

11 lutego 2011

Opracowanie cykliczne

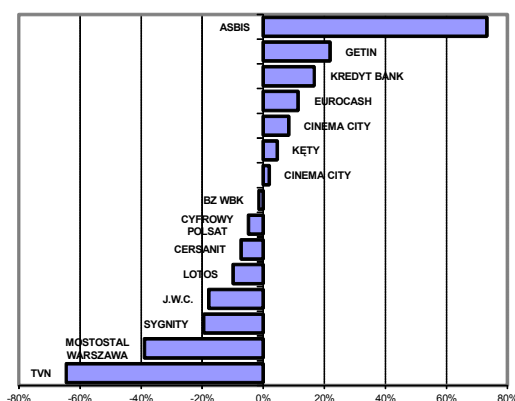

Rynek akcji
WIG **47 242**

Średnie P/E 2010 17,2

Średnie P/E 2011 13,0

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 945 mln PLN

Prognozy wyników kwartalnych

IV Q 2010
Dynamika EPS wybranych spółek*


*liczone za okres: I kw.'10-IV kw.'10 / IV kw.'09-III 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.klischcz@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

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

Banki. Banki zaraportują zróżnicowane wyniki, na które wpłynie nie tylko zwyczajowa sezonowość (np. wzrost kosztów, spadek salda kredytów korporacyjnych oraz wzrost salda depozytów korporacyjnych), ale również zdarzenia jednorazowe. Ponieważ uważamy, że spadek kosztu ryzyka będzie głównym czynnikiem poprawy zysków w 2011, poziom rezerw oraz jakość portfela kredytowego są najważniejszymi kwestiami w odniesieniu do naszych prognoz na lata następne.

Paliwa. Wyniki rafinerii po oczyszczeniu o efekt LIFO nie będą w naszej opinii wsparciem dla pojawiających się coraz bardziej optymistycznych prognoz na 2011. Z kolei w przypadku PGNiG oczekiwane wysokie zyski we wszystkich segmentach mogą stanowić przyczynek do zwrócenia uwagi na ciekawą perspektywę średnioterminową.

Energetyka. W spółkach energetycznych oczekujemy kontynuacji tendencji obserwowanych w poprzednich kwartałach 2010 roku z uwzględnieniem efektów sezonowych. W przypadku Tauronu spodziewamy się negatywnego wpływu rezerw związanych z programem dobrowolnych odejść.

Telekomunikacja. Oczekujemy, że dla TP będzie to kwartał przełomu na poziomie bazy abonenckiej w usługach szerokopasmowego dostępu do internetu. Potwierdzenie tej tezy powinno wywołać bardziej optymistyczne oczekiwania 2011 roku.

Media. Oczekujemy słabszych wyników w ujęciu r/r w Cyfrowym Polsacie. Pozostałe spółki mediowe naszym zdaniem zanotują niewielką poprawę wyniku operacyjnego (w przypadku TVN z pominięciem niegotówkowego zysku z przeszacowania zapłaty warunkowej w 2009 roku).

Informatyczne. Dobre wyniki zaprezentuje naszym zdaniem Comarch. W Asseco niewielka poprawa operacyjna wynikać będzie z konsolidacji Formula Systems. Kolejny kwartał pod znakiem obciążenia restrukturyzacją miał miejsce w Sygnity. Spodziewamy się dobrych wyników dystrybutorów IT.

Górnictwo i metale. Rekordowe ceny metali pozwolą KGHM na wypracowanie doskonałych wyników operacyjnych, które jednak zostaną ograniczone przez wysokie straty na transakcjach zabezpieczających (również niezrealizowanych).


Przemysł. Wyraźna poprawa wyników powinna mieć miejsce w Kernelu, dobre rezultaty prawdopodobnie zostaną wypracowane w spółkach Kopex i Famur.

Budownictwo. Dobre wyniki zaprezentują Budimex i Trakcja Polska. Rezultaty Polimexu będą nominalnie bardzo dobre, ale fundamentalnie umiarkowanej jakości. Słabe wyniki zaprezentuje Mostostal Warszawa.

Deweloperzy. Nie oczekujemy wysokich zysków z wycen w sektorze komercyjnym (GTC). Wyniki deweloperów mieszkaniowych i PA Nova będą bliskie wcześniejszych oczekiwań. Q4 '10 będzie słaby w BBI Development.

Handel. W wynikach 4Q 2010 spodziewamy się negatywnych zaskoczeń w stosunku do konsensusu w Vistuli, LPP (co z kolei jest już w cenie ze względu na raportowane miesięczne przychody i marże) oraz Eurocash'u. NG2 i Emperia nie powinny zaskoczyć i spodziewamy się wyników zbliżonych z konsensusem. Dobre wyniki zgodne z prognozami zarządów powinny raportować Gino Rossi i Redan.


Banki

		BZ WBK					Trzymaj		
		Banki							
Analityk: Iza Rokicka		P/E 2010	17,5	P/BV 2010	2,47	Cena bieżąca	223,2 PLN		
		P/E 2011	15,4	P/BV 2011	2,22	Cena docelowa	219,0 PLN		
(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	474	434	9%	1 795	1 563	15%	1 811	1 795	1%
NIM	3,44%	3,14%	-	3,30%	2,80%	-	3,21%	3,30%	-
Wynik prowizyjny	342	321	6%	1 340	1 315	2%	1 402	1 340	5%
WNDB	873	851	3%	3 455	3 239	7%	3 513	3 455	2%
Koszty operacyjne	-462	-433	7%	-1 737	-1 622	7%	-1 817	-1 737	5%
Wynik operacyjny*	414	432	-4%	1 719	1 644	5%	1 697	1 719	-1%
Saldo rezerw	-104	-100	4%	-422	-481	-12%	-299	-422	-29%
Zysk brutto	311	331	-6%	1 301	1 163	12%	1 402	1 301	8%
Zysk netto	232	246	-6%	938	886	6%	1 058	938	13%

* przed kosztami rezerw

Oczekujemy neutralnych wyników z zyskiem netto na poziomie 232 mln PLN

Oczekujemy zysku netto na poziomie 232 mln PLN, +4% Q/Q, ale -6% R/R. Uważamy, że kolejny kwartał z rządu BZ WBK pokaże słaby na tle sektora wzrost głównych pozycji bilansowych. Prognozujemy, że kredyty będą tylko płasko Q/Q (częściowo wyjaśnione sezonowym spadkiem kredytów korporacyjnych) oraz marginalny wzrost depozytów, +1% Q/Q. Pomimo tego, uważamy że bank będzie w stanie dostarczyć zadowalającą poprawę wyniku odsetkowego, +3% Q/Q do 474 mln PLN. Wzrost rynkowych stóp procentowych Q/Q wpływa pozytywnie na koszt finansowania, co w konsekwencji pozwoli rozszerzyć się marży odsetkowej do 3,54%, +8pb Q/Q. Prognozujemy 3% wzrost Q/Q wyniku prowizyjnego do 342 mln PLN, który w całości wynika z przyrostu prowizji maklerskich z tytułu przeprowadzenia ofert publicznych. Prognozujemy wynik handlowy na poziomie 57 mln PLN i nie zakładamy dywidendy zaliczkowej od spółek z grupy Aviva, co miało miejsce w 4Q 2009. W kosztach ogółem oczekujemy sezonowego wzrostu o 6% Q/Q do 462 mln PLN. Oczekujemy salda rezerw na poziomie 104 mln PLN (+ 4% Q/Q) przekładających się na 125 pb. kosztu ryzyka (-6pb. Q/Q).

		Getin					Akumuluj		
		Banki							
Analityk: Iza Rokicka		P/E 2010	23,9	P/BV 2010	2,19	Cena bieżąca	12,97 PLN		
		P/E 2011	14,3	P/BV 2011	1,87	Cena docelowa	12,70 PLN		
(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	332	274	21%	1 258	978	29%	1 635	1 258	30%
NIM	3,07%	3,09%	-	3,17%	2,94%	-	3,49%	3,17%	-
Wynik prowizyjny	141	168	-16%	507	443	15%	541	507	7%
WNDB	641	564	14%	2 441	2 094	17%	2 862	2 441	17%
Koszty operacyjne	-234	-263	-11%	-898	-861	4%	-1 047	-898	17%
Wynik operacyjny*	375	291	29%	1 482	1 200	23%	1 746	1 482	18%
Saldo rezerw	-215	-261	-17%	-1 048	-842	24%	-871	-1 048	-17%
Zysk brutto	158	30	-	428	358	20%	874	428	104%
Zysk netto	116	47	150%	387	276	40%	652	387	68%

* przed kosztami rezerw

Uwaga inwestorów skupiona na saldzie rezerw

Oczekujemy, że dzięki znaczącemu spadkowi Q/Q salda rezerw zysk netto Getin Holdingu wzrośnie aż o 107% Q/Q i wyniesie 116 mln PLN. Zwracamy uwagę, że nasza prognoza nie zakłada wpływu żadnych czynników o charakterze jednorazowym. Sądzymy, że spółka ponownie zaraportuje silny wzrost bilansu, co będzie nie tylko wynikiem nowej sprzedaży, ale również osłabienia się CHF względem PLN Q/Q o 5,6%. W konsekwencji prognozujemy wzrost kredytów o 6% Q/Q, depozytów o 4% Q/Q oraz wyniku odsetkowego o 3% Q/Q do 332 mln PLN. W naszej opinii przychody pozaodsetkowe wzrosną o 11% Q/Q, głównie dzięki lepszym wynikowi handlowemu. Oczekujemy mniejszej Q/Q straty na wycenie instrumentów pochodnych oraz 40% wzrostu Q/Q wyniku z tytułu wymiany. Sądzymy, że spółka utrzyma koszty pod kontrolą, co przełoży się na ich tylko 3% wzrost Q/Q i w konsekwencji poprawę wskaźnika koszty/dochodów o 127pb. Q/Q do 38,5%. Uważamy, że uwaga inwestora będzie przede wszystkim skierowana na saldo rezerw, gdzie oczekujemy kontynuacji pozytywnego trendu z 3Q 2010. Prognozujemy spadek kosztu ryzyka o 66pb. Q/Q do 262pb. i spadek salda rezerw o 16% Q/Q do 215 mln PLN.


Banki

 Analityk:
Iza Rokicka

ING BSK

Trzymaj

 P/E 2010 14,3 P/BV 2010 1,92
 P/E 2011 12,3 P/BV 2011 1,74

Cena bieżąca 845,0 PLN
Cena docelowa 850,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	417	354	18%	1 623	1 402	16%	1 733	1 623	7%
NIM	2,66%	2,28%	-	2,64%	2,17%	-	2,69%	2,64%	-
Wynik prowizyjny	261	227	15%	992	964	3%	1 060	992	7%
WNDB	696	594	17%	2 687	2 474	9%	2 869	2 687	7%
Koszty operacyjne	-387	-349	11%	-1 580	-1 488	6%	-1 640	-1 580	4%
Wynik operacyjny*	306	218	40%	1 112	976	14%	1 259	1 112	13%
Saldo rezerw	-65	-85	-24%	-207	-304	-32%	-185	-207	-11%
Zysk brutto	251	150	68%	945	724	30%	1 120	945	19%
Zysk netto	204	121	69%	765	581	32%	896	765	17%

* przed kosztami rezerw

Uważamy, że 4Q może być najlepszy w całym 2010

Prognozujemy zysk netto na poziomie 204 mln PLN, +6% Q/Q oraz +69% R/R. W linii pozostałe przychody/koszty operacyjne netto nasza prognoza uwzględnia 10 mln PLN straty na rewaluacji nieruchomości w Katowicach względem 22 mln PLN rok wcześniej.

Oczekujemy, że trend szybszego przyrostu Q/Q kredytów niż depozytów będzie również kontynuowany w tym kwartale. Prognozujemy 5% Q/Q przyrost kredytów w wyniku wysokich wyników sprzedaży kredytu hipotecznego i tylko 2% Q/Q wzrost depozytów. Oczekujemy tylko marginalnej poprawy marży odsetkowej do 2,66% co przełoży się na stonowany przyrost wyniku odsetkowego, +2% Q/Q do 417 mln PLN. Identyczną skalę wzrostu prognozujemy dla wyniku prowizyjnego, który będzie wsparty prowizjami kredytowymi i ubezpieczeniowymi. Uważamy, że w 4Q bank wykaże zwyczajową (dla siebie, ale nie dla sektora) kontrolę kosztów rzeczowych. W konsekwencji prognozujemy 2% Q/Q spadek kosztów ogółem do 387 mln PLN (-9 mln PLN Q/Q). W 4Q ING BSK dokonuje rozliczenia projektów rocznych, na które tworzył systematyczne konserwatywne rezerwy (w ciężar kosztów operacyjnych) w ciągu roku. W konsekwencji przyrostu przychodów oraz spadku kosztów, oczekujemy 8% Q/Q przyrostu wyniku operacyjnego do 306 mln PLN. W końcu prognozujemy saldo rezerw na poziomie 65 mln PLN (+ 17% Q/Q lub +10 mln PLN Q/Q).


Banki

 Analityk:
Iza Rokicka

Pekao

Redukuj

 P/E 2010 17,1 P/BV 2010 2,18
 P/E 2011 14,4 P/BV 2011 2,10

Cena bieżąca 168,8 PLN
Cena docelowa 155,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 061	974	9%	4 100	3 802	8%	4 571	4 100	11%
NIM	3,08%	3,06%	-	3,02%	2,90%	-	3,17%	3,02%	-
Wynik prowizyjny	615	613	0%	2 366	2 289	3%	2 554	2 366	8%
WNDB	1 855	1 787	4%	7 191	7 063	2%	7 901	7 191	10%
Koszty operacyjne	-930	-913	2%	-3 653	-3 673	-1%	-3 756	-3 653	3%
Wynik operacyjny*	913	886	3%	3 581	3 467	3%	4 223	3 581	18%
Saldo rezerw	-130	-138	-6%	-541	-535	1%	-504	-541	-7%
Zysk brutto	806	766	5%	3 131	2 997	4%	3 812	3 131	22%
Zysk netto	636	612	4%	2 517	2 412	4%	3 079	2 517	22%

* przed kosztami rezerw

Dynamika zysku netto Q/Q pod presją zdarzeń jednorazowych

Oczekujemy zysku netto na poziomie 636 mln PLN, -4% Q/Q oraz +4% R/R. Nasza prognoza uwzględnia 35 mln PLN rezerwy na refakturowanie ubezpieczeń w leasingu.

Uważamy, że bank dostarczy rozsądny przyrost wyniku odsetkowego, +3% Q/Q do 1 061 mln PLN, wspartego wzrostem bilansu. Zakładamy, że marża odsetkowa będzie płaska Q/Q na poziomie 3,08%. Sądzymy, że wynik prowizyjny będzie głównym czynnikiem wzrostu przychodów. Oczekujemy przyrostu o 4% Q/Q do 615 mln PLN, dzięki silnej kontrybucji prowizji związanych z kartami. Sądzymy, że trudne może się okazać powtórzenia bardzo dobrego wyniku handlowego osiągniętego przez bank w 3Q 2010. Zakładamy, że spadnie on o 12% Q/Q i ukształtuje się na poziomie zbliżonym do wyników z 1H 2010, czyli 179 mln PLN. Uważamy, że bank utrzyma swoją silną kontrolę kosztów i nie wykaże zwyczajową dla sektora sezonowością. Prognozujemy jedynie marginalny wzrost kosztów ogółem (+1% Q/Q) do 930 mln PLN. W konsekwencji sądzymy, że bank utrzyma niski wskaźnik kosztów/dochodów na poziomie 50%, płasko Q/Q. W linii saldo rezerw oczekujemy 130 mln PLN, czyli tylko 3% spadku Q/Q.


Banki

 Analityk:
Iza Rokicka

PKO BP

Kupuj

P/E 2010	16,4	P/BV 2010	2,46	Cena bieżąca	41,95 PLN
P/E 2011	12,5	P/BV 2011	2,17	Cena docelowa	48,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 788	1 417	26%	6 573	5 051	30%	7 511	6 573	14%
NIM	4,21%	3,74%	-	3,99%	3,47%	-	4,16%	3,99%	-
Wynik prowizyjny	805	710	13%	3 129	2 583	21%	3 243	3 129	4%
WNDB	2 679	2 287	17%	10 085	8 607	17%	11 152	10 085	11%
Koszty operacyjne	-1 169	-1 140	3%	-4 262	-4 244	0%	-4 473	-4 262	5%
Wynik operacyjny*	1 556	1 187	31%	6 009	4 624	30%	6 847	6 009	14%
Saldo rezerw	-490	-553	-11%	-1 932	-1 681	15%	-1 577	-1 932	-18%
Zysk brutto	1 066	633	68%	4 073	2 943	38%	5 270	4 073	29%
Zysk netto	853	516	65%	3 202	2 306	39%	4 192	3 202	31%

* przed kosztami rezerw

Pomimo rosnących kosztów oczekujemy wzrostu zysku netto Q/Q

Prognozujemy zysk netto na poziomie 853 mln PLN, +1% Q/Q oraz +65% R/R. Sądzymy, że PKO BP zaraportuje kolejny kwartał z silnym przyrostem kredytów, wsparty nie tylko osłabieniem się PLN względem CHF Q/Q o 6%, ale również utrzymaniem wysokiego poziomu sprzedaży kredytów hipotecznych ok. 3 mld PLN. Uważamy, że tempo przyrostu depozytów może być niższe niż średnia w sektorze z powodu przeprowadzenia w październiku emisji 800 mln EUR euroobligacji. Uważamy, że wynik odsetkowy będzie głównym czynnikiem wzrostu przychodów w 4Q. Chociaż oczekujemy spadku dynamiki wzrostu Q/Q z 8% w 3Q do 4%, zwracamy uwagę, że wynika to ze zmiany księgowania odsetek zastrzeżonych. W 3Q bank wykazał w wyniku odsetkowym skumulowane odsetki zastrzeżone za 9 miesięcy w wysokości 41 mln PLN, podczas gdy w 4Q będą to odsetki tylko za bieżący kwartał. Sądzymy, że bank będzie w stanie utrzymać bardzo wysoki poziom wyniku prowizyjnego osiągniętego na przestrzeni poprzednich dwóch kwartałów. Z drugiej strony oczekujemy spadku wyniku handlowego o 22% Q/Q do 87 mln PLN z powodu wysokiej bazy 3Q. Oczekujemy sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych o 11% Q/Q do 1 169 mln PLN oraz płaskiego salda rezerw Q/Q po wykluczeniu zdarzeń jednorazowych w 3Q (czyli 490 mln PLN, -12% Q/Q na wyniku raportowanym).

Ubezpieczyciele



Ubezpieczyciele

 Analityk:
Iza Rokicka

PZU

 P/E 2010 13,3
P/E 2011 12,1
P/BV 2010 2,39
P/BV 2011 2,14

Akumuluj

Cena bieżąca 348,0 PLN
Cena docelowa 390,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym	3 656	3 301	11%	14 603	14 363	2%	15 236	14 603	4%
Ubezpieczenia majątkowe	1 965	1 666	18%	8 066	8 024	1%	8 361	8 066	4%
Ubezpieczenia na życie	1 691	1 640	3%	6 537	6 344	3%	6 876	6 537	5%
Odszkodowania i świadczenia netto	-2 961	-2 667	11%	-10 813	-9 436	15%	-10 753	-10 813	-1%
Koszty	-957	-1 075	-11%	-3 497	-3 648	-4%	-3 452	-3 497	-1%
Wynik techniczny	-24	-144	-83%	166	1 400	-88%	925	166	-
Wynik na działalności lokacyjnej	505	890	-43%	2 695	3 469	-22%	2 291	2 695	-15%
Zysk brutto	473	615	-23%	2 792	4 566	-39%	3 077	2 792	10%
Zysk netto	387	562	-31%	2 262	3 763	-40%	2 493	2 262	10%

Zysk netto w wysokości 387 mln PLN pod presją wyniku na działalności lokacyjnej

Prognozujemy, że wynik netto wyniesie 387 mln PLN, czyli spadnie o 45% Q/Q w wyniku silnego ubytku Q/Q w wyniku na działalności lokacyjnej. Oczekujemy przyrostu składki przypisanej brutto, +3% Q/Q, z powodu braku zwyczajowej sezonowości w ubezpieczeniach majątkowych (sezonowego spadku Q/Q). Sądzymy, że składka w segmencie majątkowym może wzrosnąć o 2% Q/Q, na konto mocnej sprzedaży polis komunikacyjnych dla klientów korporacyjnych. Związana ona była z końcem ulgi na zakup samochodów „z kratką”. W segmencie życiowym oczekujemy 5% Q/Q przyrostu składki przypisanej brutto. Na dynamikę wzrostu składki zarobionej netto ogółem, +9% Q/Q, będzie miało również pozytywny wpływ rozwiązanie rezerwy składki w majątku (czynnik sezonowy). Ponadto, prognozujemy, że odszkodowania i świadczenia na kapitale własnym wzrosną o 7% Q/Q (w tym prognozujemy 84 mln PLN rozwiązania rezerwy typu P), a koszty ogółem o 14% Q/Q. W konsekwencji prognozujemy stratę na wyniku technicznym w wysokości 24 mln PLN, płasko Q/Q. Dalej, oczekujemy silnego spadku wyniku na działalności lokacyjnej, -45% Q/Q do 505 mln PLN, w wyniku negatywnej rewaluacji portfela papierów dłużnych wycenianych w wartości godziwej przez rachunek wyników.

