

20 lipca 2009

Opracowanie cykliczne

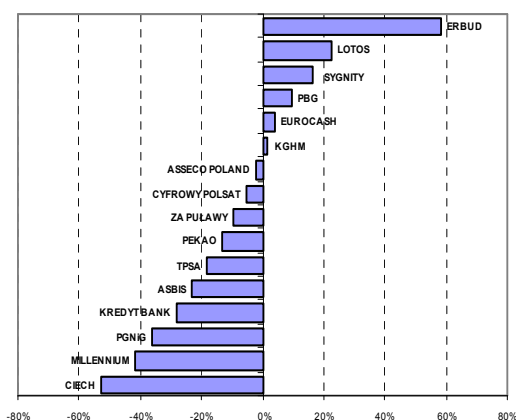
**Rynek akcji****WIG** **31 545**

Średnie P/E 2009 12,4

Średnie P/E 2010 13,2

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 1 226 mln PLN

Prognozy wyników kwartalnych

II Q 2009**Dynamika EPS wybranych spółek***

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

Zespół Analiz:

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

Marta Jeżewska
(+48 22) 697 47 37
marta.jezewska@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. Wynik netto pokrywanych przez nas banków spadnie o ponad 50% R/R, utrzymując się na poziomie ubiegłego kwartału. Mimo ograniczenia wydatków (-6% R/R), na spadek wyniku operacyjnego przed rezerwami (-24% R/R) największy wpływ miał spadek przychodów (-14% R/R). Koszty ryzyka tylko nieznacznie spadną w relacji do 1Q09 (-1,3% kredytów vs. -1,4% kwartał wcześniej).

Rafinerijno-gazowy. Po ostatnich kwartalnych stratach, raportowane wyniki Orlenu i Lotosu powinny być bardzo dobre, gdyż będą je wspierać przeszacowania zapasów oraz dodatnie różnice kursowe. Lotos powinien zniwelować stratę z 1Q. PGNiG także poprawi wyniki q/q, ale podobnie jak w przypadku PKN koncernowi nie uda się wyjść na plus po półroczu.

Telekomunikacja. Telekomy osiągną wyniki zbliżone do 1Q. W przypadku Netii wynik obciąży koszt restrukturyzacji na poziomie ok. 17 mln PLN. Przy publikacji wyników TPSA powinno ogłosić buy-back lub dodatkową dywidendę.

Media. Słabość rynku reklamowego negatywnie wpłynie na jakość wyników TVN i Agory. Słabsze wyniki pokaże też naszym zdaniem Cyfrowy Polsat, któremu nie sprzyjały wysokie kursy dolara i euro, a także długi okres promocyjny w okresie świątecznym. Dobre wyniki powinny z kolei pokazać WSiP.

Informatyczne. Spodziewamy się poprawy wyniku w ujęciu r/r w AB i Sygnity, przy czym w tej drugiej będzie on osiągnięty dzięki jednorazowemu zdarzeniu. Operacyjnie lepsze wyniki będą również w Asseco Poland. Słabszych wyników należy spodziewać się po Actionie. Na plusie powinien znaleźć się Asbis, a stratę zaraportuje najprawdopodobniej Komputronik

Surowce. Z związku z wysokimi cenami surowców spółki górnicze zaliczą 2Q do bardzo udanych. W przypadku KGHM wyniki zostaną dodatkowo podwyższone dzięki dywidendzie z Polkomtela. Po pierwszym półroczu wyniki Bogdanki zbliżą się do całorocznej prognozy zarządu.

Budownictwo. Wyniki generalnych wykonawców będą bardzo dobre (efekt spadku kosztów, przy stałych cenach kontraktów). Pogorszenie zauważalne będzie w wynikach wybranych mniejszych spółek, z ekspozycją na segment przemysłowy i stany surowe. Nadal korzystne będą wyniki spółek o ekspozycji na prace wykończeniowe (sytuacja zmieni się na niekorzyść za rok).

Deweloperzy. Ze względu na zastosowanie MSR 18, wyniki Q2 2009 analizowanych deweloperów będą powieleniem wyników z poprzednich kwartałów. Zalecamy podejście majątkowe.

Handel. Po słabym 1Q wynikami za 2Q'09 powinna zrehabilitować się Emperia, aczkolwiek w dużej mierze będzie to efekt zysku ze sprzedaży nieruchomości. Eurocash tradycyjnie nie powinien zawieść oczekiwania i zanotuje kilkunastoprocentową poprawę zysku r/r.

Sektor finansowy



Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

BZ WBK

Akumuluj

	P/E 2009	30,4	P/BV 2009	1,5	Cena bieżąca	103,5 PLN			
	P/E 2010	23,6	P/BV 2010	1,4	Cena docelowa	102,0 PLN			
(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	356	401	-11,3%	718	777	-7,6%	1515	1635	-7,3%
Wynik prowizyjny	326	363	-10,3%	640	713	-10,1%	1192	1390	-14,2%
NIM	2,4%	3,5%	-	2,6%	3,6%	-	2,7%	3,3%	-
WNDB	799	875	-8,7%	1524	1621	-5,9%	2868	3190	-10,1%
Koszty działania	-398	-434	-8,4%	-805	-835	-3,6%	-1646	-1655	-0,5%
Wynik operacyjny*	410	453	-9,5%	736	808	-8,9%	1263	1576	-19,9%
Saldo rezerw	-158	-14	1040,4%	-319	-20	1507,6%	-898	-365	146,4%
Zysk brutto	252	439	-42,6%	414	788	-47,5%	365	1211	-69,9%
Zysk netto	193	324	-40,5%	312	568	-45,0%	248	855	-71,0%

* przed kosztami rezerw

Solidne wyniki 2Q09 w trudnym otoczeniu

BZ WBK będzie jednym z banków, któremu uda się poprawić wyniki w relacji do 1Q09. Wsparciem dla zysku netto będzie dywidenda od spółek grupy AVIVA (68 mln PLN, szacowany wpływ na wynik netto to 55 mln PLN), jednak nawet po jej wyłączeniu zysk netto sięgnie 137 mln PLN (119 mln PLN w 1Q09). Bank ze względu na swoją ekspozycję na rynki kapitałowe wykaże lepszy wynik prowizyjny (326 mln PLN vs. 314 mln PLN w 1Q09). Wynik odsetkowy jest pod presją, jednak tempo spadku będzie zdecydowanie niższe niż w 1Q09 (wyższy WIBOR3M pod koniec kwartału, rewizja oprocentowania depozytów, postępująca rewizja marż na kredytach obrotowych dla przedsiębiorstw). 2Q09 sprzyjał również dochodom z rynków finansowych co będzie również sprzyjało wynikowi handlowemu. Oczekujemy postępującego procesu oszczędności i spadku kosztów zarówno R/R (aż o 8%) i Q/Q (o 2%) (efekt m.in. ograniczonego w 1Q09 zatrudnienia, o 285 osób i zamrożonych płac). Koszty rzeczowe powinny zostać pod kontrolą. Dzięki temu porównywalny wynik operacyjny przed rezerwami (bez dywidend) wzrośnie o 5% Q/Q. Oczekujemy również nieco niższych niż w 1Q09 odpisów na ryzyko kredytowe, co związane będzie z gasnącym problemem opcji u klientów korporacyjnych. Nie wyklucza to jednak wyższych rezerw w przyszłości.



Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Handlowy

Sprzedaj

	P/E 2009	20,4	P/BV 2009	1,1	Cena bieżąca	51,0 PLN			
	P/E 2010	15,6	P/BV 2010	1,1	Cena docelowa	40,9 PLN			
(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	380	325	17,1%	771	647	19,1%	1 467	1 366	7,4%
Wynik prowizyjny	130	164	-20,4%	255	330	-22,6%	528	619	-14,7%
NIM	3,4%	3,4%	-	3,6%	3,4%	-	3,4%	3,4%	-
WNDB	586	586	0,0%	1 162	1 225	-5,1%	2 290	2 313	-1,0%
Koszty działania	-372	-382	-2,5%	-746	-792	-5,8%	-1 463	-1 496	-2,2%
Wynik operacyjny*	232	230	0,9%	452	476	-5,0%	895	910	-1,7%
Saldo rezerw	-137	-16	762,0%	-290	-36	705,6%	-483	-153	215,6%
Zysk brutto	94	214	-55,9%	161	441	-63,5%	411	759	-45,8%
Zysk netto	69	170	-59,6%	115	350	-67,2%	327	600	-45,6%

* przed kosztami rezerw

Koszt ryzyka kładzie cień na wyniki operacyjne

Bank utrzymał swoją politykę w zakresie depozytów (selektywne podejście do oferowania atrakcyjnych stawek), co przełożyło się na lekki spadek wyniku odsetkowego Q/Q. Jednak zdecydowanie widoczne jest również korzystanie przez Bank Handlowy z płynnego bilansu. Bank Handlowy od 4Q08 wykazuje bardzo wysokie kwartalne wyniki odsetkowe, znacznie przekraczające rezultaty ubiegłego roku. Lepsza koniunktura na giełdzie pozwoli na odwrócenie trendu w wyniku prowizyjnym. Oczekujemy wzrostu Q/Q, po raz pierwszy od ponad półtora roku. Malejąca skala odpisów na opcje (coraz większa skala księgowana w odpisach na rezerwy) i ciągle sprzyjające bankom warunki na rynkach finansowych pozwolą na osiągnięcie dobrego wyniku handlowego. Kontrola wydatków i wdrażane procesy oszczędnościowe będą hamowały wzrost kosztów. Pod względem wyniku operacyjnego Bank Handlowy oprze się trendom spadku dochodowości obecnym w sektorze bankowym. Negatywnie na wyniki banku cały czas oddziaływać będą odpisy na ryzyko kredytowe. Utrzymujemy dość wysokie założenia w zakresie salda rezerw (-137 mln PLN, vs. -152 mln PLN w 1Q09 co przekłada się na 4% kosztów ryzyka kredytowego). Wynik netto spadnie istotnie R/R (prawie 60%). Wyniki okażą się lepsze niż kwartał wcześniej, gdy bardzo negatywnie oddziaływały na nie odpisy na klientowskie transakcje terminowe. Wyniki wypadną gorzej na tle bardzo dobrych rezultatów w ING BSK.


Banki

 Analitik:
Marta Jeżewska

ING BSK

Trzymaj

 P/E 2009 27,8 P/BV 2009 1,2
P/E 2010 13,7 P/BV 2010 1,1

Cena bieżąca 410,0 PLN
Cena docelowa 313,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	341	288	18,5%	651	551	18,1%	1 218	1 152	5,7%
Wynik prowizyjny	217	215	0,8%	421	423	-0,4%	819	890	-8,0%
NIM	2,0%	1,9%	-	1,9%	1,8%	-	1,9%	1,9%	-
WNDB	636	619	2,7%	1 186	1 183	0,2%	2 188	2 060	6,2%
Koszty działania	-385	-385	0,0%	-747	-750	-0,4%	-1 463	-1 507	-2,9%
Wynik operacyjny*	258	222	16,5%	453	425	6,7%	752	580	29,6%
Saldo rezerw	-103	59	-	-206	58	-	-556	-66	747,6%
Zysk brutto	165	295	-44,0%	268	509	-47,3%	241	563	-57,1%
Zysk netto	132	234	-43,5%	213	407	-47,8%	192	445	-57,0%

* przed kosztami rezerw

Beneficjent płynnego bilansu

Oczekujemy dobrych wyników 2Q09 w ING BSK. Powodem pozytywnego odchylenia się od trendów obserwowanych w innych bankach będzie wynik odsetkowy i kontrolowane koszty ryzyka kredytowego. Bank posiadający znaczną nadwyżkę depozytów nad kredytami znacznie obniżył oprocentowanie w ofercie dla klientów detalicznych. Oprocentowanie OKO, sztandarowego produktu dla klientów detalicznych, spadło 15 kwietnia br. do 3,5%. Spowoduje to naszym zdaniem odpływ środków, jednak komfortowa sytuacja ING BSK pozwala na taką strategię. Jednocześnie oczekujemy pierwszych efektów rewizji cenników kredytowych po stronie korporacyjnej (nowa sprzedaż przy wyższych marżach, sukcesywne zmiany kosztów kredytów obrotowych). Bank mimo oczekiwanego spadku wolumenu depozytów, mógł pozwolić sobie na dalsze rozwijanie portfela kredytów (kredyty/depozyty 73% po 1Q09), choć hamująco na wzrost tej pozycji będzie wpływało umocnienie złotówki. Koszty ryzyka zostaną pod kontrolą, jednak oczekujemy podwyższonych odpisów (koszty ryzyka -1,5%) związanych m.in. z kontynuacją odpisów na walutowe kontrakty terminowe (uważamy, że coraz większa część strat z tego tytułu będzie uwzględniana w rezerwach ze względu na zapadanie instrumentów). Wynik netto sięgnie 132 mln PLN i będzie o ponad 60% lepszy niż rezultat 1Q09 (81 mln PLN).


Banki

 Analitik:
Marta Jeżewska

Kredyt Bank

Sprzedaj

 P/E 2009 175,0 P/BV 2009 0,7
P/E 2010 37,7 P/BV 2010 0,7

Cena bieżąca 6,8 PLN
Cena docelowa 4,1 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	253	250	1,0%	500	493	1,3%	971	1 060	-8,4%
Wynik prowizyjny	74	73	1,4%	146	144	1,8%	300	293	2,4%
NIM	2,4%	3,4%	-	2,5%	3,5%	-	2,6%	3,2%	-
WNDB	379	377	0,5%	772	736	4,8%	1 466	1 586	-7,6%
Koszty działania	-264	-288	-8,4%	-534	-536	-0,4%	-1 047	-1 105	-5,2%
Wynik operacyjny*	128	97	32,7%	266	221	20,0%	468	531	-11,8%
Saldo rezerw	-115	-9	1186,5%	-299	-33	806,1%	-455	-108	320,3%
Zysk brutto	13	88	-84,9%	-34	187	-	14	421	-96,8%
Zysk netto	10	70	-85,3%	-26	145	-	11	325	-96,8%

* przed kosztami rezerw

Poprawa po trudnym 1Q09

Dzięki niższym wydatkom i niższym odpisom na rezerwy bank osiągnie zysk netto (10 mln PLN) ograniczający stratę z 1Q09. Oczekujemy mocnego wyniku operacyjnego przed rezerwami (128 mln PLN), co będzie wynikało z utrzymania poziomu przychodów R/R. Duży spadek marży odsetkowej netto, miał przełożenie na wynik, jednak skala wzrostu wolumenów w banku (aktywa +40%, kredyty +50%) zneutralizowała ten efekt. Jednocześnie wynik prowizyjny ubiegłego roku traktujemy jako bardzo słaby, zdecydowanie poniżej potencjału wynikającego chociażby z sieci placówek czy liczby klientów i tutaj również oczekujemy niewielkiej poprawy. Przy ograniczonych kosztach da to trzeci najwyższy wynik operacyjny przed rezerwami w ciągu ostatnich 3 lat. Decydujący wpływ na wyniki będą miały rezerwy. Sprzedaż kredytów przez Żagiel (do klientów nie będących stałymi klientami banku), będzie w dalszym ciągu generowała znaczne odpisy. Jednak w kontekście rewizji polityki kredytowej i niższych wolumenów sprzedaży obecnie ich skala powinna się ustabilizować. Nie oczekujemy istotnych rezerw z tytułu kredytów hipotecznych. Znacznemu zmniejszeniu w relacji do 1Q09 ulegną odpisy na kredyty korporacyjne (zakładamy koszty ryzyka na poziomie 1,9% w tym segmencie). Według naszej prognozy bank nie zdoła w 2Q09 nadrobić straty netto z 1Q09, jednak wypracowanie 10 mln PLN zysku netto w 2Q09 choć częściowo przyczyni się do odwrócenia straty z 1Q09 (-36 mln PLN). Podtrzymujemy jednak opinię, że cały 2009 rok nie zakończy się stratą netto.


