

26 października 2009

Opracowanie cykliczne

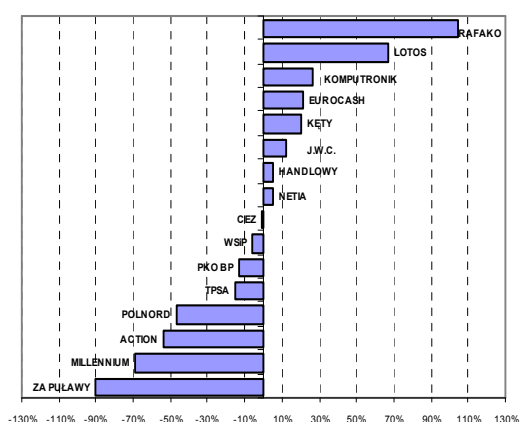

Rynek akcji
WIG **40 263**

Średnie P/E 2009 15,1

Średnie P/E 2010 14,5

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 1 356 mln PLN

Prognozy wyników kwartalnych

III Q 2009
Dynamika EPS wybranych spółek*


*liczone za okres: IVkw. '08-III kw. '09 / III kw. '08-II 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.klischcz@dibre.com.pl

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

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

Banki. Wyniki banków w 3Q09 nie zmieniają się istotnie w relacji do 2Q09. Przy poprawiających się przychodach i kontroli kosztów, w dalszym ciągu na wynikach ciążyć będą koszty ryzyka, a wysoka baza wyniku handlowego będzie trudna do przebiccia. Kolejny kwartał z rzędu in plus wyróżni się ING BSK, podczas gdy za Millennium kolejny trudny kwartał.

Rafineryjno-gazowy. Kolejny kwartał z rzędu raportowane wyniki Orlenu i Lotosu powinny być bardzo dobre, ale przede wszystkim z uwagi na przeszacowanie zapasów i dodatnie różnice kursowe na przeszacowaniu kredytów. PGNiG po trzech kwartałach strat, tym razem zanotuje już solidny zysk, ale w ujęciu YTD nadal będzie na minusie. Zysk netto CEZ powinien być zbliżony do ubiegłorocznego.

Telekomunikacja. Zarówno w przypadku TP jak i Netii kwartał zbliżony do poprzedniego. TPSA w dalszym ciągu przed restrukturyzacją kosztową i dopasowaniem ich poziomu do nowych warunków rynkowych (2010), Netia - ostatni kwartał z wysoką dynamiką wzrostu przychodów.

Media. W Agorze i TVN wciąż słabo zachowywać się będą przychody reklamowe, a wynik budowany będzie głównie na redukcji kosztów. Cyfrowemu Polsatowi póki co nie pomoże osłabienie złotego i osiągnięcie wyniku zbliżony do poprzednich kwartałów. WSiP zanotuje znaczący wzrost przychodów, który jednak okupi wyższymi kosztami marketingu i promocji.

Informatyczne. W Asseco wyniki nieco słabsze niż przed rokiem, aczkolwiek przy wyższym zysku netto. W Sygnity nie uda się w trzecim kwartale osiągnąć pozytywnego wyniku. Wśród dystrybutorów dobre wyniki w Asbisie, AB i Actionie oraz ponownie strata w Komputroniku.

Metale. Rosnące ceny metali nie w pełni przekładają się na zyski KGHM za sprawą wysokiego wolumenu zabezpieczeń oraz umacniającego się PLN, tym niemniej skala wzrostu stwarza szansę na podwyższenie tegorocznej prognozy o ok. 250 mln PLN.

Budownictwo. W Q3 2009 wyniki dużych spółek budowlanych nadal będą bardzo dobre. Pewne pogorszenie wyniku na realizowanych kontraktach będzie obserwowane w PBG i Budimexie, tendencje te mają konkretne uzasadnienie i ulegną odwróceniu w Q4 2009. Wyniki dzierżawców majątku budowlanego pozostaną w Q3 2009 słabe.

Deweloperzy. Wyniki deweloperów będą wprost proporcjonalne do liczby mieszkań, które w Q3 2009 przekażą deweloperzy. Relatywnie mało przekazanych w Q3 2009 w porównaniu do poprzednich kwartałów będzie w Dom Development, znacznie więcej przekazanych mieszkań rozpozna Polnord.

Handel. Eurocash i Emperia powinny znacząco poprawić wyniki netto w porównaniu r/r, aczkolwiek wysokie dynamiki będą częściowo wynikać z zaniżonej bazy. Na poziomie EBITDA wyższego wzrostu spodziewamy się po Eurocashu.