Paliwa, chemia



Chemia

 Analityk:
Kamil Kliszczyk

Ciech

 P/E 2010 91,9 EV/EBITDA 2010 6,3
 P/E 2011 7,1 EV/EBITDA 2011 4,4

Kupuj

Cena bieżąca 23,31 PLN
Cena docelowa 27,60 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	1 053,2	894,6	17,7%	3 987,5	3 684,2	8,2%	4 370,4	3 987,5	9,6%
EBITDA	81,5	24,1	237,7%	355,7	365,1	-2,6%	499,1	355,7	40,3%
marża	7,7%	2,7%	-	8,9%	9,9%	-	11,63%	10,86%	-
EBIT	20,9	-35,3	-	116,1	135,0	-14,0%	258,6	116,1	122,7%
Zysk brutto	86,1	-69,5	-	33,9	-88,0	-	113,8	33,9	235,5%
Zysk netto	69,7	-49,2	-	7,1	-85,5	-	92,2	7,1	-

Dobry wynik sody wzmocniony one-offami

Oczyszczone wyniki operacyjne Ciechu w 4Q powinny być zbliżone do rezultatu wypracowanego w poprzednim okresie. Głównym kontrybutorem będzie segment sodowy, który powinien utrzymać w ujęciu q/q zarówno poziom marż, jak i dynamikę wolumenów (ciągłość produkcji w zakładach w Rumunii). W przypadku segmentu organicznego mimo presji na rentowność TDI nie zakładamy pogłębienia straty EBIT (w 3Q bez ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej w wysokości -3,5 mln PLN, wynik wyniósł -13 mln PLN) w związku z wyższymi wolumenami na tym produkcie po zakończonym przestoju remontowego. Nieco lepszy wynik q/q powinien wypracować także segment agrochemiczny, ale ze względu na sezonowość sprzedaży, skala poprawy mimo znacznych wzrostów cen nawozów raczej nie będzie znacząca. Skonsolidowany EBIT zostanie dodatkowo wzmocniony zyskiem na sprzedaży nieruchomości przy Powązkowskiej, który powinien sięgnąć ponad 8 mln PLN. Zwracamy uwagę, że ryzykiem dla naszych prognoz wyniku operacyjnego mogą być efekty sygnalizowanego przez Zarząd testu na utratę wartości aktywów Alwerni, ale obecnie trudno prognozować potencjalną skalę tego odpisu. Na poziomie działalności finansowej obok kosztów odsetkowych Spółka zaksięguje natomiast około 97 mln PLN zysku na transakcji sprzedaży pakietu PTU i ostatecznie raportowany zysk netto wyniesie niecałe 70 mln PLN, co pozwoli na zamknięcie całego roku na niewielkim plusie.



Rafinerijny

 Analityk:
Kamil Kliszczyk

Lotos

 P/E 2010 8,9 EV/EBITDA 2010 9,6
 P/E 2011 10,4 EV/EBITDA 2011 6,2

Sprzedaj

Cena bieżąca 40,49 PLN
Cena docelowa 28,40 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	5 521,7	4 024,0	37,2%	19 463,2	14 321,0	35,9%	25 514,4	19 463,2	31,1%
EBITDA	365,1	166,7	119,0%	1 177,9	704,6	67,2%	1 809,3	1 177,9	53,6%
marża	6,6%	4,1%	-	6,1%	4,9%	-	7,1%	6,1%	-
EBIT	231,9	86,2	169,0%	771,2	419,8	83,7%	1 060,3	771,2	37,5%
Zysk brutto	196,7	237,4	-17,1%	676,9	1 109,6	-39,0%	809,2	676,9	19,5%
Zysk netto	159,4	223,6	-28,7%	589,9	900,8	-34,5%	505,0	589,9	-14,4%

Wyraźny spadek EBIT LIFO q/q

W 4Q'2010 skonsolidowany EBIT Lotosu powinien zbliżyć się do poziomu 232 mln PLN, ale będzie to możliwe przede wszystkim dzięki dodatniemu efektowi LIFO, który szacujemy na 140 mln PLN. W segmencie rafinerijnym spodziewamy się spadku zysku liczonego wg LIFO w ujęciu q/q z 278 mln PLN do 82 mln PLN, co przy podobnym poziomie przerobu będzie wynikać ze spadku wyniku na asfaltach (wolumeny i marża), presji na rentowność innych produktów nieindeksowanych na bieżąco do ceny ropy oraz braku dodatnich operacyjnych różnic kursowych, które wsparły rezultat 3Q'2010. W segmencie wydobywczym oczekujemy rozpoznania części zaległej marży, co umożliwi wypracowanie na poziomie EBIT około 38 mln PLN zysku wobec 6,1 mln PLN w poprzednim kwartale. Wynik w obszarze detalicznym podobnie jak rok temu będzie raczej ujemny mimo wzrostu wolumenów, gdyż oczekujemy słabych marż paliwowych na stacjach. Na poziomie działalności finansowej z uwagi na brak znaczących zmian na rynku walutowym na przestrzeni kwartału, nie spodziewamy się istotnych pozycji, aczkolwiek saldo będzie ujemne ze względu na niewielką rewaluację kredytów dolarowych. Ostatecznie na poziomie netto Spółka powinna wypracować w 4Q zysk rzędu 160 mln PLN.


Rafineryjny

Analityk:

Kamil Kliszcz

PGNiG

Kupuj

 P/E 2010 11,3 EV/EBITDA 2010 6,4
 P/E 2011 13,1 EV/EBITDA 2011 6,5

Cena bieżąca 3,85 PLN
Cena docelowa 4,40 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	6 688,5	5 615,3	19,1%	21 332,0	19 290,4	10,6%	23 126,7	21 332,0	8,4%
EBITDA	1 194,0	1 891,4	-36,9%	3 846,9	2 830,0	35,9%	4 097,1	3 846,9	6,5%
marża	17,9%	33,7%	-	18,0%	14,7%	-	17,7%	18,0%	-
EBIT	809,0	1 504,6	-46,2%	2 351,0	1 333,8	76,3%	2 453,4	2 351,0	4,4%
Zysk brutto	837,4	1 515,4	-44,7%	2 422,1	1 442,1	68,0%	2 335,2	2 422,1	-3,6%
Zysk netto	678,3	1 278,2	-46,9%	2 014,9	1 202,0	67,6%	1 733,7	2 014,9	-14,0%

Bardzo dobre wyniki, częściowo dzięki upustowi z kontraktu jamalskiego

W 4Q'2010 spodziewamy się bardzo dobrych wyników PGNiG na poziomie EBIT, który powinien sięgnąć nawet 809 mln PLN. W segmencie wydobywczym zakładamy zysk operacyjny na poziomie 160 mln PLN, wobec 246 mln PLN w 3Q'2010 i 123 mln PLN w 4Q'09 (wówczas wynik obciążony odpisami na majątek kopalniany na 132 mln PLN). Słabszy wynik q/q mimo wzrostów cen ropy to efekt zakładanych przez nas wyższych odpisów na nieudane odwierty (-100 mln PLN vs -22 mln PLN). W segmencie obrotu niższa w ujęciu q/q jednostkowa strata na gazie importowanym oraz zaksięgowanie dyskonta w kontrakcie jamalskim (130 mln PLN) pozwoli naszym zdaniem na wypracowanie EBIT na poziomie 353 mln PLN vs 83,5 mln PLN w 3Q'2010 i 630 mln PLN w 4Q'2009 (przypominamy, że wówczas wynik był dodatkowo obciążony odpisami na należności na 100 mln PLN, tak więc oczyszczona o one-offy różnica w EBIT r/r w 4Q'2010 wyniesie około 500 mln PLN). Bardzo wysokie wolumeny sprzedaży gazu wsparte przez niskie temperatury w grudniu na pewno znajdą odzwierciedlenie w wynikach dystrybucji, które powinny wzrosnąć r/r z 265 mln PLN (oczyszczone) na 295 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej saldo powinno być dodatnie i ostatecznie wynik netto sięgnie 678 mln PLN, a w całym roku przekroczy 2 mld PLN. W naszych prognozach nie uwzględniamy potencjalnych rozwiązań odpisów na aktywa dystrybucyjne.


Chemia

Analityk:

Kamil Kliszcz

Police

Sprzedaj

 P/E 2010 - EV/EBITDA 2010 13,5 **Cena bieżąca 9,00 PLN**
 P/E 2011 26,1 EV/EBITDA 2011 8,3 **Cena docelowa 5,50 PLN**

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	566,4	404,4	40,1%	2 015,6	1 485,6	35,7%	2 168,7	2 015,6	7,6%
EBITDA	39,2	-40,8	-	76,3	-327,4	-	123,5	76,3	61,9%
marża	6,9%	-10,1%	-	3,8%	-22,0%	-	5,7%	3,8%	-
EBIT	20,9	-60,4	-	1,6	-407,5	-	50,5	1,6	-
Zysk brutto	15,9	-49,6	-	-4,8	-404,7	-	25,9	-4,8	-
Zysk netto	15,9	-98,9	-	-4,7	-422,1	-	25,9	-4,7	-

Wzrost cen nawozów przy jeszcze stałych cenach surowców

Police w grudniowym komunikacie informowały już o bardzo dobrych wynikach wypracowanych w październiku i listopadzie, które na poziomie jednostkowym pozwoliły na wygenerowanie zysku netto na poziomie aż 20,7 mln PLN. Spółka zapewnia, że udało się to osiągnąć bez wpływu czynników jednorazowych (np. rozpoznania zysków z tytułu umorzenia części zobowiązań przez urząd marszałkowski czy odwrócenia odpisów na aktywach podatkowych). Średnie ceny DAP w 4Q wzrosły w przeliczeniu na PLN o około 8% q/q, a mocznika o 20% podczas gdy koszty fosforu i soli potasowej pozostawały jeszcze stałe, co wynikało z podpisanych kontraktów. Wzrost kosztów gazu nie był w stanie zneutralizować pozytywnych trendów na krajowym rynku nawozowym. Jeśli rzeczywiście przedstawione rezultaty za październik i listopad nie zostały wsparte elementami jednorazowymi to wynik netto całego kwartału na poziomie jednostkowym można szacować na 25-30 mln PLN. Na poziomie skonsolidowanym ze względu na specyfikę księgowości wyniki będą jednak niższe (przypominamy, że w 3Q zysk netto jednostkowy sięgnął 10,2 mln PLN podczas gdy skonsolidowany zaledwie 1,2 mln PLN) i wyniosą na poziomie netto około 15,9 mln PLN. Ryskiem dla naszych prognoz są potencjalne ruchy na rezerwach związane z programem restrukturyzacji. Zwracamy jednocześnie uwagę, że w 1Q'2011 przy oczekiwanym braku wzrostów cen nawozów i aneksowaniu umów na dostawy surowców (sól potasowa, siarka, fosfor) pojawi się presja na marżę operacyjną.


Chemia

 Analityk:
Kamil Kliszcz

ZA Puławy

Trzymaj

 P/E 2010 16,4 EV/EBITDA 2010 9,0
 P/E 2011 11,4 EV/EBITDA 2011 6,5

Cena bieżąca 112,4 PLN
Cena docelowa 106,1 PLN

(mln PLN)	IIQ10/11P	IIQ09/10	zmiana	1H10/11P	1H09/10	zmiana	2010/11P	2009/10	zmiana
Przychody	557,7	512,5	8,8%	1 009,9	897,4	12,5%	2 587,8	2 055,9	25,9%
EBITDA	50,5	-4,5	-	20,1	-36,4	-	246,6	82,2	200,1%
marża	9,1%	-0,9%	-	2,0%	-4,1%	-	9,5%	4,0%	-
EBIT	30,9	-21,6	-	-19,0	-70,7	-	161,5	15,2	963,7%
Zysk brutto	34,1	-14,8	-	-12,6	-57,0	-	161,5	46,4	248,0%
Zysk netto	27,3	-15,0	-	-11,1	-48,0	-	130,8	35,5	268,1%

Odrobienie znacznej części strat z 1Q'2010/11

W II-gim kwartale obecnego roku obrotowego ZA Puławy powinny odrobić znaczną część strat z poprzedniego okresu. Główną tego przyczyną będą przeprowadzone w październiku znaczące podwyżki cen nawozów na rynku krajowym, które w zależności od produktu wahały się od 20% do 30%. Dodatkowo już w listopadzie Spółka rozpoczęła testy nowego ciągu mocznikowego, co zaowocuje pojawieniem się wolumenów sprzedaży na tym nawozie (oczekujemy, że przychody w tym segmencie wzrosną q/q o ponad 90 mln PLN). Z nawiązką wyższa sprzedaż zrekompensuje więc wzrost taryfy gazowej o 6% wprowadzonej w październiku. Dodatkowo należy zakładać zwiększenie o 45 mln PLN przychodów z kaprolaktamu, zarówno z uwagi na rosnący wolumen (w poprzednim kwartale przeprowadzany był standardowy przestój remontowy), jak i ceny na światowych rynkach. Jedynym obszarem, który zanotuje obniżenie przychodów q/q będzie produkcja melaminy, gdzie mimo rekordowych cen prognozujemy ponad 30% spadek wolumenów w związku z awarią dwóch instalacji, która została usunięta dopiero w grudniu. Płynnego mocznika który nie został wykorzystany w tym ciągu produkcyjnym nie udało się raczej w całości przekierować na instalacje nawozowe (przypominamy, że ze względu na rozruch ciągu tlenownia-amoniak-mocznik wieża granulacyjna nie była w pełnej dyspozycji). W 2Q'2010/11 nie uwzględniamy wpływów ze sprzedaży jednostek ERU, które prawdopodobnie przesuną się na kolejny kwartał, ale biorąc pod uwagę rozszerzenie marż na nawozach i kaprolaktamie oraz zaniżoną o prawie 30 mln PLN bazę odniesienia z 1Q'2010/11 (ujemne różnice kursowe na należnościach) prognozujemy, że ZA Puławy wypracują w tym okresie około 30 mln PLN zysku operacyjnego.

Energetyka



Energetyka

 Analityk:
Kamil Kliszczyk

CEZ

Trzymaj

P/E 2010	8,8	EV/EBITDA 2010	6,9	Cena bieżąca	133,8 PLN
P/E 2011	9,7	EV/EBITDA 2011	7,2	Cena docelowa	129,5 PLN

(mln CZK)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	57 813,2	55 536,0	4,1%	202 201,2	196 352,0	3,0%	200 950,5	202 201,2	-0,6%
EBITDA	20 837,3	20 067,0	3,8%	88 011,3	91 075,0	-3,4%	86 396,5	88 011,3	-1,8%
marża	36,0%	36,1%	-	43,5%	46,4%	-	43,0%	43,5%	-
EBIT	14 541,3	13 712,0	6,0%	64 562,3	68 199,0	-5,3%	61 787,1	64 562,3	-4,3%
Zysk brutto	12 996,6	10 036,0	29,5%	61 760,6	64 946,0	-4,9%	57 606,3	61 760,6	-6,7%
Zysk netto	10 527,2	7 826,0	34,5%	50 635,2	51 547,0	-1,8%	45 863,3	50 635,2	-9,4%

Zaniżona baza zysku netto z 4Q'09

W 4Q'2010 spodziewamy się wsparcia dla wyników CEZ ze strony mocnych wolumenów, szczególnie grudniowych, zarówno jeśli chodzi o produkcję ciepła i energii, jak i dystrybucję. W przypadku segmentu wytwórczego EBIT powinien sięgnąć 12 mld CZK, co plasuje się powyżej 3Q'10, ale poniżej rezultatu z analogicznego okresu roku 2009, co będzie wynikać zarówno z niższej średniej realizowanej ceny sprzedaży, negatywnej wyceny uprawnień CO₂ (spadek notowań o 7% w ciągu kwartału), a także zakładanej niższej kontrybucji przychodów z instrumentów pochodnych. Przypominamy również, że w 4Q'2009 CEZ dokonał rozliczeń międzysegmentowych, które poprawiły wynik obszaru produkcyjnego kosztem dystrybucji o 800 mln CZK. Jeśli chodzi o segment sprzedaży i dystrybucji to oczekujemy znacznie mniejszego negatywnego wpływu kosztów zakupu energii solarnej oraz niższego niż przed rokiem sezonowego wzrostu kosztów, co pozwoli na wypracowanie EBIT na poziomie 1,9 mld CZK. Po uwzględnieniu stabilnych zysków kopalni węgla (1,2 mld CZK) oraz neutralnej kategorii pozostałe (300 mln CZK), skonsolidowany EBIT koncernu powinien sięgnąć 14,5 mld CZK. Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się pogorszenia salda w relacji q/q z uwagi na brak pozytywnej kontrybucji z wyceny opcji na akcje MOL-a oraz około 800 mln CZK ujemnych różnic kursowych w związku z osłabieniem korony do euro. Kontrybucja spółek wycenianych metodą praw własności nie powinna z kolei przekroczyć +300 mln CZK. Ostatecznie więc wynik netto szacujemy na 10,5 mld CZK.



Energetyka

 Analityk:
Kamil Kliszczyk

Enea

Redukuj

P/E 2010	14,7	EV/EBITDA 2010	5,5	Cena bieżąca	22,23 PLN
P/E 2011	14,5	EV/EBITDA 2011	6,1	Cena docelowa	21,43 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	2 152,9	1 927,9	11,7%	7 980,6	7 167,3	11,3%	7 882,6	7 980,6	-1,2%
EBITDA	277,2	245,3	13,0%	1 378,3	1 167,0	18,1%	1 417,4	1 378,3	2,8%
marża	12,9%	12,7%	-	17,3%	16,3%	-	18,2%	16,3%	-
EBIT	111,5	66,2	68,3%	722,2	505,6	42,8%	725,5	722,2	0,5%
Zysk brutto	146,5	96,4	52,0%	839,8	653,1	28,6%	834,9	839,8	-0,6%
Zysk netto	118,6	67,2	76,5%	666,0	513,6	29,7%	676,3	666,0	1,5%

Dobre wyniki mimo wzrostu kosztów wynagrodzeń q/q

W 4Q'2010 zakładamy wyraźny sezonowy wzrost wynagrodzeń q/q, ale mimo to Spółka powinna wygenerować znacznie lepsze rezultaty niż w tym samym okresie rok wcześniej. W segmencie wytwarzania spodziewamy się 72,6 mln PLN zysku operacyjnego vs. 61,8 mln PLN w 4Q'2009, co będzie konsekwencją wzrostu produkcji i wysokich cen spotowych. W porównaniu do 3Q'2010 warto odnotować ponadto uruchomienie w październiku po kapitalnym remoncie jednego z bloków 560 MW (zgodnie z planem remontów PSE). W segmencie dystrybucji nie oczekujemy znaczących odpisów i zmian w saldzie rezerw jak przed rokiem, tak więc szacujemy EBIT na 51 mln PLN vs. -26 mln PLN rok wcześniej i 89,8 mln PLN w 3Q'2010. Prognoza uwzględnia możliwe wyższe koszty zakupu energii na straty sieciowe na rynku spotowym, które powinny być jednak zneutralizowane niższymi kosztami remontów w związku z warunkami pogodowymi w grudniu. W segmencie obrotu oczekujemy marży EBITDA na poziomie 2,5%, co będzie implikować zysk operacyjny na poziomie 30,9 mln PLN (spadek r/r to efekt konkurencji w detalu oraz braku pozytywnego wpływu rozliczeń z własnym operatorem dystrybucyjnym). W kategorii pozostałe oczekujemy zysku na poziomie 10 mln PLN wobec straty w 4Q'2009 -1,3 mln PLN (odpisy wartości firmy nabytych spółek ciepłowniczych na -16 mln PLN). Po uwzględnieniu wysokiego dodatniego salda na działalności finansowej (35 mln PLN) wspartego przez zyski z Elektrociepłowni Białystok, zysk netto powinien sięgnąć 118 mln PLN.