Banki

 Analitik:
Marta Jeżewska

Millennium

Sprzedaj

 P/E 2009 127,5 P/BV 2009 0,8
 P/E 2010 24,5 P/BV 2010 0,8

Cena bieżąca 2,7 PLN
Cena docelowa 1,8 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	119	238	-49,8%	247	461	-46,3%	661	981	-32,6%
Wynik prowizyjny	115	114	1,0%	241	249	-3,2%	467	472	-1,0%
NIM	1,0%	2,8%	-	1,0%	2,8%	-	1,4%	2,5%	-
WNDB	345	479	-28,0%	742	917	-19,1%	1 495	1 827	-18,2%
Koszty działania	-270	-300	-10,0%	-528	-575	-8,2%	-1035	-1192	-13,2%
Wynik operacyjny*	79	185	-57,4%	221	355	-37,6%	482	657	-26,7%
Saldo rezerw	-78	-25	208,7%	-208	-37	464,2%	-459	-135	239,6%
Zysk brutto	0	159	-99,8%	14	318	-95,7%	23	522	-95,6%
Zysk netto	0	125	-99,8%	12	252	-95,1%	18	413	-95,6%

* przed kosztami rezerw

Kwartał bez wyniku

Będzie to najtrudniejszy kwartał dla Banku Millennium. Oczekujemy że Bank nie odnotuje wyniku netto 2Q09 w wyniku dalszego spadku wyniku odsetkowego (efekty wojny depozytowej, w której bank aktywnie uczestniczył), spadku wyniku prowizyjnego (niższe w relacji do 1Q09 dochody ze sprzedaży ubezpieczeń) oraz nieco niższego wyniku handlowego. Z tego tytułu może być to najsłabszy pod względem przychodów tegoroczny wynik kwartalny. Jednocześnie bank nie będzie w stanie utrzymać wydatków na tak niskim poziomie jak w 1Q09 (wówczas -258 mln PLN). W 2Q09 nie będą możliwe rozwiązania rezerw na premie pracownicze, skala ograniczenia liczby placówek będzie mniejsza (efekt netto finalizowania procesu ekspansji przy jednoczesnym zamykaniu najmniej rentownych placówek), wzrosną również wydatki na promocję (bank w maju rozpoczął kampanię depozytową). Ze względu na te czynniki oczekujemy spadku wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw o 45% w relacji do 1Q09 i 57% w relacji do 2Q08. Niestety mimo gasnącego problemu opcji klientowskich, utrzymane zostaną podwyższone koszty ryzyka kredytowego. Zakładamy je na poziomie 86 pb., czyli na poziomie kosztów ryzyka kredytowego w 1Q09 po wyłączeniu odpisów na opcje (w 1Q09 łączne odpisy sięgnęły 1,48% portfela kredytów netto). Znacznie osłabiony wynik operacyjny spowoduje, że jego całość zostanie skonsumowana przez rezerwy.


Banki

 Analitik:
Marta Jeżewska

Pekao

Akumuluj

 P/E 2009 20,1 P/BV 2009 1,8
 P/E 2010 15,2 P/BV 2010 1,6

Cena bieżąca 120,7 PLN
Cena docelowa 133,2 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	888	1142	-22,3%	1797	2265	-20,6%	3792	4509	-15,9%
Wynik prowizyjny	527	619	-14,9%	1055	1230	-14,2%	2201	2342	-6,0%
NIM	2,7%	3,8%	-	2,7%	3,7%	-	2,8%	3,5%	-
WNDB	1624	2006	-19,0%	3318	3847	-13,7%	6686	7578	-11,8%
Koszty działania	-944	-964	-2,1%	-1869	-1894	-1,3%	-3693	-3788	-2,5%
Wynik operacyjny*	700	1062	-34,1%	1489	2474	-39,8%	3127	4535	-31,1%
Saldo rezerw	-168	-72	135,4%	-260	-122	113,6%	-1238	-294	321,6%
Zysk brutto	546	1021	-46,6%	1257	2420	-48,1%	1963	4346	-54,8%
Zysk netto	439	830	-47,1%	1005	1967	-48,9%	1577	3528	-55,3%

* przed kosztami rezerw

Neutralne wyniki

Wyniki Pekao spadną w relacji do 1Q09 o ponad 22%. W porównaniu do wyników 2Q08, decydujący wpływ mają niższe przychody banku. Przychody spadną ze względu na malejący wynik odsetkowy (efekt wojny depozytowej i niższych wolumenów), wynik prowizyjny będzie płaski Q/Q (spadek wolumenów transakcji i nieco lepszych wyników z rynków kapitałowych) i niższy Q/Q wynik handlowy (w 1Q09 bank odnotował zysk na sprzedaży nieruchomości). Oczekujemy, że wydatki pozostaną pod ścisłą kontrolą (niższe R/R ze względu na wysoką bazę – 2Q08 to ostatni kwartał integracji systemów IT, wyższe Q/Q – „rozkrcanie się” budżetów rocznych, rewaluacja pensji w związku z inflacją, mniejsza skala odejść pracowników). Bank ma przygotowany plan oszczędnościowy, jednak naszym zdaniem obecna sytuacja nie wskazuje na konieczność jego wdrożenia. Negatywny wpływ na wyniki będą miały również odpisy na rezerwy (zakładamy -168 mln PLN, 0,8% portfela kredytów netto). Nie będzie to jednak zaskoczeniem dla rynku. Stanowi to wzrost w relacji do 2Q08 i 1Q09, jednak dalej znajduje się na bardzo niskim poziomie. Uważamy, że utrzymanie tak niskich kosztów ryzyka w kolejnych kwartałach będzie coraz większym wyzwaniem dla banku. Utrzymanie ich na niskich poziomach oznaczałoby znacznie lepszą jakość zarządzania jakością aktywów w Pekao w relacji do całego sektora.


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

PKO BP

Akumuluj

 P/E 2009 19,9 P/BV 2009 1,9
 P/E 2010 17,6 P/BV 2010 1,7

Cena bieżąca 28,6 PLN
Cena docelowa 30,2 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	1125	1487	-24,4%	2318	2 914	-20,5%	5 391	5 098	5,8%
Wynik prowizyjny	588	581	1,2%	1138	1 172	-2,9%	2 548	2 451	4,0%
NIM	3,2%	5,1%	-	3,4%	5,2%	-	3,7%	3,7%	-
WNDB	2034	2306	-11,8%	4132	4 404	-6,2%	8 371	7 957	5,2%
Koszty działania	-1119	-1062	5,3%	-2200	-2 010	9,5%	-4 396	-4 280	2,7%
Wynik operacyjny*	961	1297	-26,0%	2024	2 511	-19,4%	4 179	3 881	7,7%
Saldo rezerw	-381	-150	154,1%	-755	-177	327,1%	-2 448	-2 563	-4,5%
Zysk brutto	580	1161	-50,1%	1275	2 351	-45,8%	1 747	1 333	31,0%
Zysk netto	467	897	-47,9%	1008	1 849	-45,5%	1 405	1 067	31,6%

* przed kosztami rezerw

Bez większych niespodzianek

Ciągła presja na marżę odsetkową (akwizycja nowych środków – wzrost udziałów w portfelu depozytów – przy wyższym koszcie, będzie miała wpływ na utrzymanie spadkowego trendu wyniku odsetkowego) oraz nieco niższe przychody z tytułu działalności na rynkach finansowych, doprowadzą do spadku przychodów Q/Q. Skala spadku będzie jednak neutralizowana przez lepszy wynik prowizyjny na skutek wprowadzenia podwyżek w tabeli opłat i prowizji. Przychody spadną w relacji do 2Q08 przede wszystkim na skutek znacznego spadku wyniku odsetkowego, choć pozytywnie wpisze się zahamowanie ujemnych dynamik w zakresie wyniku prowizyjnego (nie tylko Q/Q, ale również R/R). Po stronie wydatków oczekujemy ich wzrostu zarówno w relacji do 1Q09 jak i 2Q08. Skala ich wzrostu będzie jednak maleć w relacji do poprzedniego kwartału. Oczekujemy utrzymania się wysokich odpisów na rezerwy. Zarząd ciągle komunikuje, że sytuacja na Ukrainie jest trudna. Bank będzie również notował podwyższone ryzyko związane z kredytami konsumpcyjnymi oraz kredytami na rzecz mniejszych przedsiębiorstw. Oczekujemy spadku wyniku prawie o połowę R/R. Po pierwszym półroczu bank zrealizuje 1 mld PLN wyniku netto. W kolejnych kwartałach istnieje ryzyko dalszego wzrostu kosztów ryzyka kredytowego.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia



Chemia

 Analitik:
Kamil Kliszcz

Ciech

 P/E 2009 11,5 EV/EBITDA 2009 4,7
 P/E 2010 8,2 EV/EBITDA 2010 4,3

Akumuluj

Cena bieżąca 29,0 PLN
Cena docelowa 31,8 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	923,8	1 028,7	-10,2%	1 894,6	2 057,3	-7,9%	3 795,4	3 781,3	0,4%
EBITDA	109,7	123,5	-11,2%	236,4	327,1	-27,7%	476,8	459,7	3,7%
marża	11,9%	12,0%	-	12,5%	15,9%	-	12,6%	12,2%	-
EBIT	47,5	68,5	-30,6%	112,1	219,7	-49,0%	228,5	256,4	-10,9%
Zysk brutto	18,5	38,3	-51,6%	70,4	187,2	-62,4%	95,1	95,8	-0,7%
Zysk netto	13,7	23,5	-41,5%	45,7	135,5	-66,3%	70,4	44,5	58,2%

Solidny wynik mimo przesunięcia sprzedaży kawern

W 2Q'09 Ciech powinien w naszej opinii zaprezentować solidny wynik operacyjny, mimo iż nie udało się w tym kwartale zaksięgować zysku ze sprzedaży kawern (ponad 30 mln PLN zarobku z tego tytułu pojawi się dopiero w 3Q). Do takiego rezultatu przyczyni się przede wszystkim segment sodowy, w którym mimo słabnących nieco wolumenów Spółka powinna utrzymać wysokie marże głównie dzięki ustalonym wcześniej wysoko cenom w kraju oraz dalszym spadkom cen koksu i gazu (Niemcy), a także sygnalizowanej poprawie efektywności zakładów w Rumunii. Zysk operacyjny na tej działalności powinien wynieść 48,4 mln PLN vs. 52,6 mln PLN w 2Q'08. W przypadku segmentu organicznego sygnalizowane ożywienie popytu na TDI oraz ostateczne uruchomienie pełnych zwiększonych zdolności produkcyjnych (w 1Q wolumen wyniósł 14 tys. ton, a obecny potencjał to około 20 tys. ton kwartalnie) powinny poprawić efektywność na tej działalności (na początku roku z powodu problemów z produkcją aby wywiązać się z kontraktów Ciech musiał kupować TDI od konkurencji). Z uwagi na nadal niskie marże przerobowe nie uda się co prawda wyjść na plus, ale oczekujemy niższej straty EBIT w ujęciu q/q (-11,8 mln PLN vs -17,3 mln PLN). Segment agrochemiczny zanotuje sezonowe pogorszenie wyników i wypracuje w naszej opinii EBIT na poziomie 7,8 mln PLN vs. 24,9 mln PLN w 1Q'09. Na działalności finansowej oczekujemy ujemnego salda w wysokości około -30 mln PLN, z czego około -10 mln PLN stanowić będzie nadwyżka ujemnych różnic kursowych (straty na pożyczce do spółki niemieckiej kontra zyski na przeszacowaniu kredytów w EUR oraz transakcjach zabezpieczających). Ostatecznie na poziomie skonsolidowanym Ciech powinien wypracować około 13,7 mln PLN zysku netto.



Rafineryjny

 Analitik:
Kamil Kliszcz

Lotos

 P/E 2009 7,3 EV/EBITDA 2009 10,6
 P/E 2010 5,4 EV/EBITDA 2010 8,3

Kupuj

Cena bieżąca 21,6 PLN
Cena docelowa 26,4 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	3 035,7	4 217,9	-28,0%	5 752,4	7 779,4	-26,1%	12 469,8	16 294,7	-23,5%
EBITDA	222,1	461,6	-51,9%	297,1	638,2	-53,4%	746,0	169,2	340,9%
marża	7,3%	10,9%	-	5,2%	8,2%	-	6,0%	1,0%	-
EBIT	133,9	381,8	-64,9%	135,6	480,4	-71,8%	339,9	-145,8	-
Zysk brutto	884,1	521,2	69,6%	94,3	872,9	-89,2%	427,6	-504,2	-
Zysk netto	713,0	396,5	79,8%	54,0	665,9	-91,9%	335,5	-453,9	-

Przeszacowanie zapasów i wysokie zyski finansowe

Spodziewane bardzo dobre wyniki 2Q'09 pozwolą w naszej opinii, zgodnie z niedawnymi zapowiedziami Zarządu, z nawiązką pokryć stratę z pierwszego kwartału i ostatecznie Lotos zamknie półrocze z 54 mln PLN zysku netto. Tak dobry rezultat będzie jednak przede wszystkim efektem dodatnich różnic kursowych na kredytach walutowych (+427 mln PLN), wyceny hedgingu walutowego (+100 mln PLN na pozycji USD/PLN oraz +120 mln PLN na pozycji EUR/USD) oraz wyceny pozycji zabezpieczających stopę procentową (dzięki przesunięciu się krzywych terminowych na posiadanych IRS Spółka powinna zanotować dodatni wynik rzędu 60 mln PLN). Na pozycjach finansowych, mimo spadku spotowych marż rafineryjnych nie oczekujemy zysku na hedgingu marżowym, gdyż w naszej opinii rynek terminowy dyskontował spadek rentowności w rafinacji już w 4Q'08 i 1Q'09. W ujęciu segmentowym oczekujemy około 130 mln PLN EBIT na działalności rafineryjnej vs. 336 mln PLN rok wcześniej, co będzie konsekwencją pogorszenia makro (marża i dyferencjał) oraz ponoszonych kosztów przestoju remontowego (mogą być one wyższe niż w 1Q ze względu na kumulację płatności). Spadek r/r byłby nawet większy gdyby nie oczekiwany dodatni efekt LIFO na poziomie 240 mln PLN vs. 211 mln PLN rok temu. Na działalności wydobywczej spodziewamy się niewielkiego zysku na poziomie 4 mln PLN vs. 49 mln PLN rok temu, co jest oczywiście konsekwencją niższych cen ropy oraz niższego poziomu wydobycia.