Sektor finansowy



Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

BZ WBK

 P/E 2009 19,4 P/BV 2009 2,2
P/E 2010 17,2 P/BV 2010 2,0

Trzymaj

Cena bieżąca 171,8 PLN
Cena docelowa 152,1 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	402	430	-6,4%	1 118	1 207	-7,3%	1 449	1 635	-11,4%
Wynik prowizyjny	344	344	0,1%	993	1056	-6,0%	1 345	1 390	-3,2%
NIM	2,9%	3,6%	-	2,6%	3,5%	-	2,5%	3,3%	-
WNDB	798	805	-0,9%	2 367	2 425	-2,4%	3 096	3 190	-2,9%
Koszty działania	-394	-428	-7,9%	-1 200	-1 263	-4,9%	-1 632	-1 655	-1,4%
Wynik operacyjny*	410	387	5,9%	1 185	1 195	-0,9%	1 489	1 576	-5,5%
Saldo rezerw	-119	-44	170,8%	-402	-64	531,6%	-622	-365	70,7%
Zysk brutto	291	342	-14,8%	779	1 130	-31,1%	867	1 211	-28,5%
Zysk netto	223	247	-9,7%	600	815	-26,3%	647	855	-24,4%

* przed kosztami rezerw

Solidne wyniki 3Q09

Coraz silniejsze przychody odsetkowe i prowizyjne pozwolą utrzymać dobry poziom wyników kwartalnych. Oczekujemy 223 mln PLN zysku netto (o 14% wyższy niż zysk za 2Q09 po wyłączeniu dywidendy z grupy AVIVA). Przy płynnym bilansie, pozytywnych trendach na złotówce (która umocniła się względem końca 2Q09 o 5,5% w stosunku do EUR) i aktywnej sprzedaży kredytów (deklarowanej w ciągu kwartału przez prezesa BZ WBK), bank nie miał presji na pozyskiwanie drogich depozytów z rynku. Jednocześnie pozytywny wpływ na wynik ma rewizja marż kredytowych i nowa sprzedaż na wyższych poziomach marż. Wynik prowizyjny kolejny kwartał z rzędu wykazuje wzrost, dzięki dobrej koniunkturze na rynkach kapitałowych i wyższych opłatach z bankowości transakcyjnej. Wynik handlowy okaże się słabszy niż w 2Q09, jednak nie zmienia to rosnącego trendu przychodów. Koszty pozostaną pod kontrolą i będą maleć w relacji do ubiegłego roku. Uważamy, że istnieje duża szansa na utrzymanie kosztów ryzyka na poziomie 1,5% w skali całego roku. Oczekujemy jednak, że w wyniku corocznego przeglądu portfela w ostatnim kwartale roku, będą dotwarzane rezerwy, a obecnie nic nie wskazuje na to, aby odpisy były wyższe niż te w 2Q09.



Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Getin

 P/E 2009 28,4 P/BV 2009 1,7
P/E 2010 14,2 P/BV 2010 1,5

Trzymaj

Cena bieżąca 8,94 PLN
Cena docelowa 9,32 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	214	189	13%	661	597	11%	890	808	10%
Wynik prowizyjny	117	65	80%	339	182	87%	463	242	92%
NIM	2,5%	3,0%	-	2,6%	3,3%	-	2,7%	3,2%	-
WNDB	454	591	-23%	1 591	1 539	3%	2 066	2 030	2%
Koszty działania	-220	-211	4%	-659	-566	16%	-886	-787	13%
Wynik operacyjny*	218	319	-32%	900	815	10%	1 133	1 080	5%
Saldo rezerw	-186	-95	96%	-599	-217	176%	-786	-379	107%
Zysk brutto	32	226	-86%	300	601	-50%	347	701	-51%
Zysk netto	14	165	-92%	198	443	-55%	224	509	-56%

* przed kosztami rezerw

Trudna druga połowa 2009 roku

Oczekujemy 224 mln PLN zysku netto w całym 2009 roku. Po 1H09 Getin Holding wypracował 184 mln PLN zysku netto. Przed nami publikacja wyników z bardzo trudnej dla spółki drugiej połowy roku. Spadek zysków wynika ze znacznego spadku wyniku handlowego w wyniku wprowadzenia od 2H09 rachunkowości zabezpieczeń. W 1H09 bardzo duży udział w przychodach miała wycena instrumentów CIRS w wyniku wzrostu marż (wzrost wyceny wg wartości godziwej). Jednocześnie poprawa innych pozycji przychodów będzie stopniowa (większego wzrostu oczekujemy dopiero w przyszłym roku), ze względu na stopniowe zapadanie depozytów o wysokim oprocentowaniu. Koszty ryzyka pozostaną na wysokim poziomie (problemem pozostaje consumer finance w Getin Banku). Jednocześnie za ograniczony postrzegamy potencjał do dalszej obniżki wydatków.