 Energetyka		<h1 style="margin: 0;">PGE</h1>					<h1 style="margin: 0;">Kupuj</h1>			
		P/E 2011	11,2	EV/EBITDA 2011	5,8					
(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P*	2009	zmiana	2011P	2010P*	zmiana	
Przychody	5 840,9	5 752,9	2%	20 825,5	21 623,4	-3,7%	22 398,2	20 825,5	7,6%	
EBITDA	1 751,1	2 020,3	-13%	6 811,1	7 983,4	-14,7%	7 984,6	6 811,1	17,2%	
marża	30,0%	35,1%	-	32,7%	36,9%	-	35,6%	32,7%	-	
EBIT	1 062,7	1 319,0	-19%	4 136,4	5344,7	-22,6%	5 090,0	4136,4	23,1%	
Zysk brutto	1 150,9	1 362,6	-16%	4 396,4	5378,5	-18,3%	5 248,5	4396,4	19,4%	
Zysk netto	785,8	848,8	-7%	3 032,4	3370,7	-10,0%	3 774,5	3032,4	24,5%	

*w raporcie uwzględniliśmy zysk netto 2010 pro-forma po przeprowadzonej emisji połączeniowej

EBITDA oczyszczona o KDT porównywalna r/r

PGE powinna w 4Q'2010 wypracować na poziomie EBITDA niecałe 1,8 mld PLN, co implikuje 13% spadek w ujęciu r/r, ale po oczyszczeniu o wpływ rekompensat KDT zyski powinny być zbliżone do tych z 4Q'2009 (1,6 mld PLN). W segmencie wytwórczym spodziewamy się zysku operacyjnego na poziomie 722 mln PLN, przy przychodach z KDT na poziomie 125 mln PLN. Dodatkowym obciążeniem obok spadku rekompensat będzie w ujęciu r/r spadek produkcji w elektrowniach na węgiel brunatny w związku z wyłączeniem z eksploatacji jednego bloku w Elektrowni Turów oraz prowadzonych pracach remontowych na dwóch blokach w Bełchatowie. Nie spodziewamy się natomiast jeszcze żadnych płatności odszkodowawczych za szkody powodziowe i awarię w ZEDO. W segmencie dystrybucji zakładamy, że w przeciwieństwie do ubiegłego roku tym razem nie będzie podstaw do istotnych ruchów na rezerwie aktuarialnej i wzrost wolumenów pozwoli na poprawę EBIT q/q do 144 mln PLN ze 135 mln PLN w 3Q. W obszarze energii odnawialnej EBIT powinien sięgnąć 39 mln PLN, przy założeniu że tym razem nie będzie tak dużego skoku amortyzacji jaki obserwowaliśmy w poprzednim okresie. W przypadku segmentów obrotu hurtowego i sprzedaży detalicznej spodziewamy się kontynuacji trendów obserwowanych w całym 2010 roku jeśli chodzi o marżę, ale w 4Q pozytywnym czynnikiem powinien być wzrost wolumenów, stąd EBIT w tych obszarach szacujemy odpowiednio na 67 mln PLN i 48 mln PLN. Po uwzględnieniu dodatniego salda na działalności finansowej oraz nieco niższej efektywnej stopy podatkowej (zakładamy jeszcze wpływ rozpoznawania aktywa podatkowego jaki istotnie wpłynął na wyniki 3Q) zysk netto powinien wynieść 785 mln PLN.

 Energetyka		<h1 style="margin: 0;">Tauron</h1>					<h1 style="margin: 0;">Kupuj</h1>			
		P/E 2011	11,8	EV/EBITDA 2011	4,5					
(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana	
Przychody	3 902,0	3 602,5	8,3%	14 852,8	13 633,6	8,9%	14 688,7	14 852,8	-1,1%	
EBITDA	589,7	522,1	12,9%	2 747,0	2 580,8	6,4%	2 833,8	2 747,0	3,2%	
marża	15,1%	14,5%	-	18,5%	18,9%	-	19,3%	18,5%	-	
EBIT	252,7	193,2	30,8%	1 380,6	1259,7	9,6%	1 361,1	1380,6	-1,4%	
Zysk brutto	222,7	156,7	42,2%	1 268,3	1165,0	8,9%	1 219,0	1268,3	-3,9%	
Zysk netto	162,6	104,1	56,2%	864,2	732,4	18,0%	918,9	864,2	6,3%	

Tradycyjne premie i rezerwy obciążą wyniki

Wyniki za 4Q'2010 będą w naszej opinii gorsze od pozostałych okresów sprawozdawczych tego roku z uwagi na tradycyjne w końcówce roku wypłaty premii (szczególnie w górnictwie) oraz rezerwy (głównie w dystrybucji na program dobrowolnych odejść). W segmencie wydobywczym spodziewamy się w związku z tym niewielkiej straty EBIT (-4 mln PLN vs. +2,9 mln PLN w 3Q) mimo utrzymania wolumenu produkcji węgla w ujęciu q/q. Obszar wytwarzania energii powinien z kolei poprawić wyniki i gdyby nie zakładany przez nas spadek poziomu rekompensat KDT do 100 mln PLN mógłby to być rekordowy EBIT w tym obszarze, głównie dzięki wysokim cenom spotowym z grudnia oraz wyższemu zapotrzebowaniu na ciepło. Jeśli chodzi o dynamikę produkcji to analiza danych PSE wskazuje, że ze względu na słaby październik i listopad, może być ona niższa niż w poprzednich kwartałach (zakładamy 6%). W segmencie dystrybucji obok jednorazowych czynników (wspomniane rezerwy na PDO, niższy poziom nowych przyłączy) na zakładany słabszy wynik w porównaniu do poprzednich kwartałów 2010 roku (tylko 54 mln PLN vs. średni EBIT 1-3Q na poziomie 122 mln PLN) wpłynie również niższa dynamika zapotrzebowania na energię, która w całym kraju według PSE wyniosła 3,2% vs. 4,6% w pierwszych trzech kwartałach. Po uwzględnieniu około 18 mln PLN zysku w segmencie energii odnawialnej i sezonowo słabego rezultatu w obszarze sprzedaży hurtowej (3,9 mln PLN) skonsolidowany EBIT Tauronu powinien wynieść niecałe 253 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej zakładamy konserwatywnie negatywny efekt konwersji zadłużenia w Grupie (prowidzje od wcześniejszej spłaty kredytów w spółkach zależnych zastąpionych emisją obligacji przez spółkę matkę), pamiętając podobny efekt zanotowany w PGE. Zysk netto, po mniejszym niż w poprzednich kwartałach wyłączeniach dla akcjonariuszy mniejszościowych (wykup mniejszości przeprowadzony w listopadzie), powinien więc ostatecznie sięgnąć około 162 mln PLN.

Telekomunikacja



Telekomunikacja

 Analityk:
Michał Marczak

Netia

Trzymaj

 P/E 2010 33,3 EV/EBITDA 2010 4,7
 P/E 2011 18,6 EV/EBITDA 2011 4,3

Cena bieżąca 5,23 PLN
Cena docelowa 5,40 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	400,8	386,2	3,8%	1 575,9	1 505,9	4,7%	1 614,0	1 575,9	2,4%
EBITDA	90,3	90,6	-0,4%	368,8	312,8	17,9%	381,4	368,8	3,4%
marża	22,5%	23,5%	-	23,4%	20,8%	-	23,6%	23,4%	-
EBIT	15,7	15,2	3,4%	70,1	14,2	392,7%	104,1	70,1	48,4%
Zysk brutto	19,0	12,0	57,8%	73,6	1,1	6631,7%	121,5	73,6	65,1%
Zysk netto	18,9	103,8	-81,8%	61,2	88,7	-31,0%	109,3	61,2	78,6%

Zatrzeć rozczarowanie po 3Q

W naszej prognozie na 4Q2010 zakładamy, że spółka po raz pierwszy przekroczy poziom 400 mln PLN przychodów kwartalnych. Z jednej strony będzie to efekt wzrostu przychodów z transmisji danych, co jest efektem wolniej niż dotychczas, ale nadal rosnącej bazy abonenckiej, z drugiej rosnących przychodów hurtowych. Wyniki za 3Q pozostawiły negatywny sentyment wśród inwestorów, dlatego wydaje nam się, że poprzez przychody hurtowe spółka będzie starała się wykazać, że nadal jest biznesem wzrostowym. Niższa liczba przyłączeń abonentów dostępu do internetu powinna skutkować wzrostem marży EBITDA. Innym czynnikiem pozytywnie wpływającym na rentowność będzie dalsze przenoszenie abonentów z BSA/WLR na LLU. Oczekujemy, że na koniec roku liczba łączy LLU wzrosła do 110 tys. Z punktu widzenia wyników kluczowe będzie to, jak nowa oferta TP wpływa na poziom sprzedaży nowych usług Netii a w konsekwencji na przyszłą rentowność.



Telekomunikacja

 Analityk:
Michał Marczak

TPSA

Akumuluj

 P/E 2010 133,2 EV/EBITDA 2010 5,7
 P/E 2011 17,3 EV/EBITDA 2011 4,7

Cena bieżąca 16,6 PLN
Cena docelowa 17,6 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	3 858,2	4 005,0	-3,7%	15 616,2	16 560,0	-5,7%	15 483,4	15 616,2	-0,9%
EBITDA	1 409,0	1 446,0	-2,6%	4 734,0	6 246,0	-24,2%	5 787,3	4 734,0	22,3%
marża	36,5%	36,1%	-	30,3%	37,7%	-	37,4%	30,3%	-
EBIT	469,0	457,0	2,6%	947,0	2 096,0	-54,8%	2 059,9	947,0	117,5%
Zysk brutto	358,2	330,0	8,6%	495,2	1 597,0	-69,0%	1 587,0	495,2	220,5%
Zysk netto	277,4	251,0	10,5%	166,4	1 280,0	-87,0%	1 283,5	166,4	671,2%

Czy to wreszcie przełom?


4Q2010 to bardzo ważny dla spółki kwartał. Po raz pierwszy od dwóch lat TP wprowadziła na rynek ofertę cenową dotyczącą szerokopasmowego dostępu do internetu, która jest konkurencyjna z ofertami innych operatorów. Oczekujemy, że jej efektem będzie powrót spółki do rosnącego trendu bazy abonenckiej w tym obszarze (w 4Q +25 tys. q/q). Potwierdzenie się naszych oczekiwań pozwoli na bardziej optymistyczne formułowanie oczekiwań na 2011 rok. Podtrzymanie pozytywnych trendów spodziewamy się również w Centertelu zarówno na poziomie przychodów (wzrost przychodów +1% q/q), marży EBITDA jak i liczby abonentów (+120 tys. q/q). Nadal będzie następowała erozja tradycyjnych usług głosowych, ale dynamika spadku będzie wyhamowywać. Po słabym 3Q oczekujemy, że liczba dołączeń netto tradycyjnych łączy spadnie ponownie do 150 tys. (215 tys. w 3Q) a dynamika spadku przychodów w tym obszarze obniży się do -10% r/r. Tradycyjne usługi głosowe to już tylko 32% łącznych przychodów TP. W prognozie nie zakładamy, że spółka dotworzy rezerwy z tytułu roszczenia DPTG (drugi etap).

Media

		Agora					Akumuluj		
		Media							
Analitik: Piotr Grzybowski		P/E 2010	18,6	EV/EBITDA 2010	7,8	Cena bieżąca		25,70 PLN	
		P/E 2011	19,2	EV/EBITDA 2011	6,4	Cena docelowa		28,90 PLN	
(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	333,0	291,1	14,4%	1 109,0	1 110,1	-0,1%	1 268,5	1 109,0	14,4%
EBITDA	45,5	39,5	15,2%	160,0	134,1	19,3%	185,4	160,0	15,9%
marża	13,7%	13,6%	-	14,4%	12,1%	-	14,6%	14,4%	-
EBIT	21,5	19,5	10,3%	76,1	52,9	43,9%	86,6	76,1	13,8%
Zysk brutto	21,3	20,3	4,9%	80,1	54,4	47,2%	86,6	80,1	8,1%
Zysk netto	16,6	14,9	11,4%	70,5	38,3	84,1%	68,1	70,5	-3,4%

Lepiej r/r dzięki konsolidacji Heliosa

Agora zaprezentuje w czwartym kwartale poprawę wyników, jednak będzie ona efektem włączenia do konsolidacji segmentu kinowego. Przychody ogółem wzrosną do 333 mln PLN, przy czym z segmentu kinowego pochodzą będzie 53,6 mln PLN. Mimo słabszej kondycji rynku reklamy w ostatnich trzech miesiącach roku przychody reklamowe Agory wzrosną nieznacznie w tym okresie (+0,5% r/r do 199,4 mln PLN) dzięki konsolidacji Heliosa (+2,9 mln PLN wpływów z reklamy), wzrostowi w segmencie internetowym (+19,5% r/r) oraz długo oczekiwanemu odbiciu w reklamie zewnętrznej (+4% r/r). Negatywnej dynamiki wpływów reklamowych spodziewamy się w prasie codziennej (-8,1% r/r, przy niewielkim wzroście przychodów Metra) oraz w segmencie czasopism (-12,5% r/r). Przychody ze sprzedaży biletów szacujemy na poziomie 39,5 mln PLN, a przychody ze sprzedaży wydawnictw w wysokości 48,1 mln PLN. Po stronie kosztowej oczekujemy wzrostu kosztu materiałów i energii o 9,5% do 61,0 mln PLN, na co poza konsolidacją Heliosa złoży się wzrost ceny papieru. Wzrosną również koszty wynagrodzeń (o 8,1% do 72,1 mln PLN). Pewnych oszczędności spodziewamy się natomiast na poziomie kosztów reprezentacji i reklamy (-1,2% r/r).

		Cinema City					Trzymaj		
		Media							
Analitik: Piotr Grzybowski		P/E 2010	17,5	EV/EBITDA 2010	9,6	Cena bieżąca		41,30 PLN	
		P/E 2011	15,5	EV/EBITDA 2011	8,6	Cena docelowa		42,90 PLN	
(mln EUR)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	59,1	55,6	6,3%	237,0	211,6	12,0%	270,9	237,0	14,3%
EBITDA	11,9	11,1	7,5%	56,5	46,5	21,4%	61,6	56,5	9,1%
marża	20,2%	20,0%	-	23,8%	22,0%	-	22,7%	0,2	-
EBIT	7,0	6,7	5,5%	37,0	30,2	22,6%	41,2	37,0	11,1%
Zysk brutto	7,1	6,4	11,7%	35,5	28,2	25,6%	41,5	35,5	17,0%
Zysk netto	6,1	4,7	29,7%	31,0	24,4	26,8%	35,0	31,0	12,9%

Dobry kwartał dzięki trójwymiarowi

Cinema City poinformowało, że w czwartym kwartale sprzedaż biletów była o 8,3% niższa niż w ubiegłym roku. Uważamy, że rosnąca sprzedaż biletów na seanse 3D oraz średnio 3,5% osłabienie EUR w stosunku do walut lokalnych z rynków działalności spółki spowoduje, że mimo spadku liczby sprzedanych wejściówek wpływy ze sprzedaży biletów wzrosną do 35,7 mln EUR (implikuje to wzrost średniej ceny biletu w walutach lokalnych o 9,2%). Wpływy z działalności barowej szacujemy na poziomie 10,9 mln EUR, a wpływy reklamowe w wysokości 7,0 mln EUR. Przychody z działalności deweloperskiej szacujemy na poziomie 0,5 mln PLN, a na działalności dystrybucyjnej spółka zarobi według naszych prognoz 5,5 mln EUR (dystrybucja takich filmów jak *Żółwik Sammy*, *Amerykanin* i *Zapłatan*). Marżę brutto prognozujemy na poziomie porównywalnym z ubiegłoroczną (17,9%), a koszty ogólne działalności na poziomie 3,5 mln EUR. Oczekujemy pozytywnego salda na działalności finansowej wynoszącego +0,1 mln EUR.


Media

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Cyfrowy Polsat Trzymaj

 P/E 2010 15,8 EV/EBITDA 2010 9,9 **Cena bieżąca 15,14 PLN**
 P/E 2011 14,2 EV/EBITDA 2011 8,9 **Cena docelowa 15,30 PLN**

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	382,7	337,3	13,5%	1 488,5	1 266,1	17,6%	1 469,2	1 266,1	16,0%
EBITDA	70,5	64,1	10,0%	405,7	318,0	27,6%	426,8	318,0	34,2%
marża	18,4%	19,0%	-	27,3%	25,1%	-	29,0%	25,1%	-
EBIT	46,5	51,1	-8,9%	324,7	276,1	17,6%	360,6	276,1	30,6%
Zysk brutto	45,0	51,4	-12,3%	318,7	284,3	12,1%	351,1	284,3	23,5%
Zysk netto	36,1	41,4	-12,9%	257,6	230,3	11,9%	284,4	230,3	23,5%

Sezonowo słabsze wyniki

Cyfrowy Polsat z uwagi na duże nakłady na marketing związane z usługą szerokopasmowego dostępu do internetu, straty poniesione przez mPunkt oraz sezonowe obciążenie wyniku wyższymi kosztami marketingu, promocji i wynagrodzeń zaprezentuje słabsze wyniki finansowe. Przychody abonamentowe wyniosą według naszych szacunków 354,6 mln PLN, a wpływy ze sprzedaży zestawów odbiorczych 14,0 mln PLN. Po stronie kosztowej oczekujemy kosztów licencji programowych w wysokości 100,8 mln PLN, kosztów wynagrodzeń na poziomie 31,0 mln PLN (w tym około 10,0 mln PLN premii rocznej) oraz 94,0 mln PLN kosztów dystrybucji i marketingu. Ponadto zakładamy wzrost ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej do -12,3 mln PLN, za czym stać będą naszym zdaniem wyższe odpisy należności od klientów. Oczekujemy ujemnego salda na działalności finansowej w wysokości 1,5 mln PLN. W rozbiu segmentowym spodziewamy się około 7,5 mln PLN straty operacyjnej w mPunkcie oraz 15 mln PLN straty w segmencie telekomunikacyjnym (internet, MVNO).


Media

 Analityk:
Piotr Grzybowski

TVN Trzymaj


 P/E 2010 57,7 EV/EBITDA 2010 12,1 **Cena bieżąca 16,15 PLN**
 P/E 2011 18,0 EV/EBITDA 2011 10,2 **Cena docelowa 16,50 PLN**

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	750,3	680,4	10,3%	2 490,7	2 123,4	17,3%	2 741,1	2 490,7	10,1%
EBITDA	208,0	354,0	-41,2%	633,5	794,8	-20,3%	733,7	633,5	15,8%
marża	27,7%	52,0%	-	25,4%	37,4%	-	26,8%	25,4%	-
EBIT	149,0	302,8	-50,8%	395,8	612,1	-35,3%	490,8	395,8	24,0%
Zysk brutto	81,2	204,2	-60,2%	158,9	380,8	-58,3%	350,0	158,9	120,3%
Zysk netto	68,9	242,7	-71,6%	95,6	420,8	-77,3%	307,4	95,6	221,4%

Dobry wynik mimo spowolnienia w reklamie


Czwarty kwartał przyniósł ochłodzenie koniunktury na rynku reklamowym, które w największym stopniu dotknęło segmentu telewizyjnego. Mimo to sądzimy, że Grupie TVN udało się powiększyć przychody reklamowe o 5,4% do 447,0 mln PLN, przy czym w segmencie telewizyjnym prognozujemy 3% wzrost przychodów z reklamy. Przychody z segmentu płatnej telewizji szacujemy na poziomie 156,0 mln PLN (łącznie z korektą konsolidacyjną), przychody ze sponsoringu na poziomie 38,0 mln PLN, a przychody z licencji dla kabłówek i platform telewizyjnych w wysokości 45,0 mln PLN. W odniesieniu do kosztów programingu, spodziewamy się wzrostu nakładów do 191,0 mln PLN. Strata platformy 'n' wyniesie według naszych szacunków 35,0 mln PLN. Saldo finansowe prognozujemy w wysokości -67,8 mln PLN, na co składać się będzie 85,1 mln PLN kosztów odsetkowych (spółka przez pewien czas między emisją euroobligacji a spłatą zadłużenia w złotych utrzymywała podwyższone saldo długu), +14,5 mln PLN z przeszacowania pożyczek oraz 7,2 mln PLN kosztów związanych z rolowaniem zadłużenia. Obciążenie podatkowe prognozujemy w wysokości 12,3 mln PLN.

IT

		IT		AB			Akumuluj		
									
		Analitik: Piotr Grzybowski		P/E 10/11	7,8	EV/EBITDA10/11	6,3	Cena bieżąca	24,40 PLN
				P/E 11/12	8,8	EV/EBITDA 2011	6,5	Cena docelowa	27,60 PLN
(mln PLN)	IIQ10/11P	IIQ09/10	zmiana	1H2010/11	1H2009/10	zmiana	2010/11P	2009/10	zmiana
Przychody	1 010,2	946,8	6,7%	1 763,8	1 568,9	12,4%	3 071,7	2 882,1	6,6%
EBITDA	34,1	24,6	39,0%	40,8	33,6	21,5%	73,8	66,3	11,4%
marża	3,4%	2,6%	-	2,3%	2,1%	-	2,4%	2,3%	-
EBIT	31,9	22,6	41,5%	36,4	31,9	14,0%	66,1	58,3	13,4%
Zysk brutto	28,9	20,6	40,4%	39,0	28,9	34,8%	58,3	45,4	28,4%
Zysk netto	25,1	16,4	52,9%	33,1	25,1	31,9%	48,6	35,2	38,3%

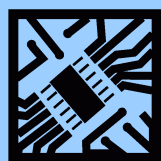
Poprawa wyniku mimo bardzo wysokiej bazy

Drugi kwartał roku obrotowego 2009/10 był najlepszym kwartałem w historii spółki. Mimo to 2Q2010/11 przyniesie naszym zdaniem poprawę wyników AB. Częściowo poprawa ta będzie wynikać z rozwiązania rezerwy na kwotę 7,5 mln PLN związanego z korzystnym werdyktem sądu drugiej instancji w sporze z Raiffeisenem. Zakładamy przy tym, że w wynikach 2Q2010/2011 spółka rozpozna jedynie kwotę roszczenia, a należne odsetki, które w chwili obecnej sięgają 1,7 mln PLN rozpoznane zostaną w wyniku w momencie ich opłaceniu przez bank. Nawet jednak po pominięciu wpływu tego jednorazowego wydarzenia AB powinno być w stanie wykazać pozytywną dynamikę zysku netto. Prognozujemy osiągnięcie rekordowej, przekraczającej 1 mld PLN sprzedaży na poziomie Grupy połączonej z marżą brutto na sprzedaży na poziomie 5,8%. Koszty ogólne działalności zakładamy w wysokości 28,4 mln PLN. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniesie według naszych szacunków +1,7 mln PLN, a jego główną pozycją będzie obok wspomnianego rozwiązania rezerwy bonusów wypłaconych sieciom handlowym, który szacujemy na 4,2 mln PLN.