Rafineryjny

Analitik:

Kamil Kliszcz

PGNiG

 P/E 2009* 18,7 EV/EBITDA 2009* 6,9
 P/E 2010* 13,6 EV/EBITDA 2010* 5,4

Redukuj

Cena bieżąca 3,91 PLN
Cena docelowa 3,58 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	3 782,5	3 929,2	-3,7%	10 161,4	9 259,6	9,7%	19 207,3	18 432,0	4,2%
EBITDA	598,2	665,0	-10,0%	510,6	1 931,7	-73,6%	2 930,7	2 264,9	29,4%
marża	15,8%	16,9%	-	5,0%	20,9%	-	15,3%	5,0%	-
EBIT	210,8	293,6	-28,2%	-246,4	1 210,3	-120,4%	1 384,6	839,9	64,9%
Zysk brutto	234,2	392,4	-40,3%	-199,6	1 369,9	-114,6%	1 363,6	974,6	39,9%
Zysk netto	189,7	280,3	-32,3%	-209,1	1 059,6	-119,7%	1 104,5	904,6	22,1%

*wskaźniki oczyszczone o wartość EuRoPolGazu, leasingu aktywów przesyłowych oraz posiadanych złóż w Norwegii

Znaczące zmniejszenie straty na obrocie

Po wysokich stratach z poprzednich dwóch kwartałów w naszej opinii wynik operacyjny PGNiG w 2Q'09 powróci na wartości dodatnie, aczkolwiek będzie jeszcze istotnie gorszy w ujęciu r/r. Główną przyczyną tej ujemnej dynamiki będzie spodziewana strata na segmencie obrotu w wysokości -62 mln PLN vs. ponad 117 mln PLN zysku w 2Q'08 (założenie spadku sprzedaży wolumenowej o 12% oraz utrzymania ujemnej dynamiki wydobycia gazu ze złóż krajowych na poziomie -4%). Według naszych szacunków nadal bowiem spread dla gazu z importu był ujemny i wynosił około -150 PLN/tys. m³, podczas gdy rok wcześniej ta jednostkowa strata na gazie rosyjskim była minimalna. Na działalności dystrybucyjnej spodziewamy się natomiast poprawy wyniku r/r (24 mln PLN zysku vs. -14 mln PLN straty), co będzie miało związek z wyższymi średnimi taryfami sieciowymi (podwyżka wprowadzona od czerwca 2009 i nieco zaniżona baza z 2Q'08, w którym nowy wyższy cennik obowiązywał dopiero od kwietnia). Efekt wzrostu zysku mógłby być nawet większy (szacujemy wzrost przychodów o ponad 50 mln PLN) gdyby nie wzrost amortyzacji i spadek wolumenów. Skonsolidowany EBIT wesprze także segment wydobywczy, w którym spodziewamy się prawie 260 mln PLN zysku operacyjnego vs. 170 mln PLN (po korekcie w raporcie rocznym było to 260 mln PLN po uwzględnieniu efektów hedgingu na poziomie operacyjnym). Poprawa r/r wynikać powinna z zaniżonej bazy 2Q'08 (wtedy segment zaksięgował rezerwy na nieudane odwierty w kwocie 66 mln PLN) oraz nieco wyższych wolumenów sprzedaży ropy w związku z przesunięciem tradycyjnego przestoju na jednym ze złóż na 3Q. Na działalności finansowej nie spodziewamy się jakichś istotnych zmian w relacji do poprzednich kwartałów i ostatecznie zysk netto Grupy PGNiG w 2Q'09 szacujemy na 190 mln PLN.


Rafineryjny

Analitik:

Kamil Kliszcz

PKN Orlen

 P/E 2009 6,9 EV/EBITDA 2009 3,8
 P/E 2010 6,3 EV/EBITDA 2010 3,7

Kupuj

Cena bieżąca 26,1 PLN
Cena docelowa 40,1 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	14 701,9	22 090,0	-33,4%	29 403,7	40 028,2	-26,5%	65 818,0	79 535,0	-17,2%
EBITDA	1 416,5	2 253,3	-37,1%	1 747,0	3 405,6	-48,7%	4 855,3	887,6	447,0%
marża	9,6%	10,2%	-	5,9%	8,5%	-	7,4%	1,1%	-
EBIT	730,5	1 646,0	-55,6%	410,0	2 211,4	-81,5%	2 164,5	-1 603,8	-
Zysk brutto	944,5	2 048,0	-53,9%	-326,9	2 928,2	-	2 025,6	-2 915,9	-
Zysk netto	761,9	1 668,0	-54,3%	-333,0	2 366,9	-	1 608,7	-2 505,7	-

Niesprzyjające makro i przestoje kontra efekt LIFO i różnice kursowe

Według naszych szacunków skonsolidowany wynik Orleu w 2Q'09 będzie istotnie gorszy w ujęciu r/r (-55%). W ujęciu segmentowym największe pogorszenie rezultatów Spółka zanotuje na działalności rafineryjnej (831 mln PLN vs. 1,4 mld PLN rok wcześniej), co będzie przede wszystkim efektem pogorszenia warunków makroekonomicznych (około -350 mln PLN r/r), wzrostu amortyzacji o 70 mln PLN oraz kosztów rozpoczętych przestoju na instalacji reformingu oraz HON. Efekt LIFO w tym kwartale powinien być natomiast zbliżony do ubiegłorocznego i wyniesie około 830 mln PLN. W segmencie detalicznym spadek kosztów rewitalizacji sieci stacji powinien w naszej opinii zrekompensować spadek marży detalicznej i Orlen zanotuje na tej działalności EBIT na poziomie 112 mln PLN vs. 109 mln PLN w 2Q'08. W dywizji petrochemicznej, choć spodziewamy się poprawy rezultatu q/q (nieznaczny wzrost marż) to nadal prognozujemy stratę operacyjną na poziomie -107 mln PLN z uwagi na koszty przeprowadzonych remontów w Unipetrolu oraz czerwcową awarię w instalacji olefin w Płocku. W przypadku segmentu chemicznego, uwzględniając sezonowy spadek wolumenów i przestój instalacji PVC, zakładamy EBIT na poziomie 45 mln PLN vs. 73 mln PLN rok wcześniej. Koszty nieprzypisane szacujemy na 150 mln PLN vs. 52 mln PLN rok wcześniej (baza zaniżona przez księgowane rok temu uzyskane odszkodowanie w wysokości 80 mln PLN). Na działalności finansowej obok wzrostu kosztów odsetkowych spodziewamy się wysokich dodatnich różnic kursowych z przeszacowania kredytów denominowanych w EUR w kwocie 300 mln PLN. Ostatecznie na poziomie netto Grupa Orleu powinna w naszej opinii wypracować 762 mln PLN.


Chemia

Police

Sprzedaj

 Analitik:
Kamil Kliszcz

 P/E 2009 -
P/E 2010 75,2

 EV/EBITDA 2009 -
EV/EBITDA 2010 5,8

Cena bieżąca 6,7 PLN
Cena docelowa 5,8 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	550,6	779,2	-29,3%	1 068,6	1 486,3	-28,1%	1 993,3	2 403,6	-17,1%
EBITDA	1,3	154,7	-99,2%	-64,7	319,9	-	-40,2	230,1	-
marża	0,2%	19,9%	-	-6,06%	21,53%	-	-2,02%	9,57%	-
EBIT	-19,4	138,2	-	-106,2	288,1	-	-122,7	164,0	-
Zysk brutto	13,5	147,1	-90,8%	-156,0	302,4	-	-140,8	41,2	-
Zysk netto	10,9	122,2	-91,1%	-163,6	252,8	-	-140,8	28,7	-

Poprawa q/q, ale nadal strata operacyjna

W wynikach Polic w 2Q powinna być widoczna sygnalizowana przez Zarząd poprawa wolumenów sprzedaży w segmencie nawozowym (zakładamy dynamikę q/q na poziomie 11%), co nie tylko pozwoli na wypracowanie nieco wyższych przychodów q/q, ale przede wszystkim pozytywnie wpłynie na osiąganą rentowność. W 1Q'09 Spółka pracowała bowiem na niższych mocach i sprzedawała agresywnie towar z magazynu, wyprodukowany jeszcze przy wyższych cenach surowca. Teraz udział sprzedaży zapasów w przychodach ogółem powinien być już niższy, co oznacza pokrycie w większym stopniu kosztów stałych. Stąd właśnie zakładamy istotne zmniejszenie straty operacyjnej w relacji do 1Q'09 (-19 mln PLN vs. -87 mln PLN). Na poziomie netto Spółka powinna jednak zaksięgować prawie 11 mln PLN zysku, co będzie zasługą dodatniego wyniku na wycenie posiadanych pozycji zabezpieczających kurs EUR/PLN (zyski z tego tytułu szacujemy na 32 mln PLN).


Chemia

ZA Puławy

Trzymaj

 Analitik:
Kamil Kliszcz

 P/E 08/09 6,1
P/E 09/10 12,4

 EV/EBITDA 08/09 2,4
EV/EBITDA 09/10 6,6

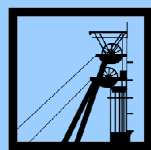
Cena bieżąca 82,7 PLN
Cena docelowa 82,7 PLN

(mln PLN)	IVQ08/09P	IVQ07/08	zmiana	2008/09P	2007/08	zmiana	2009/10P	2008/09P	zmiana
Przychody	548,9	662,3	-17,1%	2 396,5	2 503,5	-4,3%	2 148,2	2 396,5	-10,4%
EBITDA	34,5	103,9	-66,8%	435,1	432,8	0,5%	173,8	435,1	-60,1%
marża	6,3%	15,7%	-	18,2%	17,3%	-	8,1%	18,2%	-
EBIT	16,9	83,4	-79,8%	366,7	358,7	2,2%	102,7	366,7	-72,0%
Zysk brutto	63,9	94,2	-32,1%	282,8	401,4	-29,5%	157,6	282,8	-44,3%
Zysk netto	51,1	75,5	-32,3%	228,1	330,8	-31,1%	127,7	228,1	-44,0%

Obniżka cen nawozów kontra zysk na hedgingu

W 4Q'08/09 obserwowaliśmy wyraźne spadki benchmarkowych cen nawozów wyrażonych w EUR, w przypadku saletry dynamika w ujęciu q/q wyniosła -31%, RSM -12%, a mocznika -6%. Ta przecena w przeciwieństwie do poprzedniego kwartału nie była już neutralizowana osłabieniem złotego, gdyż trend na polskiej walucie uległ odwróceniu. Te niekorzystne zmiany w otoczeniu makro, znajdują odzwierciedlenie w wynikach ZAP, mimo tego że Spółka zdecydowała się obniżyć krajowe ceny nawozów dopiero w czerwcu, a sprzedaż w Polsce to około 70% całkowitych obrotów tej dywizji. W przypadku chemikaliów zakładamy pełne obciążenie mocy produkcyjnych kaprolaktamu, przy nieco niższych marżach q/q (efekt relacji cen produktu i benzenu) i podobne jak w poprzednim kwartale wolumeny sprzedaży melaminy (CUR na poziomie 60%). Dodatkowo na poziomie EBIT uwzględniamy tradycyjne rezerwy na świadczenia pracownicze, które tym razem mogą być jednak istotnie wyższe niż w poprzednich latach (spadek rotacji pracowników i wzrost średniej pensji) i sięgnąć 18 mln PLN. Będzie to oznaczać, iż zysk operacyjny w kwartale wyniesie tylko około 16,9 mln PLN. Zostanie on jednak wzmocniony poprzez dodatnie saldo na działalności finansowej (efekt odsetek od gotówki oraz wyceny pozycji zabezpieczających kurs walutowy w kwocie łącznie około 47 mln PLN). Dzięki temu Spółka wypracuje ostatecznie około 51,1 mln PLN zysku netto. Zwracamy jednak uwagę, że kolejne kwartały mogą przynieść już istotne pogorszenie wyników Spółki, gdyż w pełni będą one odzwierciedlać sytuację na światowym rynku nawozowym.

Górnictwo węgla



Górnictwo węgla

 Analityk:
 Michał Marczak

LW Bogdanka Akumuluj

 P/E 2009 11,9 EV/EBITDA 2009 5,1
 P/E 2010 14,5 EV/EBITDA 2010 5,5

Cena bieżąca 60,6 PLN
Cena docelowa 64,5 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	278,3						1 116,1	1 033,3	8,0%
EBITDA	133,2						373,0	339,6	9,8%
marża	47,8%						33,4%	32,9%	-
EBIT	94,3						217,6	203,5	7,0%
Zysk brutto	94,8						223,9	201,9	10,9%
Zysk netto	74,9						172,9	156,0	10,8%

Blisko prognozy zarządu

Spółka nie publikowała dotychczas sprawozdań kwartalnych, dlatego w tabeli nie zamieszczamy wyniku za 2Q2008 oraz wyników półrocznych. Średnia cena węgla sprzedawanego przez spółkę w 2Q2009 wyniosła ok. 230 PLN/t, co przy zakładanym przez nas wolumenie sprzedaży na poziomie 1,15 mln ton powinno dać Bogdance 264,5 mln PLN przychodów. Pozostałe przychody (klinkier, transport, sprzedaż złomu) szacujemy na dodatkowe 14 mln PLN. Na poziomie wydobycia i przeróbki węgla, szacujemy jednostkowy koszt na poziomie 160 PLN/t. Koszt ten uwzględnia rosnące wydatki związane z przygotowaniem nowego pola do przyszłego wydobycia. W wynikach kwartalnych spółka nie zaksięguje jednorazowego kosztu związanego z płatnością na rzecz pracowników 36 mln PLN z tytułu wejścia spółki na GPW (wydatek obciąża 3Q2009).

Telekomunikacja



Telekomunikacja

 Analityk:
Michał Marczak

Netia

 P/E 2009 - EV/EBITDA 2009 5,0
 P/E 2010 34,1 EV/EBITDA 2010 3,8

Kupuj

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

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	370,0	243,5	52,0%	745,7	481,0	55,0%	1 503,1	1 121,2	34,1%
EBITDA	54,7	30,3	80,4%	124,6	64,1	94,3%	234,0	170,6	37,1%
marża	14,8%	12,4%	-	16,7%	13,3%	-	15,6%	15,2%	-
EBIT	-18,6	-33,2	44,1%	-21,6	-62,3	65,3%	-23,4	-99,7	76,5%
Zysk brutto	-16,3	314,6	-	-23,2	261,2	-	-9,3	231,9	-
Zysk netto	-15,1	314,6	-	-21,5	259,3	-	-9,9	230,6	-

Koszty restrukturyzacji obniżają EBITDA

Oczekujemy, że przychody Netii za 2Q2009 utrzymają się na poziomie zbliżonym do 1Q, co w ujęciu r/r oznacza ponad 50% wzrost (głównie efekt przejęcia Tele2 Polska a w mniejszym stopniu akwizycji lokalnych sieci Ethernetowych). W związku z pogorszeniem sytuacji gospodarczej oczekujemy również wyhamowania wzrostu liczby abonentów, co będzie efektem przede wszystkim rosnącej liczby odłączeń w segmencie klientów indywidualnych korzystających z usług głosowych. Czynnikiem, który negatywnie wpłynął na poziom EBITDA były koszty restrukturyzacji w ramach programu Profit. Jego częścią jest m.in. zwolnienie 130 pracowników, które zarząd zapowiedział na 2Q. Całoroczne koszty programu Profit szacowane są na 25 mln PLN, z czego 1,6 mln PLN pojawiło się już w 1Q2009. W 2Q2009 oczekujemy, że wyniosą one 17 mln PLN. Oznacza to, że w kolejnych kwartałach efekty programu powinny z nawiązką równoważyć jego koszty (dodatni efekt na poziomie ok. 10 mln PLN).