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Handlowy

Redukuj

P/E 2009	23,8	P/BV 2009	1,4	Cena bieżąca	65,0 PLN
P/E 2010	20,6	P/BV 2010	1,4	Cena docelowa	59,5 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	370	335	10,4%	1 144	982	16,5%	1 538	1 366	12,6%
Wynik prowizyjny	144	150	-4,0%	399	480	-16,8%	526	619	-14,9%
NIM	3,6%	3,6%	-	3,6%	3,5%	-	3,7%	3,4%	-
WNDB	612	650	-5,8%	1 800	1 875	-4,0%	2 390	2 313	3,3%
Koszty działania	-351	-367	-4,5%	-1 076	-1 160	-7,2%	-1 451	-1 496	-3,0%
Wynik operacyjny*	397	295	34,6%	893	771	15,8%	1 006	910	10,6%
Saldo rezerw	-99	-23	339,3%	-432	-59	635,8%	-546	-153	256,6%
Zysk brutto	298	273	9,3%	460	714	-35,6%	460	759	-39,3%
Zysk netto	238	216	10,5%	356	566	-37,1%	357	600	-40,6%

* przed kosztami rezerw

One – off istotnie podniesie tegoroczny zysk

Spadające wolumeny kredytów i promocja konta oszczędnościowego (zmierającego do pozyskania nowych klientów detalicznych) będą przekładały się na spadek wyniku odsetkowego netto. Oczekujemy 370 mln PLN vs. 384 mln PLN w 2Q09. W dalszym ciągu wynik odsetkowy jest wyższy niż przed rokiem (efekt płynnego bilansu, ograniczonego zaangażowania w wojnę depozytową i wyższej sumy bilansowej). Wynik prowizyjny poprawi się w relacji do 2Q09 (ze 130 mln PLN do 144 mln PLN), jednak nie uda się jeszcze w tym kwartale przełamać ujemnej dynamiki rocznej – oczekujemy tego w 4Q09). Koszty działania pozostaną pod kontrolą. Bank od dłuższego czasu prowadzi programy oszczędnościowe, co w dalszym ciągu będzie prowadziło do ich spadku. Oczekujemy istotnego spadku kosztów ryzyka kredytowego w relacji do 1H09 (4,9% kredytów netto w okresie), do poziomu 3%. Daje to jednak najwyższy poziom wśród banków giełdowych. Sprzedaż portfela nieregularnych należności będzie miała ograniczony wpływ na wyniki, jednak istotnie wpłynie na wskaźniki jakości aktywów. Istotnym czynnikiem wspierającym wyniki 3Q09 będzie 118 mln PLN dodatnich korekt rozliczeń podatków za okres 2005 – 2008. Kwota ta istotnie wpłynie na wyniki całego roku (27% naszej dotychczasowej prognozy na cały 2009 rok). Zwiększy to istotnie potencjał dywidendy za 2009 rok. W najbliższym czasie zrewidujemy prognozy na 2009, aby uwzględnić tę kwotę.


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

ING BSK

Akumuluj

P/E 2009	16,3	P/BV 2009	1,8	Cena bieżąca	665,0 PLN
P/E 2010	16,3	P/BV 2010	1,6	Cena docelowa	663,6 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	386	298	29,9%	1 067	848	25,8%	1 397	1 152	21,3%
Wynik prowizyjny	242	228	6,1%	680	651	4,5%	917	890	3,1%
NIM	2,4%	1,9%	-	2,1%	1,9%	-	2,1%	1,9%	-
WNDB	702	605	16,0%	1 918	1 788	7,3%	2 574	2 060	24,9%
Koszty działania	-391	-403	-2,9%	-1 136	-1 152	-1,4%	-1 492	-1 507	-1,0%
Wynik operacyjny*	315	200	57,6%	797	624	27,5%	1 101	580	89,7%
Saldo rezerw	-73	-7	914,0%	-249	51	-	-481	-66	633,2%
Zysk brutto	254	205	23,8%	586	714	-18,0%	668	563	18,7%
Zysk netto	203	167	21,8%	467	574	-18,7%	530	445	19,1%

* przed kosztami rezerw

Sukcesywny wzrost wyników

Oczekujemy kontynuacji pozytywnych trendów w wynikach ING BSK. Rosnący wynik odsetkowy będzie efektem aktywnej sprzedaży kredytów, przede wszystkim w segmencie korporacyjnym (gdzie obecne marże w dalszym ciągu są na bardzo wysokich poziomach) i spadającego kosztu finansowania (bank kontynuował w 3Q09 obniżanie oprocentowania sztanđarowego produktu OKO). Wynik prowizyjny pozostanie pod pozytywnym wpływem dobrej koniunktury na rynkach kapitałowych. Koszty działania wzrosną w relacji do 2Q09, jednak pozostaną pod kontrolą i nie wzrosną R/R. Uważamy, że dobry wynik zrealizowany w tym roku, będzie miał przełożenie na stopniowy wzrost rezerw na premie. Koszty ryzyka pozostaną relatywnie niskie. Zakładamy utrzymanie się odpisów na poziomie z 2Q09. Większe odpisy mogą pojawić się pod koniec roku, jednak nie zmieni to faktu, że cały rok dla ING BSK będzie dobry.


