

18 października 2010

Opracowanie cykliczne


**Rynek akcji**

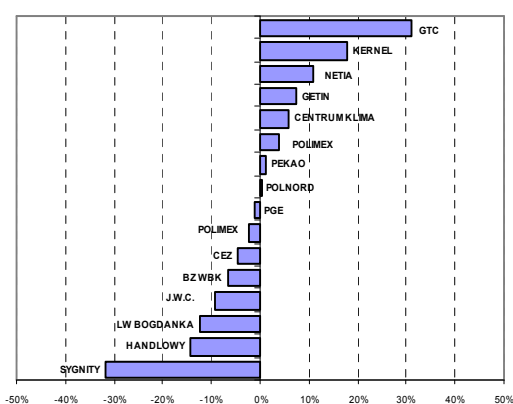
# Prognozy wyników kwartalnych

**WIG** **45 806**

Średnie P/E 2010 15,9

Średnie P/E 2011 13,3

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 1 611 mln PLN

**III Q 2010**
**Dynamika EPS wybranych spółek\***


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

**Zespół Analiz:**

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

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

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

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

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

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

**Banki.** Na poziomie zagregowanym oczekujemy tylko nieznacznej poprawy wyniku netto w stosunku do poprzedniego kwartału. Najwyższą dynamiką zysku wykażą się Kredyt Bank, Millennium i PKO BP, a spadającego wyniku spodziewamy się w Getin Holdingu, BZ WBK i Handlowym. Głównymi czynnikami wzrostu zysków pozostanie wynik odsetkowy i saldo rezerw. Negatywnej dynamiki oczekujemy w wyniku handlowym.

**Paliwa.** Wyniki rafinerii wesprą efekty sezonowe oraz dodatnie różnice kursowe, które zneutralizują pogorszenie marż produktowych i dyferencjału. Poprawy wyników q/q oczekujemy po PGNiG, dzięki niższej sprzedaży gazu importowanego i braku negatywnych czynników widocznych w 2Q.

**Energetyka.** Wyniki w spółkach energetycznych powinny być podobne w ujęciu r/r po oczyszczeniu o rekompensaty KDT. Istotnej poprawy spodziewamy się tylko w Enei z uwagi na zaniżoną bazę spowodowaną odpisami rekompensat. CEZ analogicznie do 2Q zanotuje ujemne dynamiki zysków r/r.

**Telekomunikacja.** Wyniki operacyjne TP powinny potwierdzić poprawiające się otoczenie wokół spółki, wynik netto będzie obciążony wysokimi rezerwami na DPTG.

**Media.** Dobrych wyników kwartalnych oczekujemy w Cinema City i TVN. W Agorze na rezultaty niekorzystnie przełoży się konsolidacja Heliosa we wrześniu.

**Informatyczne.** Dobre wyniki zaprezentuje Asseco Poland. W Sygnity koszty restrukturyzacji obniżą istotnie rezultaty. Wśród dystrybutorów pozytywnie zaskoczyć powinny AB i Asbis. Komputronik po długiej przerwie pokaże kwartalny zysk netto.

**Górnictwo i metale.** Wysokie ceny surowców powodują, że kwartalne wyniki KGHM i LWB będą bliskie historycznych maksimum.


**Przemysł.** Spodziewamy się dobrego wyniku w Centrum Klima i Cersanicie w wyniku dobrych warunków pogodowych. Dobre wyniki pokażą też Astarta (ze względu na wysokie ceny cukru) i Kernel (w wyniku rosnących cen oleju słonecznikowego).

**Budownictwo.** Dobre wyniki zaprezentuje Budimex i PBG. Pogorszenie wyników firm może nadejść w 2011 roku. Rysikiem negatywnych zaskoczeń obciążone są wyniki Q3 2010 Mostostalu Warszawa i Polimexu.

**Deweloperzy.** W Q3 2010 J.W. Construction przekaze aż 780 mieszkań. Firma będzie mieć najlepszy wynik na tle branży. Wyniki innych deweloperów będą podobne, jak w poprzednich kwartałach.

**Handel.** Eurocash zanotuje naszym zdaniem wynik netto zbliżony q/q. Znaczącej poprawy spodziewamy się natomiast w Emperii, co pokrywa się z ostatnimi prezentacjami Zarządu.


## Banki

		<b>BZ WBK</b>					<b>Trzymaj</b>		
		<b>Banki</b>							
Analitik: Iza Rokicka		P/E 2010	16,6	P/BV 2010	2,4	<b>Cena bieżąca</b>	<b>212,0 PLN</b>		
		P/E 2011	14,8	P/BV 2011	2,1	<b>Cena docelowa</b>	<b>215,9 PLN</b>		
(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	449	413	9%	1 312	1 129	16%	1 789	1 563	14%
NIM	3,37%	2,93%	-	3,27%	2,65%	-	3,24%	2,80%	-
Wynik prowizyjny	327	345	-5%	994	995	0%	1 340	1 315	2%
WNDB	836	819	2%	2 566	2 388	7%	3 465	3 239	7%
Koszty operacyjne	-447	-382	17%	-1 285	-1 188	8%	-1 708	-1 622	5%
Wynik operacyjny*	395	438	-10%	1 292	1 213	7%	1 774	1 644	8%
Saldo rezerw	-119	-97	22%	-335	-381	-12%	-467	-481	-3%
Zysk brutto	276	344	-20%	958	832	15%	1 308	1 163	12%
Zysk netto	199	264	-24%	683	641	7%	934	886	5%

\* przed kosztami rezerw

### Negatywne trendy w bilansie i wysokie koszty operacyjne, ale również mocna marża odsetkowa

Prognozujemy, że zysk netto w 3Q 2010 spadnie o 20% Q/Q do 199 mln PLN, po tym jak w 2Q 2010 bank zaksięgował dywidendę ze spółek Avivy. Korygując wynik netto o wpływ dywidendy, oczekujemy płaskiego wyniku Q/Q. Spodziewamy się negatywnych trendów w bilansie. Oczekujemy, że kredyty i depozyty spadną o 3% Q/Q, pierwsze ze względu na kurczący się portfel kredytów korporacyjnych (głównie na obsługę nieruchomości), a drugie ze względu na politykę banku mającą na celu obniżenie kosztu finansowania. Odpływ drogich depozytów powinien przełożyć się na znaczący wzrost marży odsetkowej, szacowany na 18pb. Q/Q do 3,37%. W konsekwencji oczekujemy 2% wzrostu Q/Q wyniku odsetkowego do 449 mln PLN. Prognozujemy, że wynik prowizyjny obniży się o 3% Q/Q, głównie ze względu na spadający wynik na działalności maklerskiej oraz na funduszach inwestycyjnych. W naszej opinii, koszty mogą zaskoczyć negatywnie (+6% Q/Q), w szczególności koszty osobowe (+13% Q/Q) w związku z presją płacową. Szacujemy, że koszty ryzyka spadną o 33pb. Q/Q do 140pb. i przełożą się na 19% spadek Q/Q salda rezerw do 119 mln PLN.

		<b>Getin</b>					<b>Trzymaj</b>		
		<b>Banki</b>							
Analitik: Iza Rokicka		P/E 2010	18,6	P/BV 2010	1,8	<b>Cena bieżąca</b>	<b>10,57 PLN</b>		
		P/E 2011	15,0	P/BV 2011	1,6	<b>Cena docelowa</b>	<b>10,40 PLN</b>		
(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	331	256	29%	936	703	33%	1 305	978	34%
NIM	3,16%	2,94%	-	3,22%	2,82%	-	3,36%	2,94%	-
Wynik prowizyjny	110	100	10%	338	290	16%	455	443	3%
WNDB	598	451	33%	1 816	1 556	17%	2 456	2 094	17%
Koszty operacyjne	-225	-208	8%	-661	-614	8%	-956	-861	11%
Wynik operacyjny*	368	237	56%	1 157	919	26%	1 640	1 200	37%
Saldo rezerw	-270	-178	52%	-871	-591	47%	-1 191	-842	41%
Zysk brutto	98	59	67%	285	327	-13%	449	358	26%
Zysk netto	69	46	49%	284	230	24%	406	276	47%

\* przed kosztami rezerw

### Minimalna poprawa zyskowności podstawowej plus brak transakcji jednorazowych w rachunku wyników

Oczekujemy słabych wyników od Getin Holding z zyskiem netto na poziomie tylko 69 mln PLN (-35% Q/Q). Zwracamy uwagę, że w tym kwartale nie spodziewamy się żadnych transakcji jednorazowych, które wpłyną na rachunek wyników holdingu. Transakcja sprzedaży 20% w Europie przez Getin Noble Bank i zysk na sprzedaży (szacowany na 105 mln PLN) zostanie odzwierciedlone bezpośrednio w kapitałach własnych Getin Holdingu (w przeciwieństwie do wyników banku, gdzie zysk zostanie wykazany w pozostałej działalności operacyjnej). Oczekujemy, wzrostu wyniku odsetkowego (o 5% Q/Q przy założeniu płaskiej marży odsetkowej Q/Q) i wyniku na działalności ubezpieczeniowej netto (o 6% Q/Q), ale spadku wyniku prowizyjnego (o 4% Q/Q) i wyniku handlowego (o 90% do 10 mln PLN). Prognozujemy wyższy spadek w przychodach (-13% Q/Q), niż w kosztach operacyjnych (-4% Q/Q), co przełoży się na wzrost wskaźnika koszty/dochodów o 350pb Q/Q do 37,9%. Choć oczekujemy spadku salda rezerw (o 16% Q/Q), koszty ryzyka na poziomie 345pb. pozostaną znacząco powyżej średniej w sektorze. W naszej opinii poprawa będzie wynikać ze spadku rezerw na kredyty gotówkowe i samochodowe, oczekujemy nadal wysokich kosztów ryzyka na portfel hipoteczny. W końcu, zakładamy, że holding naliczy podatek dochodowy według znormalizowanej stopy podatkowej.


**Banki**

 Analityk:  
Iza Rokicka

# Handlowy

## Trzymaj

P/E 2010	15,9	P/BV 2010	1,7	<b>Cena bieżąca</b>	<b>87,0 PLN</b>
P/E 2011	12,8	P/BV 2011	1,7	<b>Cena docelowa</b>	<b>87,0 PLN</b>

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	376	376	0%	1 123	1 150	-2%	1 504	1 505	0%
NIM	3,80%	3,76%	-	3,90%	3,79%	-	3,88%	3,75%	-
Wynik prowizyjny	160	150	7%	476	407	17%	636	556	14%
WNDB	635	622	2%	1 922	1 812	6%	2 542	2 418	5%
Koszty operacyjne	-353	-328	8%	-1 030	-1 055	-2%	-1 387	-1 379	1%
Wynik operacyjny*	289	409	-29%	902	905	0%	1 174	1 201	-2%
Saldo rezerw	-65	-55	17%	-231	-388	-40%	-268	-546	-51%
Zysk brutto	224	355	-37%	671	516	30%	906	655	38%
Zysk netto	179	285	-37%	529	403	31%	716	504	42%

\* przed kosztami rezerw

### Oczekujemy znacznego spadku salda rezerw Q/Q

Oczekujemy, że zysk netto Handlowego w 3Q 2010 spadnie o 10% Q/Q ze względu na spadek wyniku handlowego. Prognozujemy, że zarówno kredyty jak i depozyty skurczą się względem poziomów z 2Q 2010, odpowiednio o 1% i 3% Q/Q. Ponadto, oczekujemy lekkiej presji na marżę odsetkową. W konsekwencji oczekujemy tylko płaskiego Q/Q wyniku odsetkowego. Prognozujemy, że wynik prowizyjny spadnie o 4% Q/Q do 160 mln PLN w związku z niższymi przychodami z działalności maklerskiej oraz pośrednictwa w sprzedaży produktów ubezpieczeniowych i inwestycyjnych. Spodziewamy się, że wynik na zarządzaniu pozycją własną spadnie do ok. 15 mln PLN z ok. 56 mln PLN w 1Q 2010. W wyniku handlowym, po bardzo mocnym 2Q 2010, również oczekujemy spadku o 29% Q/Q do 100 mln PLN. Szacujemy, że koszty operacyjne wzrosną nieznacznie, o 1% Q/Q, w związku ze zwiększonymi wydatkami na marketing. W konsekwencji oczekiwanego spadku przychodów (o 7% Q/Q) oraz wzrostu kosztów (o 1% Q/Q), wskaźnik koszty/dochody pogorszy się o 412pb. Q/Q do 55,0%. Prognozujemy znaczący spadek salda rezerw, o 27% Q/Q, do 65 mln PLN, co implikuje koszty ryzyka na poziomie 228pb (-80pb. Q/Q). Oczekujemy, że głównym obszarem poprawy będzie segment detaliczny.


**Banki**

 Analityk:  
Iza Rokicka

# ING BSK

## Trzymaj

P/E 2010	14,2	P/BV 2010	1,9	<b>Cena bieżąca</b>	<b>840,0 PLN</b>
P/E 2011	12,9	P/BV 2011	1,7	<b>Cena docelowa</b>	<b>815,0 PLN</b>

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	397	377	5%	1 192	1 048	14%	1 607	1 417	13%
NIM	2,58%	2,34%	-	2,62%	2,09%	-	2,66%	2,19%	-
Wynik prowizyjny	258	253	2%	733	737	-1%	973	964	1%
WNDB	674	689	-2%	1 981	1 895	5%	2 652	2 488	7%
Koszty operacyjne	-405	-393	3%	-1 202	-1 138	6%	-1 583	-1 488	6%
Wynik operacyjny*	275	301	-8%	800	772	4%	1 096	991	11%
Saldo rezerw	-52	-54	-4%	-139	-220	-37%	-179	-304	-41%
Zysk brutto	234	257	-9%	690	589	17%	956	738	30%
Zysk netto	189	211	-10%	558	474	18%	770	595	29%

\* przed kosztami rezerw

### Lekka presja na marżę odsetkową i na koszty ryzyka

Prognozujemy, że zysk netto ING BSK w 3Q 2010 wyniesie 189 mln PLN (-1% Q/Q i -10% R/R). Oczekujemy, relatywnie silnego przyrostu portfela kredytowego (+3% Q/Q), szczególnie w segmencie detalicznym. Po tym jak bank oferował promocję na nowe środki lokowane na koncie oszczędnościowym (nowe środki były oprocentowane 5% w skali roku, czyli o 1,75pp więcej niż oferta standardowa) w okresie od połowy czerwca do połowy września, nie widzimy ryzyka dalszego spadku bazy depozytowej. Z drugiej strony, uważamy, że może się to negatywnie przełożyć na marżę odsetkową i przeważać pozytywny wpływ wynikający ze zwiększającego się udziału kredytów w aktywach. W konsekwencji prognozujemy lekko spadający wynik odsetkowy (-1% Q/Q). Oczekujemy, 4% wzrostu Q/Q wyniku prowizyjnego wynikającego z poprawy przychodów od rachunków, z działalności maklerskiej oraz funduszy inwestycyjnych. Przy 2% wzroście Q/Q przychodów oraz płaskich Q/Q kosztach operacyjnych, wskaźnik koszty/dochody poprawi się o 88pb. Q/Q do 59,5%. Prognozujemy, że saldo rezerw wzrośnie o 32% Q/Q do 52 mln PLN (co implikuje koszty ryzyka na poziomie 65pb, +14pb. Q/Q) po bardzo dobrym 2Q 2010.


**Banki**

 Analityk:  
Iza Rokicka

# Kredyt Bank Trzymaj

P/E 2010	20,4	P/BV 2010	1,4	<b>Cena bieżąca</b>	<b>14,9 PLN</b>
P/E 2011	12,9	P/BV 2011	1,3	<b>Cena docelowa</b>	<b>15,2 PLN</b>

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	279	271	3%	826	787	5%	1 121	1 061	6%
NIM	2,64%	2,71%	-	2,71%	2,71%	-	2,71%	2,73%	-
Wynik prowizyjny	79	82	-3%	157	146	7%	322	304	6%
WNDB	393	395	-1%	766	753	2%	1 572	1 530	3%
Koszty operacyjne	-233	-245	-5%	-452	-518	-13%	-926	-1 023	-10%
Wynik operacyjny*	171	172	-1%	337	275	23%	690	848	-19%
Saldo rezerw	-115	-156	-26%	-239	-273	-13%	-437	-803	-46%
Zysk brutto	56	16	250%	99	2	-	255	47	-
Zysk netto	45	10	-	74	4	-	199	35	-

\* przed kosztami rezerw

**Znacząca poprawa zysku netto Q/Q, ale rentowność kapitałów własnych pozostanie niska**

Prognozujemy, że Kredyt Bank znacząco poprawi Q/Q wynik netto w 3Q 2010. Oczekujemy wzrostu rzędu 226% Q/Q do 45 mln PLN, co z drugiej strony oznacza ROE na poziomie tylko 6,5%. Szacujemy, że saldo kredytów utrzyma się na niezmiennym poziomie Q/Q, ponieważ umocnienie się PLN względem CHF o 6% Q/Q zneutralizuje wpływ nowej sprzedaży (sprzedaż hipotek wyniosła 735 mln PLN i spadła 22% Q/Q). Oczekujemy, że depozyty wzrosną o 3% Q/Q, co pozwoli obniżyć wskaźnik kredyty/depozyty o 330pb. Q/Q do 101,6%. W naszej opinii, marża odsetkowa ustabilizuje się na niezmiennym poziomie Q/Q, gdyż negatywny wpływ wynikający z wygasaniem wysoko-marżowego portfela Żagla zostanie zneutralizowany przez poprawę w koszcie finansowania. W konsekwencji, prognozujemy w 3Q wzrost wyniku odsetkowego Q/Q. Po słabym 2Q 2010, uważamy, że bank poprawi wynik prowizyjny (o 4% Q/Q), co nie zmienia faktu, że pozostanie on na bardzo niskim poziomie w granicach 80 mln PLN. Oczekujemy, że koszty operacyjne wzrosną o 3% Q/Q w związku ze zwiększonymi wydatkami marketingowymi. Szacujemy, że saldo rezerw spadnie o 19% Q/Q do 115 mln PLN (koszty ryzyka na poziomie 171pb). Uważamy, że znacząca poprawa w segmencie korporacyjnym zostanie częściowo zneutralizowana przez wzrost rezerw w segmencie detalicznym.


**Banki**

 Analityk:  
Iza Rokicka

# Millennium Redukuj

P/E 2010	20,7	P/BV 2010	1,5	<b>Cena bieżąca</b>	<b>5,00 PLN</b>
P/E 2011	15,4	P/BV 2011	1,3	<b>Cena docelowa</b>	<b>4,60 PLN</b>

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	231	190	21%	666	403	65%	902	599	51%
NIM	2,00%	1,70%	-	1,96%	1,18%	-	1,99%	1,30%	-
Wynik prowizyjny	137	122	12%	421	355	19%	561	494	14%
WNDB	423	322	31%	1 248	1 030	21%	1 662	1 434	16%
Koszty operacyjne	-272	-263	4%	-796	-782	2%	-1 064	-1 023	4%
Wynik operacyjny*	153	54	185%	456	254	79%	603	431	40%
Saldo rezerw	-54	-160	-66%	-184	-345	-47%	-245	-436	-44%
Zysk brutto	99	-106	-	272	-83	-	359	2	-
Zysk netto	79	-87	-	217	-66	-	286	1	-

\* przed kosztami rezerw

**Oczekujemy poprawy marży odsetkowej Q/Q, ale również wzrostu kosztów ryzyka**

Prognozujemy, że Millennium zaraportuje zysk netto za 3Q 2010 na poziomie 79 mln PLN (+14% Q/Q). Ze względu na umocnienie się PLN względem CHF o 6% Q/Q, w naszej opinii bank nie będzie w stanie wykazać wzrostu portfela kredytowego Q/Q, nawet pomimo sprzedaży ok. 480 mln PLN kredytów hipotecznych (względem 497 mln PLN w 2Q 2010). Oczekujemy spadku o 1% Q/Q. W depozytach prognozujemy minimalnego wzrostu, o 1% Q/Q. Szacujemy, że stopniowe wygasanie relatywnie droższych depozytów terminowych oraz ich odnawianie przy niższym oprocentowaniu wpłynie pozytywnie na marżę odsetkową (+10pb. Q/Q) i wynik odsetkowy (+6% Q/Q). Prognozujemy, że wynik prowizyjny będzie płaski Q/Q, a wynik handlowy poprawi się o 11% Q/Q, dzięki poprawie na wyniku z tytułu wymiany. W kosztach oczekujemy stabilizacji kosztów osobowych oraz lekkiego (o 2% Q/Q) wzrostu kosztów administracyjnych. W konsekwencji szybszego wzrostu przychodów niż kosztów, wskaźnik koszty/dochody poprawi się o 265pb. Q/Q do 64,0%. Szacujemy, że saldo rezerw zwiększy się o 15% Q/Q do 54 mln PLN (czyli koszty ryzyka wyniosą 59pb) po bardzo dobrym wyniku w 2Q 2010. Pomimo spodziewanej poprawy w segmencie korporacyjnym, uważamy, że saldo rezerw w segmencie detalicznym wzrośnie znacząco Q/Q.