Telekomunikacja

 Analityk:
Michał Marczak

TPSA

 P/E 2009 11,1 EV/EBITDA 2009 3,6
 P/E 2010 10,4 EV/EBITDA 2010 3,6

Akumuluj


Cena bieżąca 15,4 PLN
Cena docelowa 20,3 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	4 248,7	4 520,0	-6,0%	8 560,7	9 047,0	-5,4%	17 284,2	18 165,0	-4,8%
EBITDA	1 648,7	2 078,0	-20,7%	3 318,7	4 094,0	-18,9%	7 012,1	7 630,0	-8,1%
marża	38,8%	46,0%	-	38,8%	45,3%	-	40,6%	42,0%	-
EBIT	598,7	984,0	-39,2%	1 208,7	1 933,0	-37,5%	2 888,2	3 313,0	-12,8%
Zysk brutto	448,7	900,0	-50,2%	859,7	1 723,0	-50,1%	2 286,8	2 593,0	-11,8%
Zysk netto	358,9	698,0	-48,6%	686,9	1 379,0	-50,2%	1 850,3	2 188,0	-15,4%

Bez poprawy

Podobnie jak w poprzednim kwartale wyniki za 2Q2009 będą odzwierciedleniem niekorzystnej dla spółki sytuacji w telefonii komórkowej, przede wszystkim agresywnej polityki cenowej Play. Spadek stawek MTR obniża przychody grupy, w mniejszym stopniu będzie wpływać na EBITDA – w przypadku telefonii stacjonarnej nawet w okresie przejściowym (dostosowanie stawek F2M) pozytywnie. W naszej prognozie zakładamy, że przychody Centertel obniżą się o 11% w ujęciu r/r. W przypadku telefonii spodziewamy się 5% spadku r/r a dla transmisji danych 9% wzrostu (wygaszanie tanich promocji, abonenci zaczynają płacić pełną stawkę za szerokopasmowy Internet, wzrost ARPU). W prognozie nie zakładamy istotnego wzrostu rezerw, które w przyszłym kwartale mogą pojawić się w związku z opóźnieniami w płatnościach przez klientów. Wraz z wynikami spółka nie opublikuje szczegółów dotyczących planu redukcji kosztów. Spodziewamy się natomiast, że słodzikiem dla inwestorów po słabych wynikach będą decyzje w sprawie buy-backu lub drugiej w tym roku dywidendy. Na ten cel spółka może przeznaczyć 500-700 mln PLN.


Media

		Agora					Kupuj		
		Media		Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2009 11,1	EV/EBITDA 2009 4,3	Cena bieżąca 14,9 PLN	
				P/E 2010 7,9	EV/EBITDA 2010 3,3	Cena docelowa 35,6 PLN			
(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	284,9	343,7	-17,1%	559,3	657,1	-14,9%	1203,2	1277,7	-5,8%
EBITDA	28,3	50,6	-44,0%	54,1	93,0	-41,8%	130,0	128,4	1,2%
marża	9,9%	14,7%	-	9,7%	14,2%	-	10,8%	10,0%	7,5%
EBIT	7,3	30,2	-75,8%	13,0	52,8	-75,4%	44,6	128,4	-65,3%
Zysk brutto	8,0	29,2	-72,6%	14,3	55,0	-74,0%	52,7	47,9	10,0%
Zysk netto	6,4	21,5	-70,0%	7,5	40,2	-81,2%	42,7	23,3	83,3%

Pogorszenia wyników ciąg dalszy

Oczekujemy, że bardzo trudny dla rynku reklamowego drugi kwartał przełoży się na słabe wyniki w Agorze. Oczekujemy, że spadek przychodów reklamowych Grupy sięgnie 28%, przy czym liderem spadków będzie segment prasowy, którego wpływy reklamowe spadną według naszych szacunków o 38%. Duże pogłębienie spadku przychodów reklamowych nastąpi według nas w AMS, gdzie naszym zdaniem należy się liczyć z dynamiką na poziomie -20%. Tylko nieco niższe ujemne dynamiki powinny być obserwowane w segmencie czasopism i radia. Wzrost wpływów reklamowych powinien utrzymać się natomiast w Internecie. Oczekujemy, że styczniowa podwyżka cen GW powinna w drugim kwartale przełożyć się na powstrzymanie spadku wpływów ze sprzedaży egzemplarzowej i przynieść 52 mln PLN wpływów ze sprzedaży egzemplarzowej. W przypadku kolekcji wydawniczych spodziewamy się, że nie powtórzy się scenariusz z poprzedniego roku, gdy spółka zanotowała olbrzymi spadek przychodów z tego źródła i w tym roku powinny one przynieść około 24 mln PLN wpływów.

Oslabienie euro i spadek nakładu powinny przelożyć się na dalsze oszczędności materiałowe (częściowo niwelowane przez wyższe koszty kolekcji wydawniczych), natomiast wręczane w pierwszym kwartale wypowiedzenia powinny przynieść w drugim kwartale niewielkie zmniejszenie kosztów osobowych w ujęciu r/r, po ich wzroście w pierwszym kwartale o blisko 10%. Na wyraźniejszą redukcję tej grupy kosztów należy jednak poczekać do trzeciego kwartału. Powyższe czynniki przełożą się na zysk operacyjny na poziomie 7,3 mln PLN i zysk netto w wysokości 6,4 mln PLN.

		Cyfrowy Polsat					Trzymaj		
		Media		Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2009 15,7	EV/EBITDA 2009 11,5	Cena bieżąca 17,35 PLN	
				P/E 2010 12,2	EV/EBITDA 2010 8,9	Cena docelowa 14,55 PLN			
(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	335,8	277,3	21,1%	672,7	526,0	27,9%	1351,4	1136,3	18,9%
EBITDA	92,0	103,9	-11,5%	185,6	192,6	-3,6%	389,9	347,8	12,1%
marża	27,4%	37,5%	-	27,6%	36,6%	-	28,9%	30,6%	-
EBIT	82,4	99,4	-17,1%	167,7	182,9	-8,3%	361,0	324,3	11,3%
Zysk brutto	81,4	99,1	-17,9%	171,3	178,7	-4,2%	365,7	333,7	9,6%
Zysk netto	65,4	79,8	-18,0%	138,1	143,9	-4,0%	296,2	269,8	9,8%

Negatywnego wpływu kursów walutowych ciąg dalszy

Drugi kwartał 2009 roku podobnie jak jego pierwsze trzy miesiące będzie stał pod znakiem niekorzystnego środowiska walutowego, które wpłynie na znaczne obniżenie marż w porównaniu do ubiegłego roku. Dodatkowo, w porównaniu do ubiegłego kwartału zabraknie wpływu od Nagravision (ostatnia rata miała miejsce właśnie w pierwszym kwartale), który wyniósł blisko 8,0 mln PLN. Zakładamy, że podobnie jak w pierwszym kwartale spółka wpisze w przychody zmianę stanu wyprodukowanych dekoderek, co będzie jednak neutralne dla wyniku ze względu na podobną sumę umieszczoną w kosztach. Oczekujemy analogicznych kosztów rezerw na należności jak w pierwszym kwartale (8 mln PLN), przy mniejszych kosztach systemów informatycznych. Koszty przesyłu sygnału wzrosną ze względu na wynajem od maja dodatkowego transpondera. Przyrost liczby abonentów powinien być znacznie mniejszy niż przed rokiem i wynieść około 45 tys. przyłączeń netto, przy współczynniku odpływu abonentów niższym niż w ubiegłym kwartale. Zysk operacyjny spółki powinien być nieznacznie niższy od notowanego w pierwszych trzech miesiącach roku.

Na poziomie finansowym należy zwrócić uwagę na instrumenty zabezpieczające, które ze względu na umocnienie złotego przyniosą koszty finansowe. Ich kwota powinna być jednak niewielka (około 1,5 mln PLN) ze względu na zamortyzowanie się większości kontraktów. Zysk netto powinien wynieść około 65,4 mln PLN.


Media

 Analityk:
Piotr Grzybowski

TVN

Trzymaj

 P/E 2009 17,1 EV/EBITDA 2009 11,4 **Cena bieżąca 11,3 PLN**
 P/E 2010 21,8 EV/EBITDA 2010 11,2 **Cena docelowa 10,0 PLN**

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	619,6	549,6	12,7%	1054,8	951,2	10,9%	2166,4	1897,3	14,2%
EBITDA	136,3	246,9	-44,8%	337,8	373,7	-9,6%	505,3	711,4	-29,0%
marża	22,0%	44,9%	-	32,0%	39,3%	-	23,3%	37,5%	-37,8%
EBIT	94,3	227,4	-58,5%	268,7	335,6	-19,9%	347,7	631,9	-45,0%
Zysk brutto	132,7	254,8	-47,9%	89,4	336,1	-73,4%	203,0	447,6	-54,6%
Zysk netto	125,0	207,6	-39,8%	95,9	271,0	-64,6%	230,6	363,7	-36,6%

Zapaść na rynku reklamowym pogrąży wyniki

Drugi kwartał przyniesie naszym zdaniem znaczne pogorszenie wyników w TVN, na co decydujący wpływ będzie miało mocne osłabienie rynku reklamowego. Przychody reklamowe spadną według naszych prognoz o 15% na co decydujący wpływ będą miały słabe wyniki TVN i TVN24, których wpływy reklamowe obniżą się o 18% i ponoszonych w nich strat nie będzie w stanie zniwelować przyzwoite rezultaty sprzedaży w TVN Style i Internecie. Ubytek przychodów reklamowych powinien być częściowo zrekomensowany przez wzrost przychodów ze sprzedaży licencji programowych (+17 mln PLN). Konsolidacja ITI Neovision powinna natomiast przynieść dodatkowe przychody na poziomie 115 mln PLN, przy ujemnym wpływie na EBITDA na poziomie 27 mln PLN. W przypadku kosztów „starej” Grupy TVN nie spodziewamy się, by efekt wprowadzenia dwa tygodnie wcześniej sezonu powtórkowego mógł być na tyle znaczący by ograniczyć dynamikę kosztów programowych z pierwszego kwartału, a rosnąć powinny też koszty wynagrodzeń. W konsekwencji wynik operacyjny spadnie o blisko 60% do wartości 94,3 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej poza wyższymi odsetkami (około 48 mln PLN) spółka, wobec umocnienia się złotego w ciągu drugiego kwartału zaksięguje przychody z przeszacowania długu w walutach obcych: obligacji senior notes, długu 'n' oraz zobowiązania warunkowego względem ITI wynikającego z klauzuli dopłaty w umowie nabycia pakietu kontrolnego w 'n'. W rezultacie działalność finansowa zamknie się dodatnim saldem na poziomie około 32 mln PLN. Starta mniejszości w ITI Neovision wyniesie około 18 mln PLN, co przełoży się na zysk netto przypadający akcjonariuszom TVN na poziomie 125,0 mln PLN.


Media

 Analityk:
Piotr Grzybowski

WSiP

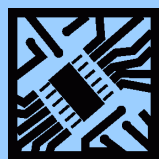
Kupuj

 P/E 2009 11,5 EV/EBITDA 2009 7,8 **Cena bieżąca 15,0 PLN**
 P/E 2010 10,7 EV/EBITDA 2010 7,2 **Cena docelowa 18,9 PLN**

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	60,3	52,1	15,8%	74,8	60,8	23,0%	190,6	198,8	-4,1%
EBITDA	20,1	18,5	8,6%	9,1	8,2	10,9%	42,6	52,0	-18,0%
marża	33,3%	35,5%	-	12,2%	13,5%	-	22,3%	26,1%	-
EBIT	18,8	17,6	6,9%	6,6	6,5	0,7%	38,3	48,3	-20,7%
Zysk brutto	19,3	17,9	7,4%	7,3	7,8	-7,3%	40,2	50,6	-20,6%
Zysk netto	18,3	17,2	6,4%	5,9	6,1	-4,0%	32,4	40,5	-19,9%

Poprawa wyników mimo kosztów promocji

Spodziewamy się po Wydawnictwach Szkolnych i Pedagogicznych bardzo dobrych wyników za drugi kwartał. U ich źródeł będzie leżała przede wszystkim kontynuacja obserwowanego już w pierwszym kwartale wzrostu sprzedaży. Szacujemy, że skonsolidowane przychody przekroczą kwotę 60 mln PLN. Nieco wyższa powinna być również osiągnięta marża brutto na sprzedaży. Na poziomie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu nadal widoczny będzie efekt zwiększonych promocji związanych z nowymi ramami programowymi w nauczaniu. Ich efekt powinien być jednak zdecydowanie mniej widoczny, z jednej strony przez nieco niższą kwotę wydatków, z drugiej przez zupełnie inną skalę podstawowej działalności operacyjnej w porównaniu do pierwszego kwartału. W konsekwencji oczekujemy, że spółce uda się osiągnąć EBITDA na poziomie przekraczającym 20 mln PLN. Przy niewielkim dodatnim saldzie działalności finansowej powinno to pozwolić spółce osiągnąć 18,3 mln zysku netto.

IT

IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

AB

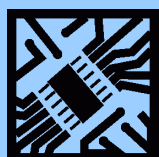
 P/E 2009 5,3 EV/EBITDA 2009 3,9
P/E 2010 10,1 EV/EBITDA 2010 8,3

Kupuj
Cena bieżąca 9,00 PLN
Cena docelowa 10,31 PLN

(mln PLN)	IVQ08/09	VIQ07/08	zmiana	2008/09P	2007/08	zmiana	2009/10P	2008/09P	zmiana
Przychody	560,0	543,0	3,1%	2911,4	3012,2	-3,3%	2867,4	2911,4	-1,5%
EBITDA	9,0	5,7	56,4%	88,3	39,5	123,5%	40,2	88,3	-54,5%
marża	1,6%	1,1%	-	3,0%	1,3%	-	1,4%	3,0%	-
EBIT	7,5	4,3	74,7%	82,9	35,2	135,6%	34,7	82,9	-58,1%
Zysk brutto	2,5	1,8	40,1%	38,3	22,2	72,3%	17,6	38,3	-54,2%
Zysk netto	2,0	0,9	133,2%	27,2	16,1	68,8%	14,2	27,2	-47,7%

Znowu bardzo pozytywne wyniki

Oczekujemy, że za swój czwarty kwartał roku obrotowego AB zaprezentuje bardzo dobre wyniki finansowe. Główną przyczyną sukcesu spółki będzie ponownie sytuacja na rynku czeskim, gdzie spółka zależna ATC umacnia swoją pozycję konkurencyjną coraz bardziej zbliżając się do pozycji lidera rynkowego. Wzrost udziałów rynkowych w Czechach powoduje, że mimo spadku wartości wydatków sprzętowych obroty generowane na tamtejszym rynku wciąż rosną, co doprowadzi naszym zdaniem do wzrostu sprzedaży Grupy Kapitałowej nawet mimo niewielkiego spadku sprzedaży na rynku polskim. Korekta strategii hedgingowej natomiast powinna wraz ze wzrostem znaczenia wysokomarżowego rynku czeskiego pozwolić na utrzymanie wysokich marż brutto na sprzedaży, choć na nieco niższym poziomie niż w ubiegłych kwartałach. W wynikach oczekujemy ponadto negatywnego wpływu zmiany sposobu rozliczania stanu zapasów w ATC, która obniży wynik operacyjny o około 1,5 mln PLN. Szacujemy, że saldo działalności finansowej podobnie jak w minionym kwartale nie powinno zostać mocno zmienione przez różnice kursowe. W konsekwencji powyższych czynników szacujemy, że zysk netto spółki sięgnie 2 mln PLN.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Action

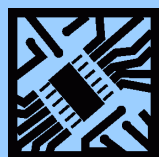
 P/E 2009 14,0 EV/EBITDA 2009 9,1
P/E 2010 10,6 EV/EBITDA 2010 7,7

Trzymaj
Cena bieżąca 12,8 PLN
Cena docelowa 12,3 PLN

(mln PLN)	IVQ08/09P	IVQ07/08	zmiana	2008/09P	2007/08	zmiana	2009/10P	2008/09P	zmiana
Przychody	395,3	582,0	-32,1%	3180,5	2343,4	35,7%	2195,2	3180,5	-31,0%
EBITDA	7,3	13,8	-47,0%	56,9	65,3	-12,8%	43,3	56,9	-23,9%
marża	1,8%	2,4%	-	1,8%	2,8%	-	2,0%	1,8%	-
EBIT	5,3	13,8	-61,6%	43,9	57,3	-23,4%	34,4	43,9	-21,7%
Zysk brutto	4,3	11,3	-62,1%	34,8	51,1	-31,9%	27,6	34,8	-20,7%
Zysk netto	3,5	8,5	-58,5%	25,3	33,8	-25,2%	20,8	25,3	-17,6%

Przed nami słabszy kwartał

Czwarty kwartał roku obrotowego co prawda jeszcze się nie skończył, ale wszystko wskazuje na to, że będzie on zdecydowanie słabszy od ubiegłorocznego wyniku. O słabości publikowanych rezultatów zadecyduje naszym zdaniem m.in. brak przetargów dla MEN i ZUS, które w roku ubiegłym przyniosły blisko 100 mln PLN dodatkowych wpływów przy ponadprzeciętnej marży. Pomijając efekt braku przetargów spodziewamy się, że spadek powtarzalnych przychodów w ujęciu r/r będzie kilka punktów procentowych silniejszy niż w ubiegłych kwartałach. Spaść w porównaniu do poprzednich okresów powinna również marża brutto na sprzedaży, która za czwarty kwartał wyniesie około 9,1%. Spodziewamy się, że saldo pozostałej działalności operacyjnej powinno zamknąć się na niewielkim plusie (1,5 mln PLN), gdyż rozpoznawaniu dużych różnic kursowych zapobiegnie wysoki stopień zabezpieczenia sald zobowiązań. Ostatecznie zysk netto spółki powinien wynieść około 3,5 mln PLN przy 8,5 mln PLN przed rokiem.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

ASBIS

Kupuj

 P/E 2009 - EV/EBITDA 2009 5,1
 P/E 2010 7,4 EV/EBITDA 2010 3,8

Cena bieżąca 1,85 PLN
Cena docelowa 2,16 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	251,6	344,7	-27,0%	489,5	704,8	-30,6%	1239,0	1495,3	-17,1%
EBITDA	2,7	5,2	-47,5%	-1,2	14,7	-	10,1	18,2	-44,2%
marża	1,1%	1,5%	-	-0,2%	2,1%	-	0,8%	1,2%	-
EBIT	2,0	4,5	-54,9%	-2,5	13,4	-	7,3	15,3	-52,6%
Zysk brutto	0,2	2,9	-93,6%	-6,0	10,7	-	-1,4	7,1	-
Zysk netto	0,2	1,7	-90,6%	-6,0	7,4	-	-1,2	4,0	-

Prognozowany zysk w kwartale

Po katastrofalnie słabym pierwszym kwartale drugi kwartał w Asbisie powinien wyglądać już znacznie lepiej. Spółka zabezpieczyła się poprzez pożyczki walutowe przed powstawaniem różnic kursowych, co wobec trendów na rynku walutowym obserwowanych w omawianym okresie oznaczało rezygnację z korzyści płynących z osłabiania się dolara amerykańskiego. Mimo to spółce udało się naszym zdaniem znacznie poprawić w porównaniu do pierwszego kwartału osiągnięte marże i przy spadku sprzedaży r/r kilka punktów procentowych słabszym niż w pierwszym kwartale osiągnąć zysk netto. W osiągnięciu tego efektu pomogło naszym zdaniem osiągnięcie pełnego efektu wprowadzonej pod koniec ubiegłego roku restrukturyzacji, która powinna przynieść około 0,5 mln USD dodatkowych oszczędności w porównaniu do ubiegłego kwartału.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Asseco Poland

Kupuj

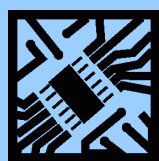
 P/E 2009 13,4 EV/EBITDA 2009 7,5
 P/E 2010 12,0 EV/EBITDA 2010 6,6

Cena bieżąca 53,5 PLN
Cena docelowa 67,4 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	752,0	753,7	-0,2%	1462,0	1168,3	25,1%	3023,5	2786,6	8,5%
EBITDA	156,8	154,2	1,7%	298,4	245,1	21,7%	597,2	591,8	0,9%
marża	20,8%	20,5%	-	20,4%	21,0%	-	19,8%	21,2%	-
EBIT	127,7	120,6	5,9%	242,2	199,8	21,2%	492,1	494,3	-0,4%
Zysk brutto	132,0	147,4	-10,4%	236,6	224,5	5,4%	485,5	493,2	-1,6%
Zysk netto	93,4	100,8	-7,4%	168,4	151,8	10,9%	309,6	321,6	-3,7%

Poprawa wyniku operacyjnego

Zgodnie z zapowiedzią prezesa Adama Górala w drugim kwartale Grupa Asseco poprawi wynik operacyjny. Za tym sukcesem stać będzie przede wszystkim poprawa rentowności brutto na sprzedaży (34,0% vs 32,0% przed rokiem), wynikająca z harmonogramu prac na głównych projektach. Mimo pełnej konsolidacji Peximu i Antegry oraz sprzyjającego środowiska walutowego wypracowane przychody utrzymają się na zeszlatorocznym poziomie. Przewidujemy, że wynik operacyjny okresu wyniesie 127,7 mln PLN przy 120,6 mln PLN przed rokiem. Na poziomie salda działalności finansowej zabraknie przychodów finansowych z tytułu rozwodnienia, które przyniosły spółce duże przychody w ubiegłym roku. Ubytek ten częściowo powinien zostać zrekomensowany przez wyższe dywidendy ze spółek zależnych. Uwzględniając dodatkowo niższe zadłużenie spółki oraz podobny poziom różnic kursowych przewidujemy, że saldo finansowe zamknie się na poziomie około +5 mln PLN, co pozwoli spółce wypracować zysk netto na poziomie 93,4 mln PLN.

IT

IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

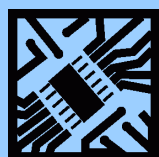
Komputronik **Trzymaj**

 P/E 2009 22,1 EV/EBITDA 2009 14,1 **Cena bieżąca 11,00 PLN**
 P/E 2010 9,5 EV/EBITDA 2010 6,9 **Cena docelowa 10,48 PLN**

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	172,0	160,0	7,5%	358,0	310,0	15,5%	848,0	757,9	11,9%
EBITDA	0,1	4,3	-96,8%	2,7	7,8	-64,9%	10,5	15,4	-31,4%
marża	0,1%	2,7%	-	0,8%	2,5%	-	1,2%	2,0%	-
EBIT	-1,3	3,0	-	-0,1	5,7	-	4,9	10,2	-52,5%
Zysk brutto	-1,7	1,5	-	-0,6	4,2	-	2,4	6,2	-61,1%
Zysk netto	-0,5	0,7	-	0,7	2,7	-72,4%	4,1	5,6	-27,5%

Trudny drugi kwartał

Drugi kwartał będzie tradycyjnie słaby dla Grupy Komputronik, a do sezonowej słabości wyników dołożą się dodatkowo czynniki związane z pogarszającym się otoczeniem makroekonomicznym, kontynuacja restrukturyzacji w Karenie oraz utworzenie rezerwy na warranty subskrypcyjne w ramach programu motywacyjnego. Oczekujemy, że zaraportowany w komunikacie bieżącym znaczny wzrost sprzedaży w jednostce dominującej wynika przede wszystkim z zastąpienia przez Komputronik innych dostawców w Karenie. W konsekwencji wzrost przychodów całej Grupy będzie już mniej okazały i wyniesie około 7,5%. Spodziewamy się, że konsolidacja Karen przyniesie około 3 mln PLN negatywnego wpływu na wynik operacyjny. Na poziomie Komputronika dodatkowo zostanie zaksięgowana rezerwa na emisję warrantów subskrypcyjnych, którą szacujemy na około 1,3 mln PLN. W konsekwencji powyższych czynników Grupa Komputronik zanotuje stratę operacyjną w wysokości 1,3 mln PLN oraz stratę netto w kwocie 0,5 mln PLN.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Sygnity **Kupuj**


 P/E 2009 59,6 EV/EBITDA 2009 3,5 **Cena bieżąca 18,0 PLN**
 P/E 2010 34,3 EV/EBITDA 2010 3,5 **Cena docelowa 25,3 PLN**

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	204,0	295,4	-30,9%	344,4	506,7	-32,0%	838,2	995,7	-15,8%
EBITDA	12,4	11,4	9,2%	6,1	-1,4	-	51,1	56,6	-9,6%
marża	6,1%	3,9%	-	1,8%	-0,3%	-	6,1%	5,7%	-
EBIT	2,6	0,3	653,9%	-13,5	-24,5	44,9%	12,1	11,5	5,3%
Zysk brutto	1,2	-1,0	-	-16,8	-26,1	35,5%	5,3	2,8	88,6%
Zysk netto	1,0	-1,1	-	-16,3	-27,4	40,6%	4,3	-1,5	-

Zysk operacyjny dzięki sprzedaży aktywów


Prognozujemy, że spółce uda się wypracować w drugim kwartale zysk operacyjny jednak będzie on zbudowany na zdarzeniach jednorazowych: sprzedaży nieruchomości i spółki outsourcingowej Web In. Na transakcjach tych spółka zaksięguje około 9,5 mln PLN zysku operacyjnego. Przychody spółki spadną według naszych założeń w minimalnie mniejszym tempie w ujęciu r/r niż to miało miejsce w pierwszym kwartale. Spółka powinna kontynuować poprawę marży brutto, choć jej skala nie będzie z pewnością tak widoczna jak w pierwszym kwartale. Oczekujemy, że koszty sprzedaży i ogólnego zarządu powinny spaść w porównaniu do ubiegłego roku o około 4 mln PLN, zysk operacyjny spółki wyniesie około 2,6 mln PLN, co przełoży się na wynik netto na poziomie około 1 mln PLN

Metale

		Kęty					Kupuj		
		Metale							
Analityk: Michał Marczak		P/E 2009	12,2	EV/EBITDA 2009	6,4	Cena bieżąca		85,7 PLN	
		P/E 2010	10,9	EV/EBITDA 2010	5,7	Cena docelowa		109,4 PLN	
(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	270,2	302,9	-10,8%	496,1	587,1	-15,5%	982,3	1 183,5	-17,0%
EBITDA	50,4	47,6	5,8%	96,4	95,7	0,7%	170,3	190,2	-10,5%
marża	18,6%	15,7%	-	19,4%	16,3%	-	17,3%	16,1%	-
EBIT	34,2	32,8	4,5%	64,3	66,2	-2,8%	108,1	128,3	-15,8%
Zysk brutto	26,4	27,4	-3,6%	30,8	49,3	-37,5%	74,0	74,0	0,0%
Zysk netto	21,7	21,4	1,1%	24,4	38,6	-36,7%	64,4	63,4	1,7%

Spodziewana poprawa

Nasza prognoza jest zbieżna z prognozą zarządu przedstawioną na początku lipca. Najłabszą koniunkturę spółka odczuwa nadal w Segmencie Wyrobów Wyciskanych, gdzie zanotowała 35% spadek przychodów w ujęciu r/r. Spadku nie może tłumaczyć spadkiem cen aluminium (-49% r/r), bo w znaczącej mierze jest on amortyzowany osłabieniem PLN w relacji do USD (-50%). Pozytywne jest to, że powoli zaczynają rosnać zamówienia, co przekłada się na ponad 20% wzrost wolumenu sprzedaży w ujęciu q/q. Dalsza poprawa w tym zakresie powinna być efektem odbudowywania się popytu z branży samochodowej oraz budowlanej. Przypominamy, że sezonowy szczyt zamówień segment osiąga w 3Q. Znacząco lepiej radził sobie Segment Systemów Aluminiowych (-3% r/r), należy jednak zwrócić tu uwagę na to, że spółka realizowała jeszcze kontrakty budowlane z okresu lepszej koniunktury. Kwartał był udany dla Segmentu Opakowań Giętkich, gdzie przychody wzrosły o 10% r/r. Na wynik netto istotny wpływ miał wynik na działalności finansowej. Spółka poniosła stratę na transakcjach zabezpieczających w wysokości 9 mln PLN, wykazując jednocześnie 5 mln PLN księgowego zysku na przeszacowaniu wartości kredytu. Koszty odsetkowe wyniosły 4 mln PLN.

		KGHM					Redukuj		
		Metale							
Analityk: Michał Marczak		P/E 2009	7,4	EV/EBITDA 2009	4,9	Cena bieżąca		75,9 PLN	
		P/E 2010	7,1	EV/EBITDA 2010	4,4	Cena docelowa		54,9 PLN	
(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	2 647,5	3 028,6	-12,6%	5 024,6	6 030,9	-16,7%	9 730,5	11 302,9	-13,9%
EBITDA	905,9	1 142,8	-20,7%	1 835,1	2 426,4	-24,4%	2 732,0	4 077,7	-33,0%
marża	34,2%	37,7%	-	36,5%	40,2%	-	28,1%	36,1%	-
EBIT	773,0	1 027,0	-24,7%	1 569,3	2 194,5	-28,5%	2 200,5	3 596,4	-38,8%
Zysk brutto	1 085,5	1 018,5	6,6%	1 869,1	2 176,7	-14,1%	2 525,4	3 553,6	-28,9%
Zysk netto	879,3	832,5	5,6%	1 507,1	1 814,7	-16,9%	2 038,7	2 910,4	-30,0%

Spodziewany wzrost kosztów, wysokie ceny na LME

Sytuacja makroekonomiczna była dla spółki korzystna w 2Q2009. Średnia cena miedzi na LME wzrosła w stosunku do poprzednich trzech miesięcy o 37%, a po uwzględnieniu kursu PLN/USD o 29,6%. W przypadku srebra zmiany te wynoszą odpowiednio 8,7% i 2,8%. W naszej prognozie zakładamy, że spółka sprzedała 125 tys. ton miedzi (33 tys. ton objęte transakcjami zabezpieczającymi), z czego 22 tys. ton z przerobu złomów oraz 290 ton srebra. W stosunku do 1Q2009 oczekujemy wzrostu jednostkowego kosztu produkcji o 15,8% (do 11 308 PLN/t), co będzie efektem wyższych kosztów wynagrodzeń (m.in. zwiększenie rezerwy na premię roczną wynikającą z korekty budżetu), wyższych kosztów prac przygotowawczych (usługi obce, sezonowy wzrost) oraz wzrostu kosztów produkcji wynikających z wyższych cen wsadów obcych. W wynikach za 2Q2009 spółka zaksięguje dywidendę z Polkomtela w wysokości 313 mln PLN.

Budownictwo



Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Budimex

Trzymaj

 P/E 2009 10,8 EV/EBITDA 2009 8,0
 P/E 2010 13,7 EV/EBITDA 2010 9,7

Cena bieżąca 63,5 PLN
Cena docelowa 65,8 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	811,0	836,2	-3,0%	1458,8	1489,3	-2,0%	3451,0	3350,0	3,0%
EBITDA	70,0	45,6	53,6%	100,9	62,0	62,9%	207,3	134,2	54,5%
marża	8,6%	5,4%	-	6,9%	4,2%	-	6,0%	4,0%	-
EBIT	64,5	40,7	58,5%	89,9	52,4	71,5%	184,4	112,2	64,4%
Zysk brutto	60,2	42,7	41,1%	98,4	62,2	58,1%	185,8	139,5	33,3%
Zysk netto	48,8	30,4	60,6%	78,5	45,9	71,1%	150,5	104,7	43,7%

Dobre wyniki z dużym wpływem wyceny instrumentów pochodnych i różnic kursowych

Przewidujemy, że przychody Budimexu będą nieznacznie niższe niż w ubiegłym roku, co tłumaczymy gorszymi warunkami pogodowymi w Q2 2009, utrudniającymi prace drogowe. Zgodnie z prognozą, marża brutto na sprzedaży wyniesie 10,4%, tzn. będzie nieznacznie niższa niż całoroczna prognoza, co wynika z niskiej skali oddań mieszkań w Q2 2009. Przewidujemy, że koszty sprzedaży i zarządu utrzymają się na poziomie z poprzedniego kwartału i wyniosą łącznie około 35,4 mln PLN. Zakładamy pozostałe koszty operacyjne na poziomie 7,5 mln PLN. Dodatnią wycenę instrumentów pochodnych, która zwiększy EBIT, szacujemy na 23 mln PLN. Saldo pozostałych przychodów finansowych netto będzie w Q2 2009 ujemne, ze względu na znaczne ujemne różnice kursowe (przewidujemy, że wyniosą około 5,6 mln PLN).

Zgodnie z naszą analizą, pomijając efekt wyceny instrumentów pochodnych i różnic kursowych, wynik netto wyniósłby w Q2 2009 około 34,6 mln PLN. W kalkulacji tej nie bierzemy pod uwagę wpływu kursów walutowych na marżę brutto ze sprzedaży w Q2 2009. Zmiana kursu z 4,7 na koniec Q1 na 4,47 na koniec Q2 powoduje, że w wynikach Q2 2009 należy też odnieść korektę wyceny kontraktu w stosunku do Q1 2009 (tzn. z jednej strony mamy wyższe przychody ze względu na wyższy kurs niż na koniec Q4 2008, z drugiej musimy też dokonać korekty ze względu na wycenę kontraktu po kursie 4,7 na koniec Q1).



Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Elektrobudowa

Trzymaj

 P/E 2009 14,4 EV/EBITDA 2009 9,7
 P/E 2010 13,6 EV/EBITDA 2010 9,4

Cena bieżąca 160,0 PLN
Cena docelowa 162,7 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	176,3	204,8	-13,9%	299,0	374,4	-20,1%	819,9	811,0	1,1%
EBITDA	17,8	23,0	-22,6%	32,8	33,0	-0,7%	71,1	79,0	-10,1%
marża	10,1%	11,2%	-	11,0%	8,8%	-	8,7%	9,7%	-
EBIT	15,4	17,0	-9,5%	27,9	29,7	-5,9%	61,6	71,3	-13,6%
Zysk brutto	15,2	17,6	-13,7%	27,9	31,1	-10,3%	65,1	74,5	-12,7%
Zysk netto	12,3	14,4	-14,6%	21,8	25,4	-14,0%	52,7	60,3	-12,6%

Powrót do sezonowości typowej dla lat ubiegłych

Przewidujemy, że w przeciwieństwie do roku ubiegłego, rok 2009 będzie charakteryzował się rentownością typową dla lat ubiegłych. Stąd wynika spadek przychodów r/r, który, co podkreślamy, nie zagraża wykonaniu całorocznej prognozy. Na wysokie przychody w Q2 2008 miało też wpływ rozpoznanie wyniku z budowy centrum logistycznego dla LPP. Przewidujemy, że rentowność brutto na sprzedaży w Grupie wyniesie 10,6%, tzn. będzie wyższa niż w Q1 2009 (9,9%). Związane jest to z większym stopniem wykorzystania własnych sił wykonawczych (mniejszy udział podwykonawstwa w strukturze kosztów). W prognozie nie uwzględniamy pozycji z tytułu różnic kursowych. Generalnie, wynik Q2 2009 będzie zgodnie z prognozą nieznacznie gorszy niż w roku ubiegłym.


Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Erbud

Redukuj

 P/E 2009 14,1 EV/EBITDA 2009 7,6
 P/E 2010 16,0 EV/EBITDA 2010 8,7

Cena bieżąca 39,5 PLN
Cena docelowa 35,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	222,0	266,1	-16,6%	384,4	498,2	-22,9%	865,0	1046,1	-17,3%
EBITDA	17,0	11,7	45,1%	35,2	25,0	40,4%	49,0	67,1	-27,0%
marża	7,7%	4,4%	-	9,1%	5,0%	-	5,7%	6,4%	-
EBIT	15,4	9,7	59,6%	32,0	22,6	41,3%	42,6	60,8	-29,9%
Zysk brutto	14,9	8,6	73,8%	33,0	21,1	56,7%	44,6	14,3	211,8%
Zysk netto	11,8	5,2	128,8%	24,2	15,7	54,1%	35,1	9,3	278,3%

Kolejny kwartał dobrych wyników

Przewidujemy, że Erbud w Q2 2009, podobnie jak w Q1 2009, zaprezentuje bardzo dobre wyniki finansowe. Przewidujemy, że rentowność brutto na sprzedaży wyniesie 13%, rentowność EBIT zaś 7% (Q1 2009 odpowiednio 19,8% i 11,8%). Spodziewamy się, że w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju przychody wyniosą 120 mln PLN, rentowność zaś 11,5% brutto na sprzedaży (Q1 2009: 22,5%). Około połowa przychodów będzie wygenerowana przez kontrakty podpisane przed 2009 rokiem, druga połowa zaś to względnie nowe kontrakty. 55 mln PLN przychodów i rentowności brutto na sprzedaży na poziomie 13,5% spodziewamy się w zakresie działalności eksportowej. W efekcie, spodziewamy się nieznacznie niższych przychodów niż w Q1 2009, przy porównywalnej rentowności. Przewidujemy, że działalność w segmencie drogowym wygeneruje 28 mln PLN przychodów, przy marży brutto na sprzedaży na poziomie 13%, działalność deweloperska zaś 19 mln PLN przychodów przy marży na poziomie 22%. W prognozie nie uwzględniamy żadnych istotnych zdarzeń jednorazowych.

Zwracamy uwagę, że wyniki porównywalne za Q2 2008 są stosunkowo niskie, gdyż wówczas spółka nie rozliczyła żadnego dużego kontraktu budowlanego.


Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Mostostal Warszawa Akumuluj

 P/E 2009 11,6 EV/EBITDA 2009 6,0
 P/E 2010 13,2 EV/EBITDA 2010 6,9

Cena bieżąca 61,0 PLN
Cena docelowa 65,6 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	684,5	522,2	31,1%	1255,3	938,3	33,8%	2711,1	2154,2	25,9%
EBITDA	47,1	27,1	73,7%	109,1	41,0	166,0%	167,3	136,3	22,8%
marża	6,9%	5,2%	-	8,7%	4,4%	-	6,2%	6,3%	-
EBIT	40,5	21,9	84,5%	95,8	30,9	209,9%	143,5	113,4	26,6%
Zysk brutto	45,3	22,7	99,5%	83,8	55,3	51,5%	154,3	116,0	33,0%
Zysk netto	31,3	21,1	48,3%	58,2	39,3	48,2%	105,3	75,5	39,4%

Duża dynamika przychodów, wyniku operacyjnego oraz wyniku netto

Zgodnie z prognozą Mostostal Warszawa będzie mógł pochwalić się 30%-ową dynamiką przychodów ze sprzedaży, co wynika z dużej liczby pozyskanych w 2008 kontraktów. Na poziomie jednostkowym dynamika będzie naszym zdaniem jeszcze większa, gdyż wyniesie 39,3%. Przewidujemy, że przychody jednostkowe Mostostalu wyniosą 430,5 mln PLN, przychody Mostostalu Płock 42 mln PLN, przychody Remaka 67 mln PLN, przychody pozostałych spółek zaś 145 mln PLN. Oczekujemy rentowności w jednostce i w grupie na poziomie 10% brutto na sprzedaży. Rentowność w Q1 2009 była wyższa i wyniosła 13%, wynikało to jednak ze znacznego wzrostu kursu EUR/PLN. Przewidujemy, że rentowność brutto wyniesie 12% w Mostostalu Płock, 11,5% w Remaku i 8,5% w pozostałych spółkach. Nie przewidujemy istotnych zdarzeń jednorazowych, zakładamy jednak, że pozostałe koszty operacyjne netto wyniosą 5 mln PLN (potencjalne rezerwy i odpisy na należności). Spodziewamy się jednocześnie, że pozostałe koszty finansowe obciążą kwota w wysokości 2,5 mln PLN z tytułu wyceny instrumentów pochodnych.


Budownictwo

PBG

Redukuj

Analitik:

Maciej Stokłosa

P/E 2009 15,0

P/E 2010 13,2

EV/EBITDA 2009 10,0

EV/EBITDA 2010 8,1

Cena bieżąca 220,0 PLN
Cena docelowa 201,6 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	696,5	506,3	37,6%	1045,6	826,8	26,5%	2902,0	2089,3	38,9%
EBITDA	80,8	62,1	30,2%	127,3	104,7	21,6%	360,1	270,3	33,2%
marża	11,6%	12,3%	-	12,2%	12,7%	-	12,4%	12,9%	-
EBIT	69,1	51,5	34,2%	103,9	84,9	22,3%	313,4	223,4	40,3%
Zysk brutto	56,1	45,3	23,6%	81,3	68,8	18,2%	275,8	213,5	29,2%
Zysk netto	41,2	26,4	56,2%	64,4	50,0	28,9%	196,4	158,0	24,3%

Gorzej na poziomie operacyjnym, wynik poprawią jednak zdarzenia jednorazowe

Przewidujemy, że w Q2 2009 PBG wygeneruje prawie 700 mln PLN przychodów, tzn. przychody wzrosną o 37,6% r/r. Wzrost przychodów związanych jest z nowymi kontraktami, pozyskanymi w 2008 roku. Przewidujemy, że rentowność brutto na sprzedaży będzie niższa niż w poprzednich kwartałach i wyniesie 13,0% (Q1 2009: 17,3%). W prognozie nie uwzględniamy ewentualnych zdarzeń związanych z tworzonymi i rozwiązywanymi rezerwami na realizację kontraktu w Rybniku.

W Q2 2009 PBG zrealizuje dodatkowe 9 mln PLN jednorazowego przychodu operacyjnego z tytułu wyceny nieruchomości (działka pod budowę biurowca w Poznaniu, która ma być w najbliższej przyszłości sprzedana przez Hydrobudowę 9 spółce PBG Dom). Przewidujemy, że saldo z tytułu pozostałej działalności finansowej wyniesie 13 mln PLN, z czego 21 mln PLN to koszty odsetek netto. Przewidujemy, że zysk należny akcjonariuszom mniejszościowym wyniesie około 4,2 mln PLN. W efekcie, prognozowany zysk netto to 41,2 mln PLN (33,8 mln PLN bez uwzględnienia zdarzenia jednorazowego: wyceny działki pod biurowiec w Poznaniu).


Budownictwo

Polimex Mostostal Akumuluj

Analitik:

Maciej Stokłosa

P/E 2009 11,0

P/E 2010 13,2

EV/EBITDA 2009 6,8

EV/EBITDA 2010 6,9

Cena bieżąca 3,6 PLN
Cena docelowa 3,8 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	1150,0	1111,4	3,5%	2032,0	1996,7	1,8%	4909,0	4301,7	14,1%
EBITDA	94,3	72,7	29,8%	176,0	141,7	24,2%	332,5	298,5	11,4%
marża	8,2%	6,5%	-	8,7%	7,1%	-	6,8%	6,9%	-
EBIT	74,9	54,5	37,3%	137,1	107,8	27,2%	251,2	228,1	10,1%
Zysk brutto	49,1	42,5	15,6%	100,4	85,5	17,4%	204,5	158,9	28,7%
Zysk netto	33,5	27,9	19,9%	67,7	58,7	15,3%	155,7	120,1	29,6%

Byłoby znacznie lepiej, gdyby nie duże ujemne różnice kursowe

Przewidujemy, że przychody Polimexu będą tylko nieznacznie wyższe niż w roku ubiegłym, pomimo znacznie większego portfela zamówień i wyższej prognozy całorocznej. Na niewielki wzrost przychodów wpływ będzie miał głównie segment dróg i kolei (złe warunki pogodowe na południu Polski opóźniły prace drogowe). Przewidujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 11,6% oraz koszty zarządu i sprzedaży na poziomie około 56,5 mln PLN (Q1 2009: 53,9 mln PLN). Zakładamy pozostałe koszty operacyjne na poziomie 2 mln PLN. W przeciwieństwie do Q1 2009, czynniki związane ze zmianą kursu EUR/PLN wpłyną na wzrost kosztów finansowych netto. Przewidujemy, że zysk z wyceny instrumentów pochodnych w Q2 2009 wyniesie 8,9 mln PLN, ujemne różnice kursowe zaś aż 20,9 mln PLN. W Q1 2009 dodatnie różnice kursowe wyniosły nieco ponad 30 mln PLN. W komentarzu do wyników Q1 2009 zwracaliśmy uwagę, że połowa z tych różnic mogła ulec odwróceniu, w przypadku spadku kursu EUR/PLN. Ostatecznie wynik netto wyniesie naszym zdaniem 33,5 mln PLN.

Zgodnie z naszą analizą, pomijając efekt wyceny instrumentów pochodnych i różnic kursowych, wynik netto wyniósłby w Q2 2009 około 41,7 mln PLN. W kalkulacji tej nie bierzemy pod uwagę wpływu kursów walutowych na marżę brutto ze sprzedaży w Q2 2009. Zmiana kursu z 4,7 na koniec Q1 na 4,47 na koniec Q2 powoduje, że w wyniki Q2 2009 należy też odnieść korektę wyceny kontraktu w stosunku do Q1 2009 (tzn. z jednej strony mamy wyższe przychody ze względu na wyższy kurs niż na koniec Q4 2008, z drugiej musimy też dokonać korekty ze względu na wycenę kontraktu po kursie 4,7 na koniec Q1).


Budownictwo

Rafako

Kupuj

 Analitik:
Maciej Stokłosa

 P/E 2009 16,7 EV/EBITDA 2009 6,0
P/E 2010 15,4 EV/EBITDA 2010 5,7

Cena bieżąca 9,1 PLN
Cena docelowa 8,7 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	255,7	301,9	-15,3%	465,4	577,7	-19,4%	1062,0	1125,6	-5,6%
EBITDA	14,3	16,0	-10,5%	42,2	26,1	61,4%	68,4	76,1	-10,1%
marża	5,6%	5,3%	-	9,1%	4,5%	-	6,4%	6,8%	-
EBIT	10,8	12,2	-11,2%	35,1	18,8	86,6%	52,6	60,8	-13,4%
Zysk brutto	15,5	6,1	153,1%	28,5	10,1	181,2%	50,3	48,9	3,0%
Zysk netto	11,9	4,1	189,2%	20,7	6,3	226,7%	37,8	-11,6	425,7%

Dobry kwartał, wysoki kurs EUR/PLN nie bez wpływu

Przewidujemy, że w Q2 2009 przychody Rafako będą o około 15% niższe niż w roku ubiegłym, czego głównym powodem jest upadłość Elwo. Spodziewamy się w kolejnych kwartałach przychodów wyższych o kilkanaście procent. Prognozujemy marżę brutto na poziomie 10,85%, przy tym zaznaczamy, że nasza prognoza nie uwzględnia ewentualnych renegocjacji wartości wybranych kontraktów. Trudno nam powiedzieć, czy takie zdarzenie będzie miało miejsce i czy może pozytywnie wpłynąć na wyniki finansowe już w Q2 2009. Przewidujemy nieznacznie wyższe koszty zarządu i sprzedaży niż w Q1 2009 (14,7 mln PLN w Q2 w porównaniu do 13,0 mln PLN w Q1). Zakładamy też pozostałe koszty operacyjne nieznacznie przekraczające 2 mln PLN (wyższe o 0,7 mln PLN niż w kolejnych kwartałach). Przewidujemy, że zysk z tytułu wyceny instrumentów pochodnych wyniesie około 7,6 mln PLN, strata z tytułu ujemnych różnic kursowych zaś 3,15 mln PLN. W efekcie, wynik netto wyniesie zgodnie z naszą prognozą 11,9 mln PLN.

Zgodnie z naszą analizą, pomijając efekt wyceny instrumentów pochodnych i różnic kursowych, wynik netto wyniósłby w Q2 2009 około 8,3 mln PLN. W kalkulacji tej nie bierzemy pod uwagę wpływu kursów walutowych na marżę brutto ze sprzedaży w Q2 2009. Zmiana kursu z 4,7 na koniec Q1 na 4,47 na koniec Q2 powoduje, że w wyniki Q2 2009 należy też odnieść korektę wyceny kontraktu w stosunku do Q1 2009 (tzn. z jednej strony mamy wyższe przychody ze względu na wyższy kurs niż na koniec Q4 2008, z drugiej musimy też dokonać korekty ze względu na wycenę kontraktu po kursie 4,7 na koniec Q1).


Budownictwo

Trakcja Polska

Kupuj

 Analitik:
Maciej Stokłosa

 P/E 2009 9,3 EV/EBITDA 2009 4,6
P/E 2010 11,1 EV/EBITDA 2010 4,9

Cena bieżąca 3,8 PLN
Cena docelowa 4,9 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	231,0	214,3	7,8%	333,9	330,3	1,1%	879,4	794,6	10,7%
EBITDA	30,5	22,2	37,4%	30,8	31,3	-1,6%	83,3	60,9	36,8%
marża	13,2%	10,4%	-	9,2%	9,5%	-	9,5%	7,7%	-
EBIT	28,2	20,3	39,3%	26,3	27,5	-4,3%	66,9	53,0	26,2%
Zysk brutto	28,9	21,6	34,0%	31,5	28,8	9,6%	80,2	68,0	18,0%
Zysk netto	23,3	17,9	30,4%	25,3	23,7	6,9%	65,0	54,7	18,8%

Wynik pod dużym wpływem wyceny instrumentów pochodnych

Przewidujemy, że przychody r/r wzrosną o 7,8%, nie biorąc pod uwagę jednak wyceny instrumentów pochodnych, którą spółka uwzględnia już na poziomie przychodów, dynamika wyniosłaby nieco ponad 2%. Prognozujemy marżę brutto na poziomie 15,1% (10,8% nie uwzględniając wyceny instrumentów pochodnych, w porównaniu do 11,3% w roku ubiegłym). Zakładamy koszty sprzedaży i zarządu na poziomie z zeszłego kwartału, tzn. w wysokości 6,3 mln PLN. Nie zakładamy istotnych zdarzeń jednorazowych. Wynik netto wyniesie 23,3 mln PLN, przy tym nie uwzględniając wyceny instrumentów pochodnych byłby on niższy (14,3 mln PLN).

Pomimo odrzucenia oferty spółki na wykonanie prac modernizacyjnych LCS Ciechanów, tegoroczna prognoza zysku netto pozostaje aktualna, przychody zaś mogą być nieznacznie niższe. Spodziewamy się, że spółka będzie jeszcze w stanie zwiększyć tegoroczny portfel zamówień o kilkanaście mln PLN, w przypadku otrzymania kontraktu podwykonawczego od firmy Tchas lub innego wykonawcy prac nad modernizacją LCS Ciechanów. Nie zakładamy innych kontraktów w prognozie całorocznej. Kolejne potencjalne kontrakty (LCS Działdowo, druga część LCS Ciechanów) nie wpłyną już na przychody tego roku. Po półroczu wykonanie prognozy rocznej jest na poziomie poniżej 40%, jest to jednak sytuacja normalna w branży, w której działa Trakcja.


Budownictwo

Ulma Construcccion Trzymaj

Analitik:

Maciej Stokłosa

P/E 2009 47,4

47,4

EV/EBITDA 2009 4,8

4,8

Cena bieżąca 42,8 PLN

P/E 2010 23,0

23,0

EV/EBITDA 2010 4,2

4,2

Cena docelowa 40,2 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	45,0	60,8	-26,0%	85,3	126,0	-32,3%	182,3	241,5	-24,5%
EBITDA	20,0	25,5	-21,6%	35,5	55,7	-36,2%	72,9	103,4	-29,5%
marża	44,3%	41,8%	-	41,7%	44,2%	-	40,0%	42,8%	-
EBIT	3,5	9,9	-64,8%	2,6	26,4	-90,0%	17,8	40,9	-56,4%
Zysk brutto	0,5	7,5	-92,8%	-3,1	22,2	-	6,2	30,5	-79,7%
Zysk netto	0,4	6,2	-92,9%	-2,8	18,2	-	4,7	25,9	-81,6%

Blisko zera w rachunku zysków i strat, przy dużych dodatnich przepływach operacyjnych

Przewidujemy, że w Q2 2009 wyniki Ulmy będą zbliżone do zera, co związane jest z niższymi przychodami i praktycznie stałą bazą kosztową. Niższe przychody spowodowane są niższymi cenami dzierżawy szalunków i niższą rotacją majątku (mniej budów obiektów kubaturowych). Przewidujemy utrzymanie się poziomu kosztów zarządu i sprzedaży, nie zakładamy też większych zdarzeń jednorazowych. Pomimo wyniku netto bliskiego zera, zwracamy uwagę, że spółka naszym zdaniem wygeneruje około 17 mln PLN dodatnich przepływów operacyjnych.

Podtrzymujemy opinię, że rok 2009 jest dla Ulmy najtrudniejszy, kolejny zaś przyniesie poprawę (ekspozycja na stany surowe). Spodziewamy się, że kolejne kwartały będą lepsze i pozwolą w 2009 roku wygenerować stosunkowo niewielki zysk netto. Przewidywana w kolejnych kwartałach poprawa wyników wynika z oszczędności związanych z uruchomieniem własnych centrów dystrybucyjnych, a także z wejścia budów infrastrukturalnych w etap realizacji. Podtrzymujemy opinię, że pomimo trudnej sytuacji rynkowej, Ulma będzie generować duże pozytywne przepływy operacyjne, zaś atrakcyjne wyniki w rachunku zysków i strat mogą pojawić się dopiero w 2011 roku.


Budownictwo

Unibep

Trzymaj

Analitik:

Maciej Stokłosa

P/E 2009 9,0

9,0

EV/EBITDA 2009 6,6

6,6

Cena bieżąca 4,8 PLN

P/E 2010 13,1

13,1

EV/EBITDA 2010 6,9

6,9

Cena docelowa 5,3 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	100,7	166,9	-39,7%	175,4	286,7	-38,8%	545,7	503,9	8,3%
EBITDA	4,8	9,8	-51,3%	9,9	27,1	-63,5%	28,1	33,4	-15,9%
marża	4,7%	5,9%	-	5,6%	9,4%	-	5,1%	6,6%	-
EBIT	4,2	9,4	-55,8%	8,6	26,2	-67,1%	23,6	31,8	-25,5%
Zysk brutto	4,4	9,3	-52,4%	10,1	17,0	-40,7%	22,4	36,4	-38,4%
Zysk netto	3,6	7,0	-49,1%	7,2	13,3	-45,8%	18,1	27,6	-34,5%

Porównywanie wyniku z rekordowym Q2 2008 raczej nie jest uzasadnione

Zgodnie z naszą prognozą Unibep w 2Q 2009 zanotuje blisko 40% spadku przychodów r/r. Zwracamy jednak uwagę, że Q2 2008 był dla spółki rekordowy pod względem przychodów (przychody w Q1 2008: 119,8 mln PLN, Q2 2008: 166,9 mln PLN, Q3 2008: 115,3 mln PLN, Q4 2008: 101,8 mln PLN). Generalnie można powiedzieć, że spadek przychodów wynika z braku sukcesów w pozyskiwaniu nowych kontraktów w drugiej połowie 2008 roku, a także zaprzestania realizacji i przejścia projektu od SIM Ursynów. Prognozujemy marżę brutto na poziomie 9,7%.

W zakresie generalnego wykonawstwa w kraju przewidujemy 72,6 mln PLN przychodów i 9,9% marży brutto na sprzedaży. Z realizowanych w Q2 2009 kontraktów wartościowo około 2/3 to stare kontrakty, gdzie można wygenerować oszczędności kosztowe, 1/3 zaś to nowe kontrakty, o niższej marży. Przewidujemy 11,5 mln PLN przychodów z działalności budowlanej na eksporcie oraz marżę brutto na poziomie 6,1%. Działalność deweloperska wygeneruje 14 mln PLN przychodów i 11,8% marży brutto na sprzedaży, działalność pozostała zaś doda 2,5 mln PLN przychodów, przy marży na poziomie 8%.

Przewidujemy, że koszty ogólne wyniosą 9,8 mln PLN (Q1: 8,1 mln PLN). Nie zakładamy innych zdarzeń jednorazowych. Wynik netto zgodnie z prognozą wyniesie 3,6 mln PLN (Q1: 2,6 mln PLN). Pomimo stosunkowo niskich przychodów w Q2 2009, uważamy, że roczna prognoza zostanie zrealizowana (spodziewamy się podpisania nowych kontraktów budowlanych).

Deweloperzy



Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Dom Development Sprzedaj

 P/E 2009 7,1 EV/EBITDA 2009 6,2 **Cena bieżąca 34,8 PLN**
 P/E 2010 25,9 EV/EBITDA 2010 18,8 **Cena docelowa 24,1 PLN**

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	170,5	268,0	-36,4%	361,2	455,5	-20,7%	639,1	698,2	-8,5%
EBITDA	40,2	83,9	-52,1%	94,3	137,1	-31,2%	138,1	168,1	-17,9%
marża	23,6%	31,3%	-	26,1%	30,1%	-	21,6%	24,1%	-
EBIT	39,5	83,3	-52,6%	93,0	136,0	-31,6%	135,7	165,7	-18,1%
Zysk brutto	42,6	85,6	-50,2%	94,4	142,1	-33,6%	149,5	173,0	-13,6%
Zysk netto	34,5	68,7	-49,8%	76,1	114,1	-33,3%	121,1	136,9	-11,6%

Dobre wyniki na bazie oddań starych projektów

Naszym zdaniem wyniki Q2 2009 będą dobre, nie tak dobre jednak jak w Q1 2009. W prognozie Q2 2009 zakładamy, że Dom Development odda 36 mieszkań w projekcie Olimpia 2 faza 5, 163 mieszkania z projektu Olbrachta 1 i 2, 207 mieszkań z projektów Regaty 1 i 2 oraz 31 mieszkań z projektu Derby 18. W Q1 2009 znacznie więcej mieszkań pochodziło z projektów o wyższym standardzie (oddane zostało m.in. 258 mieszkań z projektu Olbrachta 1 i 2). Prognozowana rentowność na poziomie brutto ze sprzedaży wynosi 34,1% i jest niższa niż w Q1 2009 (40%). Przewidujemy dalszą redukcję kosztów zarządu do 12,5 mln PLN w Q2 (Q1: 15,2 mln PLN) oraz kosztów sprzedaży do 6 mln PLN (Q1: 7,5 mln PLN). Nie zakładamy w prognozie wyników Q2 2009 wystąpienia istotnych zdarzeń jednorazowych.



Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

J.W. Construction Redukuj

 P/E 2009 3,7 EV/EBITDA 2009 4,3 **Cena bieżąca 12,7 PLN**
 P/E 2010 4,6 EV/EBITDA 2010 3,4 **Cena docelowa 9,7 PLN**

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	285,2	266,5	7,0%	525,8	386,1	36,2%	965,8	721,4	33,9%
EBITDA	69,6	48,9	42,2%	123,8	81,8	51,4%	253,3	158,5	59,8%
marża	24,4%	18,4%	-	23,6%	21,2%	-	26,2%	22,0%	-
EBIT	65,8	44,3	48,7%	116,3	71,9	61,8%	232,8	141,1	64,9%
Zysk brutto	59,7	38,8	53,8%	104,2	62,7	66,3%	232,6	125,3	85,6%
Zysk netto	48,3	31,8	51,9%	83,8	50,9	64,5%	188,4	100,9	86,7%

Wyniki lepsze niż w Q1 2009, ze względu na większą skalę oddań mieszkań

Przewidujemy, że wyniki J.W.Construction będą lepsze niż w Q1 2009, co spółka będzie zawdzięczać większej ilości oddanych mieszkań. Zgodnie z naszą prognozą oddane zostanie ponad 800 mieszkań. Główny wpływ na wyniki będą miały projekty Osiedle Lazurowa (45% oddanych mieszkań) oraz Osada Wiślana (29% oddanych mieszkań). Przewidujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 27,6%, tzn. nieznacznie wyższą niż w Q1 2009 (26%). Oczekujemy kosztów ogólnych na poziomie 12,2 mln PLN, w porównaniu do 10,8 mln PLN w Q1 2009. Nie przewidujemy znaczących zdarzeń jednorazowych. Zgodnie z prognozą wynik netto wyniesie około 48,3 mln PLN, w porównaniu do 35,5 mln PLN w Q1 2009.