		IT		Action			Akumuluj		
									
		Analitik: Piotr Grzybowski		P/E 2010	13,4	EV/EBITDA 2010	8,7	Cena bieżąca	20,51 PLN
				P/E 2011	10,9	EV/EBITDA 2011	7,8	Cena docelowa	18,16 PLN
(mln PLN)	IVQ2010P	VIQ2008/09	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	641,0	422,0	51,9%	2 160,7	3 079,4	-29,8%	2 320,1	2 160,7	7,4%
EBITDA	18,1	-2,5	-810,3%	48,9	49,9	-1,9%	53,8	48,9	9,9%
marża	2,8%	-0,6%	-	2,3%	1,6%	-	2,3%	2,3%	-
EBIT	15,1	-3,3	-559,6%	37,2	38,1	-2,3%	44,8	37,2	20,5%
Zysk brutto	14,1	-3,9	-464,2%	33,2	31,8	4,7%	39,9	33,2	20,0%
Zysk netto	11,1	-3,6	-410,8%	26,4	23,3	13,2%	32,3	26,4	22,6%

Dobry kwartał na zakończenie roku

Po okresie słabszych rezultatów spodziewamy się, że czwarty kwartał przyniesie w Actionie dobre wyniki finansowe. Oczekujemy niskiego dwucyfrowego tempa wzrostu przychodów w porównaniu do analogicznego okresu wcześniejszego roku. Z uwagi na stosunkowo stabilną walutę uważamy, że spółka osiągnie rentowność brutto na poziomie około 8,2%. Koszty ogólne działalności szacujemy w wysokości 36,0 mln PLN. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na poziomie -1,5 mln PLN, przy czym koszty związane z bonusami dla sieci sprzedaży (1,5 mln PLN) zostaną częściowo zrekomensowane poprzez dodatnie różnice kursowe zaksięgowane na poziomie salda (+0,3 mln PLN). Oczekujemy ponadto, że zgodnie z zapowiedzią Zarządu wszystkie spółki zależne osiągną w tym okresie rentowność operacyjną. Prognozujemy 1,0 mln ujemnego PLN salda na działalności finansowej oraz 2,7 mln PLN obciążenia podatkowego spółki.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

ASBIS

Akumuluj

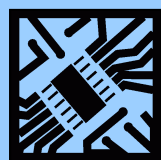
 P/E 2010 30,5 EV/EBITDA 2010 7,6
 P/E 2011 10,0 EV/EBITDA 2011 6,0

Cena bieżąca 4,00 PLN
Cena docelowa 4,32 PLN

(mln USD)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	461,3	409,7	12,6%	1 419,3	1 167,9	21,5%	1 490,8	1 419,3	27,7%
EBITDA	7,7	5,9	31,7%	14,6	5,8	152,7%	19,0	14,6	228,3%
marża	1,7%	1,4%	-	1,0%	0,5%	-	1,3%	1,0%	-
EBIT	7,0	5,1	37,5%	11,9	2,9	311,4%	16,0	11,9	452,1%
Zysk brutto	4,3	3,0	44,1%	4,1	-2,8	-244,1%	9,9	4,1	-452,9%
Zysk netto	3,4	2,3	47,0%	2,6	-3,2	-179,6%	7,8	2,6	-342,6%

Po czwartym kwartale cały rok na plusie

Uważamy, że Asbis ma za sobą relatywnie udany czwarty kwartał. Kontynuacja ożywienia na rynku rosyjskim i ukraińskim połączona ze stosunkowo stabilnym kursem EUR w relacji do walut głównych rynków zbytu przekładać się będą w naszej opinii na ponad 12% wzrost obrotów w omawianym okresie realizowanych przy przyzwoitej marży brutto na poziomie 4,6%. Koszty ogólne działalności wyniosą według naszych prognoz 14,4 mln USD. Saldo na działalności finansowej szacujemy w wysokości -2,7 mln USD, przy czym na jego wysokość poza kosztami odsetkowymi od długu wpływać będą ujemne różnice kursowe, które według naszych szacunków wyniosą około 0,4 mln USD. Przy obciążeniu podatkowym na poziomie 0,8 mln USD i 0,1 mln USD zysku mniejszości przekładać się to będzie na 3,4 mln USD zysku netto.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Asseco Poland Kupuj

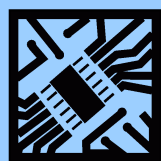
 P/E 2010 9,4 EV/EBITDA 2010 5,9
 P/E 2011 10,2 EV/EBITDA 2011 5,7

Cena bieżąca 50,20 PLN
Cena docelowa 65,30 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	1 004,0	935,7	7,3%	3 195,8	3 050,3	4,8%	3 389,2	3 195,8	6,1%
EBITDA	173,0	170,6	1,4%	676,1	646,1	4,6%	663,2	676,1	-1,9%
marża	17,2%	18,2%	-	21,2%	21,2%	-	19,6%	21,2%	-
EBIT	137,6	134,0	2,7%	550,1	525,5	4,7%	537,0	550,1	-2,4%
Zysk brutto	149,6	138,6	8,0%	550,5	514,4	7,0%	564,0	550,5	2,5%
Zysk netto	99,5	94,6	5,1%	414,6	373,4	11,1%	383,0	414,6	-7,6%

Poprawa wyników dzięki jednorazowym wydarzeniom i Formuli

Asseco Poland poprawi wynik operacyjny i wynik netto w porównaniu do czwartego kwartału 2009 roku. Za poprawą stać będą jednak w dużym stopniu wydarzenia jednorazowe oraz miesięczna konsolidacja izraelskiej Formula Systems. Oczekujemy, że w raportowanym okresie nastąpi rozwiązanie reszty rezerwy utworzonej na akcje własne (około 56,0 mln PLN). Z drugiej strony spodziewamy się, że spółka wykorzysta pozytywnie efekt rozwiązania rezerwy do dokonania odpisów aktualizujących wartości firmy spółek zależnych. Prognozujemy, że odpisy wartości sięgną 30,0 mln PLN. Ponadto na poziomie kosztów finansowych Asseco Poland zaksięguje około 10,0 mln PLN kosztów akwizycji Formula Systems. Ponadto ważnym czynnikiem wpływającym na wyniki omawianego okresu będzie zakończenie drugiej umowy wdrożeniowej w PKO BP, co przełoży się według naszych szacunków na niższe o 20 mln PLN przychody jednostki dominującej. Istotnego spadku przychodów spodziewamy się również w Asseco Central Europe i w Asseco Spain (niwelowanego przez konsolidację spółek Neocomplus i Terminal Systems). Zmiany w stawce podatku VAT pozytywnie przekładać się będą na przychody i wynik osiągnięty przez Asseco Business Solution. Wzrostu przychodów i nieznacznej poprawy wyniku operacyjnego spodziewamy się również w Asseco South Eastern Europe.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Comarch

Trzymaj

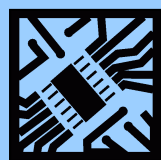
 P/E 2010 17,7 EV/EBITDA 2010 8,7
 P/E 2011 17,3 EV/EBITDA 2011 7,5

Cena bieżąca 93,75 PLN
Cena docelowa 88,00 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	250,8	233,1	7,6%	748,2	729,4	2,6%	803,5	748,2	7,4%
EBITDA	40,4	37,6	7,6%	76,5	56,2	36,2%	86,1	76,5	12,5%
marża	16,1%	16,1%	-	10,2%	7,7%	-	10,7%	10,2%	-
EBIT	28,9	26,1	10,8%	33,2	14,3	131,5%	47,1	33,2	41,8%
Zysk brutto	29,3	27,0	8,5%	36,4	18,4	97,4%	51,6	36,4	41,8%
Zysk netto	29,9	27,6	8,3%	42,7	32,3	32,4%	43,6	42,7	2,0%

Udane zakończenie roku

Czwarty kwartał 2010 roku był naszym zdaniem w Comarchu okresem żniw, co spowoduje, że mimo iż czwarty kwartał 2009 roku był dla spółki bardzo udany, to w omawianym okresie uda się poprawić zeszlatoroczne osiągnięcia. Spodziewamy się wzrostu przychodów o 7,6% r/r przy czym motorami wzrostu będą segmenty TMT, gdzie spółka realizuje projekt dla E-Plusa oraz sektor publiczny. Marżę brutto na sprzedaży prognozujemy na poziomie 25,5%, przy kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu wynoszących 33,0 mln PLN. Przewidujemy, że saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniesie -2,0 mln PLN, a saldo na działalności finansowej sięgnie +0,4 mln PLN. Przy obciążeniu podatkowym wynoszącym 1,6 mln PLN oraz stracie mniejszości w wysokości 2,2 mln PLN Comarch wypracuje zysk netto na poziomie 29,9 mln PLN. W rozbiciu na poszczególne spółki zakładamy, że strata operacyjna spółek celowych sięgnie 2,2 mln PLN, a Comarch Software und Beratung pokaże 0,3 mln EUR zysku operacyjnego.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Komputronik

Akumuluj

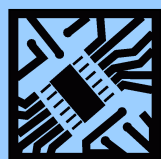
 P/E 2010 23,2 EV/EBITDA 2010 8,3
 P/E 2011 12,5 EV/EBITDA 2011 5,9

Cena bieżąca 8,84 PLN
Cena docelowa 10,12 PLN

(mln PLN)	IIIQ2010P	IVQ2009	zmiana	I-IIIQ10/11	II-IVQ09/10	zmiana	2010/11P	2009/10	zmiana
Przychody	292,9	266,1	10,1%	666,2	625,0	6,6%	834,5	982,9	-15,1%
EBITDA	8,2	3,6	130,3%	7,4	3,2	132,1%	13,8	5,7	142,1%
marża	2,8%	1,3%	-	1,1%	0,5%	-	1,7%	0,6%	-
EBIT	6,0	2,5	143,1%	0,1	-2,4	-	5,5	-3,2	-274,9%
Zysk brutto	4,5	2,3	98,0%	5,5	-4,8	-214,4%	2,8	-6,0	-146,8%
Zysk netto	3,6	1,9	95,3%	5,7	-1,8	-410,8%	3,3	-1,9	-276,2%

Nareszcie poprawa wyników

Po długim okresie rozczarowujących wyników trzeci kwartał roku obrotowego 2010/11 przyniesie naszym zdaniem znaczną poprawę wyników Komputronika. Zgodnie z opublikowaną informacją przychody spółki w okresie czwartego kwartału kalendarzowego sięgnęły 292,9 mln PLN. Spodziewamy się, że ponad 10% wzrost obrotów w połączeniu odbył się przy poprawiającej się w porównaniu do porównywalnego roku rentowności brutto (12,8% vs. 11,6% osiągnięte rok wcześniej). Ponadto dzięki wyłączeniu z konsolidacji kosztów centrali Karenu oczekujemy, że mimo wzrostu przychodów i rentowności koszty ogólne działalności wzrosły tylko nieznacznie (z 29,3 mln PLN do 29,9 mln PLN). Saldo na pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na poziomie -1,6 mln PLN. Około -1,5 mln PLN wyniesie naszym zdaniem saldo na działalności finansowej.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Sygnity

Kupuj

 P/E 2010 - EV/EBITDA 2010 -
P/E 2011 15,7 EV/EBITDA 2011 6,2

Cena bieżąca 18,01 PLN
Cena docelowa 18,30 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	176,5	164,3	7,4%	521,5	563,2	-7,4%	575,0	521,5	10,3%
EBITDA	9,5	19,6	-51,4%	-9,3	-69,1	-86,5%	38,0	-9,3	-508,3%
marża	5,4%	11,9%	-	-1,8%	-12,3%	-	6,6%	-1,8%	-
EBIT	3,2	11,3	-71,5%	-36,4	-103,6	-64,9%	10,5	-36,4	-128,7%
Zysk brutto	0,7	8,5	-91,4%	-45,3	-111,0	-59,2%	2,6	-45,3	-105,8%
Zysk netto	-0,2	6,9	-102,4%	-43,3	-104,5	-58,6%	2,1	-43,3	-104,9%

Ostatni tak słaby kwartał?

Z uwagi na trwającą w omawianym okresie restrukturyzację kosztową Grupy, (co wiąże się z niewielką tylko częścią oszczędności wchodzącą do wyniku oraz obciążeniem rezultatów ponoszonymi kosztami redukcji zatrudnienia) oczekujemy, że czwarty kwartał okaże się relatywnie słaby w wykonaniu Sygnity. Słabość osiągniętych wyników będzie też efektem zawyżonej bazy 2009 roku, która była następnie korygowana przez audytora w raporcie rocznym. Oczekujemy, że marża brutto na sprzedaży wzrośnie do najwyższego w ciągu roku poziomu 19,0%, przy kosztach ogólnego zarządu na poziomie 29,8 mln PLN. Prognozujemy ponadto niewielkie ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej (-0,5 mln PLN) oraz ujemnego salda na działalności finansowej w wysokości -2,5 mln PLN. Ponadto spodziewamy się rozwiązania aktywa podatkowego na kwotę 1,1 mln PLN, co spowoduje rozpoznanie dość obciążenia podatkowego.

Górnictwo i metale



Metale

 Analityk:
Michał Marczak

KGHM

Sprzedaj

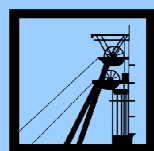
 P/E 2010 7,6 EV/EBITDA 2010 5,2
 P/E 2011 6,4 EV/EBITDA 2011 4,3

Cena bieżąca 173,7 PLN
Cena docelowa 145,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	4 510,0	3 324,8	35,6%	15 701,8	11 060,5	42,0%	17 854,5	15 701,8	13,7%
EBITDA	1 791,7	854,4	109,7%	6 263,8	3 645,7	71,8%	7 363,7	6 263,8	17,6%
marża	39,7%	25,7%	-	39,9%	33,0%	-	41,2%	39,9%	-
EBIT	1 637,6	854,4	91,7%	5 649,5	3 098,1	82,4%	6 693,2	5 649,5	18,5%
Zysk brutto	1 632,6	847,9	92,5%	5 620,1	3 066,6	83,3%	6 693,2	5 620,1	19,1%
Zysk netto	1 322,4	685,4	93,0%	4 566,7	2 540,2	79,8%	5 421,5	4 566,7	18,7%

Operacyjnie świetnie, wycena opcji obniży wynik netto

W 4Q średnia cena miedzi na LME wyniosła 8 614 USD/t i była o 18,9% wyższa niż w poprzednim kwartale. Zdecydowanie wyższe wzrosty średniej ceny w kwartale zanotowało srebro, które kosztowało 863 USD/kg (+40,1% q/q). Ten pozytywny dla KGHM trend, częściowo zmniejszyło umocnienie PLN w relacji do USD. Średni kurs PLN/USD wyniósł 2,92, tj. o 6% mniej niż w 3Q. W prognozie zakładamy, że spółka sprzedała 140 tys. ton miedzi, z czego 22 tys. ton pochodziło w przerobu wsadów obcych. 53,6 tys. ton miedzi (38,3% całego wolumenu) objęta była transakcjami zabezpieczającymi, które obniżają efektywną cenę sprzedaży dla tego wolumenu o ok. 600 USD/t w relacji do cen LME. Dzięki wysokim cenom srebra całkowity jednostkowy koszt produkcji miedzi spadł poniżej 12 tys. PLN/t (11 950 PLN/t). W prognozie zakładamy, że spółka zaksięguje stratę na transakcjach zabezpieczających (gotówkową i związaną z wyceną opcji) na poziomie 550 mln PLN. Jedną z ważniejszych informacji na jakie należy zwrócić uwagę w kontekście wyceny KGHM jest polityka spółki dotycząca zabezpieczeń i tego czy w 4Q spółka otwierała nowe pozycje na miedzi i srebrze (w ostatnich kwartałach do 3Q2010 spółka nie zabezpieczała cen srebra).



Górnictwo węgla

 Analityk:
Michał Marczak

LW Bogdanka

Akumuluj

 P/E 2010 17,7 EV/EBITDA 2010 9,7
 P/E 2011 15,5 EV/EBITDA 2011 7,3

Cena bieżąca 117,1 PLN
Cena docelowa 125,9 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	308,8	267,7	15,3%	1 243,0	1 118,4	11,1%	1 521,1	1 243,0	22,4%
EBITDA	74,3	48,5	53,0%	411,7	368,0	11,9%	567,6	411,7	37,9%
marża	24,1%	18,1%	-	33,1%	32,9%	-	37,3%	33,1%	-
EBIT	37,1	13,4	176,7%	270,2	226,7	19,2%	342,6	270,2	26,8%
Zysk brutto	41,9	20,4	105,3%	283,7	237,8	19,3%	333,5	283,7	17,5%
Zysk netto	33,0	17,1	92,9%	224,6	191,5	17,3%	257,5	224,6	14,6%

Zgodnie z prognozą Zarządu

Zarząd podał całoroczną prognozę wyników, która powinna zostać dostarczona inwestorom. Nie oczekujemy istotnych odchyień od założeń spółki. Zakładamy, że w 4Q Bogdanka sprzedała 1,42 mln ton węgla po średniej cenie 210 PLN za tonę. Wysoka cena sprzedaży to m.in. efekt zbywania nadwyżek węgla po cenach spotowych (m.in. zmniejszenie zapasów), poza kontraktami długoterminowymi. Jednostkowy koszt produkcji szacujemy na 180 PLN/t i jest on wyższy niż w poprzednich kwartałach o 23 PLN/t. Taka sezonowość jest charakterystyczna dla spółki, która w ostatnim kwartale roku ponosi zwiększone wydatki związane z kosztami osobowymi i tworzeniem rezerw. W br. będą one jednak istotnie niższe niż związane w roku 2009, co powoduje wysoką dynamikę wzrostu zysku netto. Kluczowym elementem po wynikach kwartalnych (które mają już znaczenie historyczne po publikacji prognozy Zarządu) będzie informacja o cenach sprzedaży węgla, kontraktowanych na 2011. W naszych prognozach zakładamy 3% wzrost, prognozę w tym zakresie traktujemy jako ostrożną.

Przemysł



Przemysł spożywczy

 Analityk:
Jakub Szkopek

Astarta

 P/E 2010 6,4 EV/EBITDA 2010 5,9
P/E 2011 9,1 EV/EBITDA 2011 6,9

Sprzedaj

Cena bieżąca 95,2 PLN
Cena docelowa 63,6 PLN

(mln UAH)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	719,9	515,0	39,8%	2 086,1	1 354,8	54,0%	2 164,5	2 086,1	3,8%
EBITDA	244,9	159,6	53,5%	1 220,9	550,5	121,8%	944,6	1 220,9	-22,6%
marża	34,0%	31,0%	-	58,5%	40,6%	-	43,6%	58,5%	-
EBIT	199,3	135,4	47,2%	1 046,3	457,5	128,7%	757,6	1 046,3	-27,6%
Zysk brutto	175,7	100,1	75,5%	976,4	328,7	197,0%	708,1	976,4	-27,5%
Zysk netto	170,7	95,0	79,7%	963,5	323,4	197,9%	675,5	963,5	-29,9%

Wyniki nadal wysokie

W 4Q10 spodziewamy się, że Spółka sprzeda 60 tys. ton cukru (+0,7% r/r), 84 tys. ton zbóż (-1,1% r/r) oraz 13 tys. ton mleka. Na poziom przychodów pozytywny wpływ powinny mieć ceny cukru, które w 4Q10 wynosiły 921 USD/T (+20,3% r/r), pszenicy 240 USD/T (+54,7% r/r), jęczmienia 255 USD/T (+80,1% r/r), słonecznika 522 USD/T (+62,0% r/r) i kukurydzy 253 USD/T (+43,0% r/r). Niższe w porównaniu do analogicznego okresu roku 2009 były ceny soi 400 USD/T (-5,0% r/r) i mleka 316 USD/T (-29,0% r/r). W wynikach uwzględniamy otrzymane subsydia do uprawy buraka cukrowego za poprzedni rok (21 mln UAH, 500 UAH za ha). Spodziewamy się, że na aktualizację wartości aktywów biologicznych negatywny wpływ będą miały spadające w 4Q10 ceny mleka o 20,3%, co prowadzić będzie do ujemnego przeszacowania wartości żywego inwentarza (spadek cen mleka o 10% powoduje ujemne przeszacowanie aktywów żywego inwentarza o średnio 33,3 mln UAH). Na poziomie wyniku finansowego spodziewamy się ujemnego przeszacowania kredytów walutowych na skutek obniżenia się wartości hrywny do dolara na przestrzeni kwartału o 0,6% (negatywny efekt w wysokości 4,7 mln UAH).



Materiały budowlane

 Analityk:
Jakub Szkopek

Centrum Klima Trzymaj

 P/E 2010 18,3 EV/EBITDA 2010 12,8 **Cena bieżąca 16,0 PLN**
P/E 2011 13,5 EV/EBITDA 2011 8,3 **Cena docelowa 16,9 PLN**

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	22,1	17,7	24,4%	85,9	71,7	19,8%	111,0	85,9	29,2%
EBITDA	3,4	2,0	68,3%	10,4	9,7	7,2%	15,9	10,4	53,1%
marża	15,2%	11,3%	-	12,1%	13,5%	-	14,3%	12,1%	-
EBIT	2,5	1,6	58,0%	8,8	8,0	9,4%	12,8	8,8	45,3%
Zysk brutto	2,5	1,7	51,1%	9,1	8,0	13,9%	12,5	9,1	37,0%
Zysk netto	2,1	1,6	27,3%	7,5	6,7	11,2%	10,1	7,5	35,9%

Spodziewany spadek rentowności na produkcji i dystrybucji

Mimo umocnienia się PLN do USD, jakie mieliśmy okazję obserwować w 4Q10 względem 3Q10 (-5,9%), spółka w czwartym kwartale sprzedawała dużą część towaru zakupionego jeszcze w 3Q10. To powoduje, że marża na dystrybucji prawdopodobnie nadal kształtowała się na niskim poziomie. Ponadto Spółka w grudniu bieżącego roku w związku z obfitymi opadami śniegu odnotowała opóźnienia w dostawie asortymentu na budowy, co miało wpływ na realizowany poziom sprzedaży. Sygnalizowane opóźnienia na dostawie nowych linii produkcyjnych i problemy w zatrudnieniu nowych osób (z około 40 nowozatrudnionych osób połowie nie przedłużono umów o pracę) w połączeniu ze wspomnianymi opóźnieniami w dostarczeniu produktów na budowy w krótkim terminie mogą sprawić, że wzrost wolumenów na produkcji nie musi być tak duży jak miało to miejsce we wrześniu 2010 (+50% m/m). Dodatkowo na rentowność sprzedaży w segmencie produkcji negatywny wpływ mają drożejące ceny stali (główny materiał) oraz miedzi (wykorzystywanej przy zgrzewaniu elementów), które przekładane są na ceny produktów ze średnio 2-3 miesięcznym opóźnieniem. W wynikach 4Q10 uwzględniamy sprzedaż nieruchomości w Piastowie, w wyniku czego po uwzględnieniu wszystkich opłat agencyjnych zysk netto jest o 1,4 mln PLN wyższy.


**Materiały
budowlane**

 Analityk:
Jakub Szkopek

Cersanit

Redukuj

P/E 2010	19,3	EV/EBITDA 2010	12,6	Cena bieżąca	12,0 PLN
P/E 2011	19,6	EV/EBITDA 2011	10,2	Cena docelowa	10,04 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	377,4	327,8	15,1%	1 538,9	1 415,2	8,7%	1 675,8	1 538,9	8,9%
EBITDA	70,5	64,5	9,2%	273,5	284,7	-3,9%	327,3	273,5	19,7%
marża	18,7%	19,7%	-	17,8%	20,1%	-	19,5%	17,8%	-
EBIT	43,2	33,2	30,0%	165,1	168,1	-1,8%	204,1	165,1	23,6%
Zysk brutto	42,1	36,9	14,1%	155,6	-8,1	-	158,7	155,6	2,0%
Zysk netto	35,4	45,9	-23,0%	134,5	-8,1	-	128,5	134,5	-4,4%

Wysoka sprzedaż przed końcem roku, ale marża nadal niska

W 4Q10 spodziewamy się wzrostu wolumenów sprzedaży o 12% r/r i średnich cen wyższych o 3% r/r (w 4Q10 w Grupie PSB ceny kategorii płytki ceramiczne i wyposażenie łazienek i kuchni były o 2,6% r/r wyższe i na tym samym poziomie co w 3Q10). Wysoki wolumen sprzedaży w 4Q10, to efekt zwiększonych zakupów, jakie można było odnotować w efekcie chęci uniknięcia podwyżki podatku VAT w 2011 roku. Na poziom realizowanej marży brutto ze sprzedaży negatywny efekt może nieść umocnienie się złotówki do rubla (o 6,1% q/q) oraz do hrywny (o 6,2% q/q), poprzez co część działalności, jaką Spółka prowadzi na Ukrainie i w Rosji będzie w mniejszym stopniu ważyła w wynikach całej Grupy. Zakładamy, że w wyniku przeszacowania portfela kredytów Spółka odnotuje dodatni wynik na działalności finansowej w kwocie 11,3 mln PLN.


**Przemysł
elektromaszynowy**

 Analityk:
Jakub Szkopek

Famur

Sprzedaj

P/E 2010	20,1	EV/EBITDA 2010	11,9	Cena bieżąca	3,3 PLN
P/E 2011	21,3	EV/EBITDA 2011	10,4	Cena docelowa	2,3 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	236,1	160,9	46,8%	761,7	695,1	9,6%	752,2	761,7	-1,3%
EBITDA	43,0	1,8	-	133,9	133,6	0,2%	154,7	133,9	15,6%
marża	18,2%	1,1%	-	17,6%	19,2%	-	20,6%	17,6%	-
EBIT	29,9	-6,1	-	88,8	100,8	-11,9%	88,8	88,8	0,0%
Zysk brutto	30,0	-1,7	-	99,5	77,9	27,8%	95,2	99,5	-4,3%
Zysk netto	24,4	-2,9	-	79,7	58,0	37,4%	76,7	79,7	-3,8%

Spodziewany udany kwartał

W 4Q10 Spółka wykonywała kontrakt na dostawę kompleksu ścianowego do pokładów niskich dla Katowickiego Holdingu Węglowego za 83,9 mln PLN oraz część kontraktu na dostawę obudów ścianowych dla kontrahenta meksykańskiego za 14,9 mln EUR. Biorąc pod uwagę, że w przetargu na kompleks dla KHW do negocjacji cenowych ze względu na ściśle określoną specyfikację techniczną został dopuszczony wyłącznie Famur, oraz fakt, że kompleksy ścianowe mają wyższą marżę niż same obudowy spodziewamy się stosunkowo wysokiej rentowności realizowanej umowy. Na poziomie działalności finansowej oczekujemy, że Spółka zaksięguje około 2 mln PLN odsetek od obligacji węglowych wyemitowanych przez KHW (spodziewamy się, że w 4Q10 Spółka sprzeda węgiel za około 30 mln PLN). Spodziewamy się również, że Famur poniesie część kosztów agencyjnych wynikających z przyłączenia do Grupy Remagu oraz zorganizowanej części przedsiębiorstwa Pemug (szacunki DI BRE 0,5 mln PLN). W przeciwieństwie do rezultatów osiągniętych w analogicznym okresie roku 2009, nie spodziewamy się odpisów aktualizacyjnych na należności i zapasy, które w sumie obniżyły wynik operacyjny o 17,4 mln PLN.


Metale

 Analityk:
Jakub Szkopek

Impexmetal

Kupuj

 P/E 2010 14,3 EV/EBITDA 2010 8,5
 P/E 2011 12,6 EV/EBITDA 2011 6,8

Cena bieżąca 5,2 PLN
Cena docelowa 5,9 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	663,8	492,3	34,8%	2 445,9	1 785,0	49,3%	2 664,2	2 445,9	8,9%
EBITDA	40,2	46,1	-12,8%	172,7	137,2	30,3%	178,7	172,7	3,5%
marża	6,1%	9,4%	-	7,1%	7,7%		6,7%	7,1%	
EBIT	24,6	29,9	-17,9%	110,7	73,3	63,5%	119,8	110,7	8,3%
Zysk brutto	20,0	22,7	-12,1%	95,9	51,0	90,1%	97,0	95,9	1,2%
Zysk netto	15,3	14,3	7,2%	71,9	25,6	218,5%	81,6	71,9	13,5%

Spodziewany dobry kwartał i przebiecie prognozy Zarządu

Spółka w 4Q10 nadal powinna korzystać na dobrej koniunkturze w przemyśle europejskim (w listopadzie produkcja sprzedana przemysłu w strefie euro wzrosła o 7,3% r/r, a w październiku o 7,0% r/r). Prognozujemy 6% r/r wzrost wolumenów w HAK, 22% r/r w Hutmenie, 2% r/r w WM Dziedzice, 1% r/r w FŁT Silesia oraz utrzymanie wolumenu w Baterpolu. Dodatkowo pozytywnie na poziom przychodów działać będą rosnące ceny metali w PLN, które w przypadku aluminium wzrosły o 19,7% r/r, miedzi +33,4% r/r, ołowiu +7,6% r/r i cynku 7,4% r/r. Inaczej niż miało to miejsce w 4Q09, na pozostałe przychody i koszty operacyjne nie będą miały wpływu transakcje jednorazowe (+16,5 mln PLN) związane ze sprzedażą majątku w Hutmenie i ZM Silesia oraz odwróceniem wcześniej zawiązanych odpisów i rezerw w Impexmetal i WM Dziedzice. Na poziomie działalności finansowej pozytywny efekt na wynik powinna mieć aktualizacja wyceny pozycji hedgingowych, gdyż na przestrzeni 4Q10 ceny aluminium w PLN wzrosły o 7% q/q, a miedzi o 22% q/q. Zakładamy, że wycena transakcji zabezpieczających ceny surowców doda do wyniku około 2 mln PLN. W wyniku netto uwzględniamy 0,3 mln PLN starty na działalności zaniechanej.


**Przemysł
spożywczy**

 Analityk:
Jakub Szkopek

Kernel

Trzymaj

 P/E 2010 12,4 EV/EBITDA 2010 8,7
 P/E 2011 10,1 EV/EBITDA 2011 7,4

Cena bieżąca 83,3 PLN
Cena docelowa 79,1 PLN

(mln USD)	IVQ2011P	IVQ2010	zmiana	2011P	2010	zmiana	2012P	2011P	zmiana
Przychody	408,3	272,3	50,0%	1 519,9	1 020,5	48,9%	1 952,5	1 519,9	28,5%
EBITDA	77,3	56,4	37,1%	258,1	190,7	35,3%	281,4	258,1	9,0%
marża	18,9%	20,7%	-	17,0%	18,7%	-	14,4%	17,0%	-
EBIT	69,5	51,6	34,7%	227,0	168,2	35,0%	250,8	227,0	10,5%
Zysk brutto	62,7	42,8	46,5%	183,5	152,6	20,3%	225,3	183,5	22,8%
Zysk netto	58,0	43,1	34,5%	170,9	153,0	11,8%	209,9	170,9	22,8%

Co najmniej 30% r/r poprawa na każdym poziomie

Spodziewamy się, że w 4Q10 Spółce uda się sprzedać 160,4 tys. ton oleju słonecznikowego luzem (+150% r/r i -13,0% q/q) oraz 35 tys. ton oleju butelkowanego (-4,1% r/r i 5,3% q/q). W 4Q10 eksport oleju słonecznikowego luzem na Ukrainie był o 30,5% r/r wyższy i o 38,3% wyższy w porównaniu do 3Q10. Spadek wolumenu sprzedaży oleju luzem w Kernelu jest zgodny z obserwowanymi w ostatnich trzech latach tendencjami, kiedy to w 4Q10 średnio Spółka sprzedawała o 20,1 tys. ton oleju luzem mniej niż w 3Q10. W zakresie handlu zbożem oczekujemy, że Spółka sprzeda zboże w ilości, w jakiej Kernel zdobył kwoty eksportowe na 4Q10 (436 tys. ton). Na wyniki operacyjne segmentu oleju luzem pozytywny wpływ powinna mieć wysoka, zaobserwowana w 4Q10 marża przerobowa na słoneczniku (162 USD/T). Prognozujemy, że pozwoli to na wypracowanie EBITDA segmentu na poziomie 45,2 mln USD. Podobnie, jak miało to miejsce w 3Q10, wysoka rentowność EBITDA powinna mieć miejsce w segmencie handlu zbożem (15,4% w 4Q10 vs. 16,8% w 3Q10), co jest rezultatem różnic w kształtowaniu się cen zbóż na rynku lokalnym i na rynku światowym (lokalne ceny pszenicy były w 4Q10 o 15% niższe niż ceny na rynku światowym wobec 17,9% różnicy w 3Q10, a kukurydzy o 31,6% niższe wobec 19,2% różnicy w 3Q10). Prognozujemy, że w 4Q10 w segmencie handlu zbożem EBITDA na tonę sprzedanego zboża wyniesie 50 USD/T wobec 51,8 USD/T zanotowane w 3Q10. W segmencie oleju butelkowanego spodziewamy się wzrostu średniej ceny sprzedaży o 10,8% r/r i 3% q/q, co z kolei powinno mieć pozytywny wpływ na marże przerobowe (oczekujemy marży na poziomie 100 USD/T względem 97,4 USD/T w 3Q10 i 105,5 USD/T w 4Q09).


**Przemysł
elektromaszynowy**

Kopex

Redukuj

 Analityk:
Jakub Szkopek

P/E 2010	42,6	EV/EBITDA 2010	11,0	Cena bieżąca	19,7 PLN
P/E 2011	17,7	EV/EBITDA 2011	8,4	Cena docelowa	15,9 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	548,7	600,3	-8,6%	2 171,9	2 313,4	-6,1%	2 224,3	2 171,9	2,4%
EBITDA	52,3	27,7	88,8%	175,9	217,1	-19,0%	226,5	175,9	28,8%
marża	9,5%	4,6%	-	8,1%	9,4%	-	10,2%	8,1%	-
EBIT	29,8	11,0	170,4%	91,4	145,3	-37,1%	137,6	91,4	50,6%
Zysk brutto	19,9	11,7	70,3%	60,3	109,7	-45,0%	112,6	60,3	86,7%
Zysk netto	13,1	20,6	-36,3%	34,3	87,2	-60,6%	83,7	34,3	143,8%

Sygnalizowana poprawa względem 3Q10

Szacujemy, że w 4Q10 przychody ze sprzedaży spadną o 9% r/r, głównie za sprawą niższego o 44% r/r obrotu w segmencie sprzedaży energii elektrycznej (spadek opłacalności zawieranych umów), oraz niższej o 39% r/r sprzedaży w segmencie urządzeń elektrycznych i elektronicznych (skutkiem osłabienia sprzedaży w Grupie Hansen). Wyższe przychody ze sprzedaży powinny być zauważalne w segmencie usług górniczych (+27% r/r) w wyniku prowadzonych prac nad drażeniem szybu Bzie-1 dla JSW oraz w segmencie sprzedaży węgla o 235% r/r w rezultacie zbycia węgla, jaki Spółka otrzymała w ramach rozliczenia obligacji z KHW. Pozytywny wpływ na rentowność w segmencie usług górniczych powinno mieć uwzględnienie szkód pogodowych przez JSW przy realizacji drażenia szybu Bzie-1, których koszt Spółka musiała ponieść w pierwszej połowie 2010 roku (szacujemy, że wpłynie to na poprawę EBIT o 2-3 mln PLN). Spodziewamy się, że na poziomie wyniku na działalności finansowej Spółka zaksięguje stratę na rozwiązywanych kontraktach pod niezrealizowany kontrakt argentyński (11 mln PLN). Zakładamy, że Spółka otrzyma około 1,5 mln PLN odsetek w wyniku rozliczenia obligacji węglowych od KHW oraz około 3 mln PLN zysku na transakcjach walutowych, jakie miały miejsce w 4Q10. Nasza prognoza zakłada osiągnięcie w 4Q10 zysku brutto na poziomie 19,9 mln PLN i zysku netto na poziomie 13,1 mln PLN. Wcześniej główny akcjonariusz Spółki zapowiadał, że w 2010 roku Spółka wypracuje połowę zysku netto, jaki miał miejsce w 2009 roku, co oznaczałoby, że w 4Q10 wynik netto wyniósłby około 25 mln PLN. Możliwe, że Spółka chcąc uwiarygodnić się przed inwestorami będzie chciała podwyższyć rezultat ostatniego kwartału pokazując wynik netto 4Q10 na poziomie co najmniej 20 mln PLN.


Papierniczy

Mondi

Trzymaj

 Analityk:
Michał Marczak

P/E 2010	18,3	EV/EBITDA 2010	10,1	Cena bieżąca	78,5 PLN
P/E 2011	11,6	EV/EBITDA 2011	7,8	Cena docelowa	80,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	638,8	426,1	49,9%	2 269,0	1 360,8	66,7%	2 509,3	2 249,0	11,6%
EBITDA	124,6	94,6	31,7%	438,3	217,9	101,2%	553,7	438,3	26,3%
marża	19,5%	22,2%	-	19,3%	16,0%	-	22,1%	19,5%	-
EBIT	81,2	54,9	47,9%	277,1	99,6	178,1%	404,0	277,1	45,8%
Zysk brutto	78,2	43,5	79,8%	217,9	74,6	192,0%	351,4	217,9	61,3%
Zysk netto	75,9	38,6	96,6%	214,4	71,4	200,2%	338,1	214,4	57,7%

Początek udanych kwartałów

4Q2010 to okres kiedy średnie ceny papieru na rynku europejskim jeszcze istotnie rosły w ujęciu q/q. Z danych FOEX wynika, że średnia cena kraftlinera zwiększyła się o 11,1% q/q, testlinera o 6,6% a flutingu o 7,9%. Uwzględniając strukturę asortymentową sprzedaży średnia cena papierów CCM wzrosła w stosunku do 3Q o 8,5%. Ten pozytywny efekt częściowo niweluje umocnienie PLN w relacji do EUR o 1,2%. Statystyczny wzrost średnich cen (pomimo obecnego wyhamowania trendu) będzie jeszcze widoczny w 1Q2011. Biorąc pod uwagę relacje cenowe i zakładany wzrost wolumenu sprzedaży (w 3Q2010 postój remontowy), oczekujemy rekordowego w ujęciu kwartalnym poziomu przychodów. Blisko 9% wzrost cen makulatury i dalszy wzrost cen drewna powinny oznaczać nieco niższą niż w 3Q marżę EBITDA (skorygowaną o zdarzenia jednorazowe). Naszym zdaniem 4Q2010 zapoczątkuje serię kwartałów, w których spółka powinna regularnie wykazywać zysk netto na poziomie 75-85 mln PLN.

Budownictwo



Budownictwo

 Analitik:
Maciej Stokłosa

Budimex

Redukuj

 P/E 2010 10,2 EV/EBITDA 2010 5,4
 P/E 2011 12,9 EV/EBITDA 2011 8,8

Cena bieżąca 95,5 PLN
Cena docelowa 91,5 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	1 177,5	899,0	31,0%	4 338,2	3 289,9	31,9%	4 929,3	4 338,2	13,6%
EBITDA	62,0	76,0	-18,5%	338,9	221,7	52,8%	260,7	338,9	-23,1%
marża	5,3%	8,5%	-	7,8%	6,7%	-	5,3%	7,8%	-
EBIT	57,1	70,1	-18,6%	316,4	200,5	57,8%	240,0	316,4	-24,1%
Zysk brutto	62,6	71,0	-11,8%	318,4	224,2	42,0%	252,5	318,4	-20,7%
Zysk netto	50,7	54,3	-6,6%	258,0	173,7	48,6%	204,6	258,0	-20,7%

Q4 2010 będzie lepszy, niż oczekiwaliśmy, ale rok 2011 jest ciągle niepewny

Spodziewamy się, że wyniki Q4 2010 ciągle będą dobre, jednak nie aż tak, jak w poprzednich kwartałach (w Q3 2010 Budimex wygenerował ponad 80 mln PLN zysku netto). Przewidujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 8,7%. Nie wykluczamy, że saldo rezerw na kontrakty może się jeszcze powiększyć w Q4. Koszty ogólne wyniosą zgodnie z prognozą 43,6 mln PLN (Q3: 33,8 mln PLN, efekt wypłacanych na koniec roku premii). Pozostałe koszty operacyjne netto zakładamy na poziomie 2 mln PLN, zaś pozostałe przychody finansowe netto na poziomie 6 mln PLN. Udział w zyskach firm wycenianych metodą praw własności zakładamy na poziomie -0,5 mln PLN.

Warto zauważyć, że Q4 2010 jest w zasadzie ostatnim kwartałem, na wyniki którego może wpływać wysoka rentowność starych kontraktów budowlanych, pozyskanych w 2007 i 2008 roku. Ich udział w przychodach Q4 2010 szacujemy na 10,8%. W 2011 roku przychody ze starych, wysoko marżowych zleceń można szacować na jedynie nieznacznie ponad 20 mln PLN.

W Q4 2010 można również przewidywać istotny wzrost salda gotówki Budimexu, z uwagi na dążenie GDDKiA do wykonania budżetu na rok 2010. Efekt ten nie powinien być trwały. Obawiamy się spadku salda gotówki w roku 2011.



Budownictwo

 Analitik:
Maciej Stokłosa

Elektrobudowa Trzymaj

 P/E 2010 16,8 EV/EBITDA 2010 10,5
 P/E 2011 14,2 EV/EBITDA 2011 9,2

Cena bieżąca 168,6 PLN
Cena docelowa 178,6 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	215,0	222,7	-3,5%	715,1	700,9	2,0%	726,6	715,1	1,6%
EBITDA	21,0	25,9	-19,0%	67,5	79,0	-14,5%	76,2	67,5	12,7%
marża	9,8%	11,6%	-	9,4%	11,3%	-	10,5%	9,4%	-
EBIT	18,2	23,3	-21,9%	56,5	69,0	-18,0%	55,3	56,5	-2,2%
Zysk brutto	18,4	22,9	-19,6%	57,8	70,6	-18,1%	67,0	57,8	15,8%
Zysk netto	14,9	18,1	-17,6%	47,6	54,5	-12,7%	54,2	47,6	14,0%

Dobre zakończenie roku 2010

Uważamy, że wyniki Q4 2010 będą dobre i pozwolą na przekroczenie prognozy zarządu, zakładającej 697,7 mln PLN przychodów i 44,4 mln PLN zysku netto w całym 2010 roku. Nasza stara prognoza, zakładająca 683,5 mln PLN przychodów i 49,1 mln PLN zysku netto zostanie przekroczona tylko na poziomie przychodów. Przy 47,6 mln PLN zysku za cały rok 2010, Elektrobudowa jest relatywnie droga (P/E 2010 = 16,8).

Zakładamy, że marża brutto na sprzedaży wyniesie w Q4 2010 10,5%. Koszty ogólne prognozujemy na poziomie 5,8 mln PLN, pozostałe przychody operacyjne netto zaś na poziomie 1,4 mln PLN. Zakładamy 0,25 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto.

W podziale na segmenty działalności, oczekujemy poprawy marży EBIT w segmencie wytwarzania energii i automatyki. W segmencie wytwarzania energii o poprawie zadecyduje brak korekt marż za ubiegłe kwartały (negatywny wpływ na wyniki Q3 2010). W segmencie automatyki, charakteryzującym się wysokimi kosztami ogólnymi, oczekujemy wzrostu przychodów. W segmencie dystrybucji energii i przemysłu oczekujemy zaś niższych marż w porównaniu do 3Q 2010, z uwagi na brak korzystnych zdarzeń jednorazowych, które pozytywnie wpływały na wyniki poprzednich okresów.


Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Erbud

Trzymaj

P/E 2010	18,5	EV/EBITDA 2010	10,6	Cena bieżąca	50,1 PLN
P/E 2011	12,1	EV/EBITDA 2011	7,5	Cena docelowa	55,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	305,0	287,0	6,3%	1 142,8	954,6	19,7%	1 340,6	1 142,8	17,3%
EBITDA	9,4	14,8	-36,8%	55,2	68,3	-19,1%	69,9	55,2	26,5%
marża	3,1%	5,2%	-	4,8%	7,2%	-	5,2%	4,8%	-
EBIT	7,5	12,7	-40,6%	47,6	60,5	-21,2%	62,1	47,6	30,3%
Zysk brutto	7,7	12,1	-36,7%	45,7	56,3	-18,9%	64,5	45,7	41,0%
Zysk netto	6,1	7,2	-14,8%	34,1	41,7	-18,2%	51,9	34,1	52,4%

Słaby wynik Q4 2010, wpływ rezerwy na kwotę 7 mln PLN

Wyniki Q4 2010 będą słabe, co związane jest z rezerwą w wysokości 7 mln PLN, która naszym zdaniem powinna być zaksięgowana w poczet kosztów własnych sprzedaży. Rezerwa dotyczy kontraktu na budowę osiedla mieszkaniowego w Krakowie, realizowanego od 2007 roku.

Oczekujemy, że w Q4 2010 Erbud wygeneruje 305 mln PLN przychodów, w tym 231 mln PLN w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju, 30 mln PLN w segmencie eksportu, 25 mln PLN w segmencie drogownictwa, 13 mln PLN w segmencie deweloperskim, 3 mln PLN w segmencie budownictwa energetycznego i 3 mln PLN w segmencie konstrukcji stalowych. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 7,2% (9,5% bez uwzględnienia rezerwy). Koszty ogólne zakładamy na poziomie 14 mln PLN.

Oczekujemy 0,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 0,1 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto. Ostatecznie, wynik netto w Q4 2010 wyniesie zgodnie z prognozą 6,1 mln PLN. Bez zawiązania rezerwy, wynik netto wyniósłby 11,8 mln PLN, czyli byłby lepszy niż w Q3 2010 (8,9 mln PLN) i gorszy niż w Q2 2010 (14,6 mln PLN). Wcześniej oczekiwaliśmy, że wynik Q4 2010 może być najlepszy w roku, niemniej, ostateczne rozliczenie kontraktów na budowę centrów handlowych w Wałbrzychu i Bytomiu nie nastąpi jeszcze w Q4 2010.


Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Mostostal Warszawa Kupuj

P/E 2010	15,8	EV/EBITDA 2010	6,8	Cena bieżąca	48,2 PLN
P/E 2011	16,7	EV/EBITDA 2011	7,2	Cena docelowa	59,9 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	727,1	768,0	-5,3%	2 615,7	2 712,1	-3,6%	2 723,7	2 615,7	4,1%
EBITDA	15,4	49,0	-68,5%	114,0	209,1	-45,5%	127,1	114,0	11,5%
marża	2,1%	6,4%	-	4,4%	7,7%	-	4,7%	4,4%	-
EBIT	5,7	41,6	-86,3%	77,9	181,2	-57,0%	89,2	77,9	14,4%
Zysk brutto	6,8	53,4	-87,2%	84,4	169,5	-50,2%	96,1	84,4	13,8%
Zysk netto	5,0	40,7	-87,7%	60,9	117,3	-48,1%	69,2	60,9	13,5%

Na bardzo słaby wynik Q4 2010 wpłynię zwiększenie salda rezerw na kontrakty

Wyniki Q4 2010 będą bardzo słabe, wynikać to będzie jednak w dużej mierze ze spodziewanego zwiększenia salda rezerw na kontrakty w Mostostalu Warszawa na poziomie jednostkowym (+ 10 mln PLN). Oczekujemy, że przychody Grupy w Q4 2010 wyniosą 727,1 mln PLN, w tym 530 mln PLN na poziomie jednostkowym, 32,1 mln PLN w Mostostalu Płock, 35 mln PLN w Remaku i 130 mln PLN w pozostałych spółkach. Rentowność brutto na sprzedaży Grupy szacujemy na 4,7% (jednostkowy Mostostal Warszawa: 3,6%, Mostostal Płock i Remak: 10%, pozostałe spółki: 6,5%).

Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 28 mln PLN (Q3 2010: 19,8 mln PLN, efekt premii wypłacanych na koniec roku). Zakładamy pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 0,5 mln PLN. Pozostałe przychody finansowe netto wyniosą zgodnie z prognozą 1,1 mln PLN. Zyski mniejszości zakładamy na poziomie 0,5 mln PLN. Ostatecznie, wynik netto w Q4 2010 wyniesie zgodnie z prognozą jedynie 5 mln PLN.

Podsumowując, wyniki Q4 2010 są bardzo słabe. Częściowo spółkę broni to, że za słabe wyniki odpowiadają zawiązane rezerwy. Gdyby nie doszło do zwiększenia salda rezerw, wynik netto wyniósłby około 13 mln PLN. Spółka jest wyceniana przy wskaźnikach P/E 2010 = 15,8, EV/EBITDA 2010 = 6,8. Zważywszy na to, że jest to dołek wyników firmy, a w perspektywie pozostają inwestycje sektora energetycznego, nie jest to naszym zdaniem poziom wymagający.


Budownictwo

PBG

Redukuj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2010

12,7

EV/EBITDA 2010

9,3

Cena bieżąca 196,4 PLN

P/E 2011

12,7

EV/EBITDA 2011

9,1

Cena docelowa 194,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	884,3	646,9	36,7%	2 815,4	2 578,0	9,2%	3 923,6	2 815,4	39,4%
EBITDA	126,7	126,8	0,0%	333,5	333,6	0,0%	330,8	333,5	-0,8%
marża	14,3%	19,6%	-	11,8%	12,9%	-	8,4%	11,8%	-
EBIT	115,1	115,1	0,0%	286,5	286,5	0,0%	280,1	286,5	-2,2%
Zysk brutto	100,4	93,0	7,9%	270,0	262,6	2,8%	287,5	270,0	6,5%
Zysk netto	81,2	71,6	13,5%	220,3	210,6	4,6%	221,2	220,3	0,4%

Ponownie bez zaskoczeń, słaby wynik Hydrobudowy

Oczekujemy, że wyniki Q4 2010 pozwolą na zrealizowanie prognoz wyników PBG w 2010 roku, zakładających 220 mln PLN zysku netto. Przewidujemy, że w Q4 2010 marża brutto na sprzedaży wyniesie 14,8%. Oczekujemy 37,7 mln PLN kosztów ogólnych. Aż 22,4 mln PLN wyniesie dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej. W efekcie, PBG uda się wypracować 115,1 mln PLN EBIT.

Saldo pozostałych kosztów finansowych netto wyniesie -14,7 mln PLN, zaś efektywna stopa podatkowa 19,6%. Oczekujemy 0,5 mln PLN straty akcjonariuszy mniejszościowych i 81,2 mln PLN zysku netto. Podsumowując, wyniki Q4 nie zaskoczą. Warto pamiętać jednak o strukturze wyniku (aż 22,4 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych netto). W wynikach Q4 2010 najbardziej interesujący będzie naszym zdaniem cash flow, który powinien uwzględniać zaliczki, których otrzymania spodziewamy się w związku z realizacją dużych kontraktów drogowych przez Aprivę.

Oczekujemy, że Hydrobudowa wygeneruje w Q4 2010 359 mln PLN przychodów, 7,3 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 2,0%), 13,3 mln PLN kosztów ogólnych. Strata na sprzedaży wyniesie 6,0 mln PLN. Z uwagi na dodatnie oczekiwane saldo pozostałe działalności operacyjnej, oczekujemy 8,9 mln PLN EBIT i wyniku netto zbliżonego do zera.


Budownictwo

Polimex Mostostal Akumuluj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2010

15,1

EV/EBITDA 2010

7,4

Cena bieżąca 3,6 PLN

P/E 2011

13,1

EV/EBITDA 2011

7,4

Cena docelowa 4,2 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	1 225,0	1 753,4	-30,1%	4 203,7	4 836,7	-13,1%	5 125,5	4 203,7	21,9%
EBITDA	121,8	91,4	33,3%	322,9	343,6	-6,0%	321,6	322,9	-0,4%
marża	9,9%	5,2%	-	7,7%	7,1%	-	6,3%	7,7%	-
EBIT	97,8	74,1	31,9%	226,5	264,9	-14,5%	201,6	226,5	-11,0%
Zysk brutto	72,0	57,4	25,4%	163,9	215,6	-24,0%	152,6	163,9	-6,9%
Zysk netto	50,4	50,5	-0,2%	110,4	156,4	-29,4%	143,3	110,4	29,8%

Wyniki Q4 2010 nominalnie bardzo dobre, ale jakość niestety słaba

Nominalnie wyniki Polimexu w Q4 2010 prezentować się będą bardzo dobrze, oczekujemy jednak, że ich struktura będzie słaba. Przewidujemy następujące zdarzenia jednorazowe: prześięgowanie części strat poniesionych przez Coifer do wyników lat ubiegłych (+10 mln PLN), pozostałe przychody operacyjne netto (+30 mln PLN, w tym odwrócenia rezerw i wynik na sprzedaży nieruchomości), ujemne różnice kursowe (-10 mln PLN), wysoka efektywna stopa podatkowa (25%). Bez zdarzeń jednorazowych, wynik netto Polimexu w Q4 2010 wyniósłby około 32 mln PLN. Nie jest to może 50 mln PLN, ale poprawa i tak jest duża w porównaniu do Q3 2010 (17,3 mln PLN) oraz Q2 2010 (25,9 mln PLN).

Marżę brutto na sprzedaży w Q4 2010 prognozujemy na poziomie 10,6% (9,8% bez zdarzeń jednorazowych związanych z Coiferem). Dla porównania, marża brutto w Q3 2010 wyniosła 8,9%, zaś w Q2 2010 10,8%. Oczekujemy 62,2 mln PLN kosztów ogólnych (Q3 2010: 59,1 mln PLN, wypłata premii rocznych miała miejsce w ubiegłych kwartałach).

Zakładamy pozostałe przychody operacyjne netto na poziomie 30 mln PLN (rozwiązania rezerw, sprzedaż nieruchomości). Pozostałe koszty finansowe netto prognozujemy na poziomie 25,9 mln PLN (w tym 10 mln PLN ujemnych różnic kursowych). Udział w zyskach jednostek podporządkowanych będzie zbliżony do zera. Oczekujemy wysokiej efektywnej stopy podatkowej (25%) oraz zysków mniejszości na poziomie 3,6 mln PLN. W prognozach wyników Q4 2010 nie zakładamy rozpoznania ulg podatkowych z tytułu inwestycji w Specjalnych Strefach Ekonomicznych.


Budownictwo

Rafako

Akumuluj

Analitik:

Maciej Stokłosa

P/E 2010 21,5

P/E 2011 15,3

EV/EBITDA 2010 11,0

EV/EBITDA 2011 8,7

Cena bieżąca 12,4 PLN
Cena docelowa 13,5 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	275,0	103,1	166,8%	1 135,6	963,7	17,8%	1 418,2	1 135,6	24,9%
EBITDA	13,1	14,2	-7,9%	64,6	67,5	-4,3%	77,5	64,6	20,0%
marża	4,8%	13,8%	-	5,7%	7,0%	-	5,5%	5,7%	-
EBIT	10,1	11,3	-10,7%	52,7	53,9	-2,2%	63,7	52,7	20,9%
Zysk brutto	11,2	11,3	-0,5%	52,1	52,2	-0,1%	70,7	52,1	35,7%
Zysk netto	8,8	6,4	36,3%	40,1	37,7	6,2%	56,3	40,1	40,4%

Tendencja z poprzednich kwartałów podtrzymana w Q4 2010

Uważamy, że zgodnie z zapowiedziami prezesa, wyniki Rafako w Q4 2010 będą podobne, jak w ubiegłych kwartałach. Oczekujemy marży brutto na poziomie 10,25%. Nie wykluczamy, że na poziom marży brutto będą oddziaływać zawiązane przez spółkę rezerwy. Zakładamy koszty ogólne na poziomie 17,1 mln PLN (Q2 2010: 15,9 mln PLN, Q3 2010: aż 30,3 mln PLN, z uwagi na zdarzenia jednorazowe). Zakładamy pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 1 mln PLN i 10,1 mln PLN EBIT.

Pozostałe przychody finansowe netto wyniosą zgodnie z prognozą 1,1 mln PLN. Zakładamy 0,3 mln PLN zysków akcjonariuszy mniejszościowych. Ostatecznie, w całym roku oczekujemy 40,1 mln PLN zysku netto. Poprawa wyników powinna nastąpić w 2011 roku, przy czym raczej w jego drugiej połowie. Na poprawę wyników w latach przyszłych pozytywnie może oddziaływać wysokie saldo rezerw na straty na kontraktach i naprawy gwarancyjne.


Budownictwo

Trakcja Polska Trzymaj

Analitik:

Maciej Stokłosa

P/E 2010 16,7

P/E 2011 12,3

EV/EBITDA 2010 7,4

EV/EBITDA 2011 5,8

Cena bieżąca 3,65 PLN
Cena docelowa 4,16 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	211,3	186,8	13,1%	484,8	711,6	-31,9%	962,4	484,8	98,5%
EBITDA	21,1	21,6	-2,1%	53,0	86,8	-38,9%	53,7	53,0	1,4%
marża	10,0%	11,5%	-	10,9%	12,2%	-	5,6%	10,9%	-
EBIT	18,4	18,8	-2,1%	42,4	76,7	-44,6%	42,9	42,4	1,2%
Zysk brutto	19,1	21,5	-11,0%	44,2	87,9	-49,8%	48,8	44,2	10,6%
Zysk netto	15,5	18,6	-16,8%	35,0	71,6	-51,1%	39,6	35,0	13,0%

Wysokie wyniki Q4 2010 dzięki rozliczeniu starych, kończących się kontraktów

Oczekujemy, że wyniki Q4 2010 zaprezentują tak znaczny wzrost przychodów q/q, jak i wysoki poziom zysku netto (15,5 mln PLN). Przychody w Q4 2010 wyniosą 211,3 mln PLN (Q3 2010: 123,1 mln PLN), za wzrost przychodów odpowiada wejście w życie nowych zleceń. Rentowność brutto na sprzedaży w Q4 2010 wyniesie 12,4%, co z kolei wynika głównie z rozpoznania całej marży na starych, kończących się w Q4 2010 kontraktach.

Koszty ogólne przewidujemy na poziomie 8,5 mln PLN (Q3 2010: 6,8 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto przewidujemy na poziomie 0,5 mln PLN. Oczekujemy, że pozostałe przychody finansowe netto wyniosą w Q4 2010 0,7 mln PLN.

Nasze obecne prognozy na rok 2011 nie zakładają połączenia Trakcji Polskiej z Tiltra Group. W najbliższym czasie przedstawimy zaktualizowane prognozy uwzględniające transakcję. Transakcję, w kontekście ceny przejęcia i ryzyk z nim związanych, nadal oceniamy negatywnie.


Budownictwo

Ulma CP

Akumuluj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2010

41,3

P/E 2011

12,9

EV/EBITDA 2010

5,5

EV/EBITDA 2011

4,3

Cena bieżąca 81,8 PLN
Cena docelowa 85,9 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	60,4	49,7	21,5%	215,7	175,4	23,0%	256,0	215,7	18,7%
EBITDA	35,5	22,4	58,4%	107,2	72,1	48,7%	128,8	107,2	20,2%
marża	58,7%	45,1%	-	49,7%	41,1%	-	50,3%	49,7%	-
EBIT	13,1	4,1	223,2%	27,4	4,0	591,6%	52,8	27,4	92,9%
Zysk brutto	9,2	0,9	911,2%	13,8	-6,6	-309,9%	41,2	13,8	198,1%
Zysk netto	7,5	0,9	735,5%	10,7	-5,5	-295,5%	33,3	10,7	211,0%

Widoczna poprawa w Q4 2010

Oczekujemy, że w wynikach Ulmy za Q4 2010 widoczna będzie poprawa, związana z wzrostem stawek dzierżawy szalunków i wzrostem rotacji majątku. Poprawa związana jest głównie z rekordowym wolumenem zakontraktowanych prac drogowych. Oczekujemy, że w Q4 2010 Ulma wygeneruje 60,4 mln PLN przychodów, 42,8 mln PLN kosztów własnych sprzedaży i 17,6 mln PLN zysku brutto na sprzedaży.

Oczekujemy 4,3 mln PLN kosztów ogólnych. Pozostałe koszty operacyjne netto przewidujemy na poziomie 0,25 mln PLN, zaś pozostałe koszty finansowe netto na poziomie 3,9 mln PLN (w tym 0,3 mln PLN różnic kursowych). Ostatecznie, spodziewamy się 7,5 mln PLN zysku netto. Będzie to najlepszy wynik w całym roku. Tendencja poprawy wyników będzie kontynuowana w roku 2011, z krótką przerwą w postaci zimowego Q1 2011.


Budownictwo

Unibep

Trzymaj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2010

14,6

P/E 2011

16,2

EV/EBITDA 2010

10,6

EV/EBITDA 2011

11,7

Cena bieżąca 9,56 PLN
Cena docelowa 9,3 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	200,4	158,5	26,5%	672,2	392,7	71,2%	734,6	672,2	9,3%
EBITDA	10,9	13,6	-19,7%	34,4	31,4	9,5%	29,7	34,4	-13,5%
marża	5,4%	8,6%	-	5,1%	8,0%	-	4,0%	5,1%	-
EBIT	9,5	12,0	-20,9%	28,8	26,6	7,9%	24,6	28,8	-14,5%
Zysk brutto	8,9	10,4	-13,9%	27,9	24,8	12,7%	24,8	27,9	-11,2%
Zysk netto	7,2	6,8	6,6%	22,2	17,8	24,8%	20,0	22,2	-10,0%

Prognoza całoroczna zrealizowana, bez zaskoczeń

Wyniki Q4 2010 powinny być wystarczające do zrealizowania prognozy zarządu, która zakłada 22 mln PLN zysku netto w 2010 roku. Spodziewamy się 200,4 mln PLN przychodów, w tym 120 mln PLN w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju, 20,3 mln PLN w segmencie drogownictwa, 19 mln PLN w segmencie eksportu, 27 mln PLN w segmencie działalności deweloperskiej, 14 mln PLN w ramach działalności pozostałej. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 7,8% (działalność deweloperska: 24%, budownictwo: 5,8%, działalność pozostała: 0%).

Oczekujemy 6 mln PLN kosztów ogólnych i 0,25 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. Przewidujemy pozostałe koszty finansowe netto w wysokości 0,6 mln PLN. Ostatecznie, w 2010 roku spodziewamy się 22,2 mln PLN wyniku netto, co jest zgodne z całoroczną prognozą zarządu.


Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

ZUE

 P/E 2010 19,2 EV/EBITDA 2010 7,1
 P/E 2011 10,7 EV/EBITDA 2011 5,7

Kupuj

Cena bieżąca 18,2 PLN
Cena docelowa 19,3 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	158,6	54,0	193,7%	395,8	199,9	98,0%	505,4	395,8	27,7%
EBITDA	15,0	6,1	145,2%	34,4	18,5	86,3%	46,8	34,4	36,0%
marża	9,5%	11,3%	-	8,7%	9,2%	-	9,3%	8,7%	-
EBIT	13,2	5,7	132,2%	26,9	16,8	60,3%	38,5	26,9	43,0%
Zysk brutto	11,8	6,7	75,8%	21,1	10,9	93,7%	38,1	21,1	80,8%
Zysk netto	9,3	5,3	75,6%	16,3	8,6	88,2%	29,0	16,3	78,3%

Wynik 2010 roku lekko niższy, niż w prognozie, z uwagi na niższe przychody

Oczekujemy, że przychody w 2010 roku będą o około 20 mln PLN niższe, niż przewidywała prognoza w prospekcie emisyjnym. Niższe przychody spowodują, że EBIT i wynik netto nieznacznie odchyli się od prognoz z prospektu, różnica jednak nie przekroczy 5%. Nie zauważamy na razie ryzyk w kontekście prognoz na rok 2011. Podtrzymujemy rekomendację pozytywną.

Zakładamy, że marża brutto na sprzedaży w Q4 2010 wyniesie 11,0%. Koszty ogólne prognozujemy na poziomie 4,2 mln PLN. Nie przewidujemy pozostałych zdarzeń operacyjnych. Koszty finansowe netto wyniosą zgodnie z prognozą 1,4 mln PLN. Zakładamy zysk akcjonariuszy mniejszościowych na poziomie 0,25 mln PLN i efektywną stopę podatkową na poziomie 19%.

Deweloperzy



Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

BBI Development Kupuj

 P/E 2010 31,7 EV/EBITDA 2010 34,4
 P/E 2011 9,7 EV/EBITDA 2011 11,1

Cena bieżąca 0,43 PLN
Cena docelowa 0,55 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	3,3	0,4	729,3%	51,3	1,0	-	80,4	51,3	56,9%
EBITDA	-10,3	-3,6	-	9,7	-7,9	-	38,8	9,7	301,3%
marża	-309,8%	-900,0%	-	18,9%	-790,0%	-	48,3%	18,9%	-
EBIT	-10,3	-3,6	-	9,5	-7,9	-	38,3	9,5	302,3%
Zysk brutto	-10,1	-3,6	-	10,0	-8,2	-	38,6	10,0	287,9%
Zysk netto	-8,2	-4,6	-	7,1	-9,1	-	23,3	7,1	229,1%

Oczekiwany słaby Q4

Spółka najprawdopodobniej zaprezentuje dużo słabsze wyniki kwartalne niż zakładaliśmy w raporcie z listopada. Większość mieszkań z inwestycji Dom na Dolnej zostanie oddanych do użytkowania dopiero w 2011 r., stąd zyski z tego projektu zostaną rozpoznane w Q1 2011 i znacznie poprawią wynik finansowy tego okresu. W Q4 2010 szacujemy przychody ze sprzedaży mieszkań równe 3,7 mln PLN przy marży rzędu 23%. Spodziewamy się również ujemnego wyniku z wyceny nieruchomości na poziomie -0,4 mln PLN, czego przyczyną jest spadek kursu EUR/PLN w H2 2010. Łącznie daje to przychody ze sprzedaży na poziomie 3,3 mln PLN.

Największy wpływ na stratę w Q4 będzie miała grudniowa sprzedaż Projektu Deweloperskiego 9. Transakcja wpłynie ujemnie na wynik finansowy w kwocie około 8,6 mln PLN, a jednocześnie zostanie obniżone zadłużenie spółki o 8,4 mln PLN. W naszych prognozach zakładaliśmy realizację PD9 oraz dodatnią marżę na tej inwestycji, stąd transakcja wpływa lekko negatywnie na naszą wycenę BBI Development.



Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Dom Development Kupuj

 P/E 2010 29,4 EV/EBITDA 2010 19,6
 P/E 2011 14,3 EV/EBITDA 2011 13,1

Cena bieżąca 48,0 PLN
Cena docelowa 54,4 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	93,9	189,6	-50,5%	511,2	704,4	-27,4%	625,6	511,2	22,4%
EBITDA	10,5	18,4	-42,7%	62,0	113,6	-45,4%	101,3	62,0	63,4%
marża	11,2%	9,7%	-	12,1%	16,1%	-	16,2%	12,1%	-
EBIT	9,9	17,8	-44,1%	59,6	111,2	-46,4%	98,9	59,6	65,9%
Zysk brutto	8,3	14,7	-43,3%	50,6	100,8	-49,8%	101,9	50,6	101,3%
Zysk netto	6,7	11,5	-41,3%	40,1	80,2	-50,0%	82,5	40,1	105,6%

116 mieszkań przekazanych i 6,7 mln PLN zysku netto w Q4 2010

Przewidujemy, że Dom Development w Q4 2010 przekaże 116 mieszkań (prognoza w raporcie sektorowym: 120). Niemniej, struktura przekazanych będzie mniej atrakcyjna, niż przewidywaliśmy (mniej niż oczekiwaliśmy przekazanych lokali w projekcie Grzybowska), stąd wynik netto w 2010 roku będzie niższy, niż szacowaliśmy. Co się odwlecze jednak, to nie uciesze - niższy wynik 2010 roku to szansa na lepszy wynik roku 2011.

Przewidujemy 93,9 mln PLN przychodów w Q4 2010 oraz 25,8 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 27,5%). Przychody i wynik brutto na sprzedaży zawyża rozwiązanie rezerwy związanej ze sprzedażą zbudowanego kolektora sanitarnego na Białołęce (7,7 mln PLN). Koszty ogólne prognozujemy na poziomie 17,7 mln PLN (Q3 2010: 16,8 mln PLN). Zakładamy, że wynik pozostałej działalności operacyjnej będzie dodatni i wyniesie +1,8 mln PLN (z czego 2,3 mln PLN to zysk na sprzedaży projektu Kamienica Raczyńskiego).

Przewidujemy 1,6 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto w Q4 2010. Wynik netto w Q4 2010 wyniesie zgodnie z prognozą 6,7 mln PLN.


Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

GTC

Akumuluj

P/E 2010	26,8	EV/EBITDA 2010	22,7	Cena bieżąca	21,05 PLN
P/E 2011	8,0	EV/EBITDA 2011	10,0	Cena docelowa	24,0 PLN

(mln EUR)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	41,7	39,4	5,9%	156,4	156,4	0,0%	202,1	156,4	29,3%
EBITDA	35,2	-107,5	-	105,9	-121,7	-	265,5	105,9	150,6%
marża	84,4%	-272,6%	-	67,7%	-77,8%	-	131,3%	67,7%	-
EBIT	35,1	-107,5	-	105,4	-122,1	-	265,0	105,4	151,4%
Zysk brutto	31,7	-117,5	-	52,9	-164,8	-	204,7	52,9	286,8%
Zysk netto	27,5	-85,6	-	44,1	-128,3	-	165,8	44,1	275,6%

Lepszy kwartał na zakończenie przeciętnego roku

W Q4 miało miejsce kilka wydarzeń wpływających na przychody GTC. W listopadzie otwarto galerie handlowe w Czechach i Bułgarii. W obiektach oddanych do użytkowania w połowie 2010 r. powoli kończy się okres wakacji czynszowych, jednak wciąż niski poziom najmu w biurach w Łodzi i Katowicach sprawi, że przychody z tych inwestycji nie wpłyną istotnie na wynik czwartego kwartału. W niektórych obiektach doszło do renegotjacji umów najmu, czego efekt per saldo powinien być dodatni. Prognozujemy, że powyższe wydarzenia przyczynią się do 9,7% wzrostu przychodów z wynajmu netto q/q (do 25 mln PLN).

Szacujemy wyższe niż w Q3 tempo sprzedaży i przekazywania mieszkań. Oczekujemy z tego tytułu 8,8 mln EUR przychodów i 0,9 mln EUR wyniku brutto (w Q3 odpowiednio 5,8 i 0,3 mln EUR).

Wynik z aktualizacji wartości nieruchomości szacujemy na 14,2 mln EUR, zakładając rozpoznanie części marży na inwestycjach w budowie. W październiku sfinalizowano transakcję sprzedaży biurców Nefryt i Topaz, jednak nie zakładamy rozpoznania zysku z tego tytułu. Powyższe biurowce już wcześniej zostały przeniesione po cenie sprzedaży do aktywów przeznaczonych do sprzedaży. Oczekujemy 4,5 mln EUR kosztów ogólnych, 17,2 mln EUR kosztów finansowych netto i 1,8 mln EUR straty akcjonariuszy mniejszościowych.


Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

J.W. Construction Akumuluj

P/E 2010	8,2	EV/EBITDA 2010	7,7	Cena bieżąca	13,95 PLN
P/E 2011	7,8	EV/EBITDA 2011	7,1	Cena docelowa	16,3 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	154,8	222,2	-30,3%	612,3	713,3	-14,2%	528,3	612,3	-13,7%
EBITDA	42,8	45,1	-5,1%	155,6	156,8	-0,7%	153,0	155,6	-1,6%
marża	27,7%	20,3%	-	25,4%	22,0%	-	29,0%	25,4%	-
EBIT	39,7	42,0	-5,5%	143,0	142,7	0,2%	136,2	143,0	-4,8%
Zysk brutto	29,7	35,3	-15,9%	113,7	119,2	-4,6%	119,0	113,7	4,7%
Zysk netto	24,0	31,0	-22,6%	91,9	100,4	-8,4%	96,4	91,9	4,9%

487 przekazanych lokali zapewni dobry wynik

Przewidujemy, że J.W. Construction w Q4 2010 prześle 487 lokali, co powinno zapewnić spółce dobry wynik finansowy i 91,9 mln PLN zysku netto w całym 2010 roku. Uważamy, że nieco ponad 50% przekazywanych lokali będzie pochodziło z inwestycji Lewandów Park w Warszawie, na Białołęce. Ponad 110 lokali J.W. prześle również w inwestycji Górczewska Park. Istotny wpływ na wyniki będą miały również projekty Wiślana Aleja i Osiedle Bursztynowe.

Zakładamy, że z działalności deweloperskiej J.W. wygeneruje 148,1 mln PLN przychodów oraz 52,3 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 35,3%, efekt tanich gruntów w inwestycji Lewandów Park). Z pozostałej działalności (hotelarstwo, TBS) oczekujemy 6,7 mln PLN przychodów i 1,4 mln PLN zysku brutto na sprzedaży. Ostatecznie, dla całej działalności marża brutto na sprzedaży wyniesie 34,7%.

Koszty ogólne przewidujemy na poziomie 13,3 mln PLN. Zakładamy pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 0,75 mln PLN i pozostałe koszty finansowe netto na poziomie 10,0 mln PLN. Koszty finansowe dotyczą kredytów finansujących gotowe inwestycje, w efekcie, w pełni rozpoznawane są już w rachunku zysków i strat.

Podsumowując, nasze przewidywania są jedynie nieznacznie niższe, niż prognozy zawarte w raporcie sektorowym (zakładające 512 przekazanych lokali). Nie ma to istotnego wpływu na wycenę dewelopera.


Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

PA Nova

Kupuj

P/E 2010	17,0	EV/EBITDA 2010	14,0	Cena bieżąca	33,1 PLN
P/E 2011	15,8	EV/EBITDA 2011	15,7	Cena docelowa	40,4 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	42,8	40,9	4,8%	143,2	157,6	-9,2%	181,0	143,2	26,4%
EBITDA	13,2	2,5	427,1%	27,7	24,4	13,6%	32,3	27,7	16,5%
marża	30,9%	6,1%	-	19,4%	15,5%	-	17,9%	19,4%	-
EBIT	12,7	2,0	528,3%	25,4	22,5	13,3%	30,0	25,4	18,0%
Zysk brutto	11,6	2,0	467,8%	24,1	23,2	3,9%	25,9	24,1	7,3%
Zysk netto	9,4	1,5	518,5%	19,5	18,6	4,7%	21,0	19,5	7,6%

Prognozy roczne z prospektu zrealizowane, być może z nawiązką

Oczekujemy, że wyniki Q4 2010 będą zgodne z całoroczną prognozą, zamieszczoną przez PA Nova w prospekcie emisyjnym (wtórna emisja akcji). Nie wykluczamy, że wyniki spółki mogą nieznacznie przekroczyć szacunki zarządu, przy czym nie spodziewamy się, aby różnica mogła być duża. Nie zmieniamy naszej prognozy, zamieszczonej w raporcie analitycznym. Zakładamy 42,8 mln PLN przychodów w Q4 2010 (Q3 2010: 31,8 mln PLN), 14,3 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 33,3%), 0,8 mln PLN kosztów ogólnych, 0,8 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. Przewidujemy EBIT na poziomie 12,7 mln PLN.

Oczekujemy 1 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto oraz 9,4 mln PLN zysku netto. Wyniki Q4 2010 są bardzo wysokie, z uwagi na rozliczenie kilku kontraktów deweloperskich, realizowanych na zlecenie sieci handlowych. Spółka rozlicza marże zewnętrznych zleceń deweloperskich dopiero przy zakończeniu realizacji kontraktu. Podtrzymujemy prognozy wyników PA Nova na lata kolejne.


Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Polnord

Kupuj

P/E 2010	14,2	EV/EBITDA 2010	38,8	Cena bieżąca	31,8 PLN
P/E 2011	11,9	EV/EBITDA 2011	15,4	Cena docelowa	43,5 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	40,3	51,1	-21,1%	177,9	221,3	-19,6%	352,9	177,9	98,3%
EBITDA	9,6	55,6	-82,7%	37,2	106,9	-65,2%	91,2	37,2	145,4%
marża	23,9%	109,0%	-	20,9%	48,3%	-	25,9%	20,9%	-
EBIT	9,1	55,2	-83,6%	35,0	104,9	-66,7%	89,1	35,0	154,8%
Zysk brutto	5,4	43,7	-87,7%	65,8	86,0	-23,5%	72,7	65,8	10,5%
Zysk netto	4,3	31,4	-86,2%	49,5	63,6	-22,2%	58,9	49,5	19,0%

Wynik Q4 2010 dodatni znów dzięki przeszacowaniom, jednak przeszacowania mają lepszą jakość

Po raz kolejny wynik netto Polnordu w Q4 2010 będzie dodatni dzięki przeszacowaniom wartości nieruchomości. Tym razem jednak nie chodzi już o przeszacowania gruntów, lecz nieruchomości inwestycyjnych - budynków biurowych na warszawskim Wilanowie, które znajdują się w budowie i mają zapewnioną część najemców.

Oczekujemy, że Polnord w Q4 2010 przekaże 121 lokali. W raporcie sektorowym liczbę przekazanych mieszkań szacowaliśmy na 150. Przekazania lokali zapewnią zgodnie z naszą prognozą 39,8 mln PLN przychodów, działalność pozostała zaś 0,5 mln PLN. Marżę brutto na sprzedaży w Q4 2010 szacujemy na poziomie 22%. Koszty ogólne wyniosą zgodnie z prognozą 16,8 mln PLN, tzn. będą niższe, niż w Q3 2010 i Q2 2010. Oczekujemy ujemnego wyniku na sprzedaży (-7,9 mln PLN).

Zysk na wycenie nieruchomości szacujemy na poziomie 17,5 mln PLN, zaś pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 0,5 mln PLN. Ostatecznie, EBIT zgodnie z prognozą wyniesie 9,1 mln PLN. Pozostałe koszty finansowe netto wyniosą zgodnie z prognozą 3,7 mln PLN. Oczekujemy 4,3 mln PLN zysku netto. Wynik netto w Q4 2010 pozostaje wrażliwy na skalę przeszacowań nieruchomości.


Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Robyg

Kupuj

P/E 2010	14,2	EV/EBITDA 2010	17,0	Cena bieżąca	1,85 PLN
P/E 2011	13,3	EV/EBITDA 2011	15,8	Cena docelowa	2,59 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	91,1	-	-	282,9	102,0	177,4%	234,7	282,9	-17,0%
EBITDA	15,7	-	-	49,9	8,8	468,2%	50,7	49,9	1,6%
marża	17,2%	-	-	17,6%	8,6%	-	21,6%	17,6%	-
EBIT	15,5	-	-	49,1	8,0	510,3%	49,8	49,1	1,4%
Zysk brutto	12,0	-	-	46,4	8,5	444,2%	51,8	46,4	11,5%
Zysk netto	11,3	-	-	33,5	6,3	433,3%	35,7	33,5	6,7%

200 przekazanych lokali i 33,5 mln PLN zysku netto w 2010 roku

Oczekujemy, że Robygd przekaza w Q4 2010 około 200 lokali. Za ponad połowę przychodów będzie odpowiadać inwestycja Osiedle Zdrowa. Przekazanie 200 lokali powinno zapewnić 11,3 mln PLN zysku netto w Q4 2010 i 33,5 mln PLN zysku netto w całym 2010 roku. Nie odbiega to istotnie od prognoz zamieszczonych przez nas w raporcie sektorowym ze stycznia 2011 roku, zakładającym 279,4 mln PLN przychodów i 31,0 mln PLN zysku netto w całym roku 2010.

Zgodnie z naszymi przewidywaniami, marża brutto na sprzedaży powinna wynieść w Q4 2010 25,8%. Oczekujemy 9,9 mln PLN kosztów ogólnych, z czego 6 mln PLN to koszty programu motywacyjnego. Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosą zgodnie z prognozą 1,9 mln PLN (w tym 2 mln PLN z tytułu wyceny nieruchomości).

Pozostałe koszty finansowe netto wyniosą zgodnie z prognozą 3,5 mln PLN. Oczekujemy 2,6 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych. Podatek dochodowy w Q4 2010 powinien być ujemny (-2,0 mln PLN), z uwagi na rozpoznanie aktywa podatkowego, powstałego w wyniku likwidacji spółki Piekarnicza (+4,25 mln PLN).

Handel



Handel

 Analityk:
Gabriela Borowska

Eurocash

Kupuj

P/E 2010	31,3	EV/EBITDA 2010	17,9	Cena bieżąca	30,1 PLN
P/E 2011	22,0	EV/EBITDA 2011	12,0	Cena docelowa	37,4 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	2 340,0	1 648,3	42%	7 834,2	6 698,3	17%	13 895,0	7 834,2	77,4%
EBITDA	97,1	72,3	34,4%	236,5	194,5	21,6%	411,0	236,5	73,8%
marża	4,15%	4,38%	-	3,02%	2,90%	-	2,96%	3,02%	-
EBIT	80,3	59,3	35,4%	176,8	145,2	21,8%	319,6	176,8	80,8%
Zysk brutto	57,6	46,5	23,9%	149,7	129,9	15,2%	237,0	149,7	58,3%
Zysk netto	50,4	37,0	36,4%	131,3	102,5	28,1%	202,0	131,3	53,8%

Poprawa wyników głównie dzięki konsolidacji CEDC

Prognozujemy, że Eurocash wygeneruje w 4Q 2010 prawie 42% wzrost przychodów ze sprzedaży, co wynika głównie (657 mln PLN) z konsolidacji przejętych spółek dystrybucyjnych od CEDC (Premium Distributors). Na niższą rentowność na poziomie EBITDA wpłynie naszym zdaniem niższa rentowność segmentu aktywnej dystrybucji r/r bez uwzględnienia Premium Distributors oraz konsolidacja segmentu dystrybucji alkoholi, która również osiągnie rentowność EBITDA poniżej poziomów generowanych przez grupę. W 4Q 2010 spodziewamy się zwiększenia wyniku na poziomie operacyjnym o 35,4% r/r (przyłoży się do tego i konsolidacja CEDC i lepszy wynik segmentu hurtu tradycyjnego). Wyższe koszty finansowe w 4Q 2010 wynikają z księgowania odsetek od zobowiązań oraz z kosztów kredytu zaciągniętego na zakup spółek dystrybucyjnych CEDC. W całym 2010 spodziewamy się zwiększenia przychodów o 17,0%. Szacujemy, że wynik operacyjny wzrósł o 21,8% r/r a wynik netto o 28,1% r/r.



Handel

 Analityk:
Gabriela Borowska

LPP

Akumuluj

P/E 2010	25,8	EV/EBITDA 2010	13,2	Cena bieżąca	2 070 PLN
P/E 2011	16,7	EV/EBITDA 2011	9,5	Cena docelowa	2 300 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	618,6	543,6	13,8%	2 068,1	2 003,1	3,3%	2 393,8	2 068,1	15,8%
EBITDA	138,2	147,3	-6,2%	293,6	277,4	5,8%	398,1	293,6	35,6%
marża	22,34%	27,10%	-	14,20%	13,85%	-	16,63%	14,20%	-
EBIT	113,0	123,8	-8,8%	198,0	181,3	9,2%	292,9	198,0	47,9%
Zysk brutto	107,9	104,9	2,9%	177,4	139,3	27,4%	274,9	177,4	54,9%
Zysk netto	90,6	83,5	8,5%	140,4	104,7	34,0%	217,4	140,4	54,9%

Wyniki efektem przeprowadzonej restrukturyzacji kosztowej

Zgodnie z danymi miesięcznymi raportowanymi przez spółkę LPP wygenerowało w 4Q 2010 około 618,6 mln PLN przychodów ze sprzedaży i 369 mln PLN zysku brutto na sprzedaży. Słabsza (-5% r/r) niż się spodziewaliśmy sprzedaż za grudzień oraz niższa o 2 pp marża brutto na sprzedaży skutkują w niższym wyniku netto za 4Q. Wyniki 4Q 2010 uwzględniają transakcję jednorazową w postaci sprzedaży zapasów należących do marek Esotiq i Henderson do podmiotu zewnętrznego (około 16 mln PLN przychodów). Ta transakcja miała również negatywny wpływ na raportowaną marżę brutto na sprzedaży w grudniu. Spodziewamy się, że spółka zamknie rok 2010 z powierzchnią sprzedaży około 317 tys. m² (bez uwzględnienia sprzedanej sieci Esotiq, która działała na powierzchni około 7 tys. m²) oraz że sieć wygenerowała w 4Q 2010 zbliżone do zera ale dodatnie LFL. W sumie w 4Q 2010 spółka wygeneruje wzrost sprzedaży o 13,8% r/r. W 4Q 2009 rentowność brutto na sprzedaży była rekordowo wysoka (65,3% vs. 59,7% prognozowane w 4Q 2010) i dlatego pomimo niższych r/r kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu na m² powierzchni (-2% r/r) wynik na sprzedaży będzie niższy o 11,7% r/r. Spodziewamy się 4,0 mln PLN pozostałych kosztów związanych ze sprzedażą segmentu bielizny. Bez uwzględnienia różnic kursowych w 4Q 2010 prognozujemy zwiększenie wyniku netto o 8,5% r/r. W całym 2010 roku sprzedaż powinna być zbliżona r/r natomiast wynik netto powinien być 34,0 % wyższy r/r.


Handel

NG2

Trzymaj

 Analityk:
Gabriela Borowska

 P/E 2010 18,7 EV/EBITDA 2010 14,6
 P/E 2011 15,7 EV/EBITDA 2011 11,1

Cena bieżąca 59,8 PLN
Cena docelowa 62,7 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	322,0	270,9	18,9%	1 030,2	922,4	11,7%	1 199,0	1 030,2	16,4%
EBITDA	62,7	56,3	11,4%	158,0	126,5	24,9%	213,2	158,0	34,9%
marża	19,47%	20,77%	-	15,34%	13,71%	-	17,78%	15,34%	-
EBIT	57,5	50,9	12,9%	136,5	108,2	26,2%	189,1	136,5	38,6%
Zysk brutto	54,7	48,9	12,0%	127,0	99,7	27,5%	181,2	127,0	42,6%
Zysk netto	46,4	40,1	15,7%	122,5	83,5	46,8%	146,0	122,5	19,2%

W wyniku rocznym pomógł one-off

Przychody NG2 w 4Q 2010 wyniosły 322 mln PLN i były wyższe 18,9% r/r. Spodziewamy się, że wyższa sprzedaż była szczególnie w grudniu wynikiem wyprzedzenia, co z kolei osłabiło rentowność brutto na sprzedaży detalicznej w 4Q 2010. Wolniejsza dynamika kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu od dynamiki przychodów powinna zniwelować różnicę w marży brutto i szacujemy, że wynik EBIT zwiększy się o ok. 12,8% r/r. W 4Q 2010 spodziewamy się wyniku netto na poziomie 46,4 mln PLN. W całym 2010 spodziewamy się wyniku netto na poziomie 122,5 mln PLN, czyli prawie o połowę wyższym r/r. Spółka zrealizowała zapowiedzi z początku 2010 roku (wynik netto na poziomie 120 mln PLN) częściowo na transakcji jednorazowej. Wycena znaków towarowych i utworzenie spółki zależnej wpłynęło dodatnio na wynik netto w kwocie 18,6 mln PLN (w 2Q 2010 rozpoznana została operacja utworzenia aktywa z tyt. podatku odroczonego). Przy założeniu 19% efektywnej stopy podatkowej spółka wygenerowałaby w 2010 roku około 102,9 mln PLN zysku netto, czyli 16,0% poniżej wyniku rocznego prognozowanego.


Handel

Vistula

Redukuj

 Analityk:
Gabriela Borowska

 P/E 2010 122,1 EV/EBITDA 2010 11,7
 P/E 2011 23,3 EV/EBITDA 2011 9,4

Cena bieżąca 2,16 PLN
Cena docelowa 2,10 PLN

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	110,4	104,2	5,9%	356,9	408,4	-12,6%	405,2	356,9	13,5%
EBITDA	17,0	9,0	89,2%	39,9	57,9	-31,0%	49,6	39,9	24,4%
marża	15,40%	8,62%	-	11,18%	14,17%	-	12,25%	11,18%	-
EBIT	13,1	10,7	23,3%	24,0	40,2	-40,4%	34,1	24,0	42,2%
Zysk brutto	7,4	6,8	8,4%	2,4	11,1	-78,1%	12,8	2,4	424,4%
Zysk netto	5,8	7,3	-19,4%	2,0	16,9	-88,3%	10,3	2,0	424,4%

Wyniki psuje segment jubilerski

Spodziewamy się, że segment odzieżowy w Vistuli (Vistula, Wólczanka, Deni Cler) miał podobnie jak reszta sklepów z branży dobry 4Q 2010 pod względem sprzedaży i słabszy r/r pod względem rentowności brutto na sprzedaży (prognozujemy spadek o 2,5 pp.). Szacujemy, że segment jubilerski miał zbliżoną do zera, ale ujemną sprzedaż w salonach porównywalnych, co w połączeniu z niższą marżą brutto na sprzedaży (prognozujemy spadek o 3,0 pp.) powinno wygenerować porównywalny r/r wynik na sprzedaży. Spodziewamy się ujemnej dynamiki kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu r/r co pozwoli na wygenerowanie 23,3% dynamiki wyniku operacyjnego. Bez uwzględniania różnic kursowych szacujemy wyższy podatek dochodowy r/r i niższy o 19,4% wynik netto. W całym 2010 r/r wyniki bez salda na pozostałej działalności operacyjnej (pozostała działalność operacyjna dodała 44,5 mln PLN w 2009 i 0,5 mln PLN w 2010) były lepsze na wszystkich poziomach rachunku wyników.

Terminy publikacji raportów

Spółka	IV kw. 2010	2010 jednostkowy	2010 skonsolidowany
AB	2011-02-28*	2011-05-16**	2011-05-16**
ACTION		2011-03-21	2011-03-21
AGORA	2011-02-25	2011-04-12	2011-04-12
ASBIS	2011-02-23	2011-03-30	2011-03-30
ASSECO POLAND		2011-03-18	2011-03-18
ASTARTA		2011-04-27	2011-04-27
BBI DEVELOPMENT	2011-03-01	2011-04-29	2011-04-29
BUDIMEX		2011-03-21	2011-03-21
BZWBK	2011-03-02	2011-03-02	2011-03-02
CENTRUM KLIMA		2011-03-15	2011-03-15
CERSANIT		2011-03-21	2011-03-21
CEZ		2011-02-28	2011-02-28
CIECH	2011-03-01	2011-04-29	2011-04-29
CINEMA CITY		2011-03-15	2011-03-15
COMARCH	2011-03-01	2011-04-29	2011-04-29
CYFROWY POLSAT		2011-03-17	2011-03-17
DOM DEVELOPMENT		2011-03-10	2011-03-10
ELEKTROBUDOWA		2011-03-21	2011-03-21
EMPERIA	2011-03-01	2011-05-02	2011-05-02
ENEA	2011-03-01	2011-04-28	2011-04-28
ERBUD	2011-02-28	2011-04-29	2011-04-29
EUROCASH	2011-02-25	2011-04-08	2011-04-08
FAMUR	2011-03-01	2011-04-29	2011-04-29
GETIN		2011-03-21	2011-03-21
GTC		2011-03-21	2011-03-21
HANDLOWY	2011-02-10	2011-03-16	2011-03-16
ING BSK	2011-02-16	2011-03-31	2011-03-31
IMPEXMETAL	2011-02-24	2011-04-15	2011-04-15
J.W.C.		2011-03-15	2011-03-15
KERNEL	2011-02-14***	2011-05-02****	2011-05-02****
KĘTY	2011-02-09	2011-04-14	2011-04-14
KGHM	2011-03-01	2011-03-31	2011-03-31
KOMPUTRONIK	2011-02-14	2011-06-20	2011-06-20
KOPEX	2011-03-01	2011-05-02	2011-05-02
KREDYT BANK	2011-02-10	2011-02-25	2011-02-25
LOTOS	2011-02-15	2011-04-15	2011-04-15
LPP	2011-02-23	2011-04-20	2011-04-20
LW BOGDANKA		2011-03-21	2011-03-21
MILLENNIUM	2011-02-01	2011-02-01	2011-02-01
MONDI		2011-02-23	2011-02-23
MOSTOSTAL WAR.		2011-03-21	2011-03-21
NETIA		2011-02-22	2011-02-22
NG2	2011-02-17	2011-04-29	2011-04-29
PBG	2011-03-01	2011-04-29	2011-04-29
PEKAO		2011-03-10	2011-03-10
PA. NOVA		2011-03-15	2011-03-15
PGE		2011-03-21	2011-03-21
PGNiG		2011-03-31	2011-03-31
PKN ORLEN	2011-02-10	2011-03-31	2011-03-31
PKO BP	2011-03-07	2011-03-07	2011-03-07
POLICE	2011-02-17	2011-03-31	2011-03-31
POLIMEX MOSTOSTAL	2011-02-28	2011-04-28	2011-04-28
POLNORD		2011-02-28	2011-02-28
PZU		2011-03-17	2011-03-17
RAFAKO		2011-03-21	2011-03-21
ROBYG		2011-03-17	2011-03-17
SYGNITY		2011-03-21	2011-03-21
TAURON		2011-03-15	2011-03-15
TPSA		2011-02-23	2011-02-23
TRAKCJA POLSKA		2011-03-18	2011-03-18
TVN	2011-02-22	2011-02-22	2011-02-22
VISTULA		2011-03-21	2011-03-21
ULMA CP		2011-03-18	2011-03-18
UNIBEP		2011-03-22	2011-03-22
ZA PUŁAWY	2011-02-28*****	2011-05-16*****	2011-05-16*****
ZUE		2011-03-31	2011-03-31

Źródło: Spółki; *Raport za 1H 2010/2011; ** Raport za 3Q 2010/2011;*** Raport za 2Q 2011; ****Raport za 1H 2011; ***** Raport za 1H 2010/2011; ***** Raport 3Q 2010/2011

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2010	P/E 2011	EV/EBITDA 2010	EV/EBITDA 2011
Banki										
BZ WBK	Trzymaj	2011-01-18	213,50	219,00	223,20	-1,9%	17,5	15,4		
GETIN	Akumuluj	2011-01-17	11,75	12,70	12,97	-2,1%	23,9	14,3		
HANDLOWY	Trzymaj	2011-01-18	93,00	94,00	88,00	6,8%	15,4	12,7		
ING BSK	Trzymaj	2011-01-18	840,50	850,00	845,00	0,6%	14,3	12,3		
KREDYT BANK	Akumuluj	2011-01-18	15,44	17,40	15,80	10,1%	24,6	12,9		
MILLENNIUM	Trzymaj	2011-02-03	5,23	5,10	5,60	-8,9%	20,3	15,2		
PEKAO	Redukuj	2011-01-18	170,00	155,00	168,80	-8,2%	17,1	14,4		
PKO BP	Kupuj	2011-01-18	41,30	48,00	41,95	14,4%	16,4	12,5		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2010-12-13	360,50	390,00	348,00	12,1%	13,3	12,1		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2010-08-23	28,27	27,60	23,31	18,4%	91,9	7,1	6,3	4,4
LOTOS	Sprzedaj	2011-01-18	38,49	28,40	40,49	-29,9%	8,9	10,4	9,6	6,2
PGNiG	Kupuj	2010-12-03	3,61	4,40	3,85	14,3%	11,3	13,1	6,4	6,5
PKN ORLEN	Redukuj	2010-12-03	46,49	40,70	44,91	-9,4%	8,1	10,0	5,7	6,6
POLICE	Sprzedaj	2010-12-03	6,95	5,50	9,00	-38,9%	-	26,1	13,5	8,3
ZA PUŁAWY	Trzymaj	2011-02-04	114,00	106,10	112,40	-5,6%	16,4	11,4	9,0	6,5
Energetyka										
CEZ	Trzymaj	2010-11-29	124,50	129,50	133,80	-3,2%	8,8	9,7	6,9	7,2
ENEA	Redukuj	2010-12-03	23,50	21,43	22,23	-3,6%	14,7	14,5	5,5	6,1
PGE	Kupuj	2010-09-13	23,78	26,73	22,65	18,0%	14,0	11,2	6,5	5,8
TAURON	Kupuj	2010-09-13	5,56	8,87	6,18	43,5%	12,5	11,8	4,3	4,5
Telekomunikacja										
NETIA	Trzymaj	2011-01-18	5,15	5,40	5,23	3,3%	33,3	18,6	4,7	4,3
TPSA	Akumuluj	2010-12-01	16,17	17,60	16,60	6,0%	133,2	17,3	5,7	4,7
Media										
AGORA	Akumuluj	2011-01-03	26,10	28,90	25,70	12,5%	18,6	19,2	7,8	6,4
CINEMA CITY	Trzymaj	2011-01-18	42,35	42,90	41,30	3,9%	17,5	15,5	9,6	8,6
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2010-12-17	17,30	15,30	15,14	1,1%	15,8	14,2	9,9	8,9
TVN	Trzymaj	2010-11-29	16,50	16,50	16,15	2,2%	57,7	18,0	12,1	10,2
IT										
AB	Akumuluj	2011-01-18	25,42	27,60	24,40	13,1%	10,7	7,8	7,8	6,4
ACTION	Akumuluj	2011-01-18	16,65	18,16	20,51	-11,5%	13,4	10,9	8,7	7,8
ASBIS	Akumuluj	2011-01-18	3,80	4,32	4,00	8,0%	30,5	10,0	7,6	6,0
ASSECO POLAND	Kupuj	2010-08-31	55,00	65,30	50,20	30,1%	9,4	10,2	5,9	5,7
COMARCH	Trzymaj	2011-01-18	88,95	88,00	93,75	-6,1%	17,7	17,3	8,7	7,5
KOMPUTRONIK	Akumuluj	2011-01-18	9,03	10,12	8,84	14,5%	23,2	12,5	8,3	5,9
SYGNITY	Kupuj	2011-01-18	17,56	18,30	18,01	1,6%	-	100,5	-	6,2
Górnictwo i Metale										
KGHM	Sprzedaj	2011-01-18	176,80	145,00	173,70	-16,5%	7,6	6,4	5,2	4,3
LW BOGDANKA	Akumuluj	2011-02-04	118,30	125,90	117,10	7,5%	17,7	15,5	9,7	7,3
Przemysł										
ASTARTA	Sprzedaj	2011-01-18	101,00	63,6	95,20	-33,2%	6,9	9,9	1,6	1,3
CENTRUM KLIMA	Trzymaj	2011-01-18	16,00	16,9	16,05	5,3%	18,3	13,5	12,8	8,3
CERSANIT	Redukuj	2011-01-18	11,30	10,4	12,00	-13,3%	19,3	19,6	12,6	10,2
FAMUR	Sprzedaj	2011-01-18	2,85	2,3	3,33	-30,9%	20,1	21,3	11,9	10,3
IMPEXMETAL	Kupuj	2011-02-11	5,15	5,9	5,15	14,6%	14,3	12,6	8,5	6,8
KERNEL	Trzymaj	2011-01-18	78,80	79,1	83,30	-5,0%	12,4	10,1	8,7	7,4
KĘTY	Trzymaj	2011-01-18	126,50	125,5	123,70	1,5%	12,7	11,8	6,7	6,1
KOPEX	Redukuj	2011-01-18	17,40	15,9	19,67	-19,2%	42,6	17,7	11,0	8,4
MONDI	Trzymaj	2011-01-18	77,80	80,0	78,50	1,9%	18,3	11,6	10,1	7,8
Budownictwo										
BUDIMEX	Redukuj	2011-01-17	103,20	91,50	95,50	-4,2%	9,5	11,9	4,9	8,1
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	2011-02-08	168,40	178,60	168,60	5,9%	16,8	14,2	10,5	9,2
ERBUD	Trzymaj	2011-01-19	54,55	55,00	50,10	9,8%	18,5	12,1	10,6	7,5
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-02-11	48,20	59,90	48,20	24,3%	15,8	16,7	6,8	7,2
PBG	Redukuj	2010-11-05	226,00	194,00	196,40	-1,2%	12,7	12,7	9,3	9,1
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	2011-01-18	3,86	4,20	3,60	16,7%	15,1	13,1	7,4	7,4
RAFAKO	Akumuluj	2011-02-01	11,60	13,40	12,40	8,1%	21,5	15,3	11,0	8,7
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	2010-05-06	4,14	4,16	3,65	14,0%	16,7	12,3	7,4	5,8
ULMA CP	Akumuluj	2011-02-04	78,00	85,90	81,80	5,0%	41,3	12,9	5,5	4,3
UNIBEP	Trzymaj	2010-12-03	9,94	9,30	9,56	-2,7%	14,6	16,2	10,6	11,7
ZUE	Kupuj	2010-11-24	14,50	19,30	14,15	36,4%	19,2	10,7	7,9	5,7
Deweloperzy										
BBI DEVELOPMENT	Kupuj	2010-11-10	0,45	0,55	0,43	27,9%	31,7	9,7	34,4	11,1
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2011-01-07	41,49	54,40	48,00	13,3%	29,4	14,3	19,6	13,1
GTC	Akumuluj	2011-02-03	20,92	24,03	21,05	14,2%	26,8	8,0	22,7	10,0
J.W.C.	Akumuluj	2011-01-18	14,50	16,30	13,95	16,8%	8,2	7,8	7,7	7,1
PA NOVA	Kupuj	2011-01-07	30,89	40,40	33,09	22,1%	17,0	15,8	14,0	15,7
POLNORD	Kupuj	2011-01-07	32,20	43,50	31,78	36,9%	14,2	11,9	38,8	15,4
ROBYG	Kupuj	2011-01-07	1,86	2,59	1,85	40,0%	14,2	13,3	17,0	15,8
Handel										
EMPERIA	Zawieszona	2010-10-05	99,50	-	106,00	-	-	-	-	-
EUROCASH	Kupuj	2011-02-04	30,50	37,40	30,10	24,3%	31,3	22,0	17,9	12,0
LPP	Akumuluj	2010-12-03	2 140,00	2 300,00	2 070,00	11,1%	25,8	16,7	13,2	9,5
NG2	Trzymaj	2010-12-03	62,50	62,70	59,80	4,8%	18,7	15,7	14,6	11,1
VISTULA	Redukuj	2010-12-14	2,21	2,10	2,16	-2,8%	122,1	23,3	11,7	9,4

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Akumuluj	Akumuluj	27,60	2011-01-18
ACTION	Akumuluj	Trzymaj	18,16	2011-01-18
ASBIS	Akumuluj	Akumuluj	4,32	2011-01-18
ASTARTA	Sprzedaj	Sprzedaj	63,60	2011-01-18
BUDIMEX	Redukuj	Redukuj	91,50	2011-01-17
BZ WBK	Trzymaj	Trzymaj	219,00	2011-01-18
CENTRUM KLIMA	Trzymaj	Trzymaj	16,90	2011-01-18
CERSANIT	Redukuj	Redukuj	10,40	2011-01-18
CINEMA CITY	Trzymaj	Trzymaj	42,90	2011-01-18
COMARCH	Trzymaj	Trzymaj	88,00	2011-01-18
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	Trzymaj	178,60	2011-02-08
ERBUD	Trzymaj	Trzymaj	55,00	2011-01-19
EUROCASH	Akumuluj	Zawieszona	37,40	2011-01-17
FAMUR	Sprzedaj	Redukuj	2,30	2011-01-18
GETIN	Akumuluj	Trzymaj	12,70	2011-01-17
GTC	Akumuluj	Trzymaj	24,03	2011-02-03
HANDLOWY	Trzymaj	Trzymaj	94,00	2011-01-18
ING BSK	Trzymaj	Trzymaj	850,00	2011-01-18
IMPEXMETAL	Kupuj	Kupuj	5,90	2011-02-11
J.W.C.	Akumuluj	Trzymaj	16,30	2011-01-18
KERNEL	Trzymaj	Kupuj	79,10	2011-01-18
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	125,50	2011-01-18
KGHM	Sprzedaj	Redukuj	145,00	2011-01-18
KOMPUTRONIK	Akumuluj	Trzymaj	10,12	2011-01-18
KOPEX	Redukuj	Redukuj	15,90	2011-01-18
KREDYT BANK	Akumuluj	Trzymaj	17,40	2011-01-18
LOTOS	Sprzedaj	Redukuj	28,40	2011-01-18
LW BOGDANKA	Akumuluj	Kupuj	125,90	2011-02-04
MILLENNIUM	Trzymaj	Trzymaj	5,10	2011-02-03
MONDI	Trzymaj	Trzymaj	80,00	2011-01-18
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	Kupuj	59,90	2011-02-11
NETIA	Trzymaj	Trzymaj	5,40	2011-01-18
PEKAO	Redukuj	Sprzedaj	155,00	2011-01-18
PKO BP	Kupuj	Akumuluj	48,00	2011-01-18
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	Trzymaj	4,20	2011-01-18
RAFAKO	Akumuluj	Akumuluj	13,40	2011-02-01
SYGNITY	Kupuj	Kupuj	18,30	2011-01-18
ULMA CP	Akumuluj	Trzymaj	85,90	2011-02-04
ZA PUŁAWY	Akumuluj	Trzymaj	106,10	2011-01-14

Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	5	10	20	15	15	0	3	10	6	9
procent	7,7%	15,4%	30,8%	23,1%	23,1%	0,0%	10,7%	35,7%	21,4%	32,1%

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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mond, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mond, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep.

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 Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mond, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

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

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.