**Banki**

 Analityk:  
Iza Rokicka

# Pekao

## Redukuj

 P/E 2010 18,6 P/BV 2010 2,4  
 P/E 2011 16,6 P/BV 2011 2,2

**Cena bieżąca 183,2 PLN**  
**Cena docelowa 145,0 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	1 026	970	6%	3 034	2 828	7%	4 143	3 802	9%
NIM	3,07%	3,08%	-	1,72%	2,94%	-	3,11%	2,90%	-
Wynik prowizyjny	603	594	2%	1 764	1 676	5%	2 404	2 289	5%
WNDB	1 809	1 765	2%	5 328	5 275	1%	7 260	7 063	3%
Koszty operacyjne	-909	-897	1%	-2 715	-2 760	-2%	-3 649	-3 673	-1%
Wynik operacyjny*	916	901	2%	2 659	2 581	3%	3 675	3 467	6%
Saldo rezerw	-130	-151	-14%	-407	-396	3%	-539	-535	1%
Zysk brutto	805	765	5%	2 310	2 231	4%	3 214	2 997	7%
Zysk netto	649	620	5%	1 871	1 800	4%	2 584	2 412	7%

\* przed kosztami rezerw

### Kontynuacja stabilnej poprawy

Prognozujemy, że Pekao poprawi w 3Q 2010 zysk netto o 5% Q/Q do 649 mln PLN. Oczekujemy, że depozyty i kredyty wzrosną o 2% Q/Q, pierwsze dzięki segmentowi korporacyjnemu (silny napływ szczególnie we wrześniu), a drugi dzięki segmentowi detalicznemu (silniejszy wzrost niż średnio w sektorze wynika z małego udziału kredytów hipotecznych w CHF, które będą kontrybuować negatywnie ze względu na umocnienie się PLN Q/Q). Spodziewamy się stabilizacji marży odsetkowej, co w konsekwencji przełoży się na 2% wzrost Q/Q wyniku odsetkowego. Również w wyniku prowizyjnym oczekujemy poprawy o 2% Q/Q głównie ze względu na wzrost w kartach, kredytach i funduszach inwestycyjnych. Przy płaskim Q/Q wyniku handlowym, prognozujemy 2% wzrostu Q/Q przychodach ogółem. Oczekujemy tylko marginalnego przyrostu kosztów operacyjnych (+1% Q/Q), który w całości wynika z wyższych kosztów osobowych. W linii saldo rezerw spodziewamy się lekkiego spadku (o 4% Q/Q), co przełoży się na koszty ryzyka na poziomie 63pb. (-6pb. Q/Q).


**Banki**

 Analityk:  
Iza Rokicka

# PKO BP

## Trzymaj

 P/E 2010 17,8 P/BV 2010 2,7  
 P/E 2011 15,8 P/BV 2011 2,4

**Cena bieżąca 45,85 PLN**  
**Cena docelowa 45,70 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	1 668	1 332	25%	4 735	3 634	30%	6 434	5 051	27%
NIM	4,00%	3,69%	-	3,90%	3,45%	-	3,95%	3,47%	-
Wynik prowizyjny	802	701	14%	2 329	1 873	24%	3 076	2 583	19%
WNDB	2 545	2 142	19%	7 324	6 320	16%	9 911	8 607	15%
Koszty operacyjne	-1 066	-1 029	4%	-3 101	-3 104	0%	-4 314	-4 244	2%
Wynik operacyjny*	1 509	1 177	28%	4 329	3 437	26%	5 737	4 624	24%
Saldo rezerw	-450	-364	24%	-1 333	-1 128	18%	-1 670	-1 681	-1%
Zysk brutto	1 059	814	30%	2 991	2 310	29%	4 063	2 943	38%
Zysk netto	848	639	33%	2 351	1 789	31%	3 213	2 306	39%

\* przed kosztami rezerw

### Kolejny kwartał solidnych wyników

Oczekujemy, że w 3Q 2010 PKO BP zaraportuje solidne wyniki z zyskiem netto rosnącym o 8% Q/Q do 848 mln PLN (+33% R/R). Spodziewamy się, że pomimo umocnienia się PLN względem CHF o 6% Q/Q, bank będzie w stanie dostarczyć wzrost portfela kredytowego o 2% Q/Q, dzięki satysfakcjonującej sprzedaży kredytów hipotecznych (3,3 mld PLN, +6% Q/Q) i konsumpcyjnych (2,5 mld PLN, -4% Q/Q). Oczekujemy, że saldo depozytów wzrośnie w wolniejszym tempie niż kredyty (+1% Q/Q). Prognozujemy, że dzięki stopniowej obniżce oprocentowanie lokat terminowych, PKO BP będzie w stanie poszerzyć marżę odsetkową Q/Q i w konsekwencji zaraportować mocny wynik odsetkowego, +5% Q/Q. Oczekujemy, że bank będzie w stanie powtórzyć bardzo dobry wynik prowizyjny z 2Q 2010, szczególnie w perspektywie utrzymania dobrych wyników sprzedaży kredytów. Prognozujemy, że wynik z tytułu wymiany wzrośnie o 9% Q/Q wsparty przez rosnącą sprzedaż kredytów hipotecznych denominowanych w EUR. Prognozujemy, że koszty operacyjne wzrosną o 3% Q/Q głównie z tytułu kosztów osobowych (+5% Q/Q). Oczekujemy również rosnących kosztów administracyjnych (+3% Q/Q) ze względu na wyższe wydatki marketingowe. Szacujemy, że saldo rezerw poprawi się tylko nieznacznie Q/Q (-2% Q/Q) i wyniesie 450 mln PLN (czyli 143pb.). Pomimo, że oczekujemy poprawy sytuacji w segmencie korporacyjnym, zostanie to zneutralizowane przez segment detaliczny.

## Paliwa, chemia



### Chemia

 Analityk:  
Kamil Kliszcz

## Ciech

 P/E 2010 51,3 EV/EBITDA 2010 5,9  
P/E 2011 10,1 EV/EBITDA 2011 4,1

## Kupuj

**Cena bieżąca 21,61 PLN**  
**Cena docelowa 34,50 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	994,0	898,4	10,6%	2 944,1	2 792,1	5,4%	4 062,5	3 684,2	10,3%
EBITDA	75,1	81,8	-8,2%	275,8	376,9	-26,8%	394,7	365,1	8,1%
marża	7,6%	9,1%	-	9,4%	13,5%	-	11,63%	10,86%	-
EBIT	15,2	25,7	-40,8%	97,1	207,3	-53,2%	165,9	135,0	22,9%
Zysk brutto	-28,2	-36,0	-	-45,8	-6,6	-	108,3	-88,0	-
Zysk netto	-35,4	-39,7	-	-69,2	-24,6	-	87,7	-85,5	-

### Brak one-offów i spadek EBIT q/q

Skonsolidowany EBIT Ciechu w 3Q będzie w naszej opinii istotnie gorszy w ujęciu q/q (15 mln PLN vs. 40 mln PLN), co w dużej mierze będzie wynikać z braku jednorazowych przychodów rozpoznanych w 2Q (kawery i jednostki emisji na kwotę netto 23 mln PLN). Segment sodowy zanotuje niewielką stratę operacyjną, głównie za sprawą fabryki rumuńskiej, która w 2Q zanotowała 18-20 mln PLN straty EBIT. Zakładamy, że teraz wpływ Govory na EBIT segmentu wyniesie około -12 mln PLN (poprawa q/q przy założeniu braku awarii w produkcji) i ostatecznie wynik na tym obszarze sięgnie -5,9 mln PLN. W organicie dobry wynik powinien zostać wygenerowany w obszarze żywic i EPI, ale zostanie to prawdopodobnie zneutralizowane przez sygnalizowany przestój remontowy na instalacji TDI i pogorszenie marż na tym produkcie. Ostatecznie więc EBIT w tej dywizji będzie zbliżony do tego z 2Q (10,5 mln PLN vs. 10,3 mln PLN). W obszarze agrochemicznym zysk operacyjny powinien być również podobny w ujęciu q/q (9,7 mln PLN). Analogicznej sytuacji spodziewamy się w segmencie krzemianowym (EBIT 5,4 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej Spółka powinna zanotować dodatni efekt różnic kursowych (+7,4 mln PLN), ale ze względu na podwyższone koszty odsetek (nowa umowa kredytowa z wyższymi spreadami) oraz amortyzację opłaty dla banków (standstill, złamanie kowenantów) saldo na tym poziomie sięgnie -43 mln PLN. Zakładamy również, że podobnie jak w poprzednich kwartałach mimo ujemnego wyniku brutto Spółka zaksięguje podatek dochodowy i ostatecznie strata netto wyniesie -35 mln PLN. W naszych prognozach nie zakładamy ewentualnego wpływu transakcji sprzedaży nieruchomości na Powązkowskiej, gdyż w 3Q podpisano tylko umowę wstępną, a finalizacja ma się zakończyć w 4Q.



### Rafinerijny

 Analityk:  
Kamil Kliszcz

## Lotos

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

## Redukuj

**Cena bieżąca 30,2 PLN**  
**Cena docelowa 26,5 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	4 860,4	4 132,0	17,6%	13 519,1	10 296,5	31,3%	17 438,7	14 320,5	21,8%
EBITDA	204,5	256,8	-20,4%	672,4	557,4	20,6%	805,9	724,1	11,3%
marża	4,2%	6,2%	-	5,0%	5,4%	-	4,6%	5,1%	-
EBIT	111,5	185,0	-39,7%	408,2	338,0	20,8%	457,1	424,2	7,8%
Zysk brutto	968,8	730,1	32,7%	150,3	854,6	-82,4%	484,2	1 092,0	-55,7%
Zysk netto	784,7	579,4	35,4%	164,2	659,7	-75,1%	391,6	883,3	-55,7%

### Neutralizacja ujemnych różnic kursowych z 2Q

Wyniki Lotosu za 3Q'2010 na poziomie netto będą uwzględniały wysokie dodatnie różnice kursowe z przeszacowania kredytów dolarowych (+821 mln PLN) oraz hedgingu walutowego (+98 mln PLN), które pozwolą na zneutralizowanie ujemnych różnic zaksięgowanych w 2Q. Wynik operacyjny powinien sięgnąć 111 mln PLN, z czego 61 mln PLN wypracuje segment rafinerijny przy ujemnym efekcie LIFO szacowanym na -23 mln PLN. Dobry rezultat na tym poziomie w ujęciu q/q mimo osłabienia marży rafinerijnej i dyferencjału będzie wynikał z poprawy rentowności na asfaltach (wyższe cracki i wolumen), braku tak wysokich operacyjnych różnic kursowych jak w 2Q (-158 mln PLN) oraz stabilniejszej sytuacji na rynku ropy, co przy strukturze uzysków Lotosu powinno pozwolić na lepszą kontrolę marży na produktach niebenchmarkowych. W segmencie detalicznym zakładamy, że Lotos powtórzy bardzo dobry wynik z ubiegłego roku na poziomie 17 mln PLN. Na działalności wydobywczej oczekujemy 33 mln PLN zysku operacyjnego, co będzie możliwe do osiągnięcia, podobnie jak w 2Q'2010, dzięki przesunięciu części marży z poprzedniego kwartału (ten efekt nie powinien już jednak zadziałać w 4Q). Ostatecznie skonsolidowany EBIT LIFO wyniesie 134 mln PLN wobec 98 mln PLN rok temu. Zysk netto dzięki wspomnianym dodatnim różnicom kursowym powinien ukształtować się na poziomie 785 mln PLN.


**Rafineryjny**

 Analityk:  
Kamil Kliszcz

# PGNiG

## Kupuj

P/E 2010	12,2	EV/EBITDA 2010	6,1	<b>Cena bieżąca</b>	<b>3,56 PLN</b>
P/E 2011	11,8	EV/EBITDA 2011	5,2	<b>Cena docelowa</b>	<b>4,26 PLN</b>

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	3 819,9	3 407,9	12,1%	14 581,8	13 661,5	6,7%	21 558,0	19 290,4	11,8%
EBITDA	578,8	841,7	-31,2%	2 525,6	925,0	173,0%	3 486,5	2 830,0	23,2%
marża	15,2%	24,7%	-	17,3%	6,8%	-	16,2%	14,7%	-
EBIT	195,3	494,8	-60,5%	1 397,0	-184,4	-	1 977,4	1 333,8	48,3%
Zysk brutto	195,3	490,0	-60,1%	1 411,9	-86,9	-	2 043,6	1 442,1	41,7%
Zysk netto	158,2	406,2	-61,1%	1 150,8	-87,2	-	1 655,3	1 202,0	37,7%

**Wynik znacznie lepszy niż w 2Q'2010**

Po bardzo słabym 2Q, który przyczynił się do formułowania pesymistycznych oczekiwań na kolejne kwartały tego roku, wyniki 3Q powinny w naszej opinii przynieść pozytywne zaskoczenie. W segmencie wydobywczym oczekujemy EBIT na poziomie 183 mln PLN wobec 21,3 mln PLN rok wcześniej i 98 mln PLN w poprzednim kwartale. Poprawa w ujęciu q/q będzie wynikać ze znacznie wyższych przychodów z ropy (+40 tys. ton q/q z uwagi na brak przestoju remontowego), niższych kosztów pracy (w 2Q sezonowe premie w całej Grupie sięgnęły 140 mln PLN) i usług obcych (naszym zdaniem w 2Q 20 mln PLN zostało przesunięte z 1Q). W segmencie obrotu mimo utrzymania się ujemnego spreadu na gazie z importu na podobnym poziomie wynik operacyjny powinien ukształtować się na poziomie 24 mln PLN wobec -103 mln PLN w 2Q'10 i 481 mln PLN rok wcześniej. Będzie to efektem sezonowego spadku wolumenów sprzedaży (około 50-60 mln PLN niższa strata na surowcu rosyjskim), korzystniejszej struktury koszyka (mniejszy udział importu) oraz wyższej średniej taryfy (podwyżka w czerwcu), która pozwoli na lepszy rezultat na własnym wydobyciu. Nie zakładamy żadnych odpisów na należności (w 2Q 24 mln PLN na ZAK). W segmencie dystrybucyjnym z kolei mimo niższych w tym okresie wolumenów szacujemy, że strata operacyjna (-12,2 mln PLN) będzie tylko niewiele wyższa w stosunku do 2Q (-9,8 mln PLN) w związku ze wspomnianym wcześniej brakiem sezonowej premii (ten segment zatrudnia 44% wszystkich pracowników). Ostatecznie skonsolidowany EBIT wyniesie w naszej opinii 195 mln PLN. Przy założeniu neutralnego salda na działalności finansowej, wynik netto powinien sięgnąć 158 mln PLN.


**Rafineryjny**

 Analityk:  
Kamil Kliszcz

# PKN Orlen

## Trzymaj

P/E 2010	11,0	EV/EBITDA 2010	6,3	<b>Cena bieżąca</b>	<b>39,9 PLN</b>
P/E 2011	11,4	EV/EBITDA 2011	5,4	<b>Cena docelowa</b>	<b>40,2 PLN</b>

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	21 993,7	18 649,0	17,9%	60 503,8	50 120,9	20,7%	83 784,3	67 928,0	23,3%
EBITDA	1 168,4	1 050,0	11,3%	3 968,4	2 697,6	47,1%	4 248,3	3 665,0	15,9%
marża	5,3%	5,6%	-	6,6%	5,4%	-	5,1%	5,4%	-
EBIT	552,2	423,0	30,6%	2 139,2	763,6	180,2%	1 619,3	1 097,0	47,6%
Zysk brutto	1 086,1	1 108,0	-2,0%	1 995,0	1 171,6	70,3%	1 965,5	1 441,0	36,4%
Zysk netto	856,2	930,5	-8,0%	1 444,1	1 006,6	43,5%	1 553,0	1 308,7	18,7%

**Efekty sezonowe częściowo zneutralizują słabsze makro**

W 3Q'2010 nastąpiło wyraźne pogorszenie otoczenia makro w segmencie rafineryjnym, co znajdzie odzwierciedlenie w osłabieniu EBIT LIFO na tej działalności z 530 mln PLN na 208 mln PLN (zakładamy że efekt przeszacowania zapasów będzie neutralny). Częściowo będzie to neutralizować lepszy wynik na produkcji asfaltów (wyższa marża i sezonowy wzrost wolumenów dadzą w sumie około 60-70 mln PLN), ale według naszych kalkulacji ujemny efekt osłabienia dyferencjału i marży rafineryjnej może sięgnąć nawet 350 mln PLN. Skonsolidowany wynik Orleń wespół natomiast sezonowa poprawa EBIT w segmencie detalicznym, który powinien wypracować na tym poziomie około 379 mln PLN vs. 363 mln PLN rok wcześniej. Segment petrochemiczny powinien w 3Q korzystać na wysokich marżach, ale w ujęciu q/q trudno będzie poprawić raportowany rezultat (114 mln PLN vs. 122 mln PLN) mając na uwadze, że w 2Q'2010 Spółka zaksięgowiała 86 mln PLN dodatnich pozostałych przychodów operacyjnych netto (jednostki redukcji emisji i sprzedaż CO<sub>2</sub>). Ostatecznie po uwzględnieniu kosztów nieprzypisanych (150 mln PLN) Orlen powinien wypracować zysk operacyjny na poziomie 552 mln PLN. Saldo na działalności finansowej powinno być dodatnie (534 mln PLN), na co złożą się przede wszystkim różnice kursowe na kredytach (168 mln PLN) i innych zobowiązaniach (396 mln PLN). Dzięki temu zysk netto wyniesie aż 856 mln PLN.


**Chemia**

# Police

## Trzymaj

 Analitik:  
Kamil Kliszcz

 P/E 2010 -  
P/E 2011 16,7

 EV/EBITDA 2010 9,4  
EV/EBITDA 2011 5,4

**Cena bieżąca 5,77 PLN**  
**Cena docelowa 5,50 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	516,8	207,8	148,7%	1 439,2	1 081,2	33,1%	1 919,9	1 485,6	29,2%
EBITDA	14,9	-118,0	-	22,1	-286,7	-	70,5	-327,4	-
marża	2,9%	-56,8%	-	1,5%	-26,5%	-	3,7%	-22,0%	-
EBIT	-3,7	-138,5	-	-34,6	-347,2	-	-6,1	-407,5	-
Zysk brutto	-3,9	-104,0	-	-28,1	-355,2	-	-12,3	-404,7	-
Zysk netto	-3,9	-95,0	-	-26,0	-323,2	-	-12,3	-422,1	-

**Blisko break even**

W 3Q'2010 Police powinny naszym zdaniem wypracować dodatni strumień EBITDA, mimo iż bazując na komunikacie w sprawie zwołania WZA (decyzja w sprawie kontynuacji działalności) można szacować, że jeszcze w lipcu wynik Spółki na poziomie netto wynosił -8 mln PLN. Naszym zdaniem miało to jednak związku z sezonową słabością tego miesiąca i kolejne były już pod tym względem lepsze. Średnia cena DAP była w 3Q o prawie 9% wyższa w ujęciu q/q (po przeliczeniu na PLN), a ceny podstawowych surowców (poza gazem i siarką) praktycznie się nie zmieniły. Jeśli chodzi o gaz to skalę wzrostu kosztów z tego tytułu można szacować na 2-3 mln PLN, ale powinno to zostać zneutralizowane niższymi kosztami zakupu siarki. Na poziomie przychodów Police powinny zanotować nieco lepszy wynik w ujęciu q/q, mimo tradycyjnej sezonowości w sektorze. Naszym zdaniem Spółka wykorzystywała bowiem lepszą koniunkturę na rynkach eksportowych i to pozwoliło utrzymać wolumeny o czym mogą również świadczyć komunikaty o wykorzystaniu mocy produkcyjnych. Ostatecznie na poziomie operacyjnym Police obniżą w naszej opinii stratę EBIT do -3,7 mln PLN z -23 mln PLN w 2Q'10. Zwracamy uwagę, że w naszych prognozach zakładamy konserwatywnie, że w tym kwartale Spółka zwiększy wydatki remontowe (usługi obce), które do tej pory były odkładane.


**Chemia**

# ZA Puławy

## Trzymaj

 Analitik:  
Kamil Kliszcz

 P/E 10/11 16,5  
P/E 11/12 6,0

 EV/EBITDA 10/11 5,3  
EV/EBITDA 11/12 2,6

**Cena bieżąca 71,05 PLN**  
**Cena docelowa 72,05 PLN**

(mln PLN)	IQ2010/11P	IQ2009/10	zmiana	2010/11P	2009/10	zmiana	2011/12P	2010/11P	zmiana
Przychody	498,1	383,4	29,9%	2 391,1	2 055,9	16,3%	2 848,6	2 391,1	19,1%
EBITDA	28,6	-30,0	-	200,9	82,2	144,5%	407,4	200,9	102,8%
marża	5,7%	-7,8%	-	8,4%	4,0%	-	14,3%	8,4%	-
EBIT	9,3	-46,8	-	101,2	15,2	566,5%	282,4	101,2	179,1%
Zysk brutto	15,3	-39,7	-	101,9	46,9	117,1%	280,2	101,9	175,0%
Zysk netto	12,2	-31,0	-	82,5	35,5	132,2%	226,9	82,5	175,0%

**Okres remontowy obniży efekt wyższych marż**

W 3Q obserwowaliśmy wyraźny wzrost benchmarkowych cen nawozów, ale ze względu na sezonowy spadek wolumenów oraz utrzymywanie przez polskich producentów cenników poniżej ofert importowych, aby wzmocnić swoją pozycję w bardziej kluczowym 4Q. W obszarze nawozowym dodatkowo należy wziąć pod uwagę przestoje remontowe na moczniku (brak sprzedaży mocznika granulowanego w związku z podłączaniem nowej tlenowni) oraz saletrze amonowej. Wolumeny wsparcia powinna za to eksportowa sprzedaż RSM, którego ceny uległy istotnemu zwiększeniu q/q. W przypadku kaprolaktamu obserwowaliśmy utrzymanie się wysokiego spreadu z poprzedniego okresu, ale standardowo w tym kwartale należy uwzględnić sezonowy przestój instalacji. Dodatkowa marża powinna być za to wygenerowana w przypadku melaminy, głównie dzięki wyższym cenom. Ostatecznie skonsolidowany zysk operacyjny powinien naszym zdaniem wynieść 9,3 mln PLN, co uwzględnia już wyższe koszty usług obcych (remonty). Przy porównywaniu tego rezultatu z poprzednim kwartałem (39,6 mln PLN) należy pamiętać, że wtedy wyniki wsparły przychody z ERU w kwocie 53,5 mln PLN, których teraz nie należy się spodziewać. Po uwzględnieniu dodatniego salda na działalności finansowej zysk netto ZA Puławy szacujemy na 12 mln PLN.

## Energetyka



### Energetyka

 Analityk:  
Kamil Kliszczyk

## CEZ

 P/E 2010 9,0  
P/E 2011 8,5

 EV/EBITDA 2010 6,2  
EV/EBITDA 2011 5,8

## Trzymaj

**Cena bieżąca 121,7 PLN**  
**Cena docelowa 140,3 PLN**

(mln CZK)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	44 916,1	42 986,0	4,5%	143 599,1	140 047,0	2,5%	199 223,5	196 352,0	1,5%
EBITDA	18 170,9	19 181,0	-5,3%	65 357,9	71 007,0	-8,0%	85 877,8	91 075,0	-5,7%
marża	40,5%	44,6%	-	45,5%	50,7%	-	43,1%	46,4%	-
EBIT	12 483,9	13 631,0	-8,4%	48 239,9	54 475,0	-11,4%	61 928,9	68 199,0	-9,2%
Zysk brutto	12 061,7	14 965,0	-19,4%	46 816,7	58 121,0	-19,4%	58 038,6	64 946,0	-10,6%
Zysk netto	9 745,8	12 080,0	-19,3%	38 404,8	46 937,0	-18,2%	46 176,3	51 547,0	-10,4%

### Wyższy negatywny wpływ energii solarnej

W 3Q'2010 CEZ powinien wypracować na poziomie operacyjnym około 12,4 mld CZK zysku, czyli około 11% mniej niż w poprzednim kwartale i 8% poniżej 3Q'2009. W segmencie wytwórczym spodziewamy się 9,6 mld CZK EBIT, a spadek w ujęciu q/q (-0,7 mld CZK) to efekt założonego niższego udziału produkcji z elektrowni jądrowych (według dziennych raportów elektrowni Dukovany i Temelin produkcja w 3Q wyniosła 6,2 TWh vs. 6,7 TWh w 2Q) oraz niższych zysków ze sprzedaży i wyceny certyfikatów CO<sub>2</sub> (-400 mln CZK q/q). Pozytywnym czynnikiem może być z kolei uruchomienie pierwszego etapu farmy wiatrowej w Rumunii. W obszarze dystrybucji energii również spodziewamy się pogorszenia rezultatów w ujęciu q/q (1,3 mld CZK vs. 2,3 mld CZK) z uwagi na rosnące koszty zakupu energii solarnej nieuwzględnione w taryfach. Według naszych szacunków dodatkowy koszt z tego tytułu w relacji do 2Q (po uwzględnieniu sezonowo wyższej produkcji energii z tego źródła i uruchamiania kolejnych projektów) może sięgnąć ponad 1 mld CZK. W obszarze wydobywczym EBIT powinien być zbliżony do poziomu z 2Q (0,6 mld CZK). Na poziomie działalności finansowej saldo będzie naszym zdaniem ujemne (-0,4 mld CZK), ale wyższe niż w poprzednim kwartale (-0,8 mld CZK) dzięki dodatniemu efektowi wyceny opcji na akcje MOL-a oraz niższym kosztom po stronie inwestycji tureckich. Ostatecznie na poziomie netto zysk powinien sięgnąć 9,7 mld CZK.



### Energetyka

 Analityk:  
Kamil Kliszczyk

## Enea

 P/E 2010 15,5  
P/E 2011 15,0

 EV/EBITDA 2010 5,8  
EV/EBITDA 2011 5,6

## Trzymaj

**Cena bieżąca 23,00 PLN**  
**Cena docelowa 21,43 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	2 116,9	1 647,5	28,5%	6 034,7	5 239,4	15,2%	7 629,3	7 167,3	6,4%
EBITDA	335,5	178,8	87,7%	1 053,5	921,6	14,3%	1 371,6	1 167,0	17,5%
marża	15,8%	10,8%	-	17,5%	17,6%	-	18,2%	16,3%	-
EBIT	175,1	15,4	1033,6%	568,6	439,4	29,4%	699,7	505,6	38,4%
Zysk brutto	214,8	64,4	233,8%	672,4	556,7	20,8%	808,1	653,1	23,7%
Zysk netto	174,0	54,9	217,0%	538,0	446,4	20,5%	654,6	513,6	27,5%

### Zaniżona baza z ubiegłego roku

W ubiegłym roku Enea zanotowała bardzo słaby wynik operacyjny w związku z odpisami rekompensat KDT na kwotę przekraczającą 100 mln PLN, tak więc porównując tegoroczne rezultaty w ujęciu r/r należy wziąć ten czynnik pod uwagę. Oczekujemy, że w 3Q'2010 skonsolidowany EBIT wyniesie 175 mln PLN, co również plasuje się powyżej rezultatu z 2Q tego roku. Poprawa q/q powinna naszym zdaniem wynikać przede wszystkim z uwagi na zakładany spadek kosztów wynagrodzeń, gdyż wszystko wskazuje na to że ich wzrost w 2Q o 27 mln PLN miał związek z rezerwami aktuarialnymi i księgowaniem sezonowej premii. W segmencie wytwarzania oczekujemy, że EBIT wyniesie 50,5 mln PLN wobec 56,6 mln PLN w 2Q (zwracamy jednak uwagę, że w 2Q zaksięgowano 15,6 mln PLN przychodów z rekompensat KDT, których nie uwzględniamy w naszych prognozach na 3Q). W obszarze dystrybucji spodziewamy się zysku operacyjnego na poziomie 65 mln PLN wobec 54 mln PLN z uwagi na wspomniane wcześniej niższe koszty pracownicze, sezonowy wzrost wolumenów oraz wyższe przychody z opłat przyłączeniowych. W segmencie obrotu zakładamy, że podobnie jak w poprzednich okresach Enea nie zmieni polityki cenowej dla klientów końcowych i kosztem utraty wolumenów, w przeciwieństwie do konkurencji, utrzyma wyższe marże. Po uwzględnieniu dodatniego salda na działalności finansowej (40 mln PLN) zysk netto Enei powinien wynieść 174 mln PLN.


**Energetyka**

 Analitik:  
Kamil Kliszcz

# PGE

 P/E 2010 13,0    EV/EBITDA 2010 5,6  
 P/E 2011 10,8    EV/EBITDA 2011 4,9

# Kupuj

**Cena bieżąca 21,77 PLN**  
**Cena docelowa 26,73 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P*	2009	zmiana
Przychody	4 760,3	4 770,3	0%	14 871,2	15 870,4	-6,3%	21 029,7	21 623,4	-2,7%
EBITDA	1 586,5	1 754,7	-10%	5 180,8	5 963,2	-13,1%	6 995,8	7 983,4	-12,4%
marża	33,3%	36,8%	-	34,8%	37,6%	-	33,3%	36,9%	-
EBIT	937,5	1 113,0	-16%	3 218,4	4 025,8	-20,1%	4 288,2	5 344,7	-19,8%
Zysk brutto	1 043,1	1 140,8	-9%	3 320,7	4 016,0	-17,3%	4 370,6	5 378,5	-18,7%
Zysk netto	696,8	727,2	-4%	2 196,3	2 521,9	-12,9%	3 124,5	3 370,7	-7,3%

\*w raporcie rocznym uwzględniamy skorygowany zysk mniejszości w związku z przeprowadzoną emisją połączeniową

**EBITDA oczyszczona o KDT porównywalna r/r**

PGE podobnie jak w poprzednim kwartale zanotuje ujemną dynamikę na poziomie EBITDA w ujęciu r/r, co będzie związane z księgowaniem niższych przychodów z tytułu rekompensat KDT (125 mln PLN vs. 298 mln PLN). W segmencie wytwórczym szacujemy zysk operacyjny na poziomie 675 mln PLN vs. 788 mln PLN rok temu, co oznacza wprawdzie wzrost r/r po wyłączeniu KDT-ów, ale tylko z uwagi na widoczną już w 2Q zmianę polityki księgowania marży na produkcji energii i jej pełną koncentrację w tym segmencie, zamiast w obszarze hurtowym. Zgodnie z dotychczasowymi zapowiedziami Spółki, zakładamy że koszty powodzi w Elektrowni Turów nie będą miały istotnego wpływu na wyniki PGE. Właśnie z tego powodu EBIT hurtu będzie ujemny (-11 mln PLN), podczas gdy rok wcześniej sięgnął 149 mln PLN. W obszarze dystrybucyjnym spodziewamy się kontynuacji pozytywnych tendencji z poprzednich okresów tego roku i poprawy wyniku r/r (132 mln PLN vs. 60 mln PLN w 3Q 2009). Lepszy rezultat w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego wypracuje również obszar energii odnawialnej (55 mln PLN), głównie za sprawą zakładanych wyższych realizowanych cen zielonych certyfikatów. Zwracamy jednak uwagę, że wynik z 2Q'2010 nie będzie możliwy do powtórzenia gdyż wówczas wzmocniły go efekty jednorazowe. Z kolei segment detaliczny nadal będzie pod presją walki konkurencyjnej infekującej realizowane marże stąd prognozowany EBIT wyniesie 66 mln PLN vs. 82 mln PLN w ubiegłym roku. Na działalności finansowej istotnej poprawy salda na działalności finansowej w ujęciu q/q (+105 mln PLN vs. -43 mln PLN), ze względu na odwrócenie ujemnych różnic kursowych na kredytach oraz braku jednorazowego kosztu prowizji za wcześniejszą spłatę kredytu w Elektrowni Bełchatów. Ostatecznie zysk netto powinien wynieść 697 mln PLN, przy założeniu że w tym kwartale PGE nie zmieni zasad księgowania zysków mniejszości.


**Energetyka**

 Analitik:  
Kamil Kliszcz

# Tauron

 P/E 2010 11,8    EV/EBITDA 2010 4,4  
 P/E 2011 11,6    EV/EBITDA 2011 4,1

# Kupuj

**Cena bieżąca 6,07 PLN**  
**Cena docelowa 8,87 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P*	2009	zmiana
Przychody	3 479,4	-	-	10 739,7	-	-	13 864,0	13 633,6	1,7%
EBITDA	653,3	-	-	2 124,6	-	-	2 651,0	2 580,8	2,7%
marża	18,8%	-	-	19,8%	-	-	19,1%	18,9%	-
EBIT	313,6	-	-	1 096,3	-	-	1 257,3	1 259,7	-0,2%
Zysk brutto	261,0	-	-	982,5	-	-	1 140,7	1 165,0	-2,1%
Zysk netto	182,5	-	-	664,3	-	-	904,6	732,4	23,5%

\*nasza prognoza roczna zysku netto uwzględnia już emisję akcji w zamian za udziały mniejszości i związaną z tym korektę zysków mniejszości

**KDT-y zrekompensują straty w kopalniach**

W 3Q'2010 podobnie jak w okresie poprzednim Spółka powinna zaksięgować wysokie przychody z tytułu rekompensat KDT (130 mln PLN vs. 151 mln PLN w 2Q'10), które będą głównym kontrybutorem do wyniku operacyjnego segmentu wytwarzania. EBIT w tym obszarze szacujemy na 162 mln PLN vs. 176 mln PLN (mniejszy niż wynikałoby to z rekompensat spadek zysku to zasługa sezonowego wzrostu wolumenów). W segmencie wydobywczym oczekujemy straty operacyjnej, choć powinna być ona mniejsza niż w poprzednim kwartale (-18 mln PLN vs. -38 mln PLN). Zarząd co prawda sygnalizował przy okazji publikacji wyników za 2Q, że w sierpniu uporano się już z uskokiem w złożu węgla, ale zapewne nie uda się jeszcze przywrócić optymalnego poziomu wydobywania. W obszarze dystrybucji oczekujemy zbliżonych wyników w ujęciu q/q (112 mln PLN vs. 110 mln PLN w 2Q'2010), podobnie jak w przypadku energii odnawialnej (28 mln PLN). W naszych prognozach dla segmentu obrotu zakładamy, że koszty walki konkurencyjnej o finalnego odbiorcę będą niższe niż w poprzednim okresie, co pozwoli na wzrost EBIT z 28 mln PLN do 38 mln PLN. Nadal marża będzie jednak znacznie niższa niż w 1Q'2010 i średnia dla całego 2009 roku. Ostatecznie skonsolidowany zysk operacyjny Tauronu powinien sięgnąć 313 mln PLN vs. 306,7 mln PLN w 2Q'2010. Po uwzględnieniu ujemnego salda na działalności finansowej w wysokości -30 mln PLN, zysk netto powinien sięgnąć 182 mln PLN.

## Telekomunikacja



### Telekomunikacja

 Analityk:  
Michał Marczak

## Netia

 P/E 2010 28,0 EV/EBITDA 2010 5,0  
 P/E 2011 19,2 EV/EBITDA 2011 4,5

## Redukuj

**Cena bieżąca 5,4 PLN**  
**Cena docelowa 5,3 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	394,9	370,3	6,7%	1 175,6	1 119,6	5,0%	1 555,9	1 505,9	3,3%
EBITDA	94,8	82,9	14,3%	283,6	222,1	27,7%	358,8	284,3	26,2%
marża	24,0%	22,4%	-	24,1%	19,8%	-	23,1%	18,9%	-
EBIT	20,6	7,1	191,3%	60,6	-1,0	-	70,1	-14,2	-
Zysk brutto	23,6	4,2	462,7%	63,8	-10,9	-	83,6	1,1	-
Zysk netto	18,3	3,2	462,3%	48,2	-11,4	-	75,2	88,7	-15,2%

### Stabilnie do przodu

Uwzględniając dane historyczne 3Q powinien przynieść przyspieszenie wzrostu bazy abonenckiej szerokopasmowego dostępu do internetu (+29,5 tys. do 653 tys.) w stosunku do słabego 2Q (+20 tys. q/q). Zakładamy, że udział łączny LLU w całej bazie abonentów internetowych wzrośnie do 14% (92 tys.), co będzie miało pozytywny wpływ na koszty operacyjne. Oczekujemy wzrostu bazy abonentów usług głosowych na poziomie 10 tys. z czego wzrost (9 tys.) opierać się będzie na LLU. Liczba abonentów pozyskiwanych bezpośrednio w ramach WLR przestanie rosnać. Istotnym czynnikiem wpływającym na poziom przychodów w 2Q były usługi hurtowe (+7 mln PLN q/q), które trudno jest prognozować (zakładamy, że utrzymają się na tym samym poziomie). W prognozie nie zakładamy zdarzeń jednorazowych. Spółka powinna wygenerować 24% marżę EBITDA, tj. taką jak w 1H, ale uwzględniając zdarzenia jednorazowe (sprzedaż aktywów, rozliczenia z P4).



### Telekomunikacja

 Analityk:  
Michał Marczak

## TPSA

 P/E 2010 5749,1 EV/EBITDA 2010 6,8  
 P/E 2011 18,3 EV/EBITDA 2011 5,2

## Trzymaj

**Cena bieżąca 18,0 PLN**  
**Cena docelowa 16,9 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	3 920,0	4 058,0	-3,4%	11 780,0	12 555,0	-6,2%	15 835,1	15 516,0	2,1%
EBITDA	1 483,0	1 577,0	-6,0%	4 370,0	4 800,0	-9,0%	4 568,7	5 662,8	-19,3%
marża	37,8%	38,9%	-	37,1%	38,2%	-	28,9%	36,5%	-
EBIT	513,0	529,0	-3,0%	1 494,0	1 639,0	-8,8%	719,7	1 813,8	-60,3%
Zysk brutto	383,0	421,0	-9,0%	1 151,0	1 267,0	-9,2%	289,0	1 422,2	-79,7%
Zysk netto	302,6	327,0	-7,5%	911,6	1 029,0	-11,4%	4,2	1 150,0	-99,6%

### Kwartał wysokich rezerw

Wyniki za 3Q będą zaburzone rezerwami tworzonymi z tytułu niekorzystnej dla TP decyzji Sądu Arbitrażowego ws. sporu z DPTG. Nie wiemy czy TP zdecyduje się ostatecznie na całkowite „wyczyszczenie” wyników tego problemu, co sprawia, że prognoza wyników na poziomie netto jest obciążona dużym ryzykiem błędu. Na poziomie operacyjnym wyniki za 3Q powinny potwierdzić pozytywne trendy obserwowane już w wynikach za 2Q. Dalszy wzrost liczby abonentów telefonii komórkowej (+100 tys.), zahamowanie erozji bazy abonenckiej w szerokopasmowym dostępie do internetu (w 2Q -5 tys.) oraz coraz niższa dynamika spadku przychodów tradycyjnych usług głosowych (-13,5% r/r).

Powyżej przedstawiamy prognozę kwartalną bez efektu zawiązania rezerw z tytułu sporu z DPTG. W prognozie rocznej zakładamy, że spółka utworzy łączną rezerwę w wysokości 1,3 mld PLN (1 etap 467 mln PLN, drugi etap 815 mln PLN). Założenie to jest konserwatywne i uwzględnia najgorszy z perspektywy TP scenariusz. Biorąc pod uwagę fakt, że ta nie zamierza zapłacić DPTG należnej kwoty zgodnie z decyzją Sądu Arbitrażowego, można przypuszczać, że TP nie zdecyduje się na tworzenie rezerwy na 2 etap sporu w tak wysokiej kwocie jak zakładamy w prognozie. Zakładając utworzenie rezerwy z wielkości przyjętej przez nas w prognozie rocznej, spółka w 3Q2010 wykazałaby stratę netto na poziomie -994 mln PLN. Uwzględniając tylko rezerwę na pierwszy etap sporu, wynik netto wyniósłby -179 mln PLN. Wynik netto jaki ostatecznie zaraportuje TP powinien mieścić się w tym przedziale. Z punktu widzenia wyceny niegotówkowa rezerwa nie ma znaczenia – w wycenie uwzględniamy pełną kwotę wydatkowaną na rzecz DPTG (2,38 mld PLN).

## Media



### Media

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

## Agora

 P/E 2010 20,6 EV/EBITDA 2010 7,4  
 P/E 2011 21,5 EV/EBITDA 2011 7,3

## Trzymaj

**Cena bieżąca 27,20 PLN**  
**Cena docelowa 25,80 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	252,8	246,8	2,4%	782,2	819,0	-4,5%	1 063,8	1 110,1	-4,2%
EBITDA	27,0	33,4	-19,1%	107,0	94,6	13,1%	154,7	134,1	15,4%
marża	10,7%	13,5%	-	13,7%	11,6%	-	14,5%	12,1%	-
EBIT	7,2	12,8	-43,7%	48,0	33,4	43,7%	73,2	52,9	38,4%
Zysk brutto	8,1	13,1	-38,1%	52,4	34,1	53,7%	81,4	54,4	49,7%
Zysk netto	6,5	10,2	-36,2%	48,4	23,5	106,0%	67,6	38,3	76,5%

### Konsolidacja Heliosa obniża wyniki

Agora dosyć nieszczęśliwie rozpocznie konsolidację operatora kinowego Heliosa. W bardzo dobrym dla branży kinowej w Polsce trzecim kwartale skonsoliduje bowiem jedynie wrzesień, który był miesiącem bardzo słabym. W rezultacie szacujemy, że włączenie Heliosa do Grupy obniży zaraportowany w 3Q2010 wynik operacyjny o około 1,5 mln PLN. Poza konsolidacją Heliosa duży wpływ na wyniki będą miały wyższe koszty reprezentacji i reklamy, które wzrosły na skutek przesunięcia części kosztów z drugiego kwartału (efekt żałoby narodowej) oraz wzmożonej promocji czytelnictwa charakterystycznej dla końcówki roku. Wzrosną też naszym zdaniem koszty wynagrodzeń (+3,9% r/r według naszych prognoz). Oszczędności oczekujemy jedynie w odniesieniu do kosztów materiałów i energii, które będą jednak spadać w nieco mniejszym stopniu niż w pierwszym półroczu (-9,9% r/r).

Po stronie przychodowej spodziewamy się niższej niż w drugim kwartale dynamiki przychodów reklamowych (-0,7% wobec +0,8% w 2Q2010). W rezultacie wynik operacyjny okresu wyniesie 7,2 mln PLN. Wynik netto prognozujemy na poziomie 6,5 mln PLN.



### Media

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

## Cinema City

 P/E 2010 19,1 EV/EBITDA 2010 10,0  
 P/E 2011 15,6 EV/EBITDA 2011 8,7

## Trzymaj

**Cena bieżąca 42,77 PLN**  
**Cena docelowa 39,90 PLN**

(mln EUR)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	56,5	50,7	11,4%	172,8	156,0	10,8%	238,7	211,6	12,8%
EBITDA	12,9	9,6	33,7%	44,2	35,3	25,3%	54,5	46,5	17,0%
marża	22,8%	19,0%	-	25,6%	22,6%	-	22,8%	22,0%	-
EBIT	8,1	5,5	45,2%	29,8	23,5	26,6%	35,6	30,2	17,9%
Zysk brutto	7,6	5,4	40,8%	27,3	21,8	25,3%	34,0	28,2	20,4%
Zysk netto	6,4	5,1	26,9%	24,0	19,7	21,8%	28,9	24,4	18,3%

### Dobry okres dla rynku kinowego

Trzeci kwartał stał pod znakiem premier kinowych kilku hitów, które w istotny sposób wpływać będą na osiągnięte rezultaty. *Shrek 4 3D* (2,5 mln sprzedanych biletów na rynku polskim), *Incepcja* (1,0 mln sprzedanych biletów w Polsce) oraz *Step Up 3D* (0,6 mln wejściówek w Polsce) sprawią naszym zdaniem, że liczba sprzedanych biletów w skali spółki sięgnie 7,4 mln, przy czym oczekujemy, że słabszy wrzesień był cechą wyłącznie rynku polskiego i na pozostałych rynkach kontynuowana była pozytywna dynamika sprzedaży wejściówek. W konsekwencji wpływy ze sprzedaży biletów wzrosną o 12,2% do 34,2 mln EUR. Około 7,4 mln EUR wyniosą wpływy reklamowe spółki, a 10,5 mln EUR sięgną przychody ze sprzedaży barów kinowych. Marża brutto na sprzedaży wyniesie 20,1%, koszty ogólne działalności szacujemy na poziomie 3,3 mln EUR. Jednocześnie oczekujemy, że spółka wykorzystała wpływy ze sprzedaży bułgarskich projektów deweloperskich do obniżenia zadłużenia netto, co przełoży się na niższe koszty finansowe okresu (saldo na poziomie -0,5 mln EUR). Wynik netto prognozujemy na poziomie 6,4 mln EUR.


**Media**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

# Cyfrowy Polsat Trzymaj

 P/E 2010 14,0 EV/EBITDA 2010 9,2  
 P/E 2011 13,3 EV/EBITDA 2011 8,4

**Cena bieżąca 14,25 PLN**  
**Cena docelowa 15,30 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	369,9	323,4	14,4%	1112,2	983,1	13,1%	1469,2	1266,1	16,0%
EBITDA	105,4	82,5	27,7%	337,0	254,0	32,7%	413,2	327,4	26,2%
marża	28,5%	25,5%	-	30,3%	25,8%	-	28,1%	25,9%	-
EBIT	84,4	71,5	17,9%	281,0	225,1	24,8%	347,0	285,5	21,6%
Zysk brutto	83,7	73,7	13,5%	273,0	233,1	17,1%	337,3	293,7	14,8%
Zysk netto	67,7	60,2	12,6%	220,9	189,0	16,9%	273,2	237,9	14,8%

**Kwartał bez zaskoczeń**

Wyniki trzeciego kwartału powinny kształtować się podobnie do osiągnięć Cyfrowego Polsatu w drugim kwartale. Skonsolidowane przychody prognozujemy na poziomie 370 mln PLN, przy czym spodziewamy się przychodów abonamentowych na poziomie 347,0 mln PLN. Koszty licencji programowych wyniosą 101,0 mln PLN, koszty wynagrodzeń sięgną 21,0 mln PLN, podobnie jak koszty przesyłu sygnału. Koszty dystrybucji i marketingu wyniosą zgodnie z naszymi prognozami 67,0 mln PLN. mPunkt przyniesie naszym zdaniem 8,0 mln PLN straty operacyjnej. Przełoży się to na 84,4 mln PLN zysku operacyjnego w skali całej Grupy. Saldo działalności finansowej wyniesie 0,7 mln PLN, przy czym w niewielkim stopniu powinien być na nim widoczny efekt odwrócenia różnic kursowych na saldzie zobowiązań. Oczekujemy zysku netto w okresie na poziomie 67,7 mln PLN. Ponadto spodziewamy się, że spółka pozyskała w trzecim kwartale 40 tys. użytkowników netto.


**Media**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

# TVN

# Trzymaj

 P/E 2010 38,7 EV/EBITDA 2010 12,9  
 P/E 2011 26,2 EV/EBITDA 2011 10,6


**Cena bieżąca 18,83 PLN**  
**Cena docelowa 16,69 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	491,2	427,9	14,8%	1 697,8	1 443,0	17,7%	2 493,6	2 123,4	17,4%
EBITDA	95,1	48,9	94,7%	419,8	440,8	-4,8%	661,3	794,8	-16,8%
marża	19,4%	11,4%	-	24,7%	30,5%	-	26,5%	37,4%	-
EBIT	30,1	-3,7	-920,7%	233,3	309,3	-24,6%	432,4	612,1	-29,4%
Zysk brutto	51,9	48,4	7,2%	54,3	176,5	-69,2%	301,5	380,8	-20,8%
Zysk netto	45,9	58,1	-21,0%	11,7	178,0	-93,4%	288,0	420,8	-31,6%

**Przychody reklamowe wciąż w trendzie wzrostowym**


Trzeci kwartał był według nas okresem utrzymywania się pozytywnej koniunktury w segmencie telewizyjnym rynku reklamowego. Prognozujemy, że przychody z reklam w skali całej grupy wzrosły o 7,6%, przy czym w segmencie internetowym wzrost przychodów reklamowych szacujemy na 19%. W odniesieniu do platformy 'n' spodziewamy się, że podobnie jak w drugim kwartale osiągnie rentowność na poziomie EBITDA, przy czym w raportowanym okresie wynik ten powinien zostać osiągnięty bez jednorazowych wydarzeń. Wynik operacyjny wyniesie 30,1 mln PLN. Umocnienie złotego obserwowane w trakcie trzeciego kwartału przełoży się na odrobienie strat na różnicach kursowych jakie powstały na rewaluacji długu w drugim kwartale. Szacujemy, że dodatnie różnice kursowe wyniosą 92,8 mln PLN. Odsetki od długu wyniosą 72,3 mln PLN. Obciążenie podatkowe sięgnie 6,0 mln PLN, co przełoży się na 45,9 mln PLN zysku netto.

**IT**

		<b>AB</b>					<b>Akumuluj</b>		
		<b>IT</b>							
Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 10/11	9,3	EV/EBITDA10/11	6,9	<b>Cena bieżąca</b>	<b>20,83 PLN</b>		
		P/E 11/12	8,2	EV/EBITDA11/12	6,1	<b>Cena docelowa</b>	<b>23,40 PLN</b>		
(mln PLN)	IQ10/11P	IQ09/10	zmiana	2011/12P	2010/11	zmiana	2010/11P	2009/10P	zmiana
Przychody	667,5	622,1	7,3%	3 109,4	2 891,8	7,5%	2 891,8	2 882,1	0,3%
EBITDA	10,1	9,0	11,5%	63,1	58,5	7,8%	58,5	67,1	-12,7%
marża	1,5%	1,5%	-	2,0%	2,0%	-	2,0%	2,3%	-
EBIT	8,1	6,8	17,9%	55,3	50,8	8,8%	50,8	59,1	-14,1%
Zysk brutto	8,4	7,0	19,4%	48,2	42,6	13,0%	42,6	45,4	-6,2%
Zysk netto	6,7	4,9	37,8%	39,0	34,5	13,0%	34,5	34,6	-0,3%

**Dobre wyniki na początek nowego roku**

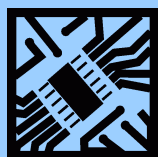
Wyniki AB w pierwszym kwartale roku obrotowego 2010/2011 będą naszym zdaniem bardzo dobre. Wzrost przychodów powinien przekroczyć 7,3%, przy czym motorem wzrostów powinna być jednostka dominująca i odrabiająca duże straty ubiegłego roku. Spodziewamy się, że w spółce-matce obroty wzrosną w porównaniu do poprzedniego roku o ponad 15%. Jednocześnie w Czechach powinniśmy mieć kontynuację wzrostu obrotów choć na zdecydowanie mniejszą skalę (prognozujemy +3,0% r/r). Wyższa r/r powinna być też według nas rentowność brutto na sprzedaży (4,7% vs. 4,4% w ubiegłym roku), na co wpływ mieć będzie mniejsza wartość księgowanych różnic kursowych w relacji do obrotu. W obydwu przypadkach raportowane marże są niższe z uwagi na kursy walutowe. Powyższe tendencje pozwolą w naszej opinii na znaczącą poprawę wyniku operacyjnego (z 6,8 mln PLN do 8,1 mln PLN). Na saldzie na pozostałej działalności operacyjnej oczekujemy około 3,1 mln PLN dodatnich różnic kursowych, które równoważyć będą obniżoną marżę brutto na sprzedaży, co przełoży się na +0,3 mln PLN dodatniej wartości salda. Wynik netto wyniesie 6,7 mln PLN.

		<b>Action</b>					<b>Redukuj</b>		
		<b>IT</b>							
Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2010	13,7	EV/EBITDA 2010	9,5	<b>Cena bieżąca</b>	<b>19,40 PLN</b>		
		P/E 2011	10,3	EV/EBITDA 2011	7,5	<b>Cena docelowa</b>	<b>18,16 PLN</b>		
(mln PLN)	IIIQ2010P	VQ08/09*	zmiana	I-IIIQ2010P	III-VQ08/09	zmiana	2010P	2008/09	zmiana
Przychody	549,0	495,5	10,8%	1 519,7	1 392,1	9,2%	2 183,1	3 079,4	-29,1%
EBITDA	12,7	13,9	-9,0%	30,4	39,5	-23,1%	42,9	49,9	-14,0%
marża	2,3%	2,8%	-	2,0%	2,8%	-	2,0%	1,6%	-
EBIT	9,8	11,7	-16,5%	21,6	32,8	-34,0%	34,0	38,1	-10,6%
Zysk brutto	8,8	10,9	-19,3%	18,7	29,8	-37,3%	30,1	31,8	-5,2%
Zysk netto	7,1	8,4	-15,3%	15,2	23,6	-35,8%	24,4	23,3	4,7%

\* okres od sierpnia do października 2009 roku

**Wzrost przychodów, ale marża już nie tak wysoka**

Wyniki Actionu będą naszym zdaniem nieco gorsze od zaprezentowanych w piątym kwartale roku obrotowego 2008/09 obejmującym okres od sierpnia do października. Przychody w naszej opinii wzrosną w porównaniu do okresu przyjętego jako baza odniesienia o ponad 10%. Na skutek istotnego obniżenia rentowności brutto na sprzedaży, które jest efektem umocnienia złotego, wynik operacyjny obniży się w porównaniu do 5Q2008/09 o 16,5% (z 11,7 mln PLN do 9,8 mln PLN), mimo wprowadzanych oszczędności (obniżenie udziału kosztów ogólnych działalności w przychodach z 6,7% do 6,3%). Oczekujemy przy tym, że spółki zależne będą miały neutralny wpływ na wyniki skonsolidowane. Wynik netto okresu szacujemy na 7,1 mln PLN.


**IT**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

# ASBIS

**Akumuluj**

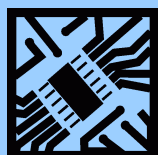
 P/E 2010 17,1 EV/EBITDA 2010 7,4  
 P/E 2011 10,8 EV/EBITDA 2011 6,0

**Cena bieżąca 4,30 PLN**  
**Cena docelowa 4,08 PLN**

(mln USD)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	354,3	289,0	22,6%	954,9	758,2	25,9%	1360,0	1167,9	16,4%
EBITDA	4,8	2,8	69,9%	7,0	-0,1	-10871,2%	14,5	5,8	151,1%
marża	1,3%	1,0%	-	0,7%	0,0%	-	1,1%	0,5%	-
EBIT	4,1	2,1	94,0%	4,8	-2,2	-319,5%	11,6	2,9	300,0%
Zysk brutto	2,8	1,0	163,0%	1,1	-5,8	-118,5%	6,0	-2,8	-314,1%
Zysk netto	2,2	1,0	121,0%	0,2	-5,5	-103,9%	4,6	-3,2	-244,6%

### Po trzecim kwartale cały rok na plusie

Oczekujemy, że po słabym pierwszym półroczu Asbis w trzecim kwartale przełamie złą passę i zaprezentuje bardzo dobre wyniki finansowe. Za dobrymi wynikami stać będzie odbudowa sprzedaży na rynkach wschodnich, która przełoży się na 22,6% wzrost przychodów ogółem. Ponadto odwrócenie trendu na kursach walutowych spowodowało, że do tej pory niekorzystne środowisko walutowe w trzecim kwartale pozytywnie przekładało się na osiągnięcia spółki. W rezultacie szacujemy, że marża brutto na sprzedaży osiągnęła poziom 5,0%, co przy 13,8 mln USD kosztów ogólnych działalności przełoży się na 4,1 mln USD zysku operacyjnego i 2,2 mln USD zysku netto.


**IT**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

# Asseco Poland Kupuj

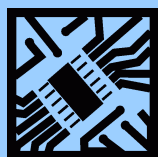
 P/E 2010 9,9 EV/EBITDA 2010 6,4  
 P/E 2011 10,5 EV/EBITDA 2011 5,9

**Cena bieżąca 51,70 PLN**  
**Cena docelowa 65,30 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	730,2	697,2	4,7%	2 182,6	2 114,6	3,2%	3 193,7	3 050,3	4,7%
EBITDA	166,4	167,3	-0,5%	478,7	475,4	0,7%	641,2	646,1	-0,7%
marża	22,8%	24,0%	-	21,9%	22,5%	-	20,1%	21,2%	-
EBIT	137,4	139,1	-1,2%	391,3	391,5	-0,1%	517,6	525,5	-1,5%
Zysk brutto	132,4	145,3	-8,8%	372,5	375,8	-0,9%	523,5	514,4	1,8%
Zysk netto	92,7	102,3	-9,4%	298,1	278,8	6,9%	404,2	373,4	8,3%

### Udany kwartał

Asseco Poland dobrze poradziło sobie w trzecim kwartale osiągając tylko nieznacznie gorszy wynik operacyjny oraz wynik netto od zeszłorocznych osiągnięć. Dobre rezultaty Grupa zawdzięcza zarówno jednostce dominującej jak i większości spółek zależnych, które mimo trudnego otoczenia makroekonomicznego poprawiły wyniki w porównaniu do ubiegłego roku (poprawy spodziewamy się m.in. w giełdowych Asseco Central Europe, Asseco South Eastern Europe oraz Asseco Business Solution). Słabszych od ubiegłorocznych wyników spodziewamy się w Asseco Spain i IT Practice. W ogólnym rozrachunku jednak Asseco Poland zanotuje wzrost skonsolidowanych przychodów o około 4,7% do 730,2 mln PLN. Rentowność brutto okresu będzie według naszych szacunków nieznacznie niższa od tej z analogicznego okresu ubiegłego roku (35,3%) i wyniesie 34,5%. Koszty ogólne działalności sięgną według nas 116 mln PLN. Wynik operacyjny prognozujemy na poziomie 137,4 mln PLN, a wynik netto w wysokości 92,7 mln PLN.


**IT**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

# Comarch

**Trzymaj**

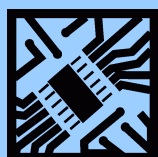
 P/E 2010 17,2 EV/EBITDA 2010 9,2  
 P/E 2011 13,7 EV/EBITDA 2011 5,7

**Cena bieżąca 74,45 PLN**  
**Cena docelowa 79,50 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	140,1	174,1	-19,5%	460,2	497,5	-7,5%	701,4	729,4	-3,8%
EBITDA	14,4	14,6	-1,0%	32,2	20,1	60,3%	55,4	56,2	-1,4%
marża	10,3%	8,4%	-	-	-	-	7,9%	7,7%	-
EBIT	3,4	8,4	-59,2%	-2,0	-10,3	-80,3%	15,8	14,3	10,3%
Zysk brutto	4,5	10,4	-56,6%	0,7	-8,2	-108,7%	20,1	18,4	8,8%
Zysk netto	5,1	12,8	-60,1%	10,4	6,9	50,0%	34,9	32,3	8,2%

## Stabiej niż przed rokiem

Wyniki Comarchu za trzeci kwartał 2010 roku będą według nas słabsze niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Źródłem pogorszenia sytuacji będzie z jednej strony brak dużego kontraktu, jaki w ubiegłym roku Comarch wykonywał dla PGNiG. Spowoduje to wspólnie ze spadkiem obrotów w SoftM, że skonsolidowane przychody spółki spadną o 19,5% do 140,1 mln PLN. W odniesieniu do niemieckiej spółki zależnej spodziewamy się, że osiągnie ona rentowność operacyjną. Spółki celowe przyniosą około 2,0 mln PLN straty operacyjnej. W konsekwencji skonsolidowany wynik operacyjny sięgnie 3,4 mln PLN. Saldo na działalności finansowej prognozujemy na poziomie 1,1 mln PLN. Strata przypadająca akcjonariuszom mniejszościowym wyniesie 0,8 mln PLN, co przekłada się na prognozę zysku netto przypadającego akcjonariuszom Comarchu w wysokości 5,1 mln PLN.


**IT**

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

# Komputronik

**Trzymaj**

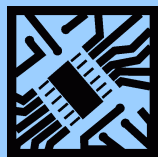
 P/E 2010 25,5 EV/EBITDA 2010 8,9  
 P/E 2011 13,7 EV/EBITDA 2011 6,3

**Cena bieżąca 9,70 PLN**  
**Cena docelowa 10,12 PLN**

(mln PLN)	IIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	IH10/11P	II-IIIQ09/10	zmiana	2010/11P	2009/10	zmiana
Przychody	196,3	187,1	4,9%	374,8	358,9	4,4%	834,5	374,8	122,7%
EBITDA	3,8	-1,0	-486,1%	4,7	-0,4	-1353,1%	13,8	4,7	190,7%
marża	1,9%	-0,5%	-	1,3%	-0,1%	-	1,7%	1,3%	-
EBIT	1,6	-3,4	-147,7%	0,1	-4,9	n/a	5,5	0,1	n/a
Zysk brutto	0,4	-3,2	-113,3%	-2,3	-7,1	-67,4%	2,8	-2,3	n/a
Zysk netto	0,8	-1,8	-145,2%	-1,2	-3,7	-68,1%	3,3	-1,2	n/a

## Na plusie dzięki jednorazowym wydarzeniom

Komputronik zanotuje pozytywny wynik operacyjny i wynik netto. Wpływ na poprawę rezultatów spółki będzie miało z jednej strony wyłączenie we wrześniu z konsolidacji Karenu, co przy jednoczesnym odkupieniu salonów własnych tej spółki zależnej pozwoli na włączenie do sprawozdania wszystkich przychodów generowanych przez starą strukturę Grupy bez części kosztów centrali Karenu. Ponadto Komputronik zaprezentuje naszym zdaniem zysk zrealizowany na sprzedaży należności od Techmexu w wysokości około 1,0 mln PLN. Z kolei Karen zaprezentuje znaczący zysk zrealizowany na sprzedaży salonów do Komputronika (szacujemy, że sięgnie on 3,5 mln PLN), który jednak będzie pominięty w konsolidacji. W rezultacie wynik operacyjny Grupy wyniesie 1,6 mln PLN, co przełoży się na wynik netto w wysokości 0,8 mln PLN, przy 0,5 mln PLN straty mniejszości (mimo zysku jednostkowego zanotowanego przez Karen – efekt wyłączenia wyżej wspomnianej transakcji).


**IT**

 Analitik:  
Piotr Grzybowski

# Sygnity

**Kupuj**

P/E 2010	-	EV/EBITDA 2010	10,4	<b>Cena bieżąca</b>	<b>16,00 PLN</b>
P/E 2011	16,2	EV/EBITDA 2011	5,7	<b>Cena docelowa</b>	<b>18,20 PLN</b>

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	124,3	126,8	-2,0%	347,1	408,4	-15,0%	653,0	572,7	14,0%
EBITDA	-5,1	4,5	-215,4%	-21,8	-79,9	-72,8%	22,0	-60,3	-136,4%
marża	-4,1%	3,5%	-	-6,3%	-19,6%	-	3,4%	-10,5%	-
EBIT	-12,1	-4,6	162,9%	-43,3	-106,1	-59,2%	-9,6	-94,8	-89,9%
Zysk brutto	-13,6	-6,0	128,2%	-48,0	-111,6	-57,0%	-16,9	-103,1	-83,6%
Zysk netto	-12,7	-3,7	241,7%	-43,5	-96,6	-55,0%	-13,7	-89,4	-84,7%

### Bez pozytywnych efektów restrukturyzacji

Sygnity nie zaliczy trzeciego kwartału do udanych. W osiągniętych wynikach nadal nie będzie widać efektów przeprowadzanych oszczędności kosztowych. Ponadto oczekujemy, że w związku z prowadzoną redukcją zatrudnienia spółka utworzyła w trzecim kwartale rezerwy na odprawy, które obciążą wynik kwotą około 4,0 mln PLN. Od strony przychodowej nadal będzie widać niewielki spadek przychodów (o 2,0% do 124,3 mln PLN). Oczekujemy, że rentowność poprawi się w porównaniu do poprzednich kwartałów i osiągnie 20,8% przy kosztach ogólnej działalności na poziomie 34,0 mln PLN. Łącznie ze wspomnianą wyżej rezerwą przełoży się to na stratę operacyjną wynoszącą 12,1 mln PLN. Działania podjęte w celu optymalizacji kosztów finansowania obniżą według naszych założeń ujemne saldo działalności finansowej do -1,5 mln PLN, co wraz z ujemnym podatkiem dochodowym w wysokości 0,9 mln PLN przełoży się na 12,7 mln PLN straty netto.

## Górnictwo i metale



### Metale

## KGHM

### Trzymaj

 Analitik:  
Michał Marczak

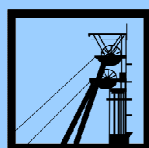
 P/E 2010 5,7    EV/EBITDA 2010 3,7  
 P/E 2011 8,4    EV/EBITDA 2011 5,0

**Cena bieżąca 114,9 PLN**  
**Cena docelowa 96,1 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	3 698,4	2 636,4	40,3%	10 898,0	7 735,7	40,9%	14 925,1	11 060,5	34,9%
EBITDA	1 570,8	613,3	156,1%	4 641,4	2 647,6	75,3%	6 346,0	3 645,7	74,1%
marża	42,0%	40,6%	-	37,4%	39,9%	-	42,5%	33,0%	-
EBIT	1 416,3	477,5	196,6%	4 180,7	2 243,6	86,3%	5 736,7	3 098,1	85,2%
Zysk brutto	1 411,3	471,4	199,4%	4 159,1	2 218,6	87,5%	5 710,0	3 066,6	86,2%
Zysk netto	1 143,1	382,2	199,1%	3 369,8	1 854,8	81,7%	4 626,0	2 540,9	82,1%

### Makro zbliżone do 2Q

Pomimo silnych wzrostów cen metali na LME z punktu widzenia KGHM średnie ich ceny po przeliczeniu na PLN niewiele różnią się od średnich cen notowanych w 2Q2010. Średnia kwartalna cena miedzi wyniosła 7 278 USD/t w stosunku do 7 042 USD/t w 2Q (+3,3%), co po uwzględnieniu kursu USD/PLN oznacza wzrost ceny złotówkowej do 22 554 PLN/t w stosunku do 22 270 PLN/t (+1,3% q/q) w poprzednim kwartale. W przypadku srebra średnia kwartalna cena wzrosła do 617 USD/kg, tj. o 3,4% q/q (596 USD/kg). Obserwowane obecnie wzrosty cen metali będą wpływały na istotniejsze wzrosty średniej ceny w 4Q (obecnie dla miedzi +3,5% q/q). W prognozach zakładamy wolumen sprzedaży miedzi na poziomie 130 tys. ton – z czego 25 tys. ton z wsadów obcych a w przypadku srebra 280 tys. ton. W stosunku do okresu 2008/2009 nadal utrzyma wyższy udział w sprzedaży miedzi wysoko-przetworzonej, co pozwoli spółce na zwiększenie premii w stosunku do ceny LME. W prognozie zakładamy, że sprzedaż 49 tys. ton miedzi będzie objęta transakcjami zabezpieczającymi (cena opcji to 300-400 USD/t w zależności od serii w stosunku do LME). Jednostkowy koszt produkcji miedzi szacujemy na 12 600 PLN/t, tj. o 1,5% wyższy w ujęciu r/r. Mimo zbliżonego otoczenia makro wynik netto 3Q jest istotnie niższy niż w poprzednim kwartale. W 2Q spółka zaksięgowała dywidendę z Polkomtela oraz zrealizowała sprzedaż miedzi na poziomie 145 tys. ton (częściowe zejście z zapasów).



### Górnictwo węgla

## LW Bogdanka

### Trzymaj

 Analitik:  
Michał Marczak

 P/E 2010 18,0    EV/EBITDA 2010 9,6  
 P/E 2011 14,3    EV/EBITDA 2011 6,4

**Cena bieżąca 106,4 PLN**  
**Cena docelowa 85,4 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	310,8	329,9	-5,8%	888,9	850,7	4,5%	1 221,4	1 118,0	9,2%
EBITDA	113,4	145,8	-22,2%	308,1	319,5	-3,5%	389,8	368,0	5,9%
marża	36,5%	44,2%	-	34,7%	37,6%	-	31,9%	32,9%	--
EBIT	76,9	108,8	-29,3%	203,6	213,3	-4,6%	240,3	226,7	6,0%
Zysk brutto	79,9	113,2	-29,4%	212,7	217,4	-2,2%	260,3	229,8	13,3%
Zysk netto	64,5	91,0	-29,1%	170,7	174,4	-2,1%	200,9	191,5	4,9%

### Wzrost cen węgla

Najniższym punktem wyników za 2Q2010 była niska jednostkowa cena sprzedaży węgla, która spadła do 202 PLN/t. Obserwując dane z Ministerstwa Gospodarki zakładamy, że w 3Q również w przypadku LWB efektywne ceny sprzedaży surowca zaczęły rosnąć. W przypadku kopalń śląskich średnia cena sprzedaży węgla energetycznego w 2Q wyniosła 241 PLN/t, w lipcu wzrosła o 3%. W kwartalnej prognozie dla LWB zakładamy, że w 3Q spółka sprzedawała węgiel po średniej cenie 210 PLN/t. Wolumen sprzedaży wyniósł 1,48 mln ton, tj. o 1,8% mniej niż w bardzo dobrym 3Q2009 (przesunięcie sprzedaży z poprzednich kwartałów) i o 9% więcej niż w 2Q2010. Wzrost w stosunku do poprzedniego kwartału jest efektem sezonowym, związanym z przygotowaniem zapasów przez zakłady energetyczne przed okresem zimowym. Jednostkowy koszt produkcji węgla szacujemy na 156 PLN/t, tj. o 0,9% mniej niż w poprzednim kwartale (wyższy wolumen sprzedaży). W prognozie nie zakładamy tworzenia/rozwiązywania istotnych rezerw.

## Przemysł



### Przemysł spożywczy

 Analityk:  
Jakub Szkopek

## Astarta

 P/E 2010 5,8 EV/EBITDA 2010 5,0  
 P/E 2011 13,6 EV/EBITDA 2011 8,0

## Sprzedaj

**Cena bieżąca 74,00 PLN**  
**Cena docelowa 45,83 PLN**

(mln UAH)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	549,7	340,9	61,3%	1 457,8	839,8	73,6%	2 193,5	1 354,8	61,9%
EBITDA	305,6	137,8	121,7%	844,1	407,1	107,4%	995,4	550,5	80,8%
marża	55,6%	40,4%	-	57,9%	48,5%	-	45,4%	40,6%	-
EBIT	261,0	98,8	164,2%	716,1	322,1	122,3%	881,7	457,5	92,7%
Zysk brutto	243,5	31,4	-	687,2	228,6	200,6%	806,6	328,7	145,4%
Zysk netto	231,3	27,8	731,5%	663,9	228,4	190,6%	769,5	323,4	137,9%

### Bardzo dobry kwartał

W 3Q10 ceny cukru i mleka na rynku Ukraińskim utrzymywały się na wysokim poziomie (odpowiednio 928,5 USD/t i 356,2 USD/t). Bardzo wysoko znajdowały się również ceny zbóż (pszenica 223,9USD/t, jęczmień 208,1 USD/t, słonecznik 390,6 USD/t, kukurydza 211,1 USD/t i soja 335,6 USD/T). Spółce po pierwszej połowie roku pozostało około 45 tys. ton cukru dostępnego do sprzedaży oraz około 10,0 tys. ton zboża. Spodziewamy się, że wysokie ceny zbóż i zapotrzebowanie na środki finansowe celem realizacji inwestycji w zwiększenie areалу uprawnego zachęciły Spółkę do sprzedaży dużego wolumenu zboża w 3Q10, który szacujemy na 110,6 tys. ton.



### Materiały budowlane

 Analityk:  
Jakub Szkopek

## Centrum Klima Trzymaj

 P/E 2010 13,9 EV/EBITDA 2010 9,6  
 P/E 2011 13,3 EV/EBITDA 2011 7,7

**Cena bieżąca 14,10 PLN**  
**Cena docelowa 14,65 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	24,8	19,0	31,0%	64,0	54,0	18,5%	75,4	71,7	5,2%
EBITDA	3,8	2,7	40,6%	8,4	7,7	9,0%	11,0	9,7	13,9%
marża	15,3%	14,2%	-	13,1%	14,2%	-	14,6%	13,5%	-
EBIT	2,7	2,3	17,3%	7,0	5,9	18,1%	9,0	8,0	12,1%
Zysk brutto	2,7	2,3	19,5%	6,6	6,5	2,1%	9,8	8,0	22,2%
Zysk netto	2,2	1,8	21,7%	5,4	5,2	3,8%	8,0	6,7	19,2%

### Wysoka sprzedaż i wynik mimo przenosin zakładu

W 3Q10 spodziewamy się wysokiej dynamiki przychodów (+31,0% r/r), za sprawą rosnących przychodów w segmencie produkcji (+16,4% r/r) oraz segmencie dystrybucji (34,8% r/r). Spodziewamy się nieznacznej poprawy zysku brutto ze sprzedaży w segmencie dystrybucji w porównaniu do 2Q10 (z 23,0% do 24,4%) w związku z niższą zmiennością kursu USD/PLN oraz wyższym wolumenem sprzedaży. Z kolei marżę zysku brutto ze sprzedaży segmentu produkcji szacujemy w 3Q10 na 20,5% względem 32,4% w 2Q10 ze względu na spodziewany wzrost amortyzacji przy tylko nieznacznie wyższym wolumenie w porównaniu do wcześniejszych kwartałów. Uwzględniamy 0,7 mln PLN odszkodowania za usterki w realizacji zakładu w Wieruchowie w pozostałych kosztach operacyjnych. Naszym zdaniem, mimo przeprowadzanej przeprowadzki produkcji i magazynu, wysoki wolumen sprzedaży w 3Q10 pozwoli Spółce na wypracowanie o 21,7% wyższego r/r zysku netto i o 40,6% wyższej wartości EBITDA.


**Materiały  
budowlane**

 Analityk:  
Jakub Szkopek

# Cersanit

## Trzymaj

P/E 2010	17,0	EV/EBITDA 2010	10,5	<b>Cena bieżąca</b>	<b>11,85 PLN</b>
P/E 2011	17,7	EV/EBITDA 2011	9,0	<b>Cena docelowa</b>	<b>9,65 PLN</b>

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009P	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	451,5	413,3	9,3%	1 148,6	1 085,8	5,8%	1 506,9	1 415,2	6,5%
EBITDA	84,5	79,3	6,6%	208,0	217,2	-4,2%	323,3	284,7	13,5%
marża	18,7%	19,2%	-	18,1%	20,0%	-	21,5%	20,1%	-
EBIT	57,5	51,0	12,9%	126,9	129,0	-1,6%	207,1	168,1	23,2%
Zysk brutto	21,7	1,2	-	146,5	-48,6	-	178,3	-8,1	-
Zysk netto	17,8	-6,7	-	128,6	-56,3	-	150,9	-8,1	-

### Ożywienie na rynku krajowym w 3Q10 dzięki pogodzie

Ożywienie na materiały do wykończenia wnętrz na rynku krajowym w sierpniu bieżącego roku (sprzedaż Grupy PSB w lipcu +2% r/r i w sierpniu +20% r/r) buduje bardzo dobrą perspektywę dla wyników Spółki w 3Q10. Podobnie jak w 2Q10, w 3Q10 wysokiemu wolumenowi sprzedaży eksportowej na rynki wschodnie towarzyszyły utrzymujące się na wysokim poziomie względem złotego lokalne waluty (Rubel rosyjski był w 3Q10 średnio o 2,4% słabszy do złotówki niż w 2Q10, a ukraińska hrywna o 1,3% słabsza do złotówki niż w 2Q10). W przeciwieństwie do 1Q10 i 2Q10 wpływ różnic kursowych na wyniki finansowe w 3Q10 powinien być negatywny, co związane jest z osłabieniem się hrywny do euro w 3Q10 (na przestrzeni kwartału o 11,7%) i co za tym idzie negatywnym wpływie przeszacowania portfela kredytów Cersanit Invest Sp. z o.o. Efekt ten jest częściowo neutralizowany przez umocnienie się PLN do EUR (-3,8%) i USD (-13,8%) w 3Q10. Dzięki temu przeszacowanie portfela walutowego kredytów zaciągniętych przez Cersanit S.A. pozytywnie wpływa na rachunek zysków i strat. W sumie negatywny efekt na rachunek zysków i strat w 3Q10 związany z przeszacowaniem portfela kredytów szacujemy na kwotę 23,2 mln PLN.


**Przemysł  
elektromaszynowy**

 Analityk:  
Jakub Szkopek

# Famur

## Redukuj

P/E 2010	14,5	EV/EBITDA 2010	9,9	<b>Cena bieżąca</b>	<b>2,35 PLN</b>
P/E 2011	13,3	EV/EBITDA 2011	7,7	<b>Cena docelowa</b>	<b>2,2 PLN</b>

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009P	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	170,4	103,4	64,9%	513,9	534,2	-3,8%	689,0	695,1	-0,9%
EBITDA	33,4	24,6	36,0%	79,1	132,0	-40,1%	114,3	133,6	-14,5%
marża	19,6%	23,8%	-	15,4%	24,7%	-	15,4%	19,2%	-
EBIT	22,4	16,5	35,9%	60,3	106,9	-43,6%	89,2	100,8	-11,5%
Zysk brutto	23,9	28,4	-15,7%	70,6	79,5	-11,2%	97,2	77,9	24,8%
Zysk netto	18,8	24,4	-22,9%	57,2	60,7	-5,6%	77,9	58,0	34,3%

### Kontrakt dla Kompani Węglowej punktem ryzyka

Spółka w drugim kwartale 2010 w zakresie obudów zmechanizowanych wykonywała dwa kontrakty, jeden dla kontrahenta meksykańskiego za 28,8 mln PLN (około 25% wartości przypadało na 3Q10) oraz część kontraktu dla Kompani Węglowej za 53,1 mln PLN. W związku z większą proporcją wykonywanych obudów zmechanizowanych dla kontrahentów krajowych niż w 2Q10 i niską spodziewaną rentownością w związku z wysoką konkurencją na rynku obudów zmechanizowanych w pierwszej połowie roku spodziewamy się spadku rentowności brutto segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa z 43,8% w 2Q10 do 37,0% w 3Q10. Sprzedaż spółki Zamet w 3Q10 (konsolidowanej w 3Q10 w 100%) szacujemy na 16 mln PLN. Naszym zdaniem obrót powinien się poprawiać w segmencie odlewów (+9% q/q) oraz maszyn i urządzeń dźwigowych i przeładunkowych (+7% q/q) skutkiem dobrej koniunktury w przemyśle. Na poziomie działalności finansowej nie spodziewamy się, aby w bieżącym kwartale Spółka miała zaksięgować dyskonto z obligacji objętych od KWH (dwie obecnie aktywne transze na 38 mln PLN i 29,2 mln PLN będą rozliczone odpowiednio w 4Q10 i 1Q11). Pozytywny wpływ na wynik netto (+2,5 mln PLN) powinna mieć wycena kontraktów Forward w EUR zapadających w kolejnych kwartałach (na koniec 2Q10 wycena 61,9 mln PLN) i w 3Q10 (na koniec 2Q10 wycena 29,9 mln PLN) (na przestrzeni 3Q10 EUR/PLN -3,8%).


**Przemysł  
spożywczy**

 Analityk:  
Jakub Szkopek

# Kernel

# Akumuluj

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

**Cena bieżąca 64,80 PLN**  
**Cena docelowa 77,28 PLN**

(mln PLN)	IQ2010P	IQ2009	różnica	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	466,5	240,3	94,2%	1 117,5	1 020,5	9,5%	1 117,5	1 501,3	34,3%
EBITDA	83,4	35,8	133,3%	236,5	190,7	24,0%	236,5	292,2	23,6%
marża	17,9%	14,9%	-	21,2%	18,7%	-	21,2%	19,5%	-
EBIT	76,8	30,7	150,4%	210,0	168,2	24,9%	210,0	265,0	26,2%
Zysk brutto	72,6	38,8	87,1%	193,3	152,6	26,7%	193,3	249,4	29,0%
Zysk netto	66,2	39,2	68,9%	180,0	153,0	17,7%	180,0	232,2	29,0%

**Spodziewany bardzo dobry kwartał**

W 1Q10 (3Q10) spodziewamy się wysokich wolumenów w segmencie oleju luzem (144,2 tys. ton), za sprawą wysokiego wolumenu eksportu olejów z Ukrainy (w 1Q10 (3Q10) +8,2% r/r). Również w segmencie handlu zbożem spodziewamy się, że wolumen eksportu, mimo przeszkód związanych z pracą celników powinien kształtować się na przyzwoitym poziomie (650 tys. ton). Na poziom przychodów pozytywnie powinny wpływać wysokie średnie poziomy cen zbóż (w 1Q10 (3Q10) cena pszenicy +60,9% q/q i jęczmienia +33,7% q/q) oraz oleju słonecznikowego (+22,6% q/q). Spodziewamy się, że w 1Q10 (3Q10) zarówno sprzedaż zbóż i oleju słonecznikowego będzie bardzo rentowna. W przypadku pszenicy w 1Q10 (3Q10) średnia cena krajowa była o 17,8% niższa niż cena eksportowa, a marża modelowa na przerobie słonecznika była o 90,1% q/q wyższa (-1,5% r/r). Spodziewamy się bardzo dobrego wyniku w 1Q10 (3Q10).


**Metale**

 Analityk:  
Jakub Szkopek

# Kęty

# Trzymaj

 P/E 2010 13,0 EV/EBITDA 2010 7,3  
 P/E 2011 11,5 EV/EBITDA 2011 6,6

**Cena bieżąca 114,9 PLN**  
**Cena docelowa 115,3 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	332,1	299,1	11,0%	865,0	825,0	4,9%	1 206,9	1 111,0	8,6%
EBITDA	63,2	54,6	15,8%	139,4	152,2	-8,4%	177,8	189,0	-5,9%
marża	19,0%	18,2%	-	16,1%	18,4%	-	14,7%	17,0%	-
EBIT	45,9	38,7	18,5%	88,0	104,3	-15,7%	110,0	124,9	-11,9%
Zysk brutto	49,6	41,8	18,7%	93,9	72,7	29,2%	100,9	91,9	9,8%
Zysk netto	37,4	32,4	15,4%	71,7	55,8	28,5%	81,5	70,6	15,5%

**Kwartałny wynik netto najwyższy od 2001 roku**

Zarząd grupy Kęty w prognozie wyniku za 3Q10 spodziewa się sprzedaży na poziomie 330 mln PLN, zysku operacyjnego 45-46 mln PLN i zysku netto 36-37 mln PLN. Wysoki wynik operacyjny i netto jest rezultatem z jednej strony wysokiego poziomu zamówień segmentów SSA i SWW, a z drugiej podwyżki cenników (4-5%) na jakie w 3Q10 zdecydował się Zarząd Spółki. Na poziomie działalności finansowej pozytywnie wpłyną transakcje zabezpieczające na aluminium (+1 mln PLN) oraz przeszacowanie portfela kredytów w walutach obcych, które szacujemy na 5,7 mln PLN (na przestrzeni 3Q10 kurs USD/PLN -13,8% EUR/PLN -3,8%). Spodziewamy się rekordowych wyników kwartalnych Grupy Kęty od początku 2001 roku.


**Przemysł  
elektromaszynowy**

# Kopex

## Akumuluj

 Analityk:  
Jakub Szkopek

 P/E 2010 22,1 EV/EBITDA 2010 8,9  
P/E 2011 12,2 EV/EBITDA 2011 6,6

**Cena bieżąca 18,10 PLN**  
**Cena docelowa 19,8 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	557,9	603,1	-7,5%	1 676,8	1 713,1	-2,1%	2 225,6	2 313,4	-3,8%
EBITDA	47,3	57,6	-17,9%	123,7	196,1	-36,9%	191,8	217,1	-11,7%
marża	8,5%	9,6%	-	7,4%	11,4%	-	8,6%	9,4%	-
EBIT	27,0	39,9	-32,4%	62,6	143,0	-56,2%	105,5	145,3	-27,4%
Zysk brutto	20,1	31,6	-36,4%	52,2	108,5	-51,9%	84,4	109,7	-23,0%
Zysk netto	14,9	20,8	-28,7%	39,5	72,2	-45,2%	60,9	87,2	-30,2%

### Wyniki odzwierciedlają słabą koniunkturę na rynku inwestycji górniczych w IH10

W 3Q10 spodziewamy się przychodów na poziomie 557,9 mln PLN (-7,5% r/r), na co wpływ będzie miał wzrost obrotów w segmencie usług górniczych (+26,2 r/r +8,2 q/q) w wyniku większego zaangażowania w wykonywanie kontraktu dla JSW nad budową szybu „Bzie-2” oraz wzrost przychodów segmentu maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych (+6,9% r/r i +21,7 q/q) związany ze spodziewaną poprawą sprzedaży spółki zależnej Hansen. Pozytywny wpływ na wielkość obrotu powinien mieć segment odlewów (+75,7% r/r i 37,0% q/q) w związku z poprawą koniunktury w polskim przemyśle w 3Q10. Naszym zdaniem nadal ujemna dynamika mimo przejęcia Ryfamy powinna być widoczna w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (-22,3 r/r i 21,3 q/q), co związane jest z małą ilością nowych kontraktów uzyskiwanych na rynku krajowym w 1H10 i brakiem istotnych zagranicznych kontraktów (w 3Q10 do 16 września Ryfama konsolidowana była w 65%, a później w 78,97%). Podobnie jak w 2Q10, również i w 3Q10 spadek obrotów zanotować powinien segment obrotu energii (-34,1% r/r i 1,1% q/q) w związku z mniejszą atrakcyjnością transakcji sprzedaży energii poza granicę kraju. Zakładamy, że w 3Q10 Spółka sprzeda węgiel w wyniku rozliczenia obligacji z KHW za kwotę 45,3 mln PLN. Poprawa rentowności brutto ze sprzedaży powinna być widoczna w segmentach usług górniczych (z 18,4% w 2Q10 do 22,0% w 3Q10) w związku z większym zaangażowaniem w wykonywanie kontraktu dla JSW, oraz segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego w związku z obniżeniem zatrudnienia w spółce zależnej Tagor z około 900 na koniec 2009 do 550 na koniec 2Q10. Na poziomie działalności operacyjnej pozytywny efekt na wynik powinno mieć zaksięgowane dyskonto z obligacji KHW (około 1,5 mln PLN).


**Papierniczy**

# Mondi

## Trzymaj

 Analityk:  
Michał Marczak

 P/E 2010 18,0 EV/EBITDA 2010 10,4  
P/E 2011 11,3 EV/EBITDA 2011 7,8

**Cena bieżąca 77,0 PLN**  
**Cena docelowa 71,1 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	588,3	322,7	82,3%	1 630,2	934,7	74,4%	2 108,4	1 360,8	54,9%
EBITDA	132,8	48,8	171,9%	334,1	123,3	171,0%	431,4	217,9	98,0%
marża	22,6%	15,1%	-	20,5%	13,2%	-	20,5%	16,0%	-
EBIT	92,8	22,4	313,4%	216,5	44,7	384,0%	260,1	99,6	161,1%
Zysk brutto	71,8	21,3	237,2%	147,7	31,2	374,0%	226,8	74,6	204,0%
Zysk netto	68,2	24,9	174,2%	145,3	32,8	342,7%	213,5	71,4	199,0%

### Pomoże wzrost cen papieru i spadek cen makulatury

Pomimo umocnienia PLN w stosunku do EUR 3Q2010 był udany dla spółki pod względem otoczenia makro. Produkcja przemysłowa na głównych rynkach eksportowych nadal dynamicznie rośnie, co pozwala producentom papieru podnosić ceny. Średnia cena kraftlinera w 3Q wyniosła 577 EUR/t, tj. o 11,1% więcej niż w poprzednim kwartale. Średnie ceny testlinera i flutingu wzrosły dokładnie o 4,6%. Uwzględniając efekt walutowy, z punktu widzenia spółki ceny wzrosły odpowiednio o: 7,6% (kraftliner) i 1,3% (papiery makulaturowe). Pomimo, że w przypadku testlinera i flutingu wzrost nie jest duży, to pozytywnie na wyniki będzie wpływał spadek cen makulatury, jaki miał miejsce w tym okresie. Średnie ceny w EUR obniżyły się o 2,8%, a po przeliczeniu na PLN o 5,7%. W efekcie liczona średniomiesięcznie różnica w cenie testlinera i makulatury (w PLN) wzrosła do 917 PLN/t, tj. o 4,3% q/q. W dalszym ciągu spółka powinna zwiększać wolumen produkcji na maszynie MP7, chociaż w okresie letnim należy pamiętać o remoncie konserwacyjnym.

## Budownictwo



### Budownictwo

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

## Budimex

## Redukuj

 P/E 2010 11,8 EV/EBITDA 2010 6,5  
 P/E 2011 12,2 EV/EBITDA 2011 8,5

**Cena bieżąca 95,45 PLN**  
**Cena docelowa 85,2 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	1 214,4	913,2	33,0%	2 937,8	2 390,8	22,9%	4 270,5	3 289,9	29,8%
EBITDA	68,5	58,9	16,3%	241,5	146,4	64,9%	276,9	221,7	24,9%
marża	5,6%	6,5%	-	8,2%	6,1%	-	6,5%	6,7%	-
EBIT	63,5	53,8	18,0%	226,4	130,4	73,6%	256,7	200,5	28,0%
Zysk brutto	65,0	62,6	3,9%	221,2	153,2	44,3%	253,0	224,2	12,9%
Zysk netto	52,7	52,5	0,3%	179,2	119,4	50,1%	205,0	173,7	18,0%

### Wynik Q3 2010 rodzi nadzieję na 220 mln PLN zysku w całym roku?

Oczekujemy, że wynik netto w Q3 2010 może być lepszy, niż pierwotnie szacowaliśmy, co związane jest z nie zakładaną w prognozach rocznych wyceną instrumentów pochodnych (4,8 mln PLN) i prawdopodobnie mniejszą niż oczekiwana zmianą salda rezerw (+5 mln PLN, poprzednia prognoza: +10 mln PLN). Ostatecznie, wynik netto na poziomie 52,7 mln PLN może wskazywać na realność osiągnięcia w całym roku wyniku zbliżonego do prognozy zysku PBG, czyli 220 mln PLN zysku netto.

Przewidujemy, że w Q3 2010 wzrosną przychody q/q (Q2 2010: 1,14 mld PLN), co związane jest z wejściem w etap realizacji nowych kontraktów infrastrukturalnych. Marże brutto na sprzedaży przewidujemy na poziomie 8,0%. Marża ujmuje efektem dodatniego salda rezerw (+5 mln PLN). Bez zmiany salda rezerw marża brutto wyniosłaby 8,4%. Oczekujemy 36 mln PLN kosztów ogólnych, 1,9 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 4,8 mln PLN zysku na wycenie instrumentów pochodnych (umocnienie PLN na koniec miesiąca).

Pozostałe przychody finansowe netto prognozujemy na poziomie 2 mln PLN, zaś efektywną stopę podatkową na poziomie 19%. Ostatecznie, oczekujemy wyniku netto w wysokości 52,7 mln PLN.



### Budownictwo

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

## Elektrobudowa Redukuj

 P/E 2010 17,8 EV/EBITDA 2010 11,1  
 P/E 2011 16,0 EV/EBITDA 2011 9,6

**Cena bieżąca 183,0 PLN**  
**Cena docelowa 165,7 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	180,0	173,8	3,6%	492,6	478,2	3,0%	683,5	700,9	-2,5%
EBITDA	19,3	15,7	22,8%	51,0	53,1	-4,0%	68,4	79,1	-13,6%
marża	10,7%	9,0%	-	10,3%	11,1%	-	10,0%	11,3%	-
EBIT	16,6	13,1	26,5%	42,8	45,7	-6,2%	52,8	69,0	-23,4%
Zysk brutto	16,8	13,6	23,5%	43,1	47,7	-9,7%	60,6	70,6	-14,2%
Zysk netto	13,6	11,4	19,9%	35,1	36,4	-3,7%	49,1	54,5	-9,9%

### Kolejny kwartał stabilnych wyników

Przewidujemy, że wyniki Q3 2010 będą lepsze, niż w roku ubiegłym, a jednocześnie gorsze, niż w Q2 2010. W Q2 2010 miały jednak miejsca nietypowe zdarzenia, takie jak rozliczenia starych, wysoko marżowych kontraktów oraz rozliczenie produkcji przy wykorzystaniu okazj tanich dostaw materiałów. Podobnie jak w roku ubiegłym, oczekujemy, że przychody w Q3 będą zbliżone do przychodów Q2, a istotny wzrost sprzedaży nastąpi w Q4. Przewidujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 11,25% (Q2 2010: 14,2%, Q3 2009: 11,6%).

Prognozujemy koszty ogólne na poziomie z poprzedniego kwartału (4,3 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne przewidujemy na poziomie 0,6 mln PLN, EBIT zaś na poziomie 16,6 mln PLN. Oczekujemy pozostałych przychodów finansowych w wysokości 0,25 mln PLN oraz 13,6 mln PLN zysku netto w całym Q3 2010 (Q2 2010: 15,5 mln PLN).

Podsumowując, oczekiwane wyniki Q3 2010 mogą wskazywać, że nasza prognoza przychodów w całym 2010 roku zostanie nieznacznie przekroczona (o mniej, niż 5%). Prognoza skonsolidowanego zysku netto pozostaje aktualna.


**Budownictwo**

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

# Erbud

## Akumuluj

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

**Cena bieżąca 51,3 PLN**  
**Cena docelowa 54,1 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	340,6	279,2	22,0%	864,8	667,6	29,5%	1 226,0	954,6	28,4%
EBITDA	19,2	16,1	19,1%	50,7	53,5	-5,3%	66,9	68,3	-2,1%
marża	5,6%	5,8%	-	5,9%	8,0%	-	5,5%	7,2%	-
EBIT	17,2	14,2	21,4%	44,8	47,8	-6,3%	60,7	60,5	0,3%
Zysk brutto	17,7	12,5	41,1%	42,7	44,2	-3,5%	65,0	56,3	15,5%
Zysk netto	14,3	11,2	27,5%	33,4	34,5	-3,1%	51,3	41,7	23,0%

**Wynik zbliżony do Q2 2010**

Oczekujemy, że wyniki Q3 2010 będą podobne do rezultatów Q2 2010. Zakładamy przychody na poziomie 340,6 mln PLN i marżę brutto na sprzedaży w wysokości 9% (odpowiednio w Q2 Erbud wygenerował 339,8 mln PLN przychodów i marżę brutto na poziomie 9,8%). W podziale na segmenty działalności zakładamy: 248,6 mln PLN przychodów generalnego wykonawstwa (marża brutto: 8,9%), 40 mln PLN przychodów działalności eksportowej (marża brutto: 9%), 30 mln PLN przychodów drogownictwa (marża brutto: 9,5%), 22 mln PLN przychodów działalności deweloperskiej (marża: 10%). Koszty ogólne zakładamy na poziomie 13,1 mln PLN (Q2 2010: 12,6 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto przewidujemy na poziomie 0,5 mln PLN. Ostatecznie, oczekujemy zysku operacyjnego na poziomie 17,2 mln PLN (Q2: 19,6 mln PLN).

Pozostałe przychody finansowe netto zakładamy na poziomie 0,5 mln PLN. Oczekujemy efektywnej stopy podatkowej w wysokości 19%. Podsumowując, nasza prognoza zakłada 14,3 mln PLN zysku netto (Q2 2010: 14,6 mln PLN). Jeśli nasze oczekiwania się zrealizują, może się okazać, że całoroczna prognoza wyników rocznych Erbudu jest nieznacznie zbyt wysoka.


**Budownictwo**

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

# Mostostal Warszawa Trzymaj

 P/E 2010 15,9 EV/EBITDA 2010 8,2  
 P/E 2011 16,8 EV/EBITDA 2011 8,2

**Cena bieżąca 63,25 PLN**  
**Cena docelowa 66,1 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	702,2	747,3	-6,0%	1 841,4	1 944,1	-5,3%	2 585,0	2 712,1	-4,7%
EBITDA	31,2	40,0	-22,0%	99,2	160,1	-38,0%	134,7	209,1	-35,6%
marża	4,4%	5,4%	-	5,4%	8,2%	-	5,2%	7,7%	-
EBIT	22,9	33,0	-30,8%	74,1	139,6	-46,9%	97,7	181,2	-46,1%
Zysk brutto	23,7	28,5	-16,9%	80,2	116,1	-30,9%	106,7	169,5	-37,1%
Zysk netto	19,2	15,3	25,1%	61,2	76,6	-20,2%	79,5	117,3	-32,2%

**Zauważalna erozja wyników marż w wynikach Q3 2010**

Oczekujemy, że wyniki Q3 2010 będą stosunkowo słabe. Przewidujemy, że Grupa Mostostal Warszawa wygeneruje niższe przychody niż w roku ubiegłym, a rentowność brutto na sprzedaży Grupy wyniesie 6,8%. Na poziomie jednostkowym oczekujemy przychodów Mostostalu na poziomie 511,2 mln PLN i rentowność brutto w wysokości 5,8%. Nie przewidujemy więc poprawy marży brutto na sprzedaży w porównaniu do ubiegłych kwartałów (Q2 2010: 5,6%, Q1 2010: 5,9%). Oczekujemy, że Mostostal Płock wygeneruje 36 mln PLN przychodów (marża brutto: 9,5%), Remak : 35 mln PLN przychodów (marża brutto: 7,5%), pozostałe spółki zaś 120 mln PLN przychodów (marża brutto: 10%).

Zakładamy koszty ogólne na poziomie z poprzedniego kwartału (23,8 mln PLN) oraz pozostałe koszty operacyjne w wysokości 1 mln PLN. Ostatecznie, EBIT zgodnie z prognozą wyniesie 22,9 mln PLN, czyli o 31% mniej, niż w Q3 2009. Przyczyną niższego wyniku EBIT jest niższa rentowność nowych kontraktów budowlanych. Zakładamy pozostałe przychody finansowe netto na poziomie 0,8 mln PLN oraz efektywną stopę podatkową na poziomie 19%. Ostatecznie, prognozowany zysk netto w wysokości 19,2 mln PLN jest wyższy, niż w Q1 2010 (18,6 mln PLN), ale niższy, niż w Q2 2010 (23,4 mln PLN). Q3 2009 nie jest porównywalny, ze względu na dużą liczbę zdarzeń jednorazowych, pogarszających wynik operacyjny i wynik netto (rezerwy na kontrakty, odpis wartości spółki Terramost).


**Budownictwo**
**PBG**
**Sprzedaj**

Analitik:

Maciej Stokłosa

 P/E 2010 15,1  
P/E 2011 14,7

 EV/EBITDA 2010 10,6  
EV/EBITDA 2011 10,4

**Cena bieżąca 227,0 PLN**  
**Cena docelowa 194,0 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	798,5	702,5	13,7%	1996,8	1 651,1	20,9%	3 295,0	2 578,0	27,8%
EBITDA	86,3	78,5	10,0%	207,8	204,0	1,9%	338,9	333,6	1,6%
marża	10,8%	11,2%	-	10,4%	12,4%	-	10,3%	12,9%	-
EBIT	74,5	66,1	12,6%	172,2	168,7	2,1%	288,6	286,5	0,7%
Zysk brutto	65,5	53,0	23,7%	162,5	147,6	10,1%	270,5	262,6	3,0%
Zysk netto	54,5	38,9	39,9%	134,8	109,1	23,5%	214,9	210,6	2,0%

**Wynik bez rewelacji, ale prognoza roczna nadal realna**

Oczekujemy, że wyniki Q3 2010 będą gorsze niż wyniki Q2 2010 na poziomie zysku netto, co związane jest z niższą marżą brutto na sprzedaży (Q3: 12,6%, Q2: 15,4%) oraz z mniej korzystnym saldem działalności finansowej. Mimo to, prognozy wyników PBG w całym 2010 roku nadal pozostają realne.

Oczekujemy prawie 798,5 mln PLN przychodów w Q3 2010. Podobnie jak w roku ubiegłym, dużego wzrostu przychodów spodziewamy się w Q3 2010. Zakładamy koszty ogólne na poziomie 29 mln PLN, tzn. niższym niż w ubiegłym kwartale (32,2 mln PLN). Oczekujemy dodatniego salda pozostałych przychodów operacyjnych netto w wysokości +2,85 mln PLN. Zgodnie z prognozą, EBIT wyniesie 74,5 mln PLN, czyli nieznacznie więcej, niż w ubiegłym kwartale, który był pod wpływem pozostałych kosztów operacyjnych. Oczekujemy 9 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. W Q2 2010 saldo „finansówki” było nieznacznie dodatnie. Zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 16% i oczekujemy 0,55 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych.

Stosunkowo słabego wyniku spodziewamy się w Hydrobudowie - nasza prognoza zakłada 460 mln PLN przychodów, 9 mln PLN EBIT i jedynie 4,7 mln PLN zysku netto. Słaby wynik to efekt niskiej przewidywanej marży brutto na sprzedaży (5,2% zgodnie z prognozą).


**Budownictwo**
**Polimex Mostostal Trzymaj**

Analitik:

Maciej Stokłosa

 P/E 2010 14,3  
P/E 2011 15,7

 EV/EBITDA 2010 9,3  
EV/EBITDA 2011 9,2

**Cena bieżąca 4,25 PLN**  
**Cena docelowa 4,23 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	1 195,0	1 258,2	-5,0%	3 001,2	3 311,9	-9,4%	4 504,9	4 836,7	-6,9%
EBITDA	85,2	80,4	5,9%	216,2	252,2	-14,3%	294,9	343,6	-14,2%
marża	7,1%	6,4%	-	7,2%	7,6%	-	6,5%	7,1%	-
EBIT	60,8	67,4	-9,8%	143,0	190,8	-25,0%	193,5	264,9	-27,0%
Zysk brutto	43,9	51,6	-14,9%	107,1	158,3	-32,3%	159,8	215,6	-25,9%
Zysk netto	31,0	33,8	-8,2%	73,7	105,9	-30,4%	142,1	156,4	-9,1%

**Brak poprawy r/r, prognozy zysku netto zbyt ambitne?**

Uważamy, że wyniki Polimexu za Q3 2010 będą raczej rozczarowujące. Powodów jest kilka - pogłębiająca się strata w Coiferze, niskie marże na produkcji, będące wynikiem dużej konkurencji, słabe wyniki wybranych spółek zależnych, ujemne różnice kursowe spowodowane umocnieniem PLN. Oczekujemy 1,195 mld PLN przychodów i marży brutto na sprzedaży na poziomie 10,5%. Przewidujemy koszty ogólne sprzedaży na poziomie 63,2 mln PLN oraz pozostałe koszty operacyjne netto w wysokości 1,5 mln PLN. Ostatecznie, zgodnie z naszymi oczekiwaniami EBIT wyniesie 60,8 mln PLN.

Przewidujemy pozostałe koszty finansowe netto na poziomie 17,2 mln PLN (w tym 3 mln PLN ujemnych różnic kursowych) oraz udział w zyskach spółek podporządkowanych w wysokości 0,3 mln PLN. Nie oczekujemy rozpoznania ulg podatkowych związanych z inwestycją w specjalnych strefach ekonomicznych (SSE). Zakładamy efektywną stopę podatkową w wysokości 19% i 4,5 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych.

Ostatecznie, wynik netto po 3 kwartałach w wysokości 73,7 mln PLN wskazuje, że osiągnięcie 140 mln PLN zysku netto w całym roku może nie być możliwe bez rozpoznania ulg podatkowych z tytułu inwestycji w SSE. Taki scenariusz uwzględniliśmy w prognozie rocznej. Prognoza EBIT może być nieznacznie przekroczona, pod warunkiem braku odpisów wartości firmy Coifer, co może mieć miejsce w Q4 2010 (bilansowa wartość firmy Coifer to ponad 30 mln PLN).


**Budownictwo**

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

# Rafako

## Akumuluj

 P/E 2010 16,7 EV/EBITDA 2010 9,0  
P/E 2011 14,3 EV/EBITDA 2011 7,1

**Cena bieżąca 12,35 PLN**  
**Cena docelowa 13,7 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	265,0	217,8	21,6%	839,5	699,1	20,1%	1 036,0	963,7	7,5%
EBITDA	16,6	13,8	20,1%	56,3	55,9	0,7%	68,0	67,5	0,7%
marża	6,2%	6,3%	-	6,7%	8,0%	-	6,6%	7,0%	-
EBIT	13,6	10,0	36,0%	47,3	45,1	4,8%	54,0	53,9	0,2%
Zysk brutto	14,3	12,4	15,7%	42,7	33,0	29,5%	64,9	52,2	24,3%
Zysk netto	11,4	8,4	36,5%	32,9	21,0	57,0%	51,4	37,7	36,3%

### Wyniki jak w poprzednich kwartałach

Oczekujemy, że wyniki Q3 2010 będą podobne do poprzednich kwartałów roku 2010. Przewidujemy 265 mln PLN przychodów, czyli więcej niż w Q1 2010 (237,1 mln PLN), ale mniej, niż w rekordowym Q2 2010 (337,4 mln PLN). Przewidujemy marżę brutto na poziomie 11%. W prognozie nie zakładamy większych zmian stanów rezerw. Koszty ogólne prognozujemy na poziomie 14,6 mln PLN, pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 1,0 mln PLN, zaś EBIT: 13,6 mln PLN.

Wynik na działalności finansowej zgodnie z prognozą będzie dodatni. Zakładamy 0,8 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto. Oczekujemy efektywnej stopy podatkowej w wysokości 19%, zysku akcjonariuszy mniejszościowych na poziomie 0,2 mln PLN i 11,4 mln PLN zysku netto. Zysk netto w Q1 2010 wyniósł 10,0 mln PLN, zaś w Q2 2010: 11,5 mln PLN.

Nie przewidujemy większych rozwiązań rezerw w Q3 2010. Takie zjawiska mogą mieć miejsce w Q4 2010. Nie wiemy, czy spółka zdecyduje się na rozwiązania rezerw jeszcze w 2010 roku. W przypadku braku rozwiązań rezerw, prawdopodobnie prognoza wyników na rok 2010 uległaby zmniejszeniu, a prognoza wyników roku 2011 - zwiększeniu.


**Budownictwo**

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

# Trakcja Polska Trzymaj

 P/E 2010 18,0 EV/EBITDA 2010 10,2  
P/E 2011 15,8 EV/EBITDA 2011 8,5

**Cena bieżąca 4,69 PLN**  
**Cena docelowa 4,16 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	130,2	193,7	-32,8%	280,7	524,8	-46,5%	698,5	711,6	-1,8%
EBITDA	8,1	32,5	-75,0%	33,6	65,2	-48,5%	54,8	86,8	-36,9%
marża	6,2%	16,8%	-	12,0%	12,4%	-	7,8%	12,2%	-
EBIT	5,5	29,9	-81,5%	25,7	57,8	-55,5%	44,3	76,7	-42,2%
Zysk brutto	5,8	28,7	-79,9%	26,5	66,7	-60,3%	51,7	87,9	-41,2%
Zysk netto	4,7	22,5	-79,3%	21,1	53,0	-60,1%	41,9	71,6	-41,5%

### Wzrost przychodów i spadek marż, słaby kwartał

Oczekujemy, że Q3 2010 przyniesie wzrost przychodów q/q i jednocześnie spadek realizowanych marż. Wzrost przychodów wynika z rozpoczęcia kontraktu na modernizację LCS Działdowo. Realizacja kontraktu pociąga za sobą spadek marż, gdyż Trakcja księguje całość przychodów z kontraktu, jednak uczestniczy w wolumenie prac jedynie w 50% (za pozostałą część odpowiadają konsorcjanci). Podtrzymujemy opinię, że wyniki Trakcji za okres Q3 2010 – Q3 2011 będą słabe, co związane jest z niskim wykorzystaniem sił własnych. W Q3 2010 spadek wyniku netto może nie być tak duży, gdyż na wynik wpłynie jeszcze częściowo rozliczenie rentowności ze starych zleceń budowlanych.

Oczekujemy 130,2 mln PLN przychodów, 9,9% marży brutto na sprzedaży, 6,9 mln PLN kosztów ogólnych i 0,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. EBIT zgodnie z prognozą wyniesie 5,5 mln PLN. Przewidujemy, że pozostałe przychody finansowe netto wyniosą 0,3 mln PLN, efektywna stopa podatkowa: 19%, zaś zysk netto 4,7 mln PLN. Zysk netto Q4 2010 prawdopodobnie będzie wyższy, niż w Q3 2010, z uwagi na większy wpływ kontraktu na modernizację LCS Działdowo na wynik.


**Budownictwo**

# Ulma Construccion Akumuluj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2010 39,9

39,9

EV/EBITDA 2010 5,2

5,2

**Cena bieżąca 80,9 PLN**

P/E 2011 11,8

11,8

EV/EBITDA 2011 4,1

4,1

**Cena docelowa 85,9 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	58,0	41,9	38,5%	153,5	125,7	22,1%	213,5	175,4	21,7%
EBITDA	31,5	16,8	87,5%	73,5	49,3	49,3%	107,3	72,1	48,9%
marża	54,2%	40,1%	-	47,9%	39,2%	-	50,2%	41,1%	-
EBIT	10,6	0,1	-	14,6	-0,1	-	27,5	4,0	593,4%
Zysk brutto	7,0	-1,8	-	4,2	-7,5	-	13,5	-6,6	-
Zysk netto	5,7	-1,2	-	3,1	-6,4	-	10,7	-5,5	-

**Poprawa następuje stopniowo**

Po wynikach Q3 2010 oczekujemy stopniowej poprawy, która będzie kontynuowana w kolejnych kwartałach. Oczekujemy 58 mln PLN przychodów, w porównaniu do 55,2 mln PLN w kwartale ubiegłym. Koszty własne sprzedaży wyniosą zgodnie z prognozą 42,8 mln PLN, zaś zysk brutto na sprzedaży 15,2 mln PLN. Koszty ogólne zakładamy na poziomie 4,2 mln PLN, pozostałe koszty operacyjne netto w wysokości 0,4 mln PLN, zaś EBIT na poziomie 10,6 mln PLN (Q2 2010: 6,0 mln PLN).

Pozostałe koszty finansowe netto zgodnie z prognozą wyniosą 3,6 mln PLN, efektywna stopa podatkowa 19%, zaś zysk netto 5,7 mln PLN. W Q4 2010 oczekujemy odpowiednio: 60,4 mln PLN przychodów, 12,9 mln PLN EBIT i 7,5 mln PLN zysku netto. W kolejnych kwartałach roku 2011 tendencja wzrostowa będzie kontynuowana, z wyjątkiem Q1 2011, który może pozostawać pod wpływem warunków pogodowych.


**Budownictwo**

# Unibep

**Akumuluj**

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2010 12,8

12,8

EV/EBITDA 2010 9,7

9,7

**Cena bieżąca 8,5 PLN**

P/E 2011 14,4

14,4

EV/EBITDA 2011 10,5

10,5

**Cena docelowa 9,3 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	178,1	70,4	153,1%	280,2	234,3	19,6%	680,2	395,6	72,0%
EBITDA	9,5	6,7	41,1%	15,6	17,8	-12,4%	33,0	28,5	15,7%
marża	5,3%	9,6%	-	5,6%	7,6%	-	4,9%	7,2%	-
EBIT	8,1	5,1	58,6%	11,5	14,7	-21,6%	28,0	24,1	16,4%
Zysk brutto	7,6	4,2	82,5%	10,9	14,4	-24,2%	27,9	23,5	19,0%
Zysk netto	6,1	3,4	80,4%	8,6	11,0	-22,0%	22,6	18,3	23,1%

**Stopniowy wzrost przychodów i zysków q/q**

Oczekujemy, że w Q3 2010 Unibep wygeneruje 178,1 mln PLN przychodów (Q2 2010: 160,7 mln PLN). Marżę brutto na sprzedaży Grupy Unibep szacujemy na 7,5%. W podziale na segmenty oczekujemy odpowiednio: 102,9 mln PLN przychodów budownictwa (marża brutto: 6%), 20,3 mln PLN przychodów drogownictwa (marża: 6%), 10,3 mln PLN przychodów działalności w Rosji (marża: 6%), 25,1 mln PLN przychodów działalności deweloperskiej (marża: 19,5%) oraz 19,5 mln PLN przychodów działalności produkcyjnej i pozostałej (marża: 2,5%).

Niska marża segmentu drogowego i budownictwa w Polsce wynika z mniej rentownych nowych zleceń (zjawisko ujęte w prognozie wyników spółki). Marża z działalności w Rosji jest wysoka, zważywszy na bardzo niskie koszty ogólne przyporządkowane segmentowi (ok. 1-1,5% przychodów). Wysoka marża z działalności w Rosji to wynik realizacji kontraktu na budowę kompleksu w Petersburgu. Niska marża produkcji wynika z tego, że działalność w segmencie dopiero rozpoczęła się w tym roku (fabryka domów z prefabrykatów Unibepu to start-up).

Koszty ogólne szacujemy na 5 mln PLN, zaś pozostałe koszty operacyjne netto na 0,25 mln PLN. Ostatecznie, EBIT zgodnie z prognozą wyniesie 8,1 mln PLN. Pozostałe koszty finansowe netto szacujemy na 0,6 mln PLN, efektywną stopę podatkową na 19%, zaś wynik netto na 6,1 mln PLN (Q2: 4,7 mln PLN). Q4 2010 powinien zaprezentować kolejny wzrost przychodów, do około 215 mln PLN. Nie zauważamy ryzyk dla wykonania całorocznej prognozy zarządu.


**Budownictwo**

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

**ZUE**
**Cena bieżąca 15,0 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	133,0	-	-	224,5	-	-	415,8	199,9	108,0%
EBITDA	11,3	-	-	19,4	-	-	34,7	18,7	85,6%
marża	8,5%	-	-	8,6%	-	-	8,3%	9,4%	-
EBIT	9,3	-	-	13,9	-	-	27,2	16,8	62,2%
Zysk brutto	8,0	-	-	9,5	-	-	21,9	10,9	101,1%
Zysk netto	6,2	-	-	7,3	-	-	17,2	8,6	99,6%

**Stopniowy wzrost przychodów, szczyt w Q4 2010**

Szacujemy, że wzrost przychodów Grupy ZUE będzie następował stopniowo q/q. Związane jest to z koncentracją prac tramwajowych pod koniec roku, w tym w Q4 2010, a także specyfiką spółki w zakresie rozpoznawania przychodów. Niestety, nie dysponujemy porównywalnymi danymi za Q3 2009. Prognozy całoroczne, wymagające wykonania przynajmniej 191 mln PLN przychodów w Q4 2010, pozostają aktualne.

Szacujemy, że przychody w Q3 2010 wyniosą 133 mln PLN. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 10,2%. Koszty ogólne zgodnie z naszą prognozą wyniosą 3,8 mln PLN, pozostałe koszty operacyjne netto 0,4 mln PLN, zaś EBIT 9,3 mln PLN. Oczekujemy pozostałych kosztów finansowych netto na poziomie 1,3 mln PLN, efektywnej stopy podatkowej w wysokości 19% oraz zysku akcjonariuszy mniejszościowych w wysokości 0,3 mln PLN.

Ostatecznie, po 3Q 2010 Grupa ZUE powinna wygenerować 7,3 mln PLN zysku netto. Oznacza to, że w celu realizacji prognozy Q4 2010 powinien przynieść 9,9 mln PLN zysku netto, co przy zwiększonej skali przychodów wydaje się w pełni realne.

## Deweloperzy



### Deweloperzy

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

# Dom Development Akumuluj

 P/E 2010 42,5 EV/EBITDA 2010 31,0 **Cena bieżąca 46,4 PLN**  
 P/E 2011 13,6 EV/EBITDA 2011 10,9 **Cena docelowa 50,1 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	107,9	132,1	-18,4%	410,6	514,7	-20,2%	481,3	704,4	-31,7%
EBITDA	14,2	9,8	45,4%	51,9	95,2	-45,5%	44,9	113,6	-60,4%
marża	13,2%	7,4%	-	12,6%	18,5%	-	9,3%	16,1%	-
EBIT	13,6	9,2	48,4%	50,1	93,4	-46,3%	43,0	111,2	-61,3%
Zysk brutto	11,5	6,0	92,2%	43,1	86,1	-49,9%	33,1	100,8	-67,2%
Zysk netto	9,4	4,5	107,2%	34,4	68,7	-50,0%	26,8	80,2	-66,6%

### Zgodnie z zapowiedziami wynik gorszy niż w poprzednich kwartałach

Wyniki Dom Development w Q3 2010 będą gorsze, niż w Q1 i Q2 2010, co związane jest z niewielką liczbą przekazanych lokali. Oczekujemy, że liczba przekazanych mieszkań w Q3 2010 wyniesie 120, z czego 27 to mieszkania w inwestycji Grzybowska. Jednocześnie spodziewamy się, że Dom Development przekaże 1500 m<sup>2</sup> powierzchni komercyjnej wybudowanej w ramach inwestycji Grzybowska. Oczekujemy 107,9 mln PLN przychodów, z czego 82,2 mln PLN będzie pochodzić z mieszkań, zaś 25,7 mln PLN z powierzchni komercyjnej. Spodziewamy się marży brutto na sprzedaży na poziomie 29,3% (Q2 2010: 26,8%, Q1 2010: 21,6%). Poprawę marży spółka zawdzięcza głównie przekazaniu wysoko marżowej powierzchni komercyjnej.

Koszty ogólne szacujemy na poziomie 17,7 mln PLN, tzn. na poziomie z Q2 2010. Zakładamy pozostałe koszty operacyjne netto w wysokości 0,35 mln PLN oraz pozostałe koszty finansowe netto na poziomie 2,1 mln PLN. Oczekujemy efektywnej stopy podatkowej w wysokości 19% i 9,4 mln PLN zysku netto.



### Deweloperzy

 Analityk:  
Maciej Stokłosa

# GTC

## Akumuluj

 P/E 2010 6,8 EV/EBITDA 2010 9,2 **Cena bieżąca 22,22 PLN**  
 P/E 2011 7,1 EV/EBITDA 2011 8,5 **Cena docelowa 23,9 PLN**

(mln EUR)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	43,9	33,4	31,5%	121,8	116,9	4,2%	193,0	156,4	23,4%
EBITDA	21,2	-29,7	-	71,0	-14,3	-	274,0	-121,7	-
marża	48,3%	-88,9%	-	58,3%	-12,2%	-	141,9%	-77,8%	-
EBIT	21,1	-29,8	-	70,6	-14,6	-	273,6	-122,1	-
Zysk brutto	4,0	-46,1	-	20,2	-47,3	-	221,7	-161,7	-
Zysk netto	3,2	-32,9	-	11,9	-42,7	-	184,3	-125,2	-

### Bez wycen nieruchomości, bez rewelacji

Oczekujemy stosunkowo słabego wyniku finansowego GTC, podobnego do wyniku spółki za Q2 2010. Prognoza zakłada 26,3 mln EUR przychodów z najmu netto oraz 10,2 mln EUR przychodów z działalności mieszkaniowej, przy marży brutto na poziomie 4% (zysk brutto: 0,4 mln EUR). Oczekujemy 5,3 mln EUR kosztów ogólnych, nie zakładamy wycen nieruchomości komercyjnych, przyjmujemy zaś 0,35 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. EBIT zgodnie z prognozą wyniesie 21,1 mln PLN.

Pozostałe koszty finansowe netto prognozujemy na poziomie 17,1 mln EUR, z czego 1,3 mln EUR to udział w zysku jednostek stowarzyszonych. Zakładamy koszty podatkowe na poziomie 0,8 mln EUR i 3,2 mln EUR zysku netto.

Q4 2010 powinien przynieść wzrost przychodów z najmu oraz dodatnie wyceny nieruchomości. Popyt na aktywa komercyjne poprawia się, wraz z utrzymywaniem się na świecie niskich stóp procentowych. Szacunki różnych firm dotyczące głębokości spadku stóp kapitalizacji się różnią, faktem jest jednak, że spadek jest zauważalny i powinno wpływać pozytywnie na wycenę aktywów GTC oraz wynik ostatniego kwartału roku.


**Deweloperzy**

# J.W. Construction Trzymaj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2010 5,9

P/E 2011 6,7

EV/EBITDA 2010 5,8

EV/EBITDA 2011 7,9

**Cena bieżąca 17,79 PLN**
**Cena docelowa 16,4 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	221,7	159,9	38,7%	462,9	491,1	-5,7%	804,5	713,3	12,8%
EBITDA	68,2	35,0	94,8%	123,2	110,9	11,0%	243,4	156,8	55,3%
marża	30,7%	21,9%	-	26,6%	22,6%	-	30,3%	22,0%	-
EBIT	65,0	31,5	106,3%	113,6	100,1	13,6%	224,8	142,7	57,5%
Zysk brutto	63,5	26,1	143,0%	102,8	83,9	22,5%	202,7	119,2	70,0%
Zysk netto	51,4	20,0	157,0%	83,4	69,4	20,3%	164,2	100,4	63,5%

## Długo oczekiwany wzrost wyników nadchodzi w Q3 2010

Przewidujemy, że J.W. Construction w Q3 2010 przekaże 780 mieszkań, z czego aż 510 w ramach inwestycji Lewandów I i II. 90 mieszkań zostanie rozpoznanych w ramach projektu Górczewska Park, 80 mieszkań w ramach Osiedla Bursztynowego, 45 w ramach Wiślanej Alei. Przychody z działalności deweloperskiej szacujemy na 214,7 mln PLN, zaś z działalności pozostałej na 7 mln PLN. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 35% (Q2 2010: 27,4%, Q1 2010: 29,3%). Decydujący wpływ na tak wysoką marżę brutto ze sprzedaży będą miały inwestycje Lewandów I i Lewandów II. Obie inwestycje charakteryzują się niskim kosztem gruntu oraz relatywnie niskim kosztem budowy (jak na okres, w którym realizacja projektów się rozpoczęła).

Zakładamy koszty ogólne na poziomie 12,6 mln PLN. Zgodnie z prognozą, pozostałe koszty operacyjne netto wyniosą 0,5 mln PLN, EBIT zaś 65 mln PLN. Nasza prognoza zakłada pozostałe koszty finansowe w wysokości 1,5 mln PLN, zaś zysk netto na poziomie 51,4 mln PLN. Mimo dobrych oczekiwanych wyników, sądzimy, że prognoza całorocznych rezultatów może okazać się zbyt ambitna i może podlegać korekcie w dół.


**Deweloperzy**

# Polnord

**Kupuj**

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2010 24,3

P/E 2011 12,3

EV/EBITDA 2010 20,9

EV/EBITDA 2011 14,8

**Cena bieżąca 38,16 PLN**
**Cena docelowa 50,7 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	37,0	66,7	-44,5%	133,4	170,2	-21,7%	414,2	221,3	87,2%
EBITDA	0,6	25,2	-97,8%	31,2	51,3	-39,2%	60,4	106,9	-43,5%
marża	1,5%	37,7%	-	23,4%	30,1%	-	14,6%	48,3%	-
EBIT	0,0	24,6	-99,8%	29,6	49,7	-40,4%	58,5	104,9	-44,2%
Zysk brutto	12,0	21,7	-44,5%	48,3	42,3	14,4%	42,3	86,0	-50,8%
Zysk netto	9,8	17,1	-43,0%	35,4	32,2	9,8%	34,3	63,6	-46,2%

## Mało przekazanych mieszkań, ale duży dodatni wynik na CH Wilanów

W wywiadzie prasowym na temat wyników Q3 2010 wystąpił błąd. W wynikach Q3 2010 pojawi się wynik na wycenie CH Wilanów, ale liczba przekazanych mieszkań będzie niższa, niż w ubiegłym kwartale. Zakładamy, że w Q3 2010 Polnord rozpozna przekazanie 112 lokali, w tym 64 w ramach inwestycji Ostoja i 24 w ramach inwestycji City Park. Ostatecznie, przychody wyniosą 37 mln PLN (w tym 3 mln PLN przychodów z usług), zaś marża brutto na sprzedaży: 20,8% (Q2 2010: 17,5%). Oczekujemy kosztów ogólnych na poziomie 18,75 mln PLN (Q2 2010: 20,9 mln PLN). Wysokie koszty zarządu wynikają z wysiłków podejmowanych w związku z dążeniem do pozyskania nowych projektów deweloperskich w formule PPP. Koszty ogólne powinny spadać od Q4 2010.

Zysk na wycenie nieruchomości szacujemy na 11 mln PLN. Ostatecznie, EBIT uwzględniając wyceny nieruchomości będzie zbliżony do zera. Pozostałe przychody finansowe netto szacujemy na 12 mln PLN, z czego 20 mln PLN to szacowany zysk na sprzedaży udziałów w projekcie budowy centrum handlowego na Wilanowie. Z pozostałe kwoty kosztów finansowych netto (8 mln PLN), 6 mln PLN to ujemne różnice kursowe (wyceny pożyczek Fadesy w EUR i pożyczek spółek rosyjskich). Wynik brutto przed opodatkowaniem szacujemy na 12,0 mln PLN, zaś zysk netto na 9,8 mln PLN. Bez wyniku na sprzedaży udziałów w CH Wilanów i wyceny projektu strata netto Polnordu w Q3 2010 wyniosłaby 15,9 mln PLN.

## Handel



### Handel

 Analityk:  
Kamil Kliszcz

# Emperia Holding Zawieszona

 P/E 2010 19,8 EV/EBITDA 2010 9,9 **Cena bieżąca 101,0 PLN**  
 P/E 2011 17,8 EV/EBITDA 2011 8,7 **Cena docelowa -**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	1 524,3	1 415,5	7,7%	4 356,5	4 099,9	6,3%	6 051,6	5 525,7	9,5%
EBITDA	52,6	45,5	15,6%	133,4	133,6	-0,1%	187,2	176,5	6,0%
marża	3,5%	3,2%	-	3,1%	3,3%	-	3,1%	3,2%	-
EBIT	35,6	29,1	22,3%	82,6	86,4	-4,4%	112,5	113,2	-0,6%
Zysk brutto	31,8	25,4	25,0%	71,3	69,5	2,5%	95,2	92,2	3,2%
Zysk netto	25,8	20,6	25,1%	58,2	52,2	11,5%	77,1	69,3	11,2%

### Powrót dynamiki przychodów i poprawa rentowności

Ostatnia prezentacja Zarządu i prognozy wyników na cały 2010 rok sugerują znaczącą poprawę rezultatów w 2H, co powinno być już widoczne w 3Q. Realizacja umowy z Orlenem oraz przyłączenia kolejnych sieci Spółem powinny zaowocować prawie 8% dynamiką przychodów w ujęciu r/r. W porównaniu do 2Q dodatkowym czynnikiem poprawiającym sprzedaż będzie brak zdarzeń jednorazowych (katastrofa, powódź, niższe temperatury). Większe obłożenie nowych centrów dystrybucyjnych pozwoli z kolei na poprawę marży w segmencie dystrybucyjnym (2,6% EBITDA vs. 2% w 2Q'2010). W obszarze detalicznym po słabym 2Q, również spodziewamy się lepszych wyników, głównie ze względów sezonowych. W naszej prognozie nie zakładamy realizacji żadnych transakcji na nieruchomościach, które mogłyby dodatkowo wesprzeć zysk operacyjny Spółki. Ostatecznie na poziomie EBIT oczekujemy wypracowania 35,6 mln, co będzie implikować ponad 22% dynamikę w ujęciu r/r. Saldo na działalności finansowej nie powinno odbiegać od wyników z poprzednich kwartałów (-3,8 mln PLN), co przy efektywnej stopie podatkowej 19% pozwoli na wypracowanie 25,8 mln PLN zysku netto. Zgodnie z zapowiedzianą ostatnio optymalizacją kapitału obrotowego, można w wynikach 3Q oczekiwać obniżenia cyklu obrotu zapasów i należności, co wygeneruje dodatni cash flow.



### Handel

 Analityk:  
Kamil Kliszcz

# Eurocash Zawieszona

 P/E 2010 27,0 EV/EBITDA 2010 14,7 **Cena bieżąca 25,23 PLN**  
 P/E 2011 22,0 EV/EBITDA 2011 12,5 **Cena docelowa -**

(mln PLN)	IIIQ2010P	IIIQ2009	zmiana	I-IIIQ2010P	I-IIIQ2009	zmiana	2010P*	2009	zmiana
Przychody	1 906,2	1 850,4	3,0%	5 211,2	5 050,0	3,2%	7 395,4	6 698,3	10,4%
EBITDA	54,6	47,5	14,9%	136,5	122,2	11,7%	220,1	194,5	13,2%
marża	2,9%	2,6%	-	2,6%	2,4%	-	3,0%	2,9%	-
EBIT	41,0	35,1	16,8%	96,1	85,9	11,8%	173,7	145,2	19,7%
Zysk brutto	40,6	34,9	16,4%	94,0	82,6	13,8%	155,0	128,8	20,4%
Zysk netto	32,9	27,8	18,3%	79,8	65,5	21,8%	125,5	102,5	22,5%

\*prognozy roczne nie uwzględniają finalizowanej obecnie transakcji nabycia części hurtowej CEDC

### Sezonowy wzrost przychodów- poprawa marży r/r

W 3Q należy oczekiwać sezonowego wzrostu przychodów, ale w ujęciu r/r raczej zachowane będą dynamiki obserwowane w poprzednim kwartale (+3%). W segmencie Delikatesów Centrum oczekujemy powrotu wzrostów na bazie LFL (przypominamy, że w poprzednim kwartale te dynamiki były ujemne), natomiast w przypadku aktywnej dystrybucji nadal zakładamy spadki przychodów zarówno z uwagi na proces reorganizacji Grupy (sprzedaż papierosów jest przeniesiona do KDWT, a część sklepów niezależnych do sieci Delikatesy Centrum), jak i kontynuację negatywnych trendów w obszarze wyrobów tytoniowych. Na poziomie marży brutto na sprzedaży możliwy jest sezonowy spadek, aczkolwiek będzie on częściowo neutralizowany przez systematyczne zmniejszanie udziału papierosów w sprzedaży ogółem. Zysk operacyjny powinien sięgnąć 41 mln PLN, a poprawa w ujęciu q/q to głównie efekt zakładanego braku ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej, które obniżyło rezultat 2Q o 1,8 mln PLN. Zysk netto z kolei będzie niższy w porównaniu do poprzedniego okresu z uwagi na powrót efektywnej stopy podatkowej do 19% wobec 12% w 1H'2010.



## Terminy publikacji raportów

Spółka	3Q2010 jednostkowy	3Q2010 skonsolidowany	4Q2010
AB		02.11.10*	
ACTION		15.11.10	01.03.11
AGORA		15.11.10	
ASBIS		09.11.10	
ASSECO POLAND		12.11.10	
ASTARTA		12.11.10	
BUDIMEX		27.10.10	
BZWBK		09.11.10	
CENTRUM KLIMA		11.11.10	
CERSANIT		15.11.10	
CEZ		19.11.10	
CIECH		15.11.10	
CINEMA CITY		19.11.10	
COMARCH		12.11.10	
CYFROWY POLSAT		05.11.10	
DOM DEVELOPMENT		04.11.10	
ELEKTROBUDOWA		15.11.10	
EMPERIA HOLDING		15.11.10	
ENEA		15.11.10	
ERBUD		15.11.10	
EUROCASH		10.11.10	
FAMUR		12.11.10	
GETIN		12.11.10	
GTC		15.11.10	
HANDLOWY		09.11.10	
ING BSK		10.11.10	16.02.11
J.W. CONSTRUCTION		09.11.10	
KERNEL		15.11.10**	
KĘTY		27.10.10	
KGHM		10.11.10	
KOMPUTRONIK		30.11.10***	14.02.11****
KOPEX		15.11.10	
KREDYT BANK		10.11.10	10.02.11
LOTOS		04.11.10	
LW BOGDANKA		15.11.10	
MILLENNIUM		26.10.10	
MONDI		02.11.10	
MOSTOSTAL WARSZAWA		15.11.10	01.03.11
NETIA		04.11.10	
PBG		15.11.10	
PEKAO		10.11.10	
PGE		15.11.10	
PGNiG		10.11.10	
PKN ORLEN		29.10.10	
PKO BP		04.11.10	
POLICE		09.11.10	
POLIMEX MOSTOSTAL		09.11.10	
POLNORD		15.11.10	
PZU		15.11.10	
RAFAKO		15.11.10	
SYGNITY		15.11.10	
TAURON		15.11.10	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA		27.10.10	
TRAKCJA POLSKA		10.11.10	
TVN		10.11.10	
ULMA CONSTRUCCION POLSKA		12.11.10	
UNIBEP		15.11.10	
ZA PUŁAWY		15.11.10*****	28.02.11*****

Źródło: Spółki; \* Raport roczny za 2009/2010; \*\*Raport śródroczny za 1Q2010; \*\*\* Raport za 1H 10/11;  
\*\*\*\*Raport za 3Q10/11; \*\*\*\*\* Raport kwartalny za 1Q10/11; \*\*\*\*\* Raport półroczny za 1H2010/2011

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

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E	2010
AB	Akumuluj	23,40	20,83	2010-09-28	20,60		9,3
ACTION	Redukuj	18,16	19,40	2010-09-28	19,70		13,7
AGORA	Trzymaj	25,80	27,20	2010-10-05	28,30		20,6
ASBIS	Akumuluj	4,08	4,30	2010-09-28	3,62		19,5
ASSECO POLAND	Kupuj	65,30	51,70	2010-08-31	55,00		9,9
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	74,00	2010-05-11	57,50		6,9
BUDIMEX	Redukuj	85,20	95,45	2010-09-13	95,10		11,9
BZWBK	Trzymaj	215,90	212,00	2010-09-15	215,40		16,6
CENTRUM KLIMA	Trzymaj	14,65	14,10	2010-09-03	14,83		15,1
CERSANIT	Trzymaj	9,65	11,85	2010-06-04	14,00		17,0
CEZ	Trzymaj	140,30	121,70	2010-09-13	131,20		8,9
CIECH	Kupuj	34,50	21,61	2010-08-23	28,27		6,9
CINEMA CITY	Trzymaj	39,90	42,77	2010-07-16	39,00		19,6
COMARCH	Trzymaj	79,50	74,45	2010-09-03	79,35		17,2
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	15,30	14,25	2010-09-14	14,92		14,0
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	46,40	2010-07-05	44,80		42,5
ELEKTROBUDOWA	Redukuj	165,70	183,00	2010-09-03	186,00		17,7
EMPERIA HOLDING	Zawieszona		101,00	2010-10-05	99,50		19,8
ENEA	Trzymaj	21,43	23,00	2010-09-13	20,50		15,5
ERBUD	Akumuluj	54,10	51,30	2010-07-05	50,00		12,6
EUROCASH	Zawieszona		25,23	2010-10-05	26,38		27,1
FAMUR	Redukuj	2,2	2,35	2010-09-13	2,43		14,5
GETIN	Trzymaj	10,40	10,57	2010-09-15	10,11		18,6
GTC	Akumuluj	23,90	22,22	2010-10-05	22,15		6,8
HANDLOWY	Trzymaj	87,00	87,00	2010-10-05	87,60		15,9
ING BSK	Trzymaj	815,00	840,00	2010-09-15	800,00		14,2
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	16,40	17,79	2010-07-09	16,10		5,9
KERNEL	Akumuluj	77,28	64,80	2010-10-05	66,80		9,5
KĘTY	Trzymaj	115,38	114,90	2010-10-05	114,70		13,0
KGHM	Trzymaj	96,10	131,50	2010-05-27	93,70		7,6
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,12	9,70	2010-09-28	10,80		25,5
KOPEX	Akumuluj	19,8	18,10	2010-09-13	17,80		22,1
KREDYT BANK	Trzymaj	15,20	14,90	2010-09-15	15,49		20,4
LOTOS	Redukuj	26,50	30,20	2010-09-03	30,04		10,0
LW BOGDANKA	Trzymaj	85,40	106,40	2010-09-01	83,70		19,2
MILLENNIUM	Redukuj	4,60	5,00	2010-10-05	5,00		20,7
MONDI	Trzymaj	71,10	77,00	2010-08-13	73,70		18,0
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	66,10	63,25	2010-09-16	64,80		15,9
NETIA	Redukuj	5,30	5,40	2010-10-05	5,70		28,0
PBG	Sprzedaj	194,00	227,00	2010-10-05	243,00		15,1
PEKAO	Redukuj	145,00	183,20	2010-09-15	159,50		18,6
PGE	Kupuj	26,73	21,77	2010-09-13	23,78		13,0
PGNiG	Kupuj	4,26	3,56	2010-09-27	3,52		12,7
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	39,90	2010-04-08	39,40		11,0
PKO BP	Trzymaj	45,70	45,85	2010-10-05	44,99		17,8
POLICE	Trzymaj	5,50	5,77	2010-06-02	5,39		12,3
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	4,23	4,25	2010-09-03	4,44		14,3
POLNORD	Kupuj	50,70	38,16	2010-06-02	37,70		24,6
PZU	Zawieszona		384,00	2010-08-04	399,00		14,7
RAFAKO	Akumuluj	13,70	12,35	2010-09-03	12,80		16,7
SYGNITY	Kupuj	18,20	16,00	2010-03-02	12,57		
TAURON	Kupuj	8,87	6,07	2010-09-13	5,56		11,8
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Trzymaj	16,90	18,00	2010-09-08	16,50		5749,1
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,69	2010-05-06	4,14		17,9
TVN	Trzymaj	16,69	18,83	2010-09-03	17,15		22,3
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	85,90	80,90	2010-09-22	75,00		39,9
UNIBEP	Akumuluj	9,30	8,50	2010-09-14	8,38		12,8
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	71,05	2010-01-06	80,90		16,5

**Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu**

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Akumuluj	Akumuluj	23,40	2010-09-28
ACTION	Redukuj	Akumuluj	18,16	2010-09-28
AGORA	Trzymaj	Akumuluj	25,80	2010-10-05
ASBIS	Akumuluj	Trzymaj	4,08	2010-09-28
EMPERIA HOLDING	Zawieszona	Trzymaj		2010-10-05
EUROCASH	Zawieszona	Redukuj		2010-10-05
GTC	Akumuluj	Trzymaj	23,90	2010-10-05
HANDLOWY	Trzymaj	Akumuluj	87,00	2010-10-05
KERNEL	Akumuluj	Kupuj	77,28	2010-10-05
KĘTY	Trzymaj	Akumuluj	115,38	2010-10-05
KOMPUTRONIK	Trzymaj	Trzymaj	10,12	2010-09-28
MILLENNIUM	Redukuj	Trzymaj	4,60	2010-10-05
NETIA	Redukuj	Akumuluj	5,30	2010-10-05
PBG	Sprzedaj	Redukuj	194,00	2010-10-05
PGNiG	Kupuj	Kupuj	4,26	2010-09-27
PKO BP	Trzymaj	Akumuluj	45,70	2010-10-05
ULMA CONSTRUCCION PL	Akumuluj	Akumuluj	85,90	2010-09-22

**Statystyka rekomendacji**

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	2	8	30	9	7	0	4	16	3	6
procent	3,6%	14,3%	53,6%	16,1%	12,5%	0,0%	13,8%	55,2%	10,3%	20,7%

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

**Departament Analiz:**

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

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

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

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

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

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

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

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

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

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

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

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

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość 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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondi, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, PA Nova, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimat, PGE, ZUE.

DI BRE Banku S.A. jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki Robyng.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

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

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