Deweloperzy

Polnord

Akumuluj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2009 6,7

P/E 2010 52,3

EV/EBITDA 2009 9,5

EV/EBITDA 2010 47,4

Cena bieżąca 30,3 PLN
Cena docelowa 35,2 PLN

(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	35,7	91,0	-60,8%	58,2	204,9	-71,6%	381,5	391,1	-2,4%
EBITDA	7,5	25,1	-70,3%	24,6	67,1	-63,3%	112,9	108,7	3,9%
marża	20,9%	27,6%	-	42,3%	32,8%	-	29,6%	27,8%	-
EBIT	6,9	24,6	-71,8%	23,6	66,2	-64,4%	110,9	106,7	3,9%
Zysk brutto	4,9	25,5	-80,6%	20,6	66,3	-69,0%	116,2	100,2	16,0%
Zysk netto	3,9	20,8	-81,5%	15,8	52,0	-69,7%	94,1	77,8	20,9%

Więcej przekazanych mieszkań niż w Q1 2009

Przewidujemy, że w Q2 2009 w projektach prowadzonych przez Polnord przekazane zostanie około 100 mieszkań, czyli, po wyważeniu udziałem spółki w projektach joint-venture, około 70 lokali (Q1 2009: około 48, +45% q/q). Dodatkowo mają też być oddawane mieszkania z projektu w Nowosybirsku. Zakładamy, że wzrost przychodów q/q będzie nieznacznie wyższy i wyniesie około 59%. Największy udział w wynikach Q2 2009 będą miały projekty Ostoja II i Ostoja III (około 70%). Przewidujemy, że marża brutto na sprzedaży wyniesie 28,6%, tzn. będzie niższa niż w Q1 2009 (31%). Główną przyczyną niższej marży jest wzrost udziału niskomarżowych projektów w wynikach. Chodzi tu przede wszystkim o projekt Ostoja Wilanów III. Fadesa Prokom zawarła pakietową umowę sprzedaży mieszkań w projekcie w EUR, spadek kursu EUR/PLN, jaki miał miejsce w 2008 roku, spowodował, że w sierpniu 2008 roku spółka zabezpieczyła transakcję instrumentami pochodnymi, „ratując się” przed stratami na projekcie. W efekcie, marża na realizacji jest bardzo niska. W związku ze zmianą standardów księgowości, wycena instrumentu pochodnego rozpoznawana jest wraz ze sprzedażą mieszkań (rachunkowość zabezpieczeń). Koszty zarządu będą nadal wysokie i wyniosą około 13,9 mln PLN, koszty sprzedaży zaś 1,5 mln PLN. Wysokie koszty zarządu związane są m.in. z odprawami dla byłego wiceprezesa spółki. Z ważniejszych zdarzeń jednorazowych przewidujemy wycenę inwestycji w budowę biurowca dla Pol-Aqury na kwotę 13 mln PLN. Zgodnie ze standardem MSR 40 przyjętym w tym roku, w przypadku możliwości wiarygodnego oszacowania wartości inwestycji w obiekt komercyjny, należy inwestycję taką wycenić.

Handel



Handel

 Analityk:
Kamil Kliszczyk

Emperia Holding Kupuj

P/E 2009	9,5	EV/EBITDA 2009	5,9	Cena bieżąca	57,9 PLN
P/E 2010	8,6	EV/EBITDA 2010	5,2	Cena docelowa	70,3 PLN

(mln PLN)	I IQ2009P	I IQ2008	zmiana	I H2009P	I H2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	1 322,2	1 336,5	-1,1%	2 608,7	2 626,5	-0,7%	5 668,9	5 263,1	7,7%
EBITDA	45,5	43,4	5,0%	73,5	79,1	-7,0%	194,2	152,3	27,5%
marża	3,4%	3,2%	-	2,8%	2,9%	-	3,4%	2,9%	-
EBIT	30,2	30,7	-1,6%	43,5	54,3	-19,8%	128,8	94,9	35,7%
Zysk brutto	25,0	28,2	-11,3%	34,6	48,5	-28,7%	113,6	79,1	43,7%
Zysk netto	18,5	22,1	-16,2%	21,1	35,6	-40,7%	92,0	60,1	53,2%

Poprawa operacyjna q/q i zysk z nieruchomości

W 2Q'09 oczekujemy wyraźnej poprawy marży EBITDA w segmencie hurtowym w ujęciu q/q (2,4% vs. 1,2%), co będzie efektem uporządkowania polityki cenowej (w 1Q pojawiły się błędy w kalkulacji bonusów dla klientów) oraz malejącego negatywnego wpływu otwartych w ostatnim czasie centrów dystrybucyjnych. Na poziomie przychodów w segmencie oczekujemy kontynuacji niewielkiej ujemnej dynamiki w ujęciu r/r w związku z prowadzoną polityką eliminacji nierentownych klientów i podhurtu. Na działalności detalicznej spodziewamy się utrzymania marży EBITDA w ujęciu q/q, co przy zwiększonych przychodach powinno przynieść zysk wyższy niż przed rokiem. Ważnym elementem wyniku tego kwartału będzie także działalność pozostała, na której Spółka zaksięguje zyski ze sprzedaży nieruchomości (16 mln PLN) nieznacznie tylko zneutralizowane przez możliwą stratę na sprzedaży spółki Arsenal (-2-3 mln PLN). Ostatecznie, dzięki temu skonsolidowany EBIT będzie w 2Q'09 zbliżony do wyniku z 2Q'08. Zakładając wyższą efektywną stopę podatkową (konsolidacja spółek dystrybucyjnych pod jeden NIP nastąpiło dopiero w lipcu) szacujemy, że zysk netto wyniesie około 18,5 mln PLN.



Handel

 Analityk:
Kamil Kliszczyk

Eurocash

Trzymaj

P/E 2009	13,5	EV/EBITDA 2009	7,2	Cena bieżąca	10,9 PLN
P/E 2010	12,1	EV/EBITDA 2010	6,5	Cena docelowa	9,9 PLN

(mln PLN)	I IQ2009P	I IQ2008	zmiana	I H2009P	I H2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	1 694,1	1 569,3	8,0%	3 180,7	2 795,8	13,8%	7 399,4	6 129,7	20,7%
EBITDA	47,1	41,2	14,3%	74,8	63,9	17,1%	186,2	158,5	17,5%
marża	2,8%	2,6%	-	2,4%	2,3%	-	2,5%	2,6%	-
EBIT	35,1	31,0	13,2%	51,0	44,3	15,2%	127,3	115,5	10,2%
Zysk brutto	32,6	29,1	12,2%	46,1	41,2	11,9%	127,1	94,7	34,2%
Zysk netto	26,4	23,2	14,0%	36,9	32,3	14,5%	105,1	78,5	33,9%

Obniżenie dynamiki sprzedaży, ale solidne zyski

W 2Q'09 spodziewamy się wyraźnego osłabienia dynamiki skonsolidowanej sprzedaży w relacji do poprzedniego kwartału (+8% vs. +21%), co będzie przede wszystkim wynikać z zaniżonej bazy dla 1Q (w 1Q'08 sprzedaż McLane'a nie była jeszcze konsolidowana), prowadzonej restrukturyzacji bazy klientów w segmencie papierosowym oraz wolumenowego spadku sprzedaży w KDWT. W przypadku segmentu tradycyjnego (cash&carry oraz Delikatesy Centrum) wzrost przychodów powyżej 20% r/r powinien być utrzymany, ale kosztem rentowności brutto na sprzedaży, co będzie efektem sygnalizowanych przez Spółkę działań podjętych w celu pozyskania nowych klientów. Na poziomie EBITDA spodziewamy się utrzymania marży w segmencie tradycyjnym i wzrostu w KDWT oraz McLane, co ostatecznie powinno zapewnić wypracowanie około 35 mln PLN zysku operacyjnego. Na działalności finansowej nie oczekujemy żadnych dodatkowych pozycji w relacji do poprzedniego kwartału, tak więc zysk netto szacujemy na 26 mln PLN (+14% r/r).

Inne sektory

		Papierniczy					Mondi				Akumuluj		
		Analitik: Michał Marczak					P/E 2009 29,8 P/E 2010 11,4	EV/EBITDA 2009 11,3 EV/EBITDA 2010 6,4	Cena bieżąca 46,5 PLN Cena docelowa 57,4 PLN				
(mln PLN)	IIQ2009P	IIQ2008	zmiana	IH2009P	IH2008	zmiana	2009P	2008	zmiana				
Przychody	270,5	314,3	-13,9%	586,9	694,8	-15,5%	1 310,5	1 406,3	-6,8%				
EBITDA	41,5	50,0	-17,1%	78,4	144,7	-45,8%	266,0	305,5	-13,0%				
marża	15,3%	15,9%	-	13,4%	20,8%	-	20,3%	21,7%	-				
EBIT	15,0	22,8	-34,3%	25,8	90,1	-71,4%	118,7	194,7	-39,0%				
Zysk brutto	3,0	29,0	-89,8%	-1,3	102,7	-101,2%	93,9	174,7	-46,2%				
Zysk netto	2,4	23,5	-89,6%	-1,4	83,0	-101,6%	78,1	141,2	-44,7%				

Nadal spadają ceny papieru

W 2Q2009 średnia cena kraftlinera wyrażona w PLN jest aż o 12% niższa niż w poprzednim kwartale. W przypadku testinera i flutingu spadki wynoszą 17%. W efekcie zakładamy, że cena sprzedaży koszyka produktowego (przyjmujemy dalsze przesunięcie popytu z kraftlinera na testliner) obniży się o 14,7% Q/Q. W prognozie przyjęliśmy, że wolumen sprzedaży pozostanie na poziomie z poprzedniego kwartału. Ceny surowców (makulatura, drewno) nie zmienią się w relacji do 1Q. Spadek cen bezpośrednio przekłada się na marżę operacyjną spółki, która ma ograniczony już potencjał prostej redukcji kosztu jednostkowego – bez nakładów inwestycyjnych. Istotny wpływ na wyniki w relacji do poprzedniego kwartału będzie miał wynik na transakcjach zabezpieczających. W 1Q2009 transakcje obniżyły wynik o 64 mln PLN. W 2Q2009 oczekujemy, że strata z tego tytułu zmniejszy się do 16 mln PLN.

Terminy publikacji raportów

Spółka	II kw. 2009 jednostkowy	II kw. 2009 skonsolidowany	Półrocze 2009 skonsolidowany
AB	31.08.09	31.08.09	
ACTION	14.09.09*	14.09.09	
AGORA	13.08.09	13.08.09	27.08.09
ASBIS	12.08.09	12.08.09	12.08.09
ASSECO POLAND	14.08.09	14.08.09	31.08.09
BUDIMEX			31.08.09
BZWBK			05.08.09
CIECH			31.08.09
CYFROWY POLSAT			20.08.09
DOM DEVELOPMENT			25.08.09
ELEKTROBUDOWA			31.08.09
EMPERIA HOLDING			31.08.09
ERBUD			31.08.09
EUROCASH			31.08.09
HANDLOWY			31.08.09
ING BSK	12.08.09	12.08.09	30.09.09
J.W. CONSTRUCTION			31.08.09
KĘTY	30.07.09	30.07.09	25.09.09
KGHM	14.08.09	14.08.09	28.08.09
KOMPUTRONIK			31.08.09
KREDYT BANK	06.08.09	06.08.09	28.08.09
LOTOS			31.08.09
LW BOGDANKA			31.08.09
MILLENNIUM			31.08.09
MONDI			28.08.09
MOSTOSTAL WARSZAWA			31.08.09
NETIA	06.08.09	06.08.09	06.08.09
NOBLE BANK	14.08.09	14.08.09	31.10.09
PBG			31.08.09
PEKAO			04.08.09
PGNiG			31.08.09
PKN ORLEN			27.08.09
PKO BP			27.08.09
POLICE			27.08.09
POLIMEX MOSTOSTAL			28.08.09
POLNORD			28.08.09
RAFAKO			31.08.09
SYGNITY			31.08.09
TELEKOMUNIKACJA POLSKA			29.07.09
TRAKCJA POLSKA			31.08.09
TVN	13.08.09	13.08.09	13.08.09
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	14.08.09	14.08.09	31.08.09
UNIBEP	13.08.09	13.08.09	25.09.09
WSiP			31.08.09
ZA PUŁAWY			03.09.09**

Źródło: Spółki

* Publikacja raportu kwartalnego - IV Kwartał 2009; ** Publikacja raportu za I półrocze 2008/2009

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Kupuj	10,31	2009-04-30
ACTION	Trzymaj	12,30	2009-07-03
AGORA	Kupuj	35,60	2008-11-14
ASBIS	Kupuj	2,16	2009-04-30
ASSECO POLAND	Kupuj	67,40	2009-05-27
BUDIMEX	Trzymaj	65,80	2009-05-11
BZWBK	Akumuluj	102,00	2009-06-30
CIECH	Akumuluj	31,80	2009-07-03
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	14,55	2009-05-29
DOM DEVELOPMENT	Sprzedaj	24,10	2009-06-15
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	162,70	2009-06-04
EMPERIA HOLDING	Kupuj	70,30	2008-11-28
ERBUD	Redukuj	35,00	2009-06-04
EUROCASH	Trzymaj	9,90	2009-05-06
HANDLOWY	Sprzedaj	40,90	2009-05-07
ING BSK	Trzymaj	313,00	2009-05-15
J.W. CONSTRUCTION	Redukuj	9,70	2009-06-15
KĘTY	Kupuj	109,40	2008-08-04
KGHM	Redukuj	54,90	2009-06-08
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,48	2009-05-29
KREDYT BANK	Sprzedaj	4,10	2009-03-05
LOTOS	Kupuj	26,40	2009-05-28
LW BOGDANKA	Akumuluj	64,50	2009-07-02
MILLENNIUM	Sprzedaj	1,80	2009-05-12
MONDI	Akumuluj	57,40	2009-07-10
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	65,60	2009-06-04
NETIA	Kupuj	3,80	2008-11-14
NOBLE BANK	Zawieszona		2009-01-29
PBG	Redukuj	201,60	2009-06-04
PEKAO	Akumuluj	133,20	2009-05-13
PGNiG	Redukuj	3,58	2009-05-14
PKN ORLEN	Kupuj	40,10	2009-06-02
PKO BP	Akumuluj	30,20	2009-06-09
POLICE	Sprzedaj	5,80	2009-06-04
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	3,80	2009-05-25
POLNORD	Akumuluj	35,20	2009-07-03
RAFAKO	Kupuj	8,70	2009-05-14
SYGNITY	Kupuj	25,30	2009-05-27
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	20,30	2009-04-30
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	4,90	2009-05-18
TVN	Trzymaj	10,00	2009-07-01
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	40,20	2009-07-03
UNIBEP	Trzymaj	5,30	2009-05-26
WSiP	Kupuj	18,90	2008-12-09
ZA PUŁAWY	Trzymaj	82,70	2009-05-28

**Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu**

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Trzymaj	12,30	2009-07-03
BZWBK	Akumuluj	102,00	2009-06-30
CIECH	Akumuluj	31,80	2009-07-03
LW BOGDANKA	Akumuluj	64,50	2009-07-02
MONDI	Akumuluj	57,40	2009-07-10
POLNORD	Akumuluj	35,20	2009-07-03
TVN	Trzymaj	10,00	2009-07-01
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	40,20	2009-07-03

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	5	11	10	13	0	2	4	6	3
procent	11,4%	11,4%	25,0%	22,7%	29,5%	0,0%	13,3%	26,7%	40,0%	20,0%

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.klischcz@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 księgową

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 księgową) - 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 stanowił 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, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Elektrobudowa, Erbud, Es-System, Farmacol, Fortis Bank, GTC, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sygnity, Torfarm, Unibep, ZA Puławy.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje LW Bogdanka w ofercie publicznej.

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.