsze kwartały 2012 r. nie powinien przynieść spektakularnego wyniku finansowego w BBD. Spółka będzie kontynuować przekazywania mieszkań z Rezydencji Foksal oraz rozpoznawa pierwsze przychody z niskomarżowej szcześcińskiej inwestycji Spółki - Małe Błonia. Około 3-4 mln PLN może pochodzić z dodatniej rewaluacji inwestycji Pl. Unii. Pojawia się również kolejne przychody ze świadczonych usług (głównie kontrakt na budowę chłodni). Spodziewamy się, że zyski osiągnięte przez Spółkę w Q4 z działalności mieszkaniowej, komercyjnej i usługowej pozwolą na wypracowanie zysku operacyjnego w wysokości około 2,5 mln PLN, co wystarczyłoby na pokrycie kosztów finansowych, które historycznie nie przekraczały 1 mln PLN. Zysk po opodatkowaniu powinien być lekko dodatni.



Deweloperzy

Analityk:
Piotr Zybala

Dom Development Sprzedaj

P/E 2012 9,3 EV/EBITDA 2012 7,5 **Cena bieżąca 33,99 PLN**
P/E 2013 11,5 EV/EBITDA 2013 8,8 **Cena docelowa 27,8 PLN**

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	237,9	216,6	9,9%	851,0	584,3	45,7%	745,5	851,0	-12,4%
EBITDA	31,3	47,9	-34,7%	115,0	105,6	8,8%	93,7	115,0	-18,5%
marża	13,1%	22,1%	-	13,5%	18,1%	-	12,6%	13,5%	-
EBIT	30,5	47,2	-35,5%	111,9	103,2	8,5%	90,6	111,9	-19,0%
Zysk brutto	30,8	48,2	-36,0%	112,5	102,8	9,4%	90,2	112,5	-19,8%
Zysk netto	25,0	39,0	-36,0%	90,7	82,7	9,7%	73,1	90,7	-19,5%

Spadek wyników R/R i Q/Q

8 stycznia Dom Development opublikował wstępną informację o wynikach finansowych, w której szczegółowo zostały zaprezentowane wolumeny sprzedaży i przekazania mieszkań w Q4'12. Liczba podpisanych umów sprzedaży w Q4'12 wyniosła 334 (-7% Q/Q, -27% R/R), a w całym 2012 r. Spółka podpisała 1 436 umów (-17% R/R). Spadek kontraktacji mieszkań w ubiegłym roku negatywnie odbija się na wynikach lat 2013-2014, kiedy większość sprzedawanych lokali będzie rozliczana w wyniku. W Q4'12 wyniki finansowe były jeszcze dobre, gdyż w wyniku finansowym rozliczono aż 549 lokali. Przychody z tego tytułu szacujemy na 238 mln PLN, a marżę deweloperską na 22,0%. Spodziewamy się zatem utrzymania marży na poziomie zbliżonym do Q3'12 (21,6%), a zarazem znacznego pogorszenia marży w stosunku do Q4'11 (32,7%), w którym przekazywane były najbardziej dochodowe inwestycje dewelopera. Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży oscylowały wokół 21-22 mln PLN w pierwszych trzech kwartałach 2012 r. Zakładamy, że zbliżony poziom wystąpi również w Q4'12. Zarówno pozostała działalność operacyjna, jak i wynik działalności finansowej nie miały istotnego wpływu na ostateczny wynik Dom Development w Q1-Q3'12, co nie powinno ulec zmianie w Q4. Prognozujemy ok. 1,5 mln PLN kosztów netto z pozostałej działalności operacyjnej oraz lekko dodatniego salda działalności finansowej (+0,3 mln PLN). Wynik netto w Q4'12 prognozujemy na 25 mln PLN (-30% Q/Q, -36% R/R). Mimo prognozowanego spadku wyników w ujęciu rocznym i kwartalnym, Q4'12 wydaje się wciąż nie odzwierciedlać obecnego potencjału Dom Development, wszak liczba rozliczonych w wyniku Q4'12 mieszkań była o 64% wyższa niż liczba sprzedanych w tym okresie lokali, jednocześnie obecna marża deweloperska wydaje się w przybliżeniu odzwierciedlać długoterminową rentowność projektów deweloperskich Dom Development.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