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Kredyt Bank

Trzymaj

 P/E 2009 118,2 P/BV 2009 1,3
 P/E 2010 30,3 P/BV 2010 1,2

Cena bieżąca 12,80 PLN
Cena docelowa 11,76 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	271	274	-1,2%	787	768	2,5%	1 056	1 060	-0,4%
Wynik prowizyjny	81	76	6,8%	227	220	3,4%	306	293	4,5%
NIM	2,7%	3,5%		2,6%	3,4%		2,7%	3,2%	
WNDB	388	432	-10,3%	1 141	1 169	-2,4%	1 537	1 586	-3,1%
Koszty działania	-247	-269	-8,1%	-765	-805	-4,9%	-1 017	-1 105	-8,0%
Wynik operacyjny*	146	183	-19,9%	421	404	4,2%	570	531	7,3%
Saldo rezerw	-125	-37	236,3%	-398	-70	467,7%	-533	-108	393,0%
Zysk brutto	22	146	-85,2%	24	333	-92,9%	37	421	-91,3%
Zysk netto	17	116	-85,0%	21	260	-91,8%	29	325	-90,9%

* przed kosztami rezerw

Kontynuacja wysokich rezerw

Największym problemem banku pozostaną odpisy na ryzyko kredytowe. Uważamy, że wzrosną one w relacji do 2Q09. Przy ciągle wysokich odpisach w obszarze consumer finance, nie należy liczyć na kolejny kwartał, w którym bank rozwiązuje rezerwy w segmencie korporacyjnym (miało to miejsce w 2Q09). W zakresie przychodów, wzrostów oczekujemy w wyniku prowizyjnym, gdzie bank ma zdecydowanie największy potencjał do poprawy długoterminowej. Wprowadzone programy restrukturyzacji zatrudnienia będą miały przełożenie na spadek wydatków. Również w kosztach rzeczowych przewidujemy kontrolę wydatków i trwałe ograniczanie bazy kosztowej. Wyniki nie zmieniają istotnie obrazu wyników w całym 2009 roku. Oczekujemy tylko 29 mln PLN zysku netto. Głównym problemem banku pozostają koszty ryzyka w segmencie consumer finance i niski poziom przychodów prowizyjnych.


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Millennium

Kupuj

 P/E 2009 105,8 P/BV 2009 1,5
 P/E 2010 18,4 P/BV 2010 1,4

Cena bieżąca 5,2 PLN
Cena docelowa 5,3 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	165	251	-34,2%	462	712	-35,2%	627	918	-31,7%
Wynik prowizyjny	118	113	4,4%	350	362	-3,2%	465	508	-8,4%
NIM	1,5%	2,7%	-	1,3%	2,7%	-	1,4%	2,0%	-
WNDB	327	503	-35,0%	1 035	1 420	-27,1%	1 412	1 655	-14,7%
Koszty działania	-260	-302	-13,8%	-780	-877	-11,1%	-1 041	-1 023	1,8%
Wynik operacyjny*	71	203	-65,2%	271	558	-51,3%	392	653	-40,0%
Saldo rezerw	-77	-46	65,9%	-262	-83	215,2%	-347	-357	-2,7%
Zysk brutto	-6	157	-	16	475	-96,5%	52	297	-82,6%
Zysk netto	-5	126	-	16	378	-95,7%	42	240	-82,6%

* przed kosztami rezerw

Jednak 2Q09 nie wyznaczył jeszcze dna

Oczekujemy straty netto w 3Q09 w Banku Millennium. Poprawa wyniku odsetkowego (pro forma) ze 112 mln PLN do 165 mln PLN to istotny krok w kierunku poprawy, jednak słabszy wynik handlowy i niższe pozostałe przychody operacyjne netto utrzymują przychody bankowe na poziomach nieznacznie wyższych niż w 2Q09 (331 mln PLN vs. 320 mln PLN). Prowadzony na szeroką skalę program oszczędności przyniesie największy spadek wydatków spośród banków giełdowych (-11% po trzech kwartałach), jednak w relacji do 2Q09 coraz trudniej będzie dokonywać dalszych cięć. Strata wynikać będzie z rosnących odpisów na ryzyko kredytowe. Zakładając, że w skali całego roku koszty ryzyka będą na poziomie około 1% (nasza prognoza na cały 2009 rok), wzrosną one istotnie w relacji do 2Q09 (zaledwie 63 pb). Nie zmienia to jednak naszej oceny długoterminowych wyników w Banku Millennium. Uważamy, że kolejny rok przyniesie istotną poprawę dochodowości banku (poprawa marż), co nawet przy ciągle wyższych odpisach na ryzyko kredytowe przyniesie lepsze wyniki finansowe.


