23 kwietnia 2009

Opracowanie cykliczne

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

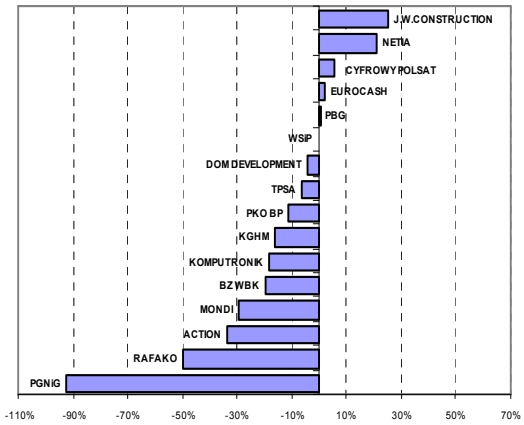
Rynek akcji

Prognozy wyników kwartalnych

I Q 2009

WIG	**27 431**
Średnie P/E 2009	11,4
Średnie P/E 2010	12,0
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 137 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*



liczone za okres: II kw.'08-I kw.'09 / I kw.'08-IV kw.'08

Zespół Analiz:

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

Marta Jeżewska
(+48 22) 697 47 37
marta.jeżewska@dibre.com.pl

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

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

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

Banki. Zyski pokrywanych przez nas banków spadną 57% R/R, jednak okażą się lepsze niż w 4Q08 (+9% Q/Q). Głównymi czynnikami będą: (i) spadająca marża odsetkowa (-40 pb, wynik odsetkowy -7% Q/Q), (ii) wysokie rezerwy (koszty -170 pb vs. -191 pb w 4Q08). Na spadek przychodów będą miały wpływ odpisy na opcje (600 mln PLN vs. ponad 800 mln PLN w 4Q08). Wynik operacyjny spadnie o 22,5% R/R.

Rafineryjno-gazowy. Orlen i Lotos wygenerują w naszej opinii wysokie straty netto w związku z ujemnymi różnicami kursowymi na kredytach oraz negatywnym efektem przeszacowania zapasów. PGNiG również może zaraportować ujemny wynik o czym zadecyduje segment obrotu.

Telekomunikacja. Relatywnie do innych sektorów branża telekomunikacyjna nie powinna istotnie odczuć spowolnienia gospodarczego – przynajmniej jeszcze nie w 1Q 2009. Netia nadal będzie wykazywała wysokie dynamiki wzrostu r/r, ale już wyraźniejsze spowolnienie q/q. W przypadku TP obawiamy się o ryzyko wzrostu liczby odłączanych abonentów.

Media. Spółki mediowe w pierwszym kwartale z różnych powodów (koniunktura, kursy walutowe, sezonowość) przeżywały trudności. Pozytywną dynamikę r/r zaprezentuje najprawdopodobniej Cyfrowy Polsat. TVN jeszcze w minimalnym stopniu odczuł spowolnienie na rynku reklamy, bardziej wrażliwa była w tym okresie Agora.

Informatyczne. Najlepiej wśród dystrybutorów sprzętu komputerowego wypadnie najprawdopodobniej Action, najgorzej Asbis, któremu zaszkodzi sytuacja w Rosji i na Ukrainie i który pokaże naszym zdaniem stratę. Zyski powinny pojawić się w AB i Komputroniku.

Budownictwo. Wyniki Q1 2009 będą w znacznie większym stopniu zdeterminowane warunkami pogodowymi niż w dwóch poprzednich latach (niższe średnie temperatury i większe opady śniegu). Wyniki niektórych spółek zaburzą też pozycje z tytułu wyceny transakcji walutowych.

Deweloperzy. Ze względu na zastosowanie MSR 18, wyniki Q1 2009 będą powieleniem wyników z poprzednich kwartałów. Jedynymi wiadomościami o znaczeniu analitycznym z rachunku zysków i strat są koszty zarządu i sprzedaży oraz zdarzenia jednorazowe. Zalecamy podejście majątkowe.

Handel. W 1Q'09 Emperia może zaskoczyć słabymi wynikami w kontekście ponoszonych kosztów rozwoju oraz presji na marże w segmencie detalicznym. Eurocash natomiast nie powinien zawieść inwestorów i zanotuje wysoką dynamikę zysków r/r.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

Sektor finansowy

BZ WBK — Kupuj

Banki

Analityk: Marta Jeżewska

P/E 2009	36,1	P/BV 2009	1,2
P/E 2010	15,6	P/BV 2010	1,1

Cena bieżąca 81,5 PLN
Cena docelowa 101,8 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	367	376	-2,3%	1 515	1 635	-7,4%	1 486	1 515	-1,9%
Wynik prowizyjny	306	349	-12,4%	1 101	1 390	-20,8%	1 164	1 101	5,8%
NIM	2,5%	3,5%	-	2,7%	3,3%	-	2,7%	2,7%	-
WNDB	699	745	-6,3%	2 738	3 190	-14,2%	2 847	2 738	4,0%
Koszty działania	-417	-400	4,2%	-1 646	-1 655	-0,5%	-1 662	-1 646	1,0%
Wynik operacyjny*	291	355	-17,8%	1 133	1 576	-28,1%	1 225	1133	8,1%
Saldo rezerw	-178	-6	2889,0%	-864	-365	136,9%	-685	-864	-20,6%
Zysk brutto	113	349	-67,5%	270	1 211	-77,7%	539	270	100,1%
Zysk netto	78	243	-68,0%	164	855	-80,9%	380	164	131,8%

Ekspozycja na korporacje i wysokie koszty finansowania

Agresywne pozyskiwanie depozytów w 4Q08 (+4,1 mld PLN tylko w 4Q08, 12% portfela depozytów ogółem), gdy oferta była na ujemnych marżach, wsparta dodatkowo dynamicznym procesem obniżania rynkowych stóp procentowych przez RPP. Wynik prowizyjny dalej będzie pod presją spadających przychodów z rynków kapitałowych. 1Q09 przyniesie kolejną, jednak już nieco mniejszą falę rezerw z tytułu klientowskich transakcji walutowych (m.in. opcje). Zakładamy, że BZ WBK odpisze 33 mln PLN z tego tytułu vs. 81 mln PLN w 4Q08 (w wyniku handlowym). Oczekujemy jednak kolejnych odpisów z tego tytułu w kolejnych kwartałach tego roku. Rozwiązanie rezerw na premie w 4Q08, obniżyło poziom kosztów osobowych i wpłynęło na bardzo niski poziom wydatków w 4Q08. Uważamy, że koszty sięgną 417 mln PLN i wrosną w relacji do 4Q08 (392 mln PLN). Duża ekspozycja na segment korporacyjny (ponad 74% kredytów ogółem) będzie źródłem wysokich kosztów ryzyka (zakładamy 2%). BZ WBK utworzy około 120 mln PLN rezerw, na ten cel pozostałe, pochłoną IBNR oraz segment detaliczny. Gdyby bank utrzymał się w ramach wskazań kosztów ryzyka na poziomie 150 pb., saldo rezerw sięgnęłoby -132 mln PLN, a wynik netto ok. 111 mln PLN.

Handlowy — Trzymaj

Banki

Analityk: Marta Jeżewska

P/E 2009	18,7	P/BV 2009	1,0
P/E 2010	16,5	P/BV 2010	1,0

Cena bieżąca 44,95 PLN
Cena docelowa 36,9 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	382	322	18,4%	1 317	1 366	-3,6%	1 282	1 317	-2,6%
Wynik prowizyjny	130	166	-21,6%	600	619	-3,1%	648	600	8,0%
NIM	3,6%	3,4%	-	3,1%	3,3%	-	3,1%	3,1%	-
WNDB	463	639	-27,5%	2 206	2 315	-4,7%	2 225	2 206	0,8%
Koszty działania	-363	-411	-11,5%	-1 455	-1 496	-2,8%	-1 505	-1 455	3,5%
Wynik operacyjny*	133	246	-46,0%	824	912	-9,7%	792	824	-3,8%
Saldo rezerw	-69	-20	243,2%	-426	-153	178,5%	-344	-426	-19,4%
Zysk brutto	64	227	-72,0%	397	761	-47,8%	448	397	12,8%
Zysk netto	52	180	-71,4%	315	599	-47,5%	355	315	12,8%

Kłopoty klientów korporacyjnych ciągle ciążą na wynikach banku

Prognozujemy utrzymanie poziomu wyniku odsetkowego z 4Q08 (wówczas 384 mln PLN, prognoza 382 mln PLN). Naszym zdaniem Bank Handlowy odnotuje jedną z najmniejszych erozji marży odsetkowej na skutek: (i) płynnego bilansu i wyważenia oferty atrakcyjnych dla klientów depozytów – jednak kosztem udziałów rynkowych, (ii) możliwości relatywnie szybkiej renegocjacji umów kredytowych – 40% portfela stanowią kredyty konsumpcyjne (bank nie zbudował istotnego portfela kredytów hipotecznych), a pozostałe 60% kredyty korporacyjne gdzie bank rozpoczął renegocjację marż już w 3Q08.

Trend spadkowy w wyniku prowizyjnym utrzyma się, a powodem pozostanie sprzedaż produktów inwestycyjnych i ekspozycja na obroty na giełdzie. Pod silną presją pozostaną odpisy związane z klientowskimi transakcjami zabezpieczającymi (opcje). Zakładamy, że odpis z tego tytułu wyniesie w sumie 210 mln PLN. W kolejnych kwartałach oczekujemy jednak potencjalnych rozwiązań rezerw z tego tytułu. Oczekujemy wzrostu wydatków w relacji do 4Q08 (336 mln PLN) na skutek wzrostu kosztów osobowych. Bank rozwiązał w 4Q08 część rezerwy restrukturyzacyjnej oraz premii. Podobnie jak inne banki, Bank Handlowy utrzyma dość wysoki poziom odpisów na złe kredyty. Zakładamy, że koszty ryzyka sięgną 2% kredytów.

** przed kosztami rezerw*

Banki

ING BSK

Kupuj

Analityk: Marta Jeżewska

P/E 2009	37,8	P/BV 2009	0,7	**Cena bieżąca**	**241,0 PLN**
P/E 2010	7,8	P/BV 2010	0,7	**Cena docelowa**	**273,3 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	296	263	12,5%	1 116	1 152	-3,1%	1 157	1 116	3,7%
Wynik prowizyjny	225	207	8,4%	827	890	-7,0%	869	827	5,0%
NIM	1,7%	1,9%	-	1,7%	1,9%	-	1,9%	1,7%	-
WNDB	508	564	-10,0%	2 042	2 060	-0,9%	2 315	2 042	13,4%
Koszty działania	-360	-364	-1,2%	-1 447	-1 507	-4,0%	-1 508	-1 447	4,2%
Wynik operacyjny*	154	203	-24,1%	608	580	4,7%	820	608	34,9%
Saldo rezerw	-77	0	-	-556	-66	747,6%	-373	-556	-32,9%
Zysk brutto	86	214	-59,8%	105	563	-81,4%	505	105	382,4%
Zysk netto	70	174	-59,8%	83	445	-81,4%	401	83	382,4%

Rezerwy na opcje ciągle biją w przychody

Presja na marżę odsetkową banku będzie naszym zdaniem relatywnie niska. Depozyty dla klientów indywidualnych oprocentowane 8% (trzymiesięczne) zapadały przed końcem ub.r. Bank nie zdecydował się przedłużyć tej oferty, co widać było w utracie udziałów rynkowych na koniec 2008 roku. Przychody prowizyjne z operacji z klientami, których skala wzrosła w ciągu roku, powinny przełożyć się na wzrosty w tym zakresie R/R. W skali kwartału nadal jednak dominować będą spadające przychody z rynków kapitałowych. Odpisy na opcje nadal będą dużym obciążeniem dla przychodów (zakładamy odpis 130 mln PLN w wyniku handlowym). Bank może inaczej zaksięgować skalę strat na opcjach (wycenę zapadłych instrumentów w saldzie rezerw, niezapadłych w wyniku handlowym). Naszym zdaniem bank utrzyma dyscyplinę kosztową i wydatki nie wzrosną znacznie w relacji do 4Q08 (355 mln PLN). Ekspozycja na segment korporacyjny będzie źródłem rezerw w banku, jednak ze względu na wcześniejsze konserwatywne podejście do oceny ryzyka oraz znaczny poziom IBNR tworzony w ING BSK oczekujemy odpisów na niższym poziomie niż w innych bankach. Zakładamy kwartalny odpis na poziomie 1,2% portfela kredytów. W 4Q08 saldo rezerw ogółem wynosiło -116 mln PLN, jednak 72 mln PLN stanowiły odpisy na zapadłe, nierozliczone opcje klientowskie. Zatem koszt ryzyka wynikające z niespłacanych kredytów sięgnęły 74 pb w 4Q'08.

Banki

Kredyt Bank

Sprzedaj

Analityk: Marta Jeżewska

P/E 2009	149,3	P/BV 2009	0,6	**Cena bieżąca**	**5,8 PLN**
P/E 2010	32,1	P/BV 2010	0,6	**Cena docelowa**	**4,1 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	266	243	9,2%	971	1 060	-8,4%	1 015	971	4,5%
Wynik prowizyjny	77	71	8,6%	300	293	2,4%	318	300	5,8%
NIM	2,7%	3,5%	-	2,6%	3,2%	-	2,7%	2,6%	-
WNDB	368	360	2,1%	1 466	1 586	-7,6%	1 536	1 466	4,8%
Koszty działania	-282	-248	13,5%	-1 047	-1 105	-5,2%	-1 058	-1 047	1,0%
Wynik operacyjny*	98	125	-21,6%	468	531	-11,8%	528	468	12,6%
Saldo rezerw	-94	-24	288,2%	-455	-108	320,3%	-464	-455	2,1%
Zysk brutto	5	100	-95,3%	14	421	-96,8%	63	14	364,4%
Zysk netto	4	76	-94,9%	11	325	-96,8%	49	11	364,4%

Początek trudnego roku

Presja na wynik odsetkowy tylko w niewielkim stopniu będzie neutralizowana przez finansowanie akcji kredytowej przez inwestora zagranicznego (mniejsze koszty finansowania walutowego portfela kredytów). Oczekujemy spadku wyniku odsetkowego do 266 mln PLN z 292 mln PLN kwartał wcześniej. Spadek sprzedaży produktów bankowych przez pośredników może również wpłynąć na obniżenie kosztów prowizyjnych, co powinno wpłynąć na niewielki wzrost wyniku prowizyjnego (w 4Q08 73 mln PLN). Jednocześnie wycofanie z oferty walutowych kredytów hipotecznych znacznie obniży poziom wyniku handlowego. Bank nie utrzyma poziomu przychodów z tytułu uruchomień transz kredytów walutowych. W świetle deklaracji zarządu oczekujemy dużej dyscypliny kosztowej w banku. Jednak skala wzrostu operacji (nowe placówki) jest na tyle duża, że nie uda się obniżyć kosztów w relacji R/R. Dodatkowym obciążeniem mogą być koszty rezerw restrukturyzacyjnych na planowane zwolnienia. W 4Q08 bank utworzył tylko 38 mln PLN rezerw, jednak zawdzięcza to dużym rozwiązaniom (55 mln PLN). Bez tego saldo rezerw w 4Q08 wyniosłoby -93 mln PLN. Potencjał do odzyskiwania należności jest obecnie bardzo mały. Oczekujemy znacznego wzrostu odpisów z tytułu należności kredytowych, szczególnie w obszarze consumer finance.

** przed kosztami rezerw*

Banki

Millennium

Trzymaj

Analityk: Marta Jeżewska

P/E 2009	416,7	P/BV 2009	0,7
P/E 2010	24,7	P/BV 2010	0,7

Cena bieżąca **2,25 PLN**
Cena docelowa **1,7 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	236	223	5,6%	936	981	-4,6%	939	936	0,4%
Wynik prowizyjny	118	135	-12,8%	438	472	-7,1%	471	438	7,5%
NIM	2,0%	2,8%	-	2,0%	2,5%	-	1,9%	2,0%	-
WNDB	411	438	-6,1%	1 634	1 827	-10,6%	1 669	1 634	2,1%
Koszty działania	-290	-275	5,4%	-1 165	-1 192	-2,2%	-1 101	-1 165	-5,5%
Wynik operacyjny*	127	170	-25,5%	490	657	-25,4%	589	490	20,2%
Saldo rezerw	-84	-11	639,1%	-484	-135	258,1%	-491	-484	1,5%
Zysk brutto	42	159	-73,3%	6	522	-98,9%	98	6	1588,2%
Zysk netto	34	127	-72,9%	5	413	-98,9%	77	5	1588,2%

Trudny rok przed nimi, na razie jednak bank sobie radzi

Bank zanotuje silną presję na wynik odsetkowy. Problemem jest nie tylko pozyskiwanie drogich depozytów z rynku, ale również refinansowanie kredytów walutowych. Jednocześnie oczekujemy zahamowania spadku wyniku prowizyjnego. Spadki utrzymają pozycje związane z rynkami kapitałowymi, a na skutek ograniczenia podaży kredytów spaść powinny również prowizje kredytowe. Bardzo wysokich przychodów oczekujemy za to z tytułu sprzedaży produktów ubezpieczeniowych. Jeśli bank rozliczy w pierwszym kwartale (tak jak to zrobił rok temu), roczną prowizję z tytułu dystrybucji tego typu produktów, odnotuje wzrost wyniku prowizyjnego Q/Q (nasza prognoza ze 110 mln PLN do 118 mln PLN). Odpisy na klientowskie opcje pochłoną naszym zdaniem 73,5 mln PLN. Jest to jednak skala znacznie mniejsza niż kwartał wcześniej. Deklaracje zarządu wskazują na istotne zmniejszenie ekspozycji banku na pulę tych instrumentów (szybka restrukturyzacja pozycji klientów). Bank będzie ściśle kontrolował wydatki, pilnując realizacji założeń przedstawionych po wynikach 4Q08 (koszty w 2009 niezmienione w relacji do 2008). Oczekujemy stopniowego wzrostu poziomu rezerw kredytowych. Głównym źródłem będą kredyty konsumpcyjne i kredyty korporacyjne. Cykl tworzenia rezerw na kredyty hipoteczne dopiero się zaczyna, jednocześnie bank może mieć niższe rezerwy ogólne z tytułu niższych uruchomień nowych wolumenów.

Banki

Pekao

Kupuj

Analityk: Marta Jeżewska

P/E 2009	20,5	P/BV 2009	1,6
P/E 2010	14,5	P/BV 2010	1,5

Cena bieżąca **106,9 PLN**
Cena docelowa **129,9 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 056	1 123	-5,9%	4 282	4 509	-5,0%	4 279	4 282	-0,1%
Wynik prowizyjny	551	611	-9,7%	2 340	2 342	-0,1%	2 472	2 340	5,7%
NIM	3,2%	3,6%	-	3,2%	3,5%	-	3,1%	3,2%	-
WNDB	1 824	1 841	-1,0%	7 242	7 578	-4,4%	7 436	7 242	2,7%
Koszty działania	-928	-929	-0,1%	-3718	-3 788	-1,8%	-3 800	-3 718	2,2%
Wynik operacyjny*	916	1 412	-35,1%	3 596	4 535	-20,7%	3 709	3 596	3,1%
Saldo rezerw	-409	-50	714,7%	-1 949	-294	563,6%	-1 365	-1 949	-30,0%
Zysk brutto	516	1 399	-63,1%	1 722	4 346	-60,4%	2 422	1 722	40,6%
Zysk netto	415	1 138	-63,5%	1 382	3 528	-60,8%	1 949	1 382	41,0%

Bank musi zacząć tworzyć rezerwy

Presja na wynik odsetkowy będzie relatywnie niska (w porównaniu np. do PKO BP), chociaż oczekujemy spadku poziomu wyniku odsetkowego Q/Q i R/R. Będzie to jednak wynikało w większym stopniu z ograniczonego wzrostu wolumenów w poprzednich kwartałach w banku niż agresywnego pozyskiwania depozytów. Jednocześnie wyniki sprzedażowe w zakresie kredytów hipotecznych za styczeń i luty wskazują na aktywność banku i możliwość pozyskania wolumenów o wyższych marżach kredytowych. Oczekujemy stopniowego zahamowania trendu spadkowego wyniku prowizyjnego, choć w dalszym ciągu ciążyć będzie ekspozycja na rynki kapitałowe. Rewizje cenników w zakresie bankowości transakcyjnej zapowiadane przez polskie banki będą miały wpływ na wyniki banków dopiero od 2Q09. Bank do tej pory nie zawiódł, jeśli chodzi o kontrolę wydatków. Uważamy, że trend ten będzie kontynuowany, szczególnie przy obecnym otoczeniu makroekonomicznym. Wyniki 1Q09 znajdą się pod silną presją kosztów ryzyka kredytowego. Bank był kredytodawcą chociażby dla takich spółek jak: ORCO czy Krosno. Oczekujemy również znacznie wyższych kosztów ryzyka kredytowego działalności na rynku ukraińskim. Zakładamy koszty ryzyka kredytowego na poziomie 1,5%.

** przed kosztami rezerw*

Banki

PKO BP

Kupuj

Analityk:
Marta Jeżewska

P/E 2009	23,2	P/BV 2009	1,6
P/E 2010	17,7	P/BV 2010	1,5

Cena bieżąca 24,8 PLN
Cena docelowa 29,6 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 515	1 427	6,1%	5 098	6 127	-16,8%	5 391	5 098	5,8%
Wynik prowizyjny	596	591	0,8%	2 451	2 412	1,6%	2 548	2 451	4,0%
NIM	4,5%	5,1%	-	3,7%	5,0%	-	3,7%	3,7%	-
WNDB	2 239	2 098	6,7%	7 957	9 186	-13,4%	8 371	7 957	5,2%
Koszty działania	-1 145	-948	20,8%	-4 280	-4 296	-0,4%	-4 396	-4 280	2,7%
Wynik operacyjny*	1 167	1 214	-3,9%	3 881	5 182	-25,1%	4 179	3 881	7,7%
Saldo rezerw	-442	-27	1552,1%	-2 563	-1 005	154,9%	-2 448	-2 563	-4,5%
Zysk brutto	721	1 190	-39,5%	1 333	4 192	-68,2%	1 747	1 333	31,0%
Zysk netto	580	952	-39,0%	1 067	3 301	-67,7%	1 405	1 067	31,6%

Pierwszy kwartał mocno spadających marż

Rewizja oferty depozytowej w 4Q08 będzie skutkowała mocnym spadkiem marży odsetkowej netto Q/Q (z 1621 mln PLN do 1515 mln PLN). Jednocześnie trend spadkowy w zakresie wyniku prowizyjnego powinien zostać zahamowany. W kolejnych kwartałach można już liczyć na wzrost tej pozycji przychodów. Udział przychodów z rynków kapitałowych maleje, więc spadki w tym zakresie nie będą już miały takiego przełożenia na prowizje ogółem, jednocześnie od maja wzrosną opłaty związane z bankowością transakcyjną. Rewizja wyniku rocznego po przeglądzie audytora znacznie obniżyła skalę wyniku netto za 4Q08. Wpływ na to miały odpisy związane z wyceną instrumentów pochodnych klientów. Oczekujemy znacznie mniejszej skali odpisów, zakładając je na poziomie 77 mln PLN. Po sezonowym wzroście wydatków w 4Q08, pierwszy kwartał roku przynosi spadek kosztów. Oczekujemy spadku o 8% Q/Q. Presja na wyniki z tytułu rezerw kredytowych utrzyma się. Oczekujemy kosztów ryzyka na poziomie 175 pb w 1Q09. Znacznie mniejsze okażą się odpisy z tytułu należności kredytowych klientów korporacyjnych, których sytuacja pogorszyła się z tytułu strat na opcjach (bank dotworzył rezerwy biorąc pod uwagę sytuację po zakończeniu 2008 roku). Jednocześnie niższe niż w 4Q08 będą rezerwy na ekspozycję na Ukrainie. Źródłem kosztów ryzyka będą przede wszystkim kredyty korporacyjne oraz kredyty konsumpcyjne.

** przed kosztami rezerw*

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia

Chemia

Ciech

Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2009 7,7 | P/E 2010 6,9 | EV/EBITDA 2009 4,8 | EV/EBITDA 2010 4,4

Cena bieżąca 29,0 PLN
Cena docelowa 30,2 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	965,1	1 032,1	-6%	3 759,8	3 792,3	-1%	3 836,8	3 759,8	2%
EBITDA	131,1	210,8	-38%	473,7	475,5	0%	519,3	473,7	10%
marża	13,6%	20,4%	-	12,6%	12,5%	-	13,5%	12,6%	-
EBIT	81,1	158,0	-49%	251,7	266,7	-6%	272,6	251,7	8%
Zysk brutto	58,5	130,4	-55%	130,4	119,7	9%	146,2	130,4	12%
Zysk netto	52,6	94,5	-44%	105,6	69,0	53%	118,4	105,6	12%

Znacząca poprawa q/q dzięki sodzie i wolumenom w organice

Oczekujemy, że wyniki Ciechu za 1Q'09 będą znacząco lepsze w porównaniu z 4Q'08, ale nie uda się im zbliżyć do rekordowych zysków sprzed roku. Źródeł poprawy q/q upatrujemy przede wszystkim w segmencie sodowym, który korzystał na wysokich cenach sody (sprzyjający kurs EUR/PLN przy podpisywaniu rocznych kontraktów z odbiorcami polskimi) i spadku kosztów zakupu koksu, węgla i gazu (Niemcy). Szacujemy, że EBIT tej dywizji wyniesie 105 mln PLN vs. 79 mln PLN w 4Q'08 i 81 mln PLN w 1Q'08 (wówczas jednak wynik poprawiła sprzedaż kawern). Poprawić EBIT q/q powinna także dywizja organika, co mimo niskich marż będzie efektem wyraźnej poprawy wolumenów sprzedaży. W segmencie agrochemicznym nadal nawozy nie dołożą się istotnie do wyniku, ale powinniśmy zobaczyć sezonowy wzrost przychodów ze sprzedaży środków ochrony roślin. Ostatecznie skonsolidowany EBIT powinien przekroczyć 81 mln PLN i ta kwota nie będzie uwzględniać zysku ze sprzedaży kawern, gdyż finalizacji tej transakcji spodziewamy się dopiero w 2Q'09. Na działalności finansowej straty na opcjach walutowych powinny być zrekompensowane w dużej mierze przez dodatnie różnice kursowe na pożyczce walutowej do spółki niemieckiej oraz należnościach walutowych, tak więc o ujemnym saldzie na tym poziomie zadecydują przede wszystkim odsetki kredytowe. Zysk netto powinien w tym kontekście ukształtować się na poziomie 52,6 mln PLN.

Rafineryjny

Lotos

Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2009 7,4 | P/E 2010 5,1 | EV/EBITDA 2009 7,7 | EV/EBITDA 2010 7,6

Cena bieżąca 15,75 PLN
Cena docelowa 26,70 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	2 361,8	3 561,5	-33,7%	12 166	16 316	-25,4%	19 030	12 166	56,4%
EBITDA	57,0	174,3	-67,3%	959	175	449,1%	1 207	959	25,8%
marża	2,4%	4,9%	-	7,9%	1,1%	-	6,3%	7,9%	-
EBIT	-23,9	94,7	-	544	-142	-	508	544	-6,7%
Zysk brutto	-586,2	350,1	-	318	-520	-	446	318	40,2%
Zysk netto	-587,2	267,9	-	242	-476	-	353	242	45,8%

Przestój remontowy i ujemne różnice kursowe

Wyniki GK Lotos za 1Q'09 mogą istotnie in minus odbiegać od rezultatów z ubiegłego roku praktycznie na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat. W ujęciu segmentowym gorsze wyniki na działalności wydobywczej (6 mln PLN vs. 42 mln PLN) będą w naszej opinii efektem niższego wolumenu przerobu ropy Rozewie w rafinerii (30 tys. ton vs. 55 tys. ton rok temu) oraz niższej średniej ceny surowca. W naszych szacunkach nie uwzględniamy ewentualnych dodatkowych kosztów remontowych związanych z sygnalizowaną przez Zarząd awarią. Segment rafineryjny również naszym zdaniem wygeneruje słaby wynik (-28 mln PLN vs. +62 mln PLN rok temu), mimo sprzyjającego otoczenia makro (marża+dyferencjał w przeliczeniu na PLN były nieco lepsze r/r), a będzie to związane z kosztami przeprowadzanego na przełomie marca i kwietnia przestoju remontowego (nie licząc utraconej marży, szacujemy je na około 50 mln PLN) oraz oczekiwanego ujemnego efektu LIFO (-32 mln PLN vs. +45 mln PLN rok wcześniej). Tylko w segmencie detalicznym może pojawić się dodatnia dynamika na poziomie EBIT w związku z postępującą restrukturyzacją sieci stacji. Skonsolidowana strata operacyjna na poziomie -24 mln PLN zostanie jeszcze znacząco zwiększona poprzez ujemne saldo na działalności finansowej (-390 mln PLN z przeszacowania kredytów dolarowych i -160 mln PLN na hedgingu walutowym). Warto podkreślić, iż mimo obserwowanego spadku marż rafineryjnych w marcu, nie oczekujemy znaczącej pozytywnej kontrybucji ze strony hedgingu marżowego, gdyż wydaje się, że rynek terminowy do którego wyceniane są posiadane przez Lotos swapy dyskontował ten spadek cracków już w końcówce 4Q08. Ostatecznie skonsolidowana strata netto w 1Q'09 może sięgnąć ponad -587 mln PLN.

Rafineryjny

PGNiG

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2009 15,2 | EV/EBITDA 2009 5,5 | **Cena bieżąca 3,67 PLN**
P/E 2010 11,5 | EV/EBITDA 2010 4,6 | **Cena docelowa 3,56 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	5 867	5 330	10,1%	18 762	18 433	1,8%	17 978	18 762	-4,2%
EBITDA	297	1 338	-77,8%	3 216	2 349	36,9%	3 847	3 216	19,6%
marża	5,1%	25,1%	-	17,1%	12,7%	-	21,4%	17,1%	-
EBIT	-90	987	-	1 514	926	63,6%	1 980	1 514	30,7%
Zysk brutto	-80	978	-	1 496	1 051	42,3%	1 978	1 496	32,3%
Zysk netto	-80	779	-	1 211	969	25,0%	1 602	1 211	32,3%

Znów strata na obrocie, ale znacznie niższa niż w 4Q'08

W pierwszym kwartale tego roku PGNiG podobnie jak w 4Q'08 może zanotować stratę operacyjną, aczkolwiek w naszej opinii będzie ona już znacząco niższa. Oczywiście głównej przyczyny takiego wyniku należy upatrywać w segmencie obrotu, który naszym zdaniem wygeneruje EBIT na poziomie -433 mln PLN vs. -846 mln PLN w 4Q'08 i +397 mln PLN w 1Q'08. Poprawa w ujęciu q/q mimo nieznacznego wzrostu cen gazu importowanego (po przeliczeniu na PLN wyniesie około 5%) będzie wynikała ze sprzedaży surowca z magazynów, którą szacujemy na około 1 mld m^3 (przypominamy, że zapasy były robione w II-gim i III-cim kwartale 2008 po znacznie niższych cenach niż obecne). Wysokiej straty na handlu gazem nie będą już w stanie zneutralizować pozostałe segmenty, aczkolwiek powinny ją znacznie zmniejszyć. W przypadku dystrybucji korzystnie w ujęciu r/r będą wpływać wyższe taryfy, które spółki otrzymały od URE w kwietniu 2008. Ważne będą także wysokie wolumeny sprzedaży do grupy klientów indywidualnych w związku z niższymi temperaturami (na poziomie Grupy wzrost w tej kategorii zneutralizują niższe wolumeny w segmencie klientów przemysłowych). Ostatecznie na działalności dystrybucyjnej PGNiG powinno zarobić około 327 mln PLN vs. 267 mln PLN rok wcześniej. Segment wydobywczy powinien dołożyć tylko około 31 mln PLN vs. 336 mln PLN rok temu i 85 mln PLN w 4Q'08. Słaby wynik upstreamu będzie pochodną niższych cen ropy oraz oczekiwanej wysokiej straty na swapach zabezpieczających pożyczkę denominowaną w NOK (ponad -150 mln PLN). Ostatecznie po uwzględnieniu dodatniego salda na działalności finansowej wynik netto powinien ukształtować się na poziomie -80 mln PLN.

Rafineryjny

PKN Orlen

Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2009 5,1 | EV/EBITDA 2009 4,2 | **Cena bieżąca 24,4 PLN**
P/E 2010 6,0 | EV/EBITDA 2010 4,4 | **Cena docelowa 40,2 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	15 016	17 938	-16,3%	62 293	79 535	-21,7%	74 645	62 293	19,8%
EBITDA	350	1 152	-69,6%	5 261	3 249	61,9%	5 059	5 261	-3,8%
marża	2,3%	6,4%	-	8,4%	4,1%	-	6,8%	8,4%	-19,7%
EBIT	-332	565	-	2 525	758	233,1%	2 250	2 525	-10,9%
Zysk brutto	-1 491	790	-	2 497	-533	-	2 193	2 497	-12,2%
Zysk netto	-1 408	625	-	2 034	-659	-	1 731	2 034	-14,9%

Strata EBIT i wysokie ujemne różnice kursowe

Uwzględniając informacje przekazane przez Spółkę w ostatnim komunikacie oczekujemy, że w 1Q'09 Orlen zanotuje stratę operacyjną w wysokości -332 mln PLN (jest to istotnie poniżej naszych wcześniejszych szacunków). W ujęciu segmentowym spodziewamy się około -105 mln PLN straty na działalności rafineryjnej vs. 240 mln w 1Q'08 (w tym -300 mln PLN efektu LIFO vs. +325 mln PLN rok wcześniej). Poprawa na bazie LIFO będzie efektem przede wszystkim osłabienia złotego oraz poprawy wolumenów i uzysków w Możejkach, choć część tego pozytywnego efektu zniwelują koszty remontów i awarii (w związku z tym przyjęliśmy dla tego segmentu ostrożniejsze założenia niż wcześniej). W segmencie detalicznym zakładamy spadek EBIT ze 103 mln PLN do 51 mln PLN ze względu na wyraźny spadek marż detalicznych (w marcu wg naszych szacunków ujemna dynamika marż paliwowych na stacjach mogła przekraczać 40%). Segment petrochemiczny będzie w naszej opinii głównym negatywnym obciążeniem dla 1Q'09 vs. 1Q'08 kiedy to wypracował aż 232 mln PLN EBIT. W I-szym kwartale tego roku powinniśmy zaobserwować na tej działalności co prawda poprawę q/q (wyraźny wzrost wolumenów), ale mocny spadek marż jednostkowych nie pozwoli naszym zdaniem na przekroczenie progu rentowności (zakładamy wynik -65 mln PLN). Pogorszenia wyników r/r spodziewamy się także w przypadku Anwilu ze względu na spadek marż nawozowych i obniżenie wolumenów w PVC (29 mln PLN vs. 91 mln PLN). Na pozostałej działalności dodatkowym obciążeniem będą zapowiadane przez Orlen rezerwy w kwocie 150 mln PLN. Wynik netto będzie ponadto zainfekowany wysokimi ujemnymi różnicami kursowymi na kredytach walutowych, które mogą przekroczyć 1 mld PLN. Ostatecznie spodziewamy się więc kwartalnej straty netto w wysokości -1,4 mld PLN.

Chemia

Police

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2009 - P/E 2010 9,6

EV/EBITDA 2009 - EV/EBITDA 2010 3,5

Cena bieżąca 5,21 PLN
Cena docelowa 6,20 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	356,6	707,0	-50%	1 604,8	2 403,7	-33%	1 959,7	1 604,8	22%
EBITDA	-36,7	165,3	-	-6,3	229,3	-	114,8	-6,3	-
marża	-10,3%	23,4%	-	-0,4%	9,5%	-	5,7%	-0,4%	-
EBIT	-54,3	150,0	-	-67,5	161,8	-	53,8	-67,5	-
Zysk brutto	-131,0	155,3	-	-98,8	41,3	-	50,3	-98,8	-
Zysk netto	-116,0	130,6	-	-98,8	28,8	-	40,7	-98,8	-

Wyższe wolumeny, ale nadal strata EBIT

Wyniki Polic w 1Q'09 będą w dużej mierze zależały od tego jak bardzo konserwatywna była Spółka przy odpisach wartości zapasów w 4Q'08. Trudno to ocenić na podstawie sprawozdań finansowych, bo brak zmian w wysokim stanie magazynów w końcówce roku (wartość zapasów na koniec grudnia wynosiła 600 mln PLN i nie zmieniła się praktycznie q/q mimo dokonanych przeszacowań na 150 mln PLN) może zarówno oznaczać, że zgromadzone produkty i nawozy uwzględniono w księgach po zawyżonych cenach bądź też wysoka kwota wynika z ogromnych wolumenów, na sprzedaży których jednostkowa strata nie powinna być już wysoka. W naszych prognozach staraliśmy się te kwestię wypośrodkować. Przy zwiększonych wolumenach sprzedaży (zakładamy sprzedaż 250 tys. ton nawozów vs. 110 tys. ton w 4Q'08 i 586 tys. ton w 1Q'08) nadal jednak uważamy, że na poziomie operacyjnym Police zanotują stratę sięgającą 54 mln PLN. Na działalności finansowej ponownie Spółka zanotuje wysoką stratę z wyceny transakcji zabezpieczających przekraczającą 70 mln PLN (na koniec roku Police miały pozycje otwarte na około 160 mln EUR). Ostatecznie na poziomie netto strata zostanie zwiększona do 116 mln PLN (nieco zamortyzuje ją prawdopodobne aktywo podatkowe).

Chemia

ZA Puławy

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2009 20,1 P/E 2010 11,9

EV/EBITDA 2009 4,2 EV/EBITDA 2010 3,1

Cena bieżąca 71,2 PLN
Cena docelowa 65,5 PLN

(mln PLN)	IIIQ08/09P	IIIQ07/08	zmiana	I-IIIQ08/09	I-IIIQ07/08	zmiana	2008/09P	2007/08P	zmiana
Przychody	573,5	718,3	-20,2%	1 774,7	1 841,2	-3,6%	2 371,5	2 503,5	-5,3%
EBITDA	86,1	167,0	-48,5%	377,4	329,0	14,7%	372,0	432,8	-14,0%
marża	15,0%	23,3%	-	21,3%	17,9%	-	15,7%	17,3%	-
EBIT	69,1	148,3	-53,4%	327,0	275,3	18,8%	297,7	358,7	-17,0%
Zysk brutto	7,9	154,4	-94,9%	189,3	307,2	-38,4%	210,3	401,4	-47,6%
Zysk netto	6,4	125,1	-94,9%	153,2	255,3	-40,0%	170,3	330,8	-48,5%

EBIT mocny dzięki słabej złotówce

W 3Q'08/09 kontynuowane były spadki benchmarkowych cen nawozów produkowanych przez ZAP. Notowania mocznika spadły średnio q/q o 24%, saletry aż o 30%, a RSM o 40%. Tak wysokie korekty cen wyrażone w walucie wynikały z bardzo wysokiej bazy z października, który to miesiąc wydawał się być odpowiedzialny za lepsze od oczekiwań wyniki ZAP z 2Q'08/09. Jednostkowe marże realizowane w segmencie nawozowym przy niezmienionej od listopada cenie gazu powinny więc wg. naszych szacunków istotnie się obniżyć, choć częściowo ten negatywny efekt będzie neutralizowany przez osłabienie złotego o 20%. W przypadku melaminy w przeliczeniu na PLN spadku marży przerobowej nie obserwowaliśmy, ale ze względu na sygnalizowany remont ZAP zanotują wyraźny spadek przychodów na tym produkcie. Lepiej w relacji do 2Q'08/09 powinien natomiast zaprezentować się kaprolaktam, gdzie poprawiły się wolumeny oraz realizowana marża jednostkowa (efekt wzrostu cen siarczanu amonu w lutym i marcu oraz osłabienia złotego z nawiązką zrekompensował droższy benzen). Ostatecznie wynik operacyjny w 3Q'08/09 powinien ukształtować się na poziomie 69 mln PLN. Podobnie jednak jak w poprzednim kwartale, prawie w całości kwota ta zostanie „skonsumowana" przez ujemną wycenę transakcji hedgingowych.

Telekomunikacja

Telekomunikacja

Netia

Kupuj

Analityk: Michał Marczak

P/E 2009	-	EV/EBITDA 2009	4,5
P/E 2010	31,2	EV/EBITDA 2010	3,4

Cena bieżąca 3,5 PLN
Cena docelowa 3,8 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	371,1	237,5	56,3%	1 503,1	1 121,2	34,1%	1 640,3	1 503,1	9,1%
EBITDA	61,9	33,8	83,1%	234,0	170,6	37,1%	290,1	234,0	24,0%
marża	16,7%	14,2%	-	15,6%	15,2%	-	15,6%	15,2%	-
EBIT	-10,2	-29,1	64,9%	-23,4	-99,7	76,5%	36,6	-23,4	-
Zysk brutto	-7,1	-53,4	86,7%	-9,3	231,9	-	53,6	-9,3	-
Zysk netto	-7,1	-55,3	87,2%	-9,9	230,6	-	43,3	-9,9	-

Wyhamowanie q/q

Po dynamicznym wzroście przychodów w ujęciu q/q jaki spółka raportowała w 4Q2008 (efekt pełnej konsolidacji Tele2 Polska), oczekujemy wyhamowania tej tendencji do 1%. W ujęciu rocznym nadal Netia będzie raportować ponad 55% wzrost przychodów i 80% wzrost EBITDA. W związku z zapowiadaną przez zarząd restrukturyzacją i kosztami z tym związanymi nie spodziewamy się, że marża EBITDA 1Q2009 zbliży się do 20%. Powinno to nastąpić w 2H2009. Wyhamowania wzrostu oczekujemy również na poziomie wzrostu liczby abonentów (q/q; WLR +15 tys., BSA +13 tys). W związku z kryzysem gospodarczym można oczekiwać zwiększonej liczby odłączeń abonentów (-5 tys.) we własnej sieci. Spadek tempa przyłączeń to również niższe koszty akwizycji. W kolejnym kwartale mogą pojawić się rezerwy na problematyczne należności. Inwestorzy będą również śledzić jak rozwija się projekt LLU. 1Q2009 nie przyniesie tu przełomu (oczekujemy ok. 4 tys. abonentów). Pozytywny wpływ na marże EBITDA będzie miało obniżenie stawek MTR – spółka z opóźnieniem reaguje (obniża stawki detaliczne) na decyzje regulatora w stosunku do operatorów komórkowych (poza tym część cenników opiera się na stałych opłatach miesięcznych, niezależnych od wygenerowanego ruchu, klient nie wie ile płaci za min. połączenia).

Telekomunikacja

TPSA

Trzymaj

Analityk: Michał Marczak

P/E 2009	10,0	EV/EBITDA 2009	3,9
P/E 2010	9,3	EV/EBITDA 2010	3,9

Cena bieżąca 18,6 PLN
Cena docelowa 20,5 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	4 434,0	4 527,0	-2,1%	18 141,2	18 165,0	-0,1%	18 244,4	18 141,2	0,6%
EBITDA	1 938,0	2 016,0	-3,9%	7 418,5	7 630,0	-2,8%	7 281,4	7 418,5	-1,8%
marża	43,7%	44,5%		40,9%	42,0%	-	40,9%	42,0%	-
EBIT	886,0	949,0	-6,6%	3 282,4	3 313,0	-0,9%	3 282,4	3 282,4	0,0%
Zysk brutto	668,5	823,0	-18,8%	3 083,2	2 593,0	18,9%	3 287,1	3 083,2	6,6%
Zysk netto	541,5	681,0	-20,5%	2 495,4	2 188,0	14,0%	2 660,5	2 495,4	6,6%

Dalsza utrata rynku

Sezonowo nieco słabszy kwartał, a dodatkowo pod wpływem kryzysu gospodarczego i obniżonych stawek MTR, oczekujemy, że TP zaraportuje 2% spadek przychodów w ujęciu r/r. W tradycyjnych usługach głosowych, obejmujących przychody hurtowe i detaliczne) oczekujemy 10% spadku r/r, co będzie efektem spadającej liczby abonentów ogółem (-160 tys. q/q, -580 tys. r/r) oraz utratą przychodu detalicznego w obszarze WLR. W przypadku Centertel spodziewamy się utrzymania przychodów na poziomie sprzed roku (negatywny wpływ niższych MTR). W segmencie transmisji danych zakładamy 9,2% wzrost przychodów ze sprzedaży (gównie za sprawą rosnącego ARPU w szerokopasmowym dostępie do internetu, efekt wygasania promocji). W prognozie nie zakładamy istotnych zdarzeń jednorazowych. Ponieważ, na początku br. spółka zabezpieczyła całą pozycję dłużną przed ryzykiem kursowym, należy oczekiwać zmniejszenia straty na działalności finansowej w stosunku do 4Q2008.

Media

Agora — Kupuj

Media

Analityk: Michał Marczak

P/E 2009	11,5	EV/EBITDA 2009	4,5
P/E 2010	8,2	EV/EBITDA 2010	3,5

Cena bieżąca 15,4 PLN
Cena docelowa 35,6 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	284,5	313,4	-9,2%	1 282,2	1 277,7	0,4%	1 333,0	1 282,2	4,0%
EBITDA	17,5	42,4	-58,7%	160,6	155,6	3,2%	195,9	160,6	22,0%
marża	6,2%	13,5%	-	12,5%	12,2%	-	12,5%	12,2%	-
EBIT	-4,1	22,6	-	85,3	71,8	18,9%	121,7	85,3	42,6%
Zysk brutto	-2,8	25,8	-	90,7	47,9	89,4%	128,0	90,7	41,1%
Zysk netto	-2,8	18,7	-	73,5	23,3	215,7%	103,8	73,5	41,1%

Trudny okres

Sezonowo 1Q jest dla branży mediowej trudny, w tym roku dokłada się do tego jeszcze silne pogorszenie koniunktury gospodarczej, czego efektem – przynajmniej w prasie – było wstrzymywanie przez przedsiębiorstwa kampanii reklamowych. W naszej prognozie zakładamy, że wpływy reklamowe Gazety obniżyły się w ujęciu r/r o 16,4%, o 32% wzrosły natomiast przychody dziennika metro i segmentu internetowego (niska baza 1Q2008). Przy zakładanym przez nas 50% spadku wpływów ze sprzedaży książek, utrzymaniu wpływów ze sprzedaży wolumenowej Gazety (podwyżka cen, ale spadek średniego dziennego nakładu, w 1Q2008 popularna „dwucenówka") przychody segmentu prasowego powinny obniżyć się r/r o 11,7%. W przypadku czasopism spodziewamy się 9% spadku przychodów r/r, dla segmentu radiowego 8,5%. Niska baza porównawcza 1Q2008 dla AMS powinna pozwolić na osiągnięcie 3% dynamiki wzrostu r/r. Na poziomie kosztów operacyjnych należy oczekiwać wzrostu w ujęciu r/r wydatków na wynagrodzenia oraz kosztów druku (papier). Wielką niewiadomą pozostaje skala redukcji kosztów promocji i marketingu. W ujęciu kwartalnym dla segmentu prasowego jest to kwota 45 mln PLN. Oczekujemy, że skala redukcji kosztów promocji zamortyzuje wzrost kosztów w wymienionych dwóch obszarach.

Cyfrowy Polsat — Kupuj

Media

Analityk: Piotr Grzybowski

P/E 2009	10,2	EV/EBITDA 2009	7,2
P/E 2010	9,3	EV/EBITDA 2010	5,3

Cena bieżąca 13,74 PLN
Cena docelowa 15,90 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	317,3	248,8	27,6%	1 336,8	1 129,4	18,4%	1 424,8	1 336,8	6,6%
EBITDA	101,0	88,6	14,0%	458,0	346,1	32,3%	516,9	458,0	12,9%
marża	31,8%	35,6%	-	34,3%	30,6%	-	36,3%	30,0%	-
EBIT	92,1	83,5	10,3%	427,1	323,5	32,0%	485,5	427,1	13,7%
Zysk brutto	98,1	79,5	23,3%	400,8	334,8	19,7%	460,5	400,8	14,9%
Zysk netto	79,5	64,0	24,1%	351,4	270,6	29,9%	403,8	351,4	14,9%

Mimo niekorzystnych kursów poprawa wyników

Wzrost abonentów netto wyniesie około 75 tysięcy, na co złoży się znaczny wzrost współczynnika odpływu abonentów. Wartość przychodów powinna pozostać płaska w porównaniu do ubiegłego kwartału, na co będą składały się wyższe przychody z abonamentu oraz spadek przychodów ze sprzedaży dekoderów, co będzie efektem znacznego wzrostu udziału leasingu dekoderów (około 50% przyłączeń netto). Na poziomie kosztów ze względu na osłabienie złotego wysoka powinna być dynamika kosztów licencyjnych. Efekt wyższych kosztów z tego tytułu powinien być w dużej mierze zniwelowany przez wyższy udział dzierżawy dekoderów, co obniży koszty subsydiów dekoderów (-17 mln PLN). Wzrost raportowanej amortyzacji z tego tytułu szacujemy na około 1 mln PLN, co sprawi, że powyższa zmiana będzie pozytywnie wpływać zarówno na EBITDA jak i na zysk operacyjny. W rezultacie spółka poprawi zeszłoroczne wyniki osiągając 101,0 mln PLN na poziomie EBITDA. Na poziomie finansowym spółka ponownie zaprezentuje wynik na transakcjach zabezpieczających, które powinny przynieść około 11 mln PLN przychodów finansowych. Tym samym spółka pokaże blisko 80 mln PLN zysku netto.

Media

TVN

Kupuj

Analityk: Piotr Grzybowski

P/E 2009 10,1 | P/E 2010 9,8 | EV/EBITDA 2009 7,7 | EV/EBITDA 2010 7,4

Cena bieżąca 9,80 PLN
Cena docelowa 11,90 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	425,0	401,6	5,8%	1 955,2	1 897,3	3,1%	2 055,9	1 955,2	5,2%
EBITDA	238,8	126,8	88,3%	634,7	711,4	-10,8%	650,7	634,7	2,5%
marża	56,2%	31,6%	-	32,5%	37,5%	-	31,7%	32,5%	-
EBIT	213,8	108,2	97,6%	543,6	631,9	-14,0%	549,5	543,6	1,1%
Zysk brutto	54,4	81,4	-33,2%	417,5	447,6	-6,7%	429,6	417,5	2,9%
Zysk netto	57,1	63,4	-10,1%	338,1	363,7	-7,0%	348,0	338,1	2,9%

Operacyjnie dobrze. Będzie korekta konsolidacyjna?

Trudna sytuacja na rynku reklamowym w marcu spowoduje, że mimo udanych pierwszych dwóch miesięcy roku TVN na podstawowej działalności zanotuje płaski wynik na sprzedaży w porównaniu do ubiegłego roku. Czynnikiem, który poprawi pierwszą linię będzie konsolidacja ITI Neovision przez 20 dni kwartału. Przyniesie to spółce dodatkowych 23 mln PLN przychodów. Na niższych poziomach oczekujemy, że platforma 'n' obniży wynik EBITDA o około 5,5 mln PLN, a wynik EBIT o 9,5 mln PLN (uwzględniając 20 dniowy okres konsolidacji). Ponadto okres konsolidacji 'n' będzie się wiązał z około 1,5 mln PLN dodatkowych kosztów odsetkowych i 8 mln PLN przeszacowania długu platformy nie będącego pożyczką od TVN. Strata netto 'n' w tym okresie wyniesie zatem około 26,5 mln PLN (uwzględniając przeszacowanie całego długu), co będzie implikowało stratę mniejszości na poziomie 13 mln PLN. Tym samym Grupa TVN po uwzględnieniu 20-dniowej konsolidacji 'n' powinna wypracować 117 mln PLN EBITDA i 92 mln PLN zysku operacyjnego. Ponadto spółka najprawdopodobniej dokona odwrócenia strat poniesionych w ITI Neovision w okresie jego konsolidacji metodą praw własności. Ewentualna kwota korekty to 94,4 mln PLN zeszłorocznych strat i 27,7 mln PLN strat przypadających na okres pomiędzy 1 stycznia a 11 marca 2009. Decydujemy się umieścić powyższą korektę w naszych prognozach choć wydaje się nam, że uzasadniona jest jedynie korekta w wysokości straty operacyjnej 'n', gdyż tylko ona jest w tej chwili odzwierciedlona w kapitałach Grupy TVN i byłoby uzasadnione jej odwrócenie przed włączeniem aktywów platformy do bilansu. Na poziomie działalności finansowej, poza wspomnianymi wyżej kosztami 'n' oczekujemy 37 mln kosztów odsetkowych, 114 mln PLN strat na przeszacowaniu euroobligacji, 23 mln PLN przychodów z tytułu przeszacowania dolarowego collara oraz 27,7 mln PLN udziałów w stracie 'n' za okres pierwszych 2,5 miesiąca roku. Nie uwzględniamy natomiast przychodów odsetkowych TVN z tytułu pożyczek dla „n" i przeszacowania tego długu za okres 1 stycznia – 11 marca, gdyż uważamy, że znajdują one odzwierciedlenie w odwróconym zapisie korekty konsolidacyjnej. Łączne koszty finansowe wyniosą zatem około 165 mln PLN, co po uwzględnieniu nieznacznych przychodów inwestycyjnych, podatku oraz strat mniejszości implikuje wynik na poziomie 57 mln PLN.

Media

WSiP

Kupuj

Analityk: Piotr Grzybowski

P/E 2009 10,4 | P/E 2010 10,4 | EV/EBITDA 2009 7,0 | EV/EBITDA 2010 6,9

Cena bieżąca 13,2 PLN
Cena docelowa 18,9 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	9,8	8,7	12,3%	190,6	198,8	-4,1%	192,5	190,6	1,0%
EBITDA	-10,4	-10,3	1,2%	41,3	52,0	-20,5%	42,0	41,3	1,7%
marża	-106,1%	-117,7%	-	21,7%	26,1%	-	21,8%	21,7%	-
EBIT	-11,5	-11,1	-4,0%	37,0	48,3	-23,3%	37,5	37,0	1,3%
Zysk brutto	-10,4	-10,1	-2,6%	38,9	50,6	-23,2%	39,0	38,9	0,3%
Zysk netto	-11,1	-11,0	-0,8%	31,4	40,5	-22,5%	31,5	31,4	0,3%

Stabilny kwartał

Pierwszy kwartał pozostaje w Wydawnictwach tradycyjnie martwym okresem. Dzięki rozszerzeniu działalności spółek zależnych przychody spółki Grupy nieznacznie wzrosną w porównaniu do zeszłego roku, poprawiając nieco również rentowność brutto sprzedaży. Minimalny pozytywny efekt zostanie jednak naszym zdaniem zniwelowany przez wydatki związane z promocją nowych podręczników. Wszystkie poczynione w trzecim kwartale rezerwy zostaną raczej utrzymane i w związku z tym nie należy oczekiwać żadnych rozwiązań. Tym samym spółka zanotuje według naszych oczekiwań nieznaczne pogorszenie wyniku operacyjnego.

Sektor IT

AB

IT

Trzymaj

Analityk: Piotr Grzybowski

P/E 2009 5,4
P/E 2010 5,8

EV/EBITDA 2009 3,5
EV/EBITDA 2010 6,1

Cena bieżąca 5,6 PLN
Cena docelowa 12,8 PLN

(mln PLN)	IIIQ08/09P	IIIQ07/08P	zmiana	I-IIIQ08/09P	III-VQ07/08	zmiana	08/09P	07/08P	zmiana
Przychody	690,8	649,8	6,3%	2 311,1	1 811,4	27,6%	2 709,7	3 012,2	-10,0%
EBITDA	20,8	7,8	167,3%	75,8	27,4	177,0%	78,7	39,5	99,3%
marża	3,0%	1,2%	-	3,3%	1,5%	-	2,9%	1,3%	-
EBIT	19,7	6,7	194,0%	72,2	25,2	186,5%	73,4	35,2	108,5%
Zysk brutto	7,7	4,0	91,3%	27,0	19,4	39,6%	30,0	22,2	34,9%
Zysk netto	6,3	3,2	97,2%	19,6	14,4	35,6%	21,3	16,1	32,2%

Nie jest źle

Spodziewamy się, że AB w trzecim kwartale swojego roku obrotowego zaprezentuje pozytywne, sporo lepsze od zeszłorocznych wyniki finansowe. Oczekujemy, że sprzedaż wzrośnie, głównie dzięki dynamice osiągniętej w AT Computers, na którą wpływ będą też miały zmiany kursów walutowych, gdyż średni kurs czeskiej korony był wyższy o 9,5% niż w zeszłym kwartale. Marża brutto ponownie będzie wspomagana przez zmiany kursów walutowych, w związku z czym oczekujemy jej poprawy, choć efekt walutowy powinien być już zdecydowanie słabszy niż w ubiegłym kwartale. Oczekujemy również dalszego stopniowego ścięcia kosztów działalności, głównie dzięki dostosowaniu ATC do standardów AB. Na poziomie kosztów finansowych spółka pokaże wynik na ujemnych różnicach kursowych. W związku z dużą deprecjacja złotego, nieco zmniejszonym poziomem zabezpieczenia sald zobowiązań oraz zwiększonym ich stanem oczekujemy, że ujemne saldo z działalności finansowej wyniesie razem z odsetkami 12 mln PLN.

Action

IT

Akumuluj

Analityk: Piotr Grzybowski

P/E 2009 9,4
P/E 2011 6,1

EV/EBITDA 2009 6,6
EV/EBITDA 2011 5,3

Cena bieżąca 8,66 PLN
Cena docelowa 24,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ08/09P	IIIQ07/08P	zmiana	I-IIIQ08/09P	I-IIIQ07/08	zmiana	08/09P	07/08P	zmiana
Przychody	519,9	701,3	-25,9%	1 785,3	1 761,3	1,4%	3 320,6	2 343,4	41,7%
EBITDA	17,6	12,8	37,5%	30,5	51,7	-41,0%	59,3	65,3	-9,2%
marża	3,4%	1,8%	-	1,7%	2,9%	-	1,8%	2,8%	-
EBIT	15,3	10,5	45,8%	23,8	43,5	-45,2%	46,3	57,3	-19,3%
Zysk brutto	12,8	8,7	46,3%	17,0	39,8	-57,2%	34,2	51,1	-33,2%
Zysk netto	10,3	6,5	59,4%	13,2	27,7	-52,1%	25,4	33,8	-24,7%

Waluty ponownie wspierają wynik

Trzeci kwartał tego roku obrotowego przyniesie dobre wyniki finansowe, choć nie będzie to już tak wysoki poziom jak to miało miejsce w kwartale drugim. Słabnący przez większość kwartału polski złoty pozytywnie wpłynie na marże, jednak mniejszy stan zapasów spowoduje, że dźwignia będzie znacznie mniejsza niż w ubiegłym kwartale. Podobnej tendencji oczekujemy na poziomie pozostałej działalności operacyjnej. Tutaj ze względu na niższy średni stan zobowiązań oraz większy udział zakupów w polskich złotych kwota zaksięgowanych różnic kursowych powinna być znacząco mniejsza niż w poprzednim kwartale. Oczekujemy, że wartość kosztów finansowych wynikających z różnic kursowych wyniosła około 16 mln PLN. Ze względu na niższy poziom zabezpieczeń walutowych oczekujemy, że zmniejszą one ujemne saldo na działalności finansowej o około 7 mln PLN. W konsekwencji oczekujemy, że zysk netto za bieżący kwartał nieznacznie przekroczy 10 mln PLN.

IT

ASBIS

Trzymaj

Analityk: Piotr Grzybowski

P/E 2009 - P/E 2010 6,8

EV/EBITDA 2009 4,9 EV/EBITDA 2010 3,7

Cena bieżąca 1,73 PLN
Cena docelowa 3,70 PLN

(mln USD)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	258,1	360,1	-28,3%	1 252,0	1 495,3	-16,3%	1 339,9	1 252,0	7,0%
EBITDA	-0,4	9,5	-	10,0	18,2	-45,2%	15,5	10,0	55,7%
marża	-0,2%	2,6%	-	0,8%	1,2%	-	1,2%	0,8%	-
EBIT	-1,0	8,9	-	7,1	15,3	-53,9%	12,6	7,1	77,7%
Zysk brutto	-2,8	7,8	-	-1,5	7,1	-	5,9	-1,5	-
Zysk netto	-2,3	5,7	-	-1,3	4,0	-	4,7	-1,3	-

Słaby kwartał pod znakiem kryzysu na rynkach wschodnich

Oczekujemy, że sprzedaż spółki będzie kontynuowała mocny trend spadkowy ze względu na trudną sytuację na rynkach wschodnich, a także decyzję podjętą w Rosji w kwestii przejścia na rozliczenia walutowe, która naszym zdaniem spowoduje, że duża część klientów nie będzie chciała wziąć na siebie ryzyka kursowego i zrezygnuje z dostaw realizowanych przez Asbis. Na poziomie marży brutto spodziewamy się negatywnego wpływu dewaluacji rubla oraz osłabienia walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej, które doprowadzą naszym zdania do powstania znacznych ujemnych różnic kursowych. Na poziomie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu oczekujemy niewielkiego spadku związanego z jednej strony z wprowadzonym w spółce programem oszczędnościowym, z drugiej z efektem walutowym powodującym obniżenie wartości wielu grup kosztów w przeliczeniu na dolara. W rezultacie wynik operacyjny ukształtuje się na poziomie -1,0 mln USD. Koszty odsetkowe wzrosną w porównaniu do zeszłego roku ze względu na fakt, że w kilku przypadkach banki wynegocjowały wyższe marże na oferowanych liniach kredytowych. Nie spodziewamy się jednak w porównaniu do ubiegłego kwartału żadnych księgowań różnic kursowych na tym poziomie. Oczekiwany przez nas wynik netto to strata w wysokości 2,3 mln USD.

IT

Komputronik

Akumuluj

Analityk: Piotr Grzybowski

P/E 2009 19,9 P/E 2010 10,4

EV/EBITDA 2009 11,4 EV/EBITDA 2010 6,8

Cena bieżąca 12,23 PLN
Cena docelowa 33,9 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	198,9	149,9	32,7%	855,2	757,9	12,8%	995,4	757,9	31,3%
EBITDA	2,9	3,5	-18,2%	13,7	15,4	-10,6%	23,7	15,4	54,4%
marża	1,4%	2,3%	-	1,6%	2,0%	-	2,4%	2,0%	-
EBIT	1,5	2,6	-44,7%	8,0	10,2	-21,2%	17,9	10,2	75,8%
Zysk brutto	0,3	2,7	-90,4%	4,8	6,2	-22,1%	13,1	6,2	111,9%
Zysk netto	1,0	7,7	-87,2%	5,0	5,6	-10,7%	9,7	5,6	71,6%

Karen nadal pogarsza wyniki

Spodziewamy się po spółce słabszych od ubiegłorocznych wyników finansowych, przy czym ponownie duży wpływ na słabe rezultaty będzie miała konsolidacja Karen. Na poziomie przychodów sam Komputronik zanotuje dość duży wzrost sięgający 23%, co będzie wynikało z większej liczby sklepów, zwiększonego udziału w dostawach dla Karen oraz przesunięciu segmentu biznesowego z Karen do Komputronika. Wzrost przychodów uda się najprawdopodobniej w spółce dominującej połączyć z niewielkim wzrostem marży brutto na co pozytywny wpływ będą miały waluty, jednak ze względu na o wiele mniejszą dźwignię niż w przypadku dystrybutorów hurtowych wzrost ten nie będzie aż tak widoczny. Na poziomie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu powinien pojawić się efekt deprecjacji złotego, który podniesie koszty czynszów w sieci Grupy. Ponadto koszty te wzrosną również ze względu na rozwój sieci. W konsekwencji tych czynników oraz konsolidacji Karen, który powinien zaprezentować wyniki porównywalne z osiąganymi w ostatnim półroczu ze stratą operacyjną na poziomie 2,5-3 mln PLN oczekujemy, że cała Grupa pokaże EBIT na poziomie około 1,5 mln PLN. Spółka zmniejszyła jeszcze zaangażowanie w KEN Technologie Informatyczne z początkiem drugiego kwartału 2009 roku i związku z tym pokaże 80% straty na działalności finansowej wynikającej z posiadania przez KEN swapa walutowego w jenach. Udział Komputronika w tej stracie wyniesie około 1,1 mln PLN.

Metale

Kęty — Kupuj

Metale

Analityk: Michał Marczak

P/E 2009 9,5 | P/E 2010 7,9 | EV/EBITDA 2009 5,3 | EV/EBITDA 2010 4,7

Cena bieżąca 66,2 PLN
Cena docelowa 109,4 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	245,0	284,1	-13,8%	982,3	1 183,5	-17,0%	1 139,5	982,3	16,0%
EBITDA	41,5	48,1	-13,7%	170,3	190,2	-10,5%	181,7	170,3	6,7%
marża	16,9%	16,9%	-	17,3%	16,1%	-	17,3%	16,1%	-
EBIT	25,0	33,4	-25,1%	108,1	128,3	-15,8%	119,6	108,1	10,7%
Zysk brutto	3,8	21,8	-82,8%	74,0	74,0	0,0%	79,8	74,0	7,9%
Zysk netto	3,0	17,2	-82,6%	64,4	63,4	1,7%	77,3	64,4	19,9%

Mogło być gorzej, będzie lepiej

W naszej prognozie kwartalnej przyjmujemy szacunki przedstawione przez zarząd spółki. Zarząd spodziewa się, że w 1Q2009 skonsolidowana sprzedaż wyniesie 240-245 mln PLN (-17% r/r). Niższe przychody to efekt przede wszystkim: spadku cen aluminium na LME (-49% r/r) oraz spadek sprzedaży ilościowej w Segmencie Wyrobów Wyciskanych. Segment Opakowań Giętkich nieznacznie przekroczył sprzedaż z ubiegłego roku, osiągając znaczącą poprawę wyników finansowych. Pozostałe segmenty zanotowały spadek sprzedaży poza Grupę na poziomie 4-15%. Wynik operacyjny zamknie się kwotą 24-26 mln PLN, a skonsolidowany zysk netto spadnie do 2-4 mln PLN. Zdecydowanie wyższy spadek zysku netto niż EBIT to przede wszystkim ujemna wycena bilansowa kredytów walutowych w wysokości około 15 mln PLN prezentowana w działalności finansowej. Zarząd prognozuje, że na koniec marca 2009 dług netto Grupy zmniejszy się o około 6% w stosunku do końca 2008 roku i wyniesie ok. 340 mln PLN.

KGHM — Akumuluj

Metale

Analityk: Michał Marczak

P/E 2009 19,2 | P/E 2010 26,7 | EV/EBITDA 2009 8,3 | EV/EBITDA 2010 10,1

Cena bieżąca 56,0 PLN
Cena docelowa 49,2 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	2 364,0	3 002,3	-21,3%	7 442,0	11 302,9	-34,2%	7 423,9	7 442,0	-0,2%
EBITDA	641,5	1 283,6	-50,0%	1 139,7	4 077,7	-72,0%	937,6	1 139,7	-17,7%
marża	27,1%	42,8%	-	15,3%	36,1%	-	15,3%	36,1%	-
EBIT	524,1	1 167,5	-55,1%	670,2	3 596,4	-81,4%	468,0	670,2	-30,2%
Zysk brutto	536,6	1 158,2	-53,7%	720,2	3 553,6	-79,7%	518,0	720,2	-28,1%
Zysk netto	434,7	982,2	-55,7%	583,3	2 910,4	-80,0%	419,6	583,3	-28,1%

2Q2009 będzie lepszy

W 1Q2009 średnia cena miedzi 3M na LME wyniosła 3 494 USD/t i była o 11,3% niższa niż w 4Q2008 i o 55% niższa w stosunku do 1Q2008. Średnia cena srebra w tym okresie ukształtowała się na poziomie 411 USD/kg, tj. o 23,8% więcej niż w 4Q2008 i o 27,3% mniej niż w 1Q2008. Spółce pomagał osłabiający się PLN (-21% q/q, -45% r/r), co jednak nie zamortyzowało spadku cen metali w stosunku do porównywanych okresów. In plus dla spółki powinny działać transakcje zabezpieczające cenę metali. Dla miedzi szacujemy, że spółka miała zabezpieczone 35 tys. ton po cenie zbliżonej do 6 000 USD/t, tj. istotnie wyższej niż średnia rynkowa w tym okresie. W prognozie na 1Q2009 zakładamy, że sprzedaż miedzi wyniesie 128 tys. ton z czego 17 tys. ton będzie wyprodukowane z wsadów obcych. Tradycyjnie zakładamy, że koszty operacyjne 1Q będą niższe niż średnia w całym roku (niższe obciążenia z tytułu wynagrodzeń, mniejszy zakres prac przygotowawczych), a jednostkowy koszt produkcji miedzi wyniesie 10 690 PLN/t (-3% r/r). W prognozie nie zakładamy istotnych zdarzeń jednorazowych.

Budownictwo

Budownictwo

Budimex — Trzymaj

Analityk: Maciej Stokłosa

P/E 2009	11,5	EV/EBITDA 2009	6,1	**Cena bieżąca**	**67,0 PLN**
P/E 2010	14,3	EV/EBITDA 2010	6,9	**Cena docelowa**	**69,1 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	657,5	653,2	0,7%	3 541,0	3 350,0	5,7%	4 772,0	3 541,0	34,8%
EBITDA	17,0	16,4	3,3%	201,0	134,2	49,8%	177,4	201,0	-11,8%
marża	2,6%	2,5%	-	5,7%	4,0%	-	3,7%	5,7%	-
EBIT	11,2	11,7	-4,3%	178,1	112,2	58,8%	154,1	178,1	-13,5%
Zysk brutto	12,3	19,6	-37,1%	182,8	139,5	31,1%	147,5	182,8	-19,3%
Zysk netto	10,0	15,5	-35,8%	148,1	104,7	41,4%	119,5	148,1	-19,3%

Zysk netto pomimo dużej pozycji z tytułu wyceny instrumentów pochodnych

Przewidujemy, że Budimex w Q1 2009 osiągnie 657,5 mln PLN przychodów, tzn. 18,6% rocznej prognozy (Q1 2008: 19,5%, Q1 2007: 21,2%, Q1 2006: 15,8%). Przychody w zakresie budownictwa ogólnego wyniosą 568,1 mln PLN (Q1 2008: 555,6 mln PLN). Przychody w segmencie będą powiększone o 19 mln PLN w związku ze wzrostem kursu EUR/PLN (niewielki spadek bez uwzględnienia tego efektu). Przychody z działalności deweloperskiej prognozujemy na poziomie 46,5 mln PLN, przychody z działalności pozostałej zaś na 42,9 mln PLN. Prognozujemy rentowność brutto na poziomie 16,2% (2008: 11,6%), co związane jest z większym udziałem kontraktów w budownictwie kubaturowym (zimą wstrzymane jest wiele prac drogowych, obecnie kontrakty w budownictwie kubaturowym generują wyższą marżę ze względu na oszczędności kosztowe) oraz wzrostem kursu EUR. Przewidujemy, że wycena instrumentów pochodnych, zaksięgowana w RZiS, wyniesie 57,5 mln PLN. Spółka, w przeciwieństwie do największych konkurentów, nie stosuje rachunkowości zabezpieczeń. W efekcie, wynik operacyjny wyniesie 11,2 mln PLN, wynik netto zaś 10,0 mln PLN. Oczyszczając wyniki Q1 2009 z wpływu zmiany kursu EUR/PLN, przychody wyniosłyby 616,8 mln PLN, marża brutto ze sprzedaży 10,7%, zysk operacyjny 28,1 mln PLN (rentowność: 4,6%), zysk netto zaś 23,6 mln PLN. Przyznajemy, że wynik za Q1 2009 może być ostatecznie wyższy, ze względu na możliwe zdarzenia jednorazowe podwyższające marżę brutto ze sprzedaży, przy czym nie uwzględniamy ich w prognozie (ze względu na brak możliwości prognozowania).

Budownictwo

Elektrobudowa — Kupuj

Analityk: Maciej Stokłosa

P/E 2009	11,6	EV/EBITDA 2009	9,3	**Cena bieżąca**	**137,0 PLN**
P/E 2010	11,5	EV/EBITDA 2010	9,3	**Cena docelowa**	**166,5 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	132,9	169,6	-21,6%	830,8	811,0	2,4%	841,8	830,8	1,3%
EBITDA	14,7	14,4	2,4%	70,6	79,0	-10,7%	70,3	70,6	-0,4%
marża	11,1%	8,5%	-	8,5%	9,7%	-	8,4%	8,5%	-
EBIT	12,7	12,7	-0,3%	62,5	71,3	-12,3%	61,6	62,5	-1,5%
Zysk brutto	13,1	13,5	-2,9%	69,4	74,5	-6,8%	69,9	69,4	0,7%
Zysk netto	10,6	11,0	-3,1%	56,2	60,3	-6,7%	56,6	56,2	0,7%

Dodatnie różnice kursowe poprawią wyniki

Przewidujemy, że Elektrobudowa w Q1 2009 osiągnie 133 mln PLN przychodów, tzn. 16% rocznej prognozy (Q1 2008: 20%, Q1 2007: 19,6%, Q1 2006: 14,6%). Sądzimy, że z przyczyn sezonowych mniejsze przychody wystąpią w segmencie dystrybucji energii oraz wytwarzania energii. Przewidujemy rentowność brutto na poziomie średniorocznym (9,9%), koszty zarządu i administracji na poziomie 4,5 mln PLN łącznie oraz 4,0 mln PLN pozostałych przychodów z tytułu dodatnich różnic kursowych (3 mln PLN) i przychodów odsetkowych (1 mln PLN). Prognozujemy, że zysk netto w Q1 2009 wyniesie 10,6 mln PLN (8,2 mln PLN bez uwzględnienia dodatnich różnic kursowych, czyli zdarzeń jednorazowych).

.

Budownictwo

Erbud

Kupuj

Analityk: Maciej Stokłosa

P/E 2009 9,3 | P/E 2010 15,2 | EV/EBITDA 2009 6,5 | EV/EBITDA 2010 10,6 | **Cena bieżąca 28,4 PLN** | **Cena docelowa 26,7 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	173,8	234,4	-25,9%	908,4	1 059,0	-14,2%	865,4	908,4	-4,7%
EBITDA	12,2	13,3	-8,3%	53,5	71,3	-25,0%	32,7	53,5	-38,8%
marża	7,0%	5,7%		5,9%	6,7%	-	3,8%	5,9%	-
EBIT	10,6	12,9	-18,2%	46,9	64,8	-27,6%	26,0	46,9	-44,4%
Zysk brutto	10,9	12,8	-14,3%	48,4	16,8	187,7%	30,0	48,4	-38,0%
Zysk netto	7,5	8,0	-6,7%	38,4	9,5	304,2%	23,6	38,4	-38,7%

Wynik tylko nieznacznie niższy niż w roku ubiegłym

Przewidujemy, że Erbud zrealizuje w Q1 2009 173,8 mln PLN przychodów, tzn. 19,1% rocznej prognozy (Q1 2008: 23,8%, Q1 2007: 21,0%, Q1 2006: 17,3%). Przychody w zakresie budownictwa kubaturowego w Polsce wyniosą 111,7 mln PLN, w zakresie eksportu 35,2 mln PLN, w zakresie drogownictwa 11,9 mln PLN, w zakresie działalności deweloperskiej 15 mln PLN. Niskie przychody w segmencie kubaturowym i drogownictwa wynikają z czynników sezonowych. Stosunkowo konserwatywnie prognozujemy rentowność brutto na poziomie 10% (Q4 2008: 11%). Nie przewidujemy większych zdarzeń jednorazowych, w tym z tytułu wyceny instrumentów pochodnych. Zysk netto zgodnie z prognozą wyniesie 7,5 mln PLN.

Budownictwo

Mostostal Warszawa

Kupuj

Analityk: Maciej Stokłosa

P/E 2009 10,4 | P/E 2010 13,2 | EV/EBITDA 2009 5,4 | EV/EBITDA 2010 6,8 | **Cena bieżąca 53,6 PLN** | **Cena docelowa 63,6 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	471,2	417,7	12,8%	2 542,2	2 154,2	18,0%	2 613,7	2 542,2	2,8%
EBITDA	39,0	23,6	65,1%	165,0	136,3	21,1%	130,7	165,0	-20,8%
marża	8,3%	5,7%	-	6,5%	6,3%	-	5,0%	6,5%	-
EBIT	33,0	18,7	76,8%	141,3	113,4	24,6%	106,6	141,3	-24,6%
Zysk brutto	30,5	27,2	12,0%	151,6	116,0	30,7%	116,7	151,6	-23,0%
Zysk netto	21,9	19,2	14,2%	103,5	75,5	37,1%	81,2	103,5	-21,6%

Poprawa wyników q/q na każdym poziomie

Spodziewamy się, że przychody skonsolidowane Mostostalu Warszawa wyniosą 471,2 mln PLN, czyli 18,5% przychodów prognozowanych za cały rok 2009 (Q1 2008: 19,4%, Q1 2007: 18,4%, Q1 2006: 15,0%). Na poziomie jednostkowym oczekujemy przychodów w wysokości 267,7 mln PLN, ze strony Mostostalu Płock w wysokości 37,8 mln PLN, ze strony Remaku w wysokości 55,9 mln PLN oraz w wysokości 109,8 mln PLN ze strony pozostałych spółek zależnych (po wyeliminowaniu przychodów świadczonych na rzecz spółek z grupy). Przewidujemy, że rentowność brutto wyniesie 11,2% w Grupie, 10,5% w Mostostalu Warszawa, 11% w Mostostalu Płock, 13,0% w Remaku i 12% w pozostałych spółkach. Przewidujemy, że zysk operacyjny Grupy zostanie pomniejszony o 2,5 mln PLN ze względu na zdarzenia jednorazowe (założenie) oraz o 5 mln PLN z tytułu wyceny instrumentów pochodnych w rachunku zysków i strat. W efekcie, zysk netto Grupy wyniesie zgodnie z prognozą 21,9 mln PLN, zysk netto jednostkowy Mostostalu Warszawa zaś 13,7 mln PLN. Zysk grupy oczyszczony z wpływu wyceny instrumentów pochodnych wyniósłby 24,1 mln PLN.

Budownictwo

PBG

Trzymaj

Analityk: Maciej Stokłosa

P/E 2009 10,9 | P/E 2010 12,6 | EV/EBITDA 2009 8,2 | EV/EBITDA 2010 9,2

Cena bieżąca 201,5 PLN
Cena docelowa 195,6 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	342,6	317,8	7,8%	2 953,8	2 089,3	41,4%	3 052,0	2 953,8	3,3%
EBITDA	36,5	40,1	-8,8%	431,8	270,3	59,8%	386,3	431,8	-10,5%
marża	10,7%	12,6%	-	14,6%	12,9%	-	12,7%	14,6%	-
EBIT	24,9	30,8	-19,4%	385,0	223,4	72,4%	339,3	385,0	-11,9%
Zysk brutto	20,9	22,0	-5,6%	350,1	213,5	63,9%	312,0	350,1	-10,9%
Zysk netto	15,4	14,8	3,8%	248,4	158,0	57,2%	213,9	248,4	-13,9%

Wynik zbliżony do Q1 2008, duży wpływ zdarzeń jednorazowych

Przewidujemy, że PBG zrealizuje w Q1 2009 342,6 mln PLN przychodów, tzn. 11,6% rocznej prognozy (Q1 2008: 14,8%, Q1 2007: 9,7%, Q1 2006: 11,4%). Marża brutto na sprzedaży ukształtuje się na poziomie prognozowanym na cały rok 2009 (16,9%). Saldo pozostałych kosztów operacyjnych będzie dodatnie (koszty: 13 mln PLN, przychody: 7 mln PLN) i związane będzie z rozliczeniem rezerwy utworzonej przez Hydrobudowę 9 na kontrakt na budowę oczyszczalni w Rybniku. 7 mln PLN to dodatkowy przychód z rozwiązania części rezerwy, 13 mln PLN zaś to ujemny efekt przeszacowania wartości rezerwy (kontrakt w EUR). Instrumenty zabezpieczające kontrakty na budowę oczyszczalni w Bydgoszczy i Lesznie stały się efektywne, w związku z tym nie przewidujemy ujemnej pozycji z tytułu wyceny instrumentów pochodnych. Przewidujemy zdarzenia jednorazowe po stronie pozostałych kosztów finansowych netto (saldo pozostałych kosztów finansowych netto = 4 mln PLN, koszty odsetek netto szacujemy na 8,5 mln PLN, zaś dodatnie saldo różnic kursowych netto na 4,5 mln PLN). Hydrobudowa Polska rozliczy stratę podatkową z lat ubiegłych (efektywna stopa = 13%). W efekcie, zysk netto wyniesie 15,4 mln PLN (Q1 2008: 14,8 mln PLN). Nie uwzględniając zdarzeń jednorazowych, wynik byłby podobny (zdarzenia jednorazowe wzajemnie się kompensują).

Budownictwo

Polimex Mostostal

Kupuj

Analityk: Maciej Stokłosa

P/E 2009 11,4 | P/E 2010 13,4 | EV/EBITDA 2009 6,9 | EV/EBITDA 2010 7,4

Cena bieżąca 3,7 PLN
Cena docelowa 3,6 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	910,5	920,7	-1,1%	4 909,0	4 316,7	13,7%	4 763,9	4 909,0	-3,0%
EBITDA	80,7	75,4	7,0%	328,9	292,8	12,3%	304,7	328,9	-7,4%
marża	8,9%	8,2%	-	6,7%	6,8%	-	6,4%	6,7%	-
EBIT	60,4	59,7	1,1%	247,6	221,2	11,9%	205,6	247,6	-16,9%
Zysk brutto	29,0	46,3	-37,4%	203,1	157,8	28,7%	162,2	203,1	-20,1%
Zysk netto	25,3	29,8	-15,0%	154,3	121,9	26,7%	131,6	154,3	-14,8%

Całkiem korzystne wyniki, mimo wyceny instrumentów pochodnych

Przewidujemy, że ze względu na gorsze warunki pogodowe, Polimex Mostostal w Q1 2009 wygeneruje 18,5% rocznych przychodów (Q1 2008: 21,0%, Q1 2007: 18,0%, Q1 2006: 16,8%). Największego wpływu sezonowego oczekujemy w segmencie dróg i kolei oraz budownictwa ogólnego. Zgodnie z prognozą marża brutto na sprzedaży wyniesie 12,5%. W skali rocznej, spodziewamy się ponadprzeciętnego wyniku w segmencie produkcyjnym (korzystne środowisko spadających cen stali). Przewidujemy także poprawę rentowności w stosunku do Q4 2008 w segmencie energetycznym oraz dróg i kolei. Zakładamy, że strata na wycenie transakcji zabezpieczających, zaksięgowana w rachunku zysków i strat wyniesie 20 mln PLN, w efekcie zysk netto na koniec roku osiągnie poziom 25,3 mln PLN. Oczyszczając wynik o zdarzenia wynikające ze zmian kursu EUR/PLN, marża brutto wyniosłaby 11,6%, zysk operacyjny 51,1 mln PLN (5,7%), zysk netto zaś 35,1 mln PLN (3,9%).

Budownictwo

Rafako

Akumuluj

Analityk:
Maciej Stokłosa

P/E 2009	14,6	EV/EBITDA 2009	4,6	**Cena bieżąca**	**7,1 PLN**
P/E 2010	12,6	EV/EBITDA 2010	4,0	**Cena docelowa**	**7,7 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	233,5	274,4	-14,9%	1 062,0	1 125,6	-5,6%	1 119,7	1 062,0	5,4%
EBITDA	25,5	10,1	153,8%	53,8	76,1	-29,3%	61,4	53,8	14,1%
marża	10,9%	3,7%	-	5,1%	6,8%	-	5,5%	5,1%	-
EBIT	21,6	6,6	225,6%	38,0	60,8	-37,4%	45,1	38,0	18,7%
Zysk brutto	10,2	4,0	155,6%	43,5	48,9	-10,9%	50,3	43,5	15,6%
Zysk netto	8,0	2,2	260,1%	33,9	-11,6	-392,0%	39,3	33,9	16,1%

Znaczny zysk netto pomimo dużej pozycji z tytułu wyceny instrumentów pochodnych

Zgodnie z naszą prognozą, Rafako wygeneruje w Q1 2009 233,5 mln PLN przychodów, czyli 21% rocznej prognozy (Q1 2008: 23,3%, Q1 2007: 15,7%, Q1 2006: 15,5%). Przewidujemy marżę brutto na poziomie 14,5% oraz bardzo niskie pozostałe koszty operacyjne netto. W efekcie, marża zysku operacyjnego wyniesie zgodnie z prognozą 9,25%. Przewidujemy stratę z tytułu wyceny instrumentów pochodnych na kwotę 12,7 mln PLN, w efekcie zysk netto wyniesie 8,0 mln PLN (marża netto 3,4%). Oczyszczając wynik z efektów zmiany kursu EUR/PLN, przewidujemy marżę brutto na poziomie 8,56% (tzn. na poziomie średniorocznym zgodnie z prognozą), marżę EBIT na poziomie 3,0% oraz zysk netto w wysokości 6,4 mln PLN (marża = 2,85%). W kolejnym kwartale wynik operacyjny oczyszczony z wpływu kursów walutowych będzie wyższy i wyniesie 4,1% (efekt wyższych przychodów).

Budownictwo

Trakcja Polska

Kupuj

Analityk:
Maciej Stokłosa

P/E 2009	8,3	EV/EBITDA 2009	6,2	**Cena bieżąca**	**4,1 PLN**
P/E 2010	8,3	EV/EBITDA 2010	6,3	**Cena docelowa**	**6,0 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	111,9	114,8	-2,5%	1 007,8	794,6	26,8%	1 125,6	1 007,8	11,7%
EBITDA	0,4	9,1	-95,7%	95,7	60,9	57,1%	94,1	95,7	-1,7%
marża	0,4%	8,0%	-	9,5%	7,7%	-	8,4%	9,5%	-
EBIT	-2,6	7,1	-	83,6	53,0	57,6%	81,6	83,6	-2,4%
Zysk brutto	1,0	7,1	-86,2%	98,0	68,0	44,1%	97,5	98,0	-0,5%
Zysk netto	0,6	5,7	-88,8%	79,4	54,7	45,2%	79,0	79,4	-0,5%

Wyniki pod dużą presją sezonowości i wyceny instrumentów pochodnych

Oczekujemy, że w Q1 2009 Trakcja Polska zrealizuje 111,9 mln PLN przychodów, tzn. 11,1% rocznej prognozy (Q1 2008: 13,8%, Q1 2007: 9,2%). Spodziewamy się bardzo niskiej marży brutto na sprzedaży, na poziomie 3,1%, co jest związane z wyceną instrumentów pochodnych, która włączana jest przez Trakcję Polską do kalkulacji przychodów (ujemna wycena pomniejsza przychody). Przewidujemy, że pozycja z tytułu wyceny wyniesie 25,3 mln PLN. Nie uwzględniając efektu wzrostu kursu EUR/PLN, zrealizowane przychody wyniosłyby 12,1% rocznej prognozy (122,0 mln PLN), zaś marża brutto ze sprzedaży 11,1%. Nie przewidujemy znacznych zmian po stronie kosztów zarządu i sprzedaży, ani zdarzeń jednorazowych. Ujemny wynik operacyjny w wysokości -2,6 mln PLN jest kompensowany oczekiwanym wysokim przychodem odsetkowym w wysokości 3,6 mln PLN. W efekcie, wynik netto kształtuje się na poziomie 0,6 mln PLN (bez uwzględnienia efektu zmiany kursu EUR/PLN zysk netto wyniósłby 8,8 mln PLN). Zwracamy uwagę, że wycena kontraktów po kursie 4,7 implikuje znaczny wzrost przyszłej rentowności kontraktów.

Budownictwo

Ulma Construccion

Trzymaj

Analityk: Maciej Stokłosa

P/E 2009 21,0 | P/E 2010 20,9 | EV/EBITDA 2009 5,0 | EV/EBITDA 2010 4,7 | **Cena bieżąca 44,8 PLN** | **Cena docelowa 30,0 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	39,7	65,2	-39,1%	203,5	241,5	-15,8%	200,5	203,5	-1,5%
EBITDA	17,1	33,2	-48,3%	74,5	103,4	-27,9%	72,2	74,5	-3,1%
marża	43,2%	50,9%	-	36,6%	42,8%	-	36,0%	36,6%	-
EBIT	0,7	16,5	-95,7%	26,7	40,9	-34,8%	23,7	26,7	-11,1%
Zysk brutto	-2,5	14,6	-	13,7	30,5	-54,9%	13,8	13,7	0,7%
Zysk netto	-2,1	12,0	-	11,2	25,9	-56,6%	11,3	11,2	0,6%

Znaczne ryzyko niedokładności prognozy

Podobnie jak wyniki branży budowlanej, wyniki Q1 2009 Ulmy będą w znacznie większym stopniu zdeterminowane warunkami pogodowymi niż w dwóch poprzednich latach. Przewidujemy, że w Q1 2009 Ulma zrealizuje 19,5% rocznych przychodów (Q1 2008: 27%, Q1 2007: 22,1%, Q1 2006: 16,0%). Naszym zdaniem przychody z rynków eksportowych nie wzrosną q/q. Wyniki przeszłe nie są do końca porównywalne, ze względu na wzrost cen dzierżawy w latach poprzednich. Ze względu na charakter działalności spółki, marża brutto ze sprzedaży nie jest determinowana budżetem kontraktów budowlanych, jest zaś wypadkową kosztów działalności, z których większość ma charakter stały (w tym aż 1/3 kosztów własnych sprzedaży to amortyzacja). Nie mamy informacji na temat ewentualnych zdarzeń jednorazowych. Prognozowany wynik netto jest ujemny i wynosi -2 mln PLN. Prognozy rentowności pozostają pod bardzo dużym wpływem założonej skali przychodów spółki. Spodziewamy się, że wynik netto w kolejnych kwartałach będzie dodatni.

Budownictwo

Unibep

Kupuj

Analityk: Maciej Stokłosa

P/E 2009 11,0 | P/E 2010 16,0 | EV/EBITDA 2009 7,2 | EV/EBITDA 2010 11,0 | **Cena bieżąca 5,85 PLN** | **Cena docelowa 4,9 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	79,4	119,8	-33,7%	545,7	503,9	8,3%	523,8	545,7	-4,0%
EBITDA	4,6	7,9	-41,6%	28,1	33,4	-15,9%	18,3	28,1	-35,0%
marża	5,8%	6,6%	-	5,1%	6,6%	-	3,5%	5,1%	-
EBIT	3,5	7,4	-53,2%	23,6	31,8	-25,5%	13,8	23,6	-41,8%
Zysk brutto	3,2	7,7	-58,7%	22,4	36,4	-38,4%	15,4	22,4	-31,2%
Zysk netto	2,6	6,3	-59,3%	18,1	27,6	-34,5%	12,4	18,1	-31,3%

Znacząco niższe przychody niż w roku ubiegłym, „efekt zimy”

Oczekujemy, że w Q1 2009 Unibep zrealizuje 79,4 mln PLN przychodów, tzn. 14,6% rocznej prognozy (Q1 2008: 23,0%, Q1 2007: 14,0%). Przewidujemy, że wyniki z działalności w zakresie budownictwa kubaturowego w kraju wyniosą 49,5 mln PLN, w zakresie budownictwa drogowego 1,3 mln PLN, w zakresie budownictwa kubaturowego w Rosji 18,5 mln PLN, w zakresie produkcji 3,5 mln PLN, zaś w zakresie działalności deweloperskiej 6,6 mln PLN. Bardzo niskie przychody z segmentu drogowego spowodowane są czynnikami sezonowymi. Przewidujemy marżę brutto w Q1 2009 na poziomie 10,2%. Nie spodziewamy się istotnych zdarzeń jednorazowych. Wynik netto wyniesie naszym zdaniem 2,6 mln PLN.

Deweloperzy

Dom Development — Trzymaj

Deweloperzy

Analityk: Maciej Stokłosa

P/E 2009	7,4	EV/EBITDA 2009	6,5	**Cena bieżąca**	**32,0 PLN**
P/E 2010	15,8	EV/EBITDA 2010	22,9	**Cena docelowa**	**21,9 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	178,4	187,5	-4,9%	605,5	698,2	-13,3%	556,8	605,5	-8,1%
EBITDA	47,6	53,3	-10,6%	122,1	168,1	-27,4%	34,4	122,1	-71,8%
marża	26,7%	28,4%	-	20,2%	24,1%	-	6,2%	20,2%	-
EBIT	47,0	52,7	-10,9%	119,6	165,7	-27,8%	32,0	119,6	-73,3%
Zysk brutto	48,9	56,5	-13,5%	131,5	173,0	-24,0%	61,5	131,5	-53,2%
Zysk netto	39,6	45,4	-12,8%	106,5	136,9	-22,2%	49,8	106,5	-53,2%

Dobre wyniki na bazie historycznych projektów

Wynik Q1 2009 będzie zdeterminowany oddaniami mieszkań z projektów Olbrachta, Zawiszy, Olimpia 2 faza 5 oraz Regaty 1. Zakładamy, że oddanych zostanie 60% mieszkań w ramach projektu Olbrachta (119,0 mln PLN przychodów), wszystkie pozostałe mieszkania z projektu Zawiszy (33,4 mln PLN), około 20 mieszkań z projektu Olimpia 2 faza 5 (8 mln PLN) i 60 mieszkań z projektu Regaty 1 (18 mln PLN). Przewidujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 37,4%, koszty sprzedaży na poziomie Q4 2008 oraz koszty zarządu o 10% niższe niż w ubiegłym kwartale. Przewidujemy pozostałe koszty operacyjne w wysokości 0,5 mln PLN. Nie uwzględniamy ewentualnych odpisów wartości gruntów, ze względu na brak możliwości ich prognozowania, mimo to uważamy, że mogą one wystąpić. W efekcie, prognozowany wynik netto wynosi 39,6 mln PLN. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez spółkę, Dom Development sprzedał w Q1 2009 ponad 100 mieszkań. Nie znamy skali wycofań klientów.

J.W. Contruction — Kupuj

Deweloperzy

Analityk: Maciej Stokłosa

P/E 2009	3,6	EV/EBITDA 2009	5,2	**Cena bieżąca**	**9,7 PLN**
P/E 2010	4,4	EV/EBITDA 2010	7,5	**Cena docelowa**	**10,3 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	226,4	119,6	89,3%	813,7	741,0	9,8%	792,4	813,7	-2,6%
EBITDA	60,4	32,8	83,9%	198,6	154,6	28,5%	137,9	198,6	-30,5%
marża	26,7%	27,5%	-	24,4%	20,9%	-	17,4%	24,4%	-
EBIT	55,5	27,6	101,1%	179,0	137,7	30,1%	117,9	179,0	-34,2%
Zysk brutto	54,6	23,9	128,7%	182,7	122,8	48,7%	149,1	182,7	-18,4%
Zysk netto	44,2	19,1	131,6%	148,0	100,3	47,6%	120,8	148,0	-18,4%

Duże ryzyko rozbieżności wyniku i prognozy

J.W. Construction jeszcze nie ustaliło ostatecznie momentu rozpoznania sprzedaży mieszkań w wyniku (spółka chce, aby momentem rozpoznania był protokół zdawczo-odbiorczy, alternatywą jest moment podpisania aktu notarialnego). Założyliśmy, że na wynik Q1 2009 wpłyną jedynie projekty Osiedle Lazurowa, Osada Wiślana, Osiedle Leśne i Victoria Park, których termin oddania wyznaczono na Q1 2009 (zakładamy oddanie połowy przedsprzedanych mieszkań). Nie uwzględniamy potencjalnego przesunięcia oddań z projektów Aleja Ludwinowska i Osiedle Centrum, ani wcześniejszych oddań z projektów Górczewska Park (zakończenie: Q2 2009) i Rezydencja Quatro (I poł 2009). Przewidujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 31,0%. Nie przewidujemy znacznego spadku kosztów zarządu i sprzedaży już w Q1 2009. Nic nie wiemy o ewentualnych zdarzeniach jednorazowych (zakładamy 0,75 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych). Zgodnie z informacjami przekazanymi przez spółkę, sprzedaż mieszkań w Q1 2009 wyniosła 120 mieszkań, nie znamy skali wycofań.

Deweloperzy

Polnord

Kupuj

Analityk: Maciej Stokłosa

P/E 2009	6,2	EV/EBITDA 2009	7,8	**Cena bieżąca**	**33,5 PLN**
P/E 2010	21,3	EV/EBITDA 2010	52,0	**Cena docelowa**	**35,0 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	18,2	113,9	-84,0%	381,5	391,1	-2,5%	239,0	381,5	-37,4%
EBITDA	9,9	42,0	-76,3%	115,3	123,9	-6,9%	17,2	115,3	-85,1%
marża	54,6%	36,9%	-	30,2%	31,7%	-	7,2%	30,2%	-
EBIT	9,4	41,6	-77,3%	113,3	121,9	-7,1%	15,2	113,3	-86,6%
Zysk brutto	5,0	40,8	-87,6%	120,3	115,8	3,9%	35,1	120,3	-70,8%
Zysk netto	4,0	31,2	-87,2%	97,5	90,5	7,8%	28,4	97,5	-70,8%

Wynik pod bardzo dużym wpływem zdarzeń jednorazowych

Przewidujemy, że Polnord w Q1 2009 odda około 40 mieszkań (po uwzględnieniu udziału procentowego w projektach joint-venture), co pozwoli na wygenerowanie około 18,2 mln PLN przychodów. W kolejnych kwartałach skala oddań lokali powinna być znacznie większa, co pozwoli na wygenerowanie wyższych przychodów. Zysk brutto na sprzedaży prognozujemy na poziomie 7,7 mln PLN (marża = 42,5%). Wysoka marża odzwierciedla wysoką cenę sprzedaży mieszkań budowanych po niższym koszcie (w Q1 2009 oddawany był głównie projekt Ostoja II). Przewidujemy koszty zarządu na poziomie Q4 2008 (11 mln PLN), powiększone o 3,5 mln PLN z tytułu rewizji programu motywacyjnego. Spodziewamy się, że ze względu na wycenę działki w Sopocie, ul. Haffnera, spółka zaksięguje dodatkowe 18 mln PLN przychodów operacyjnych. Rewizja wyceny działki związana jest z zarzuceniem planu budowy hotelu 4-gwiazdkowego i przeniesieniem działki do pozycji „nieruchomości inwestycyjne". Przewidujemy także, że spółka wygeneruje około 3,1 mln PLN ujemnych różnic kursowych z tytułu wyceny pożyczki w EUR spółki zależnej Fadesa Prokom na kwotę 12 mln EUR. W efekcie, zysk netto wyniesie około 4 mln PLN. Bez uwzględnienia zdarzeń jednorazowych, wynik netto wyniósłby -5,3 mln PLN. W Q1 2009 Polnord sprzedał 78 mieszkań oraz zanotował 23 wycofania (konsekwencja sprzedaży mieszkań w projektach Ostoja w systemie 10/90).

Handel

Emperia Holding Kupuj

Handel

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2009 8,1 | P/E 2010 7,3 | EV/EBITDA 2009 5,3 | EV/EBITDA 2010 4,6 | **Cena bieżąca 49,17 PLN** | **Cena docelowa 70,30 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	1 341,6	1 297,5	3,4%	5 668,9	5 263,1	7,7%	6 046,3	5 668,9	6,7%
EBITDA	23,5	39,1	-39,8%	194,2	152,3	27,5%	220,5	194,2	13,6%
marża	1,8%	3,0%	-	3,4%	2,9%	-	3,6%	3,4%	-
EBIT	3,6	26,9	-86,6%	128,8	94,9	35,7%	142,2	128,8	10,4%
Zysk brutto	-1,6	23,7	-	113,6	79,1	43,7%	126,4	113,6	11,2%
Zysk netto	-1,3	18,0	-	92,0	60,1	53,2%	102,4	92,0	11,2%

Wyższe koszty, spadek marży w detalu

Wyniki Emperii w 1Q'09 mogą okazać się negatywnym zaskoczeniem. Spodziewamy się, że wzrost amortyzacji (+7,8 mln PLN r/r), koszty generowane przez 3 niedawno otwarte centra dystrybucyjne (dodatkowe 5-6 mln PLN), brak dodatniego salda na pozostałej działalności operacyjnej (5,4 mln PLN w 1Q'08) oraz presja na marżę w segmencie detalicznym zaowocują drastycznym spadkiem EBIT w ujęciu r/r. Do słabego wyniku przyczyni się także dalszy spadek przychodów w segmencie hurtowym w związku z kontynuacją procesu eliminowania podhurtu. Wynik netto zostanie dodatkowo obciążony wysokimi kosztami finansowymi w kwocie przekraczającej 5 mln PLN. Ostatecznie Emperia może zanotować kwartalną stratę netto, co może utrudnić zapowiadaną przez Zarząd poprawę rezultatów w całym 2009 roku w relacji do 2008.

Eurocash Akumuluj

Handel

Analityk: Kamil Kliszcz

P/E 2009 12,7 | P/E 2010 11,4 | EV/EBITDA 2009 6,8 | EV/EBITDA 2010 6,1 | **Cena bieżąca 10,25 PLN** | **Cena docelowa 9,90 PLN**

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	1 484,5	1 226,5	21%	7 399,4	6 121,7	21%	7 877,6	7 399,4	6%
EBITDA	28,0	22,7	23%	186,2	158,4	18%	205,5	186,2	10%
marża	1,9%	1,8%	-	2,5%	2,6%	-	2,6%	2,5%	-
EBIT	15,5	13,3	17%	127,3	115,5	10%	142,1	127,3	12%
Zysk brutto	13,5	12,1	11%	127,1	94,7	34%	145,1	127,1	14%
Zysk netto	10,9	9,1	20%	105,1	78,3	34%	117,2	105,1	11%

Utrzymanie rentowności przy wzroście sprzedaży

Eurocash, mimo kryzysowego otoczenia makro, powinien tradycyjnie pozytywnie wyróżniać się wynikami za 1Q'09 na tle innych spółek z szeroko rozumianego sektora handlowego. Dobre rezultaty Spółka będzie naszym zdaniem zawdzięczać bardzo dobremu zarządzaniu kosztami (w tym optymalizacja działalności przejętego McLane'a) przy jednoczesnym dynamicznym rozwoju sieci franczyzowej Delikatesy Centrum. Wzrost sprzedaży do sieci franczyzowej oraz konsolidacja McLane'a (zakup w 2Q'08) powinny mimo mocnego spadku wolumenów w wyrobach tytoniowych KDWT (w 4Q'08 ujemna dynamika sięgnęła w tej kategorii -22%) zagwarantować utrzymanie skonsolidowanej dynamiki przychodów w ujęciu r/r powyżej 20%. Wspomniane optymalizacja kosztów i systematyczne dochodzenie do średniej rentowności hurtowni otwartych w 2008 roku (9 placówek) pozwoli z kolei na niewielką poprawę rentowności EBITDA. Ostatecznie oczekujemy, że zysk operacyjny powiększony o amortyzację wyniesie w 1Q'09 28 mln PLN, a zysk netto 10,9 mln PLN (zakładamy wyraźny sezonowy spadek kosztów finansowych q/q), co będzie oznaczać dynamikę zysków przekraczającą 20%.

Inne sektory

Papierniczy

Mondi

Trzymaj

Analityk: Michał Marczak

P/E 2009	20,2	EV/EBITDA 2009	10,3
P/E 2010	10,4	EV/EBITDA 2010	6,1

Cena bieżąca 52,9 PLN
Cena docelowa 54,2 PLN

(mln PLN)	IQ2009P	IQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	322,9	380,5	-15,1%	1 594,6	1 406,3	13,4%	2 137,5	1 594,6	34,0%
EBITDA	67,0	94,7	-29,2%	320,7	305,5	5,0%	505,9	320,7	57,7%
marża	20,8%	24,9%	-	20,1%	21,7%	-	20,1%	21,7%	-
EBIT	38,7	67,3	-42,5%	182,8	194,7	-6,1%	331,9	182,8	81,6%
Zysk brutto	21,6	73,7	-70,7%	157,4	174,7	-9,9%	302,9	157,4	92,5%
Zysk netto	17,6	59,5	-70,5%	130,7	141,2	-7,4%	254,6	130,7	94,7%

Sporo obaw

Otoczenie rynkowe w jakim działa spółka było niesprzyjające w 1Q2009. Średnia cena kraftlinera w tym okresie obniżyła się w stosunku do 4Q2008 o 5%, testlinera o 12%, a flutingu o 15%. W ujęciu r/r dynamiki wynoszą odpowiednio -11%, -26%, -33%. Spółce sprzyjało osłabienie PLN w stosunku do Euro (-26% r/r), jednak w związku z zawartymi transakcjami zabezpieczającymi nie w pełni ten efekt przekłada się na cenę sprzedaży (zakładamy, że połowa sprzedaży objęta jest transakcjami zabezpieczającymi walutę). Największy problem z prognozą kwartalną mamy na poziomie wolumenu sprzedaży. Papier do produkcji tektury falistej wytwarzany przez spółkę jest ściśle skorelowany z koniunkturą gospodarczą w Europie. W przypadku krajów, do których spółka sprzedaje największe wolumeny (Włochy, Niemcy, WB) produkcja przemysłowa w pierwszym kwartale roku obniżyła się o 15-20%. W naszej prognozie przyjęliśmy, że w porównaniu z 4Q2008 wolumen sprzedaży obniży się o 10%, założenie to może być zbyt optymistyczne.

Terminy publikacji raportów

Spółka	I kw. 2009 jednostkowy	I kw. 2009 skonsolidowany	2008 skonsolidowany
AB	15.05.09*	15.05.09*	28.01.09**
ACTION	15.06.09*	15.06.09*	07.11.08**
AGORA	14.05.09	14.05.09	10.04.09
ASBIS	06.05.09	06.05.09	30.03.09
BUDIMEX	05.05.09	05.05.09	31.03.09
BZ WBK	14.05.09	14.05.09	02.03.09
CIECH	13.05.09	13.05.09	30.04.09
CYFROWY POLSAT	12.05.09	12.05.09	26.03.09
DOM DEVELOPMENT	12.05.09	12.05.09	19.05.09
ELEKTROBUDOWA	15.05.09	15.05.09	24.03.09
EMPERIA	15.05.09	15.05.09	30.04.09
ERBUD	14.05.09	14.05.09	30.04.09
EUROCASH	15.05.09	15.05.09	27.04.09
HANDLOWY	06.05.09	06.05.09	19.03.09
ING BSK	13.05.09	13.05.09	27.02.09
J.W. CONSTRUCTION	14.05.09	14.05.09	30.04.09
KETY	29.04.09	29.04.09	09.04.09
KGHM	15.05.09	15.05.09	02.04.09
KOMPUTRONIK	15.05.09	15.05.09	10.06.09
KREDYT BANK	14.05.09	14.05.09	19.02.09
LOTOS	14.05.09	14.05.09	28.04.09
MILLENNIUM	08.05.09	08.05.09	27.02.09
MONDI	15.05.09	13.02.09	27.02.09
MOSTOSTAL WARSZAWA	15.05.09	15.05.09	31.08.09
NETIA	07.05.09	07.05.09	24.02.09
PBG	15.05.09	15.05.09	30.04.09
PEKAO	12.05.09	12.05.09	12.03.09
PGNiG	14.05.09	14.05.09	30.04.09
PKN ORLEN	14.05.09	14.05.09	30.04.09
PKO BP	07.05.09	07.05.09	09.04.09
POLICE	15.05.09	15.05.09	29.04.09
POLIMEX MOSTOSTAL	12.05.09	12.05.09	30.04.09
POLNORD	14.05.09	14.05.09	22.04.09
RAFAKO	14.05.09	14.05.09	31.03.09
TPSA	28.04.09	28.04.09	26.02.09
TRAKCJA POLSKA	14.05.09	14.05.09	30.04.09
TVN	14.05.09	14.05.09	20.02.09
ULMA	14.05.09	14.05.09	29.04.09
UNIBEP	13.05.09	13.05.09	30.04.09
WSiP	12.05.09	12.05.09	30.04.09
ZA PUŁAWY	30.04.09*	30.04.09*	02.09.08**

Źródło: Spółki
** 3 kwartał roku obrotowego 2008/2009; ** rok obrotowy 2007/2008*

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Trzymaj	12,80	2008-08-18
ACTION	Akumuluj	24,00	2008-08-18
AGORA	Kupuj	35,60	2008-11-14
ASBIS	Trzymaj	3,70	2008-11-18
BUDIMEX	Trzymaj	69,10	2009-04-02
BZWBK	Kupuj	101,80	2009-04-07
CIECH	Kupuj	30,20	2009-04-16
CYFROWY POLSAT	Kupuj	15,90	2009-03-26
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	21,90	2009-03-25
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	166,50	2009-03-09
EMPERIA HOLDING	Kupuj	70,30	2008-11-28
ERBUD	Kupuj	26,70	2009-03-25
EUROCASH	Akumuluj	9,90	2009-02-03
HANDLOWY	Trzymaj	36,90	2009-04-02
ING BSK	Kupuj	273,30	2009-03-05
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	10,30	2009-03-25
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Akumuluj	49,20	2009-04-02
KOMPUTRONIK	Akumuluj	33,90	2008-12-02
KREDYT BANK	Sprzedaj	4,10	2009-03-05
LOTOS	Kupuj	26,70	2009-03-09
MILLENNIUM	Trzymaj	1,70	2009-04-02
MONDI	Trzymaj	54,20	2009-04-02
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	63,60	2009-03-04
NETIA	Kupuj	3,80	2008-11-14
NOBLE BANK	Zawieszona		2009-01-29
PBG	Trzymaj	195,60	2009-03-09
PEKAO	Kupuj	129,90	2009-03-05
PGNiG	Trzymaj	3,56	2009-03-05
PKN ORLEN	Kupuj	40,20	2009-02-27
PKO BP	Kupuj	29,60	2009-03-05
POLICE	Trzymaj	6,20	2009-03-16
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	3,60	2009-03-05
POLNORD	Kupuj	35,00	2009-03-25
RAFAKO	Akumuluj	7,70	2009-04-08
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Trzymaj	20,50	2009-01-06
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	6,00	2009-03-17
TVN	Kupuj	11,90	2009-02-04
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	30,00	2009-03-05
UNIBEP	Kupuj	4,90	2009-03-19
WSiP	Kupuj	18,90	2008-12-09
ZA PUŁAWY	Trzymaj	65,50	2009-04-02

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BUDIMEX	Trzymaj	69,10	2009-04-02
BZWBK	Kupuj	101,80	2009-04-07
CIECH	Kupuj	30,20	2009-04-16
CYFROWY POLSAT	Kupuj	15,90	2009-03-26
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	21,90	2009-03-25
ERBUD	Kupuj	26,70	2009-03-25
HANDLOWY	Trzymaj	36,90	2009-04-02
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	10,30	2009-03-25
KGHM	Akumuluj	49,20	2009-04-02
MILLENNIUM	Trzymaj	1,70	2009-04-02
MONDI	Trzymaj	54,20	2009-04-02
POLNORD	Kupuj	35,00	2009-03-25
RAFAKO	Akumuluj	7,70	2009-04-08
ZA PUŁAWY	Trzymaj	65,50	2009-04-02

Statystyka rekomendacji

	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	0	13	5	22	0	0	1	1	8
procent	2,4%	0,0%	31,7%	12,2%	53,7%	0,0%	0,0%	10,0%	10,0%	80,0%

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:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@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

„Prywatny Makler"

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Elektrobudowa, Erbud, Es-System, Farmacol, GTC, Komputronik, Macrologic, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Rolimpex, Seco Warwick, Sygnity, Torfarm, Unibep.
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.