Echo Investment

Akumuluj

P/E 2012 13,1 EV/EBITDA 2012 24,8 **Cena bieżąca 5,4 PLN**
P/E 2013 14,8 EV/EBITDA 2013 17,0 **Cena docelowa 5,8 PLN**

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	134,9	112,4	19,9%	570,3	406,9	40,1%	533,5	570,3	-6,5%
EBITDA	150,5	55,2	172,7%	187,2	547,2	-65,8%	263,2	187,2	40,6%
marża	111,6%	49,1%	-	32,8%	134,5%	-	49,3%	32,8%	-
EBIT	149,8	55,1	172,1%	182,2	539,4	-66,2%	257,6	182,2	41,4%
Zysk brutto	122,8	19,2	539,8%	170,5	199,7	-14,6%	177,5	170,5	4,1%
Zysk netto	128,9	16,7	670,1%	170,0	176,5	-3,7%	150,9	170,0	-11,2%

Wysoki wynik z rewaluacji i stabilne zyski z wynajmu

W Q4'12 Echo Investment zakończyło inwestycje w Bełchatowie i Szczecinie. Ich wpływ na wyniki Q4 był jeszcze niewielki, jednak powinniśmy już zauważyć wzrost wyniku segmentu wynajmu vs. Q3'12. Wynik segmentu mieszkaniowego zależał w Q4 głównie od inwestycji zlokalizowanych w Poznaniu (Pod Klonami, Kasztanowa Aleja). Łącznie ze sprzedaży mieszkań oczekujemy w ostatnim kwartale 2012 r. 34 mln PLN przychodów przy 22% marży brutto ze sprzedaży. Całkowite przychody ze sprzedaży szacujemy na 135 mln PLN, a wynik brutto ze sprzedaży na 72 mln PLN. W przeciwieństwie do GTC, Echo powinno zaprezentować w Q4'12 bardzo dobry wynik z rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych, pomimo niekorzystnego wpływu zmiany kursu EUR/PLN na wycenę (negatywny wpływ na wycenę w wysokości ok. -17 mln PLN). Do wyniku z rewaluacji kontrybuować będą głównie projekty, które były realizowane lub zakończone w Q4 (Kalisz, Wrocław, Szczecin, Bełchatów). Liczymy również na dodatnią wycenę niektórych nieruchomości przeznaczonych na sprzedaż, w przypadku których wartość na koniec września 2012 nie odzwierciedlała wartości rynkowej. Łączny zysk z rewaluacji szacujemy w Q4'12 na 91 mln PLN. Koszty administracyjne nie powinny przekroczyć 20 mln PLN. Pozostała działalność operacyjna oraz działalność finansowa nie powinny przynieść w Q4'12 niespodzianek, spodziewamy się natomiast rozwiązania części rezerw z tytułu podatku odroczonego, co może sprawić, że efektywna stopa podatkowa będzie w Q4'12 ujemna. Zysk netto za Q4'12 w wysokości 129 mln PLN oznaczałby, że w całym 2012 r. Spółka osiągnęła wynik finansowy równy 170 mln PLN.

**Deweloperzy**

Analityk:
Piotr Zybala

GTC

Trzymaj

P/E 2012 - EV/EBITDA 2012 - **Cena bieżąca 8,46 PLN**
P/E 2013 38,7 EV/EBITDA 2013 20,3 **Cena docelowa 8,3 PLN**

(mln EUR)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	36,8	36,5	1,0%	150,5	153,7	-2,1%	155,6	150,5	3,4%
EBITDA	-50,0	-102,6	-	-37,0	-230,7	-	74,1	-37,0	-
marża	-135,6%	-281,5%	-	-24,6%	-150,1%	-	47,6%	-24,6%	-
EBIT	-50,0	-102,7	-	-37,6	-231,2	-	73,5	-37,6	-
Zysk brutto	-73,9	-125,0	-	-111,7	-319,6	-	10,4	-111,7	-
Zysk netto	-36,1	-112,4	-	-60,2	-270,4	-	16,7	-60,2	-

Rozczarowujący kwartał na koniec roku

Nieudana próba sprzedaży trzech centrów handlowych w Rumunii po, wydawać by się mogło, niskiej cenie, nie nastroja optymizmem przed wynikami Q4'12. Nieruchomości zlokalizowane poza Polską wciąż są najbardziej narażoną na odpisy wartości grupą aktywów GTC. Dotyczy to zarówno centrów handlowych, jak i mieszkań, które są sprzedawane przy ujemnej marży. Spółka czuje też presję na obniżenie czynszów w budynkach biurowych w Polsce. W prognozach zakładamy odpis wartości aktywów mieszkaniowych na poziomie 10% ich wartości oraz odpis 15% wartości zagrożonych odpisami centrów handlowych w Rumunii, Bułgarii i Chorwacji. Założyliśmy również niewielkie ujemne rewaluacje w przypadku biurowców zlokalizowanych w Polsce i Bukareszcie. Łączną wysokość rewaluacji w Q4'12 szacujemy na -66 mln EUR. Spodziewamy się nieznacznego pogorszenia wyniku na wynajmie wywołanego sprzedażą Platinum BP (23,0 mln EUR, -4% Q/Q) oraz ujemnego wyniku segmentu mieszkaniowego (-0,3 mln EUR vs. 0,0 mln EUR w Q3'12). Koszty SG&A prognozujemy na 6,5 mln EUR (wzrost o 36% Q/Q głównie z uwagi na wzrost rezerw związanych z programem opcji managerskich). Nie spodziewamy się istotnych zmian w poziomie kosztów odsetek od kredytów, jednak na wynik z działalności finansowej ujemnie wpłynie wycena walutowych instrumentów zabezpieczających. Łącznie saldo działalności finansowej w Q4'12 szacujemy na -24 mln EUR. Około 1/3 ujemnej rewaluacji przypisujemy akcjonariuszom mniejszościowym, którzy mają 20-30% udziały w rumuńskich galeriach. Stratę netto przypisaną akcjonariuszom jednostki dominującej szacujemy na 36 mln EUR.

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

Analitik:
Piotr Zybala

P/E 2012 20,7
P/E 2013 12,4

EV/EBITDA 2012 14,0
EV/EBITDA 2013 16,7
Cena bieżąca 4,28 PLN
Cena docelowa 4,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	135,4	88,4	53,2%	346,8	378,6	-8,4%	367,1	346,8	5,8%
EBITDA	21,5	9,3	129,8%	71,0	76,2	-6,7%	65,3	71,0	-8,1%
marża	15,9%	10,6%	-	20,5%	20,1%	-	17,8%	20,5%	-
EBIT	18,9	6,4	193,8%	60,4	63,9	-5,4%	54,9	60,4	-9,0%
Zysk brutto	10,7	2,4	337,1%	14,0	39,5	-64,5%	23,0	14,0	64,5%
Zysk netto	8,7	1,2	594,4%	11,2	31,3	-64,3%	18,7	11,2	67,2%

Zyski z Q4 nie wystarczą, by całoroczny wynik wyglądał atrakcyjnie

W ostatnim kwartale 2012 r. JWC zakończyło 4 z 6 realizowanych projektów mieszkaniowych (Osiedle Centrum II w Łodzi oraz Zielona Dolina, Światowida i Lewandów b.3-6 w Warszawie), z których Spółka powinna przekazać 400-450 lokali. Spodziewamy się, że widoczne w Q4'12 silne przyspieszenie kontraktacji mieszkań nie pozostanie bez wpływu na poziom realizowanych przez JWC marż deweloperskich. Marża w sektorach budownictwa i hotelarstwa może być bliska zera. Łączne przychody JWC w Q4'12 szacujemy na 135 mln PLN, a marżę brutto ze sprzedaży na 23,7%. Koszty zarządu i sprzedaży szacujemy na ok. 12 mln PLN w Q4'12. W stosunku do Q4'11 oznaczałoby to spadek o 29%. Redukcję kosztów administracyjnych w 2012 r. z pewnością można uznać za sukces JWC. Nie zakładamy żadnych nietypowych zdarzeń w pozostałej działalności operacyjnej i działalności finansowej. Koszty finansowe netto prognozujemy na ok. 8 mln PLN. Nie widzimy powodów do dodatnich rewaluacji inwestycji komercyjnych (biurowiec przy Badylarskiej w Warszawie, Hanza Tower w Szczecinie), które były istotnym źródłem zysków w poprzednich kwartałach. Podsumowując, mimo znacznej liczby przekazania, spadek marży i brak rewaluacji oznaczają, że wynik Q4'12 nie będzie imponujący (prognoza: 8,7 mln PLN). W całym roku oznaczałoby to 11,2 mln PLN zysku netto (P/E2012 równe 20,7). Widzimy ryzyko, że z powodów płynnościowych Spółka będzie zmuszona opóźnić realizację projektu komercyjnego w Szczecinie. W powyższym scenariuszu nasza prognoza wyników finansowych na 2013 r. byłaby zagrożona.

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

Analitik:
Piotr Zybala

P/E 2012 10,7
P/E 2013 8,5

EV/EBITDA 2012 16,5
EV/EBITDA 2013 9,8
Cena bieżąca 19,0 PLN
Cena docelowa 22,9 PLN

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	58,3	52,6	10,8%	166,5	173,9	-4,3%	207,7	166,5	24,7%
EBITDA	12,1	8,8	37,2%	25,2	32,5	-22,5%	42,6	25,2	69,2%
marża	20,8%	16,8%	-	15,1%	18,7%	-	20,5%	15,1%	-
EBIT	11,3	8,1	39,9%	22,1	29,7	-25,6%	39,5	22,1	79,1%
Zysk brutto	9,2	7,1	29,0%	22,4	26,4	-15,1%	27,7	22,4	23,5%
Zysk netto	7,4	5,6	34,0%	17,7	21,2	-16,2%	22,4	17,7	26,4%

Zgodnie z oczekiwaniami, dobre wyniki Q4

Wyniki finansowe P.A. Novej w Q4'12 powinny być dobre. Będą zbudowane na zyskach z rozliczenia sześciu projektów budowlano-deweloperskich dla sieci handlowych oraz zysków z wynajmu powierzchni handlowej (w tym nowych galerii w Kluczborku i Kędzierzynie-Koźlu otwartych w Q3'12). Przychody ze sprzedaży szacujemy na 58,3 mln PLN (+59% Q/Q, +11% R/R), a zysk brutto ze sprzedaży na 12,6 mln PLN (+135% Q/Q, +32% R/R). Koszty zarządu i sprzedaży nie powinny przekroczyć 1 mln PLN, podobnie jak koszty pozostałej działalności operacyjnej, co pozwoliłoby osiągnąć zysk operacyjny w wysokości ponad 11 mln PLN. W Q4 wzrosło poziom kosztów finansowych netto (prognoza: 2,1 vs. 1,2 mln PLN w Q3'12, vs. 1,0 mln PLN w Q4'11). Za wzrost kosztów finansowych odpowiadają dwa kredyty refinansujące koszty budowy galerii w Kędzierzynie i Kluczborku. W kolejnych kwartałach koszty finansowe netto utrzymają się powyżej 2 mln PLN, lecz nie powinny znacznie przekraczać tego poziomu. Wynik finansowy za cały 2012 r. szacujemy na 17,7 mln PLN. Jest to ok. 0,5 mniej niż w naszym raporcie z września 2012. Różnica wynika z przesunięcia rozliczenia jednego projektu budowlano-deweloperskiego na Q1'13.

**Deweloperzy**

Analitik:
Piotr Zybala

Polnord**Trzymaj**

P/E 2012 10,8 EV/EBITDA 2012 5,9 **Cena bieżąca 10,36 PLN**
P/E 2013 22,3 EV/EBITDA 2013 16,1 **Cena docelowa 11,1 PLN**

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	89,7	132,8	-32,5%	289,4	289,1	0,1%	254,4	289,4	-12,1%
EBITDA	14,9	-1,4	-	145,8	78,5	85,7%	50,4	145,8	-65,4%
marża	16,6%	-1,1%	-	50,4%	27,2%	-	19,8%	50,4%	-
EBIT	14,5	-1,9	-	144,2	76,4	88,8%	48,3	144,2	-66,5%
Zysk brutto	3,3	-11,2	-	42,3	65,4	-35,3%	14,7	42,3	-65,2%
Zysk netto	2,6	10,8	-75,5%	24,7	70,9	-65,2%	11,9	24,7	-51,7%

Dodatni wynik finansowy dzięki zyskom ze sprzedaży wierzytelności

W Q4 2012 Polnord wydał klientom 368 lokali, przy czym większość pochodziła z zakończonych w końcu roku inwestycji w Gdańsku, Wrocławiu i Szczecinie. Średnią marżę na sprzedaży mieszkań szacujemy na ok. 17% (marża wciąż jest zaniżana przez projekty w Łodzi i Sopocie, które balansują na granicy opłacalności). Uwzględniając przychody z wynajmu powierzchni biurowej spodziewamy się w Q4 2012 przychodów w wysokości 90 mln PLN i zysku brutto ze sprzedaży w wysokości 17 mln PLN (marża: 18,5%). Koszty SG&A w Q4 2012 szacujemy na 11,1 mln PLN (-32% R/R). Celem Polnordu na 2013 r. jest dalsze obniżenie kosztów administracyjnych poniżej poziomu 10 mln PLN kwartalnie. Istotny wpływ na wyniki Spółki w Q4 2012 będą miały zdarzenia jednorazowe: 25 mln PLN zysku z tytułu kolejnej raty płatności za wierzytelności drogowe sprzedane Polskiemu Bankowi Przedsiębiorczości (raport bieżący z 27 grudnia) oraz ok. 15 mln PLN straty związanej z transakcją sprzedaży aktywów zlokalizowanych w Rosji. Łączny wpływ zdarzeń jednorazowych w Q4 2012 to około +10 mln PLN. Koszty finansowe netto szacujemy na około 11 mln PLN. Zysk netto za Q4 2012 szacujemy na 2,6 mln PLN - wynik słaby, biorąc pod uwagę pozytywny one-off na około 10 mln PLN i dużą liczbę przekazanych lokali. Chociaż Polnord stopniowo powinien poprawiać marżę deweloperskie (dzięki wyprzedzaniu nierentownych projektów) i ciągle koszty stałe, w najbliższych kwartałach osiągnięcie dodatniego wyniku finansowego bez udziału zdarzeń jednorazowych będzie niezwykle trudne.

**Deweloperzy**

Analitik:
Piotr Zybala

Robyg**Trzymaj**

P/E 2012 11,4 EV/EBITDA 2012 11,1 **Cena bieżąca 1,49 PLN**
P/E 2013 12,9 EV/EBITDA 2013 12,2 **Cena docelowa 1,45 PLN**

(mln PLN)	IVQ2012P	IVQ2011	zmiana	2012P	2011	zmiana	2013P	2012P	zmiana
Przychody	78,0	72,6	7,4%	396,9	160,5	147,3%	441,7	396,9	11,3%
EBITDA	6,8	2,9	130,1%	69,9	11,6	503,3%	64,5	69,9	-7,6%
marża	8,7%	4,0%	-	17,6%	7,2%	-	14,6%	17,6%	-
EBIT	6,5	2,7	140,2%	68,8	10,7	543,9%	63,7	68,8	-7,4%
Zysk brutto	2,9	-3,9	-	56,2	1,4	4029,3%	54,7	56,2	-2,7%
Zysk netto	-0,1	22,3	-	33,8	22,3	51,5%	29,9	33,8	-11,7%

Spadek marż i liczby przekazania

Ostatni kwartał 2012 r. będzie w Robygu zdecydowanie najmniej udany. Spodziewamy się niewiele ponad 200 rozliczonych w wyniku lokali, spadku marży deweloperskiej poniżej 20% oraz wyniku finansowego w okolicach zera. Około połowa rozliczonych w Q4'12 mieszkań powinna pochodzić z przedostatniego etapu wilanowskiej inwestycji przy ul. Zdrowej (prognoza: 110 przekazania), w przypadku której marżę deweloperską szacujemy na 16%. Drugą najważniejszą dla wyniku inwestycją był w Q4 czwarty etap Lawendowych Wzgórz (prognoza: 40 przekazania, marża 20%). Szacując przychody ze sprzedaży na 78 mln PLN oraz średnią marżę deweloperską równą 19%, zysk brutto ze sprzedaży może wynieść ok. 15 mln PLN (-49% Q/Q, -8% R/R). Koszty SG&A prognozujemy na 8,2 mln PLN w Q4'12 i 30,3 mln PLN w całym roku. Zgodnie z naszą prognozą, w 2012 r. koszty SG&A powinny wzrosnąć w Robygu o 13%, co oznaczałoby najsilniejszy wzrost wśród pokrywanych przez nas deweloperów mieszkaniowych. Biorąc jednak pod uwagę prognozowany na 2012 r. poziom kosztów administracyjnych w pozostałych spółkach (DOM: 84 mln PLN, JWC: 48 mln PLN, PND: 46 mln PLN), Robyg wciąż prezentuje się najkorzystniej. W prognozach Q4 nie zakładamy nietypowych zdarzeń jednorazowych, choć wciąż istnieje ryzyko utraty wartości działki we Wrocławiu (historycznie Spółka dokonywała odpisów z tytułu utraty wartości tego aktywa). Zysk brutto ze sprzedaży szacujemy na 2,9 mln PLN. Po uwzględnieniu podatku dochodowego (tradycyjnie powinien być wysoki z powodu korekt konsolidacyjnych) oraz zysku akcjonariuszy mniejszościowych, wynik netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej szacujemy na -0,1 mln PLN.

Terminy publikacji raportów

Spółka	4Q2012	2012	1Q2013
ALCHEMIA	2013-02-27	2013-04-29	
ASTARTA		2013-04-15	2013-05-14
BBI DEVELOPMENT		2013-03-21	2013-05-15
BORYSZEW	2013-02-28	2013-04-26	2013-05-15
BUDIMEX		2013-03-20	2013-04-24
BZ WBK	2013-01-31	2013-03-07	2013-04-25
CEZ	2013-02-28		
CIECH	2013-03-01	2013-04-26	2013-05-15
DOM DEVELOPMENT		2013-02-28	2013-04-24
ECHO	2013-02-26	2013-04-26	2013-05-15
ELEKTROBUDOWA		2013-03-20	2013-05-15
ENEA		2013-03-21	
ERBUD	2013-02-26	2013-04-30	2013-05-15
FAMUR	2013-03-01		
GETIN NOBLE BANK		2013-03-21	
GTC		2013-03-11	2013-05-14
HANDLOWY	2013-02-14	2013-03-20	2013-05-09
IMPEXMETAL	2013-02-21	2013-04-18	2013-05-14
ING BSK	2013-02-13	2013-03-29	2013-05-08
J.W.C.		2013-03-20	2013-05-14
JSW		2013-03-14	2013-05-09
KERNEL	2013-02-28		2013-05-30
KĘTY		2013-03-21	2013-04-23
KGHM	2013-03-01	2013-03-29	2013-05-15
KOPEX	2013-03-01	2013-04-30	2013-05-15
KRUK		2013-03-21	2013-05-15
LOTOS	2013-01-31	2013-03-21	2013-05-07
LW BOGDANKA		2013-03-21	2013-05-09
MILLENNIUM	2013-02-01	2013-02-28	2013-04-25
MOL	2013-02-26	2013-02-26	
MOSTOSTAL WARSZAWA			2013-05-15
PA NOVA		2013-03-08	2013-05-09
PEKAO		2013-03-15	
PGE		2013-03-14	2013-05-15
PGNiG		2013-03-19	2013-05-14
PKN ORLEN	2013-01-23	2013-03-28	2013-04-25
PKO BP		2013-03-04	
POLICE		2013-03-21	2013-05-15
POLNORD		2013-03-21	2013-05-15
PZU		2013-03-13	2013-05-14
RAFAKO	2013-03-01	2013-04-30	2013-05-15
ROBYG		2013-03-14	2013-05-15
ROVESE		2013-03-21	2013-05-15
TAURON		2013-03-15	2013-05-09
ULMA CP		2013-03-21	2013-05-15
UNIBEP		2013-03-21	2013-05-15
ZA PUŁAWY	2013-02-28		
ZUE		2013-03-20	2013-05-14

Źródło: www.stooq.pl, www.gpwinfostrefa.pl, spółki

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	Akumuluj	2012-12-10	239.00	270.00	262.00	3.1%	13.8	17.0		
GETIN NOBLE BANK	Akumuluj	2012-12-10	1.73	1.90	1.79	6.1%	11.2	13.6		
HANDLOWY	Trzy maj	2012-12-10	97.50	96.00	92.20	4.1%	12.7	15.3		
ING BSK	Akumuluj	2013-02-06	88.60	93.00	90.95	2.3%	14.4	15.1		
MILLENNIUM	Akumuluj	2012-12-10	4.34	4.80	4.61	4.1%	11.8	15.8		
PEKAO	Akumuluj	2013-02-06	159.00	170.00	159.50	6.6%	14.4	16.3		
PKO BP	Kupuj	2013-02-06	34.59	40.00	35.17	13.7%	11.8	14.1		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2013-02-06	402.50	435.00	400.00	8.7%	9.4	12.1		
Usługi finansowe										
KRUK	Akumuluj	2013-02-06	49.60	51.50	52.05	-1.1%	11.4	10.3		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2012-12-10	22.42	28.30	22.10	28.1%	-	10.5	43.1	4.9
LOTOS	Trzy maj	2013-02-06	39.50	37.40	36.90	1.4%	8.6	7.8	13.1	7.8
MOL	Trzy maj	2012-12-06	260.00	254.57	260.00	-2.1%	10.3	12.2	6.0	5.8
PGNiG	Trzy maj	2012-12-05	4.46	4.25	5.51	-22.9%	11.3	13.0	7.4	6.5
PKN ORLEN	Trzy maj	2013-01-07	51.30	50.00	47.85	4.5%	8.7	10.1	5.7	6.3
POLICE	Redukuj	2012-12-10	12.05	10.90	13.05	-16.5%	7.2	11.4	4.5	5.4
ZA PULAWY	Trzy maj	2012-12-10	135.60	123.40	129.60	-4.8%	9.4	14.1	5.1	6.7
Energetyka										
CEZ	Trzy maj	2012-11-30	109.00	109.20	101.50	7.6%	8.2	8.4	6.1	6.2
ENEA	Akumuluj	2012-11-30	15.80	17.55	15.01	16.9%	8.8	11.7	2.9	4.1
PGE	Trzy maj	2012-11-30	17.85	18.10	16.81	7.7%	7.1	11.2	3.4	4.8
TAURON	Kupuj	2012-11-30	4.40	6.16	4.43	39.1%	5.1	8.0	3.4	4.7
Telekomunikacja										
NETIA	Akumuluj	2012-12-10	4.89	5.40	4.60	17.4%	47.6	44.1	3.7	3.5
TPSA	Akumuluj	2012-11-26	11.94	13.30	11.52	15.5%	17.2	23.4	4.0	4.4
Media										
AGORA	Trzy maj	2012-12-10	9.99	10.30	8.53	20.8%	-	-	4.6	5.3
CINEMA CITY	Akumuluj	2012-12-10	34.02	36.50	26.95	35.4%	14.3	12.1	6.9	5.8
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2012-12-10	15.40	15.60	16.32	-4.4%	11.1	13.4	7.6	8.0
TVN	Akumuluj	2012-12-10	8.80	10.30	9.16	12.4%	-	17.1	10.3	10.6
IT										
AB	Zawieszona	2013-02-05	23.50	-	21.70	-	-	-	-	-
ACTION	Zawieszona	2013-02-05	29.70	-	28.90	-	-	-	-	-
ASBIS	Zawieszona	2013-02-05	3.21	-	3.30	-	-	-	-	-
ASSECO POLAND	Trzy maj	2012-12-10	43.20	43.70	43.31	0.9%	9.1	9.4	6.3	6.2
COMARCH	Redukuj	2012-12-10	72.50	65.20	87.95	-25.9%	26.0	29.3	8.4	8.4
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16.80	-	15.99	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Akumuluj	2012-12-04	87.80	104.00	91.70	13.4%	11.0	20.0	3.8	5.1
KGHM	Akumuluj	2013-01-07	193.50	204.00	186.20	9.6%	7.0	7.7	4.3	4.4
LW BOGDANKA	Akumuluj	2012-12-04	134.00	143.80	135.00	6.5%	14.4	13.0	6.6	6.0
Przemysł										
ALCHEMIA	Trzy maj	2012-12-10	4.95	5.1	4.80	6.3%	23.8	12.5	10.1	7.2
ASTARTA	Kupuj	2012-12-10	57.45	76.9	63.00	22.1%	5.1	3.8	5.5	4.3
BORYSZEW	Trzy maj	2012-12-10	0.53	0.56	0.50	12.0%	8.4	15.1	6.3	8.6
FAMUR	Redukuj	2012-12-10	4.80	4.2	4.43	-5.2%	7.4	14.8	4.2	6.2
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-12-10	3.14	4.2	3.31	26.9%	5.3	11.0	5.1	6.6
KERNEL	Akumuluj	2013-01-21	62.90	67.4	65.60	2.7%	8.2	7.0	7.2	6.3
KĘTY	Redukuj	2012-12-10	147.60	126.7	134.00	-5.4%	10.3	15.1	6.3	7.5
KOPEX	Redukuj	2012-12-10	17.40	16.2	15.60	3.8%	12.1	13.1	6.1	6.6
ROVESE	Trzy maj	2012-12-10	1.59	1.5	1.30	15.4%	-	10.9	6.5	5.6
Budownictwo										
BUDIMEX	Trzy maj	2012-12-10	69.80	66.80	61.50	8.6%	14.0	11.3	4.0	5.3
ELEKTROBUDOWA	Redukuj	2013-02-06	142.00	121.20	140.00	-13.4%	17.9	16.7	12.2	10.9
ERBUD	Kupuj	2012-12-10	16.42	19.20	14.12	36.0%	10.5	9.1	5.5	4.8
MOSTOSTAL WAR.	Trzy maj	2012-12-10	12.00	12.30	15.21	-19.1%	-	95.7	-	8.5
PBG	Zawieszona	2012-06-05	14.63	-	5.58	-	-	-	-	-
POLIMEX MOSTOSTAL	Zawieszona	2012-07-18	0.69	-	0.53	-	-	-	-	-
RAFAKO	Trzy maj	2012-12-10	8.83	9.20	7.94	15.9%	11.7	11.0	9.7	7.2
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1.10	-	0.65	-	-	-	-	-
ULMA CP	Akumuluj	2013-02-06	54.00	56.20	52.00	8.1%	13.6	423.5	2.9	3.9
UNIBEP	Kupuj	2012-12-10	4.80	6.80	6.07	12.0%	12.1	10.9	7.9	7.8
ZUE	Trzy maj	2013-01-07	6.47	6.60	6.01	9.8%	12.5	11.7	9.1	5.5
Deweloperzy										
BBi DEVELOPMENT	Akumuluj	2012-12-10	0.39	0.42	0.39	7.7%	133.0	45.0	45.6	54.5
DOM DEVELOPMENT	Sprzedaj	2012-12-10	35.65	27.80	33.99	-18.2%	8.2	11.5	6.6	8.8
ECHO	Akumuluj	2012-12-10	5.19	5.80	5.40	7.4%	18.4	14.8	23.2	17.0
GTC	Trzy maj	2012-11-06	8.27	8.30	8.46	-1.9%	-	38.7	47.3	20.3
J.W.C.	Redukuj	2012-08-01	4.22	4.00	4.28	-6.5%	12.1	12.4	15.4	16.7
PA NOVA	Kupuj	2012-09-11	15.49	22.90	19.00	20.5%	10.4	8.5	16.2	9.8
POLNORD	Trzy maj	2012-12-10	10.69	11.10	10.36	7.1%	15.4	22.3	6.4	16.1
ROBYG	Trzy maj	2012-12-10	1.48	1.45	1.49	-2.7%	11.6	12.9	11.3	12.2

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Zawieszona	Akumuluj		2013-02-05
ACTION	Zawieszona	Akumuluj		2013-02-05
ASBIS	Zawieszona	Trzymaj		2013-02-05
ELEKTROBUDOWA	Redukuj	Trzymaj	121,20	2013-02-06
ING BSK	Akumuluj	Trzymaj	93,00	2013-02-06
KERNEL	Akumuluj	Redukuj	67,40	2013-01-21
KRUK	Akumuluj	Kupuj	51,50	2013-02-06
LOTOS	Trzymaj	Redukuj	37,40	2013-02-06
PEKAO	Akumuluj	Trzymaj	170,00	2013-02-06
PKO BP	Kupuj	Akumuluj	40,00	2013-02-06
PZU	Akumuluj	Trzymaj	435,00	2013-02-06
SYGNITY	Zawieszona	Akumuluj		2013-02-05
ULMA CP	Akumuluj	Kupuj	56,20	2013-02-06

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	8	22	18	7	0	1	12	11	6
procent	1,8%	14,3%	39,3%	32,1%	12,5%	0,0%	3,3%	40,0%	36,7%	20,0%

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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

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

Maklerzy:

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

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

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

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

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

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@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 Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, 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: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, 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, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, 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, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep.

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. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.