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Pekao

Trzymaj

 P/E 2009 19,6 P/BV 2009 2,5
 P/E 2010 17,0 P/BV 2010 2,3

Cena bieżąca 171,8 PLN
Cena docelowa 154,4 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	969	1 135	-14,6%	2 827	3 400	-16,9%	3 799	4 509	-15,8%
Wynik prowizyjny	576	559	2,9%	1 658	1 789	-7,3%	2 212	2 342	-5,5%
NIM	3,0%	3,7%	-	2,9%	3,7%	-	2,9%	3,5%	-
WNDB	1 815	1 861	-2,5%	5 334	5 708	-6,6%	7 131	7 578	-5,9%
Koszty działania	-945	-945	0,0%	-2 815	-2 838	-0,8%	-3 727	-3 788	-1,6%
Wynik operacyjny*	885	1 065	-16,9%	2 570	3 539	-27,4%	3 475	4 535	-23,4%
Saldo rezerw	-184	-38	389,8%	-428	-159	168,6%	-669	-294	127,6%
Zysk brutto	714	1 052	-32,1%	2 180	3 472	-37,2%	2 860	4 346	-34,2%
Zysk netto	577	841	-31,4%	1 757	2 809	-37,5%	2 304	3 528	-34,7%

* przed kosztami rezerw

Bez niespodzianek

Wyniki 3Q09 będą nieznacznie gorsze od 2Q09 (577 mln PLN vs. 613 mln PLN). Źródłem nieznacznego spadku będzie wysoka baza wyniku handlowego z poprzedniego kwartału (efekt zaksięgowania w przychodach sprzedaży udziałów w MasterCard, prawie 45 mln PLN). Jednocześnie, zgodnie z zapowiedziami zarządu stopniowo rosnąć będą odpisy na ryzyko kredytowe. W dalszym ciągu niski CIR pozostanie znakiem firmowym banku (prognozujemy niespełna 52%). Nie oczekujemy znacznej zmiany poziomu wydatków w relacji do poprzednich kwartałów. Wyniki wpisują się w naszą całoroczną prognozę zysku netto na poziomie 2,3 mld PLN, o około 1/3 niższego niż rezultat poprzedniego roku.


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

PKO BP

Trzymaj

 P/E 2009 21,5 P/BV 2009 2,3
 P/E 2010 18,9 P/BV 2010 2,2

Cena bieżąca 36,0 PLN
Cena docelowa 32,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Wynik odsetkowy	1 196	1 592	-24,9%	3 497	4 506	-22,4%	4 836	6 127	-21,1%
Wynik prowizyjny	644	594	8,3%	1 815	1 766	2,8%	2 342	2 412	-2,9%
NIM	3,4%	5,3%	-	3,3%	5,2%	-	3,2%	5,0%	-
WNDB	2 091	2 345	-10,8%	6 270	6 749	-7,1%	8 387	9 097	-7,8%
Koszty działania	-1 047	-1 047	0,0%	-3 122	-3 057	2,1%	-4 435	-4 296	3,2%
Wynik operacyjny*	1 090	1 366	-20,2%	3 350	3 877	-13,6%	4 156	5 092	-18,4%
Saldo rezerw	-401	-251	59,4%	-1 165	-428	172,1%	-1 578	-1 130	39,6%
Zysk brutto	694	1 117	-37,9%	2 189	3 469	-36,9%	2 588	3 977	-34,9%
Zysk netto	555	904	-38,6%	1 706	2 753	-38,0%	2 089	3 121	-33,1%

* przed kosztami rezerw

Kwartał bez większych zmian

Oczekujemy nieco słabszego wyniku za 3Q09. Przyczyną będzie wzrost wydatków wynikający z podwyżek płac wprowadzonych od 1 lipca, a nie jak w latach poprzednich w drugim kwartale. Poza tym w banku zmieni się niewiele w relacji do poprzedniego okresu. Spadek wyniku odsetkowego wyhamuje (co jest m.in. efektem wprowadzenia rachunkowości zabezpieczeń i uwzględniania w wyniku odsetkowym swap'ów zabezpieczających), jednak w relacji do poprzedniego roku będzie w dalszym ciągu niższy o ponad 20%. Rewizja tabeli opłat i prowizji wprowadzona w 2Q09 (od końca kwietnia), będzie miała wpływ na wynik prowizyjny, jednak skala poprawy wyhamuje (w tym kwartale o miesiąc dłuższy okres naliczania wyższych opłat). Wynik na działalności bankowej pozostanie praktycznie na poziomie z ubiegłego kwartału, gdyż poprawa wyniku odsetkowego i prowizyjnego zostanie skonsumowana przez niższy wynik handlowy. Prognozowany spadek pozostałych przychodów operacyjnych netto (ze 110 mln PLN do 46 mln PLN Q/Q, to efekt wysokiej bazy wynikającej z oddania projektów przez spółkę zależną PKO Inwestycje). Przewidujemy stabilny poziom kosztów ryzyka kredytowego, na poziomie 1,5% portfela. Nie widzimy na razie szans na istotną poprawę sytuacji na Ukrainie, czy też znacznego spadku odpisów z tytułu ekspozycji na rynek detaliczny. Problemem pozostaną również korporacje, gdzie istotnie w poprzednim kwartale spadł wskaźnik pokrycia rezerwami.

Sektor rafineryjno-gazowy, chemia

		CEZ					Redukuj		
		Energetyka							
Analityk: Kamil Kliszczyk		P/E 2009	9,6	EV/EBITDA 2009	6,7	Cena bieżąca		144,3 PLN	
		P/E 2010	10,2	EV/EBITDA 2010	6,9	Cena docelowa		140,6 PLN	
(mln CZK)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	40 298,8	41 400,0	-2,7%	135 913,8	131 821,0	3,1%	184 029,2	181 638,0	1,3%
EBITDA	19 717,2	20 265,0	-2,7%	71 544,2	68 818,0	4,0%	89 223,6	87 253,0	2,3%
marża	48,9%	48,9%	-	52,6%	52,2%	-	48,5%	48,0%	-
EBIT	14 053,2	15 453,0	-9,1%	54 909,2	53 200,0	3,2%	65 984,7	65 163,0	1,3%
Zysk brutto	15 195,4	15 786,0	-3,7%	55 140,4	52 553,0	4,9%	64 067,2	60 716,0	5,5%
Zysk netto	11 941,9	12 302,0	-2,9%	43 582,9	40 885,0	6,6%	50 343,4	46 510,0	8,2%

Spadająca efektywna cena energii

Wyniki CEZ za 3Q'09 będą w naszej opinii w dużej mierze zdeterminowane spadającymi spotowymi cenami energii i lekko malejącym udziałem transakcji zabezpieczonych po wysokich cenach. Notowania bieżące na PXE (-12% q/q w przeliczeniu na CZK) są ważne również w kontekście sygnalizowanych przez Spółkę w 2Q problemów z wywiązywaniem się klientów CEZ Prodej z podpisanych rok wcześniej umów, co powoduje wzrost udziału sprzedaży spotowej. Jeśli chodzi o wolumeny produkcji to nie spodziewamy się większych zmian q/q (remont bloku w Temelinie był zneutralizowany wyższą produkcją w Dukovanach pracujących już na 100%, co będzie implikować produkcję energii atomowej na poziomie 3,6% wyższym niż w 2Q). In plus q/q powinien oddziaływać także niższy koszt remontów. Ostatecznie segment produkcji powinien wypracować około 10,3 mld CZK zysku operacyjnego, czyli o około 10% mniej niż rok wcześniej. W segmencie dystrybucji negatywnie na EBIT może wpłynąć cieplejszy wrzesień i niższe w związku z tym wolumeny, tak więc mimo zmian księgowania przychodów za przyłączanie do sieci (od 1Q'09) na tej działalności również oczekujemy pogorszenia wyniku operacyjnego r/r o około 300 mln CZK do 2,2 mld CZK. W segmencie wydobywczym nie oczekujemy istotnych zmian q/q i prognozujemy EBIT na poziomie niecałego 1 mld CZK. Zysk netto szacujemy na 11,9 mld CZK, co będzie implikować tylko -2,9% dynamikę r/r, głównie dzięki wsparciu dodatniego salda na działalności finansowej. Będzie ono efektem dodatniego przeszacowania wartości opcji na akcje MOL, które może wg. naszych kalkulacji sięgnąć 1,8 mld CZK.

		Ciech					Trzymaj		
		Chemia							
Analityk: Kamil Kliszczyk		P/E 2009	-	EV/EBITDA 2009	8,8	Cena bieżąca		39,2 PLN	
		P/E 2010	13,7	EV/EBITDA 2010	5,4	Cena docelowa		41,7 PLN	
(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	896,6	923,8	-2,9%	2 745,3	2 981,2	-7,9%	3 658,7	3 781,3	-3,2%
EBITDA	63,2	109,5	-42,3%	313,4	437,9	-28,4%	420,9	459,7	-8,4%
marża	7,1%	11,9%	-	11,4%	14,7%	-	11,5%	12,2%	-
EBIT	7,6	46,1	-83,5%	144,3	275,8	-47,7%	196,1	256,4	-23,5%
Zysk brutto	-32,3	-20,9	-	29,6	176,7	-83,3%	52,9	95,8	-44,8%
Zysk netto	-26,2	-28,5	-	44,6	115,3	-61,4%	37,0	44,5	-16,8%

Niewielka poprawa jakościowa q/q, strata na różnicach kursowych

3Q'09 powinien w Ciechu przynieść niewielką poprawę jakości wyników w ujęciu q/q, ale na poziomie nominalnym zysk operacyjny może być znacznie niższy (7,6 mln PLN vs. 72 mln PLN). Przypominamy jednak, że w 2Q EBIT był zawyżony dodatnim saldem na pozostałej działalności w kwocie +85 mln PLN z tytułu rozwiązania rezerw. W tym kwartale co prawda również spodziewamy się jednorazowych zysków ze sprzedaży kawern, ale szacujemy je tylko na 13 mln PLN (reszta z całej kwoty 28 mln PLN będzie księgowana w kolejnych kwartałach). Bez tej pozycji wynik segmentu sodowego powinien sięgnąć 39 mln PLN (vs. 36,3 mln PLN w 2Q po oczyszczeniu o one-offy), co będzie rezultatem z jednej strony znacznie wyższych wolumenów sprzedaży (+35% q/q) i niższych cen sprzedaży w przeliczeniu na PLN (-9% q/q). W segmencie organicznym również oczekujemy poprawy, ale nadal Spółka nie osiągnie w naszej opinii break even, mimo sygnalizowanej poprawy marż na TDI (-25 mln PLN vs. -32 mln PLN w 2Q'09 po oczyszczeniu). W agrochemii możliwe jest natomiast powiększenie straty z 2Q (-21 mln PLN vs. -16 mln PLN) z uwagi na niską już kontrybucję wysokomarkazowych przychodów ze środków ochrony roślin i presję cenową na nawozach NPK ze strony Polic. Na poziomie działalności finansowej saldo będzie ujemne i sięgnie naszym zdaniem około -40 mln PLN, co będzie efektem kosztów odsetkowych oraz strat na różnicach kursowych (głównie efekt udzielonej pożyczki w EUR). Ostatecznie Spółka może więc zanotować stratę netto w wysokości -26,2 mln PLN.


Rafineryjny

 Analityk:
Kamil Kliszcz

Lotos

Akumuluj

P/E 2009	6,2	EV/EBITDA 2009	10,6	Cena bieżąca	28,95 PLN
P/E 2010	15,5	EV/EBITDA 2010	8,7	Cena docelowa	25,80 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	3 987,1	4 764,2	-16,3%	10 151,6	12 543,6	-19,1%	12 977,1	16 294,7	-20,4%
EBITDA	172,2	116,6	47,8%	472,8	752,5	-37,2%	662,5	169,2	291,5%
marża	4,3%	2,4%	-	4,7%	6,0%	-	5,1%	4,7%	-
EBIT	93,2	39,2	138,0%	246,3	515,7	-52,2%	333,5	-145,8	-
Zysk brutto	590,3	-279,9	-	714,8	591,3	20,9%	754,6	-504,2	-
Zysk netto	472,0	-237,9	-	552,4	426,5	29,5%	603,3	-453,9	-

Odrożone zyski z wydobywania i efekt LIFO

Wyniki Lotosu w 3Q nie powinny być już infekowane kosztami remontu widocznymi w poprzednim okresie (-79 mln PLN), ale niekorzystne otoczenie makro nie pozwoli w pełni wykorzystać efektu 100% przerobu ropy w rafinerii. Ten segment będzie na plusie tylko dzięki 65 mln PLN z przeszacowania zapasów (wg. LIFO EBIT na tej działalności wyniesie -4 mln PLN vs. -63 mln PLN w 2Q'09). Istotnym wsparciem dla skonsolidowanego zysku operacyjnego powinien być segment wydobywczy, na którym spodziewamy się 38 mln PLN EBIT (vs. -9 mln PLN w 2Q'09) z uwagi na zaksięgowanie dodatkowych zysków na ropie wydobytej, a nie przerobionej w 2Q (łącznie przerób ropy Rozewie powinien sięgnąć 60 tys. ton). Ostatecznie nasza prognoza skonsolidowanego zysku operacyjnego wynosi 93 mln PLN. Na poziomie netto spodziewamy się, aż 472 mln PLN zysku, co będzie przede wszystkim efektem dodatnich różnic kursowych z przeszacowania kredytów (+437 mln PLN), zysku na transakcjach zabezpieczających kurs walutowy (41 mln PLN) oraz strat na hedgingu stopy procentowej (-30 mln PLN).


Rafineryjny

 Analityk:
Kamil Kliszcz

PGNiG

Trzymaj

P/E 2009	19,3	EV/EBITDA 2009	7,2	Cena bieżąca	3,73 PLN
P/E 2010	12,9	EV/EBITDA 2010	5,3	Cena docelowa	3,67 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	3 141,7	3 653,5	-14,0%	13 395,3	12 913,1	3,7%	18 448,2	18 432,0	0,1%
EBITDA	839,5	529,0	58,7%	922,8	2 531,9	-63,6%	2 760,8	2 264,9	21,9%
marża	26,7%	14,5%	-	6,9%	19,6%	-	15,0%	6,9%	-
EBIT	440,9	192,7	128,7%	-238,4	1 473,8	-	1 194,7	839,9	42,2%
Zysk brutto	440,9	228,1	93,3%	-136,0	1 598,9	-	1 288,1	974,6	32,2%
Zysk netto	357,1	181,1	97,1%	-136,3	1 240,4	-	1 043,3	904,6	15,3%

Zysk na importowanym gazie, dobry wynik upstream

Według naszych szacunków, co jest zgodne z zapowiedziami Zarządu, PGNiG począwszy od lipca zarabia już na sprzedaży gazu z importu. Prognozujemy, że średni dodatni spread na surowcu rosyjskim wyniesie w 3Q około 190 PLN/tys. m³, co przy założeniu mocnego spadku wolumenów sprzedaży (-15% r/r w związku z niskim popytem odbiorców przemysłowych i „ciepłym” wrześniem obniżającym zapotrzebowanie gospodarstw domowych) powinno pozwolić na wygenerowanie w segmencie obrotu zysku operacyjnego 305 mln PLN vs. -39 mln PLN rok temu i -99 mln PLN kwartał wcześniej. W segmencie wydobywczym raportowany wynik powinien być znacząco lepszy w ujęciu q/q (w 2Q zaksięgowano odpis majątku kopalni na 160 mln PLN), mimo niższych wolumenów związanych z tradycyjnym przestojem remontowym. Szacujemy, że EBIT na tej działalności sięgnie 202 mln PLN. Segment dystrybucyjny zamknie kwartał stratą operacyjną na poziomie -59 mln PLN, co będzie efektem sezonowości i obniżenia dostaw do klientów indywidualnych (częściowo te negatywne czynniki zostaną złagodzone wyższymi taryfami). Działalność finansowa powinna być raczej neutralna dla zysku brutto i ostatecznie zysk netto PGNiG w 3Q'09 ukształtuje się w okolicach 357 mln PLN, co oznacza, że Spółka po trzech kwartałach nadal będzie pod kreską.


Rafineryjny

 Analityk:
Kamil Kliszcz

PKN Orlen

Kupuj

 P/E 2009 14,0 EV/EBITDA 2009 7,1
 P/E 2010 11,0 EV/EBITDA 2010 6,2

Cena bieżąca 32,44 PLN
Cena docelowa 38,20 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	18 077,8	23 058,0	-21,6%	49 549,7	63 086,0	-21,5%	60 200,0	79 535,0	-24,3%
EBITDA	1 055,4	1 120,0	-5,8%	2 703,0	4 525,2	-40,3%	3 828,9	887,6	331,4%
marża	5,8%	4,9%	-	5,5%	7,2%	-	6,4%	1,1%	-
EBIT	399,4	512,0	-22,0%	740,0	2 722,9	-72,8%	1 151,2	-1 603,8	-
Zysk brutto	920,3	124,0	642,2%	983,9	2 962,0	-66,8%	1 152,8	-2 915,9	-
Zysk netto	747,4	21,0	-	823,5	2 314,8	-64,4%	1 000,6	-2 505,7	-

Mocy detal, poprawa w petrochemii

W kontekście opublikowanego przez Spółkę komunikatu o szacunkowych danych operacyjnych za 3Q'09 oraz naszych kalkulacji, prognozujemy że Orlen zamknie ten kwartał wynikiem operacyjnym na poziomie 400 mln PLN. Najwyższej pozytywnej kontrybucji spodziewamy się po segmencie detalicznym (EBIT 325 mln PLN vs. 247 mln PLN rok temu i 223 mln PLN w 2Q'09) z uwagi na wzrost wolumenów (+7% q/q i +6% r/r) i wyższe marże na stacjach benzynowych. Segment rafineryjny w kontekście trudnych warunków makro oraz prowadzonych przestojów remontowych na instalacjach HC i HOG w Płocku (ich wpływ mógł sięgnąć 100-150 mln PLN, gdyż zysk paliw spadł q/q z 67% do 58%) zanotuje znacznie gorszy wynik wg. LIFO w ujęciu r/r (-166 mln PLN vs. +500 mln PLN). Po uwzględnieniu efektu przeszacowania zapasów w kwocie 307 mln PLN, raportowany EBIT z tej działalności będzie jednak dodatni. W 3Q'09 obciążeniem dla skonsolidowanych wyników nie powinna być już petrochemia, która w pierwszym półroczu zanotowała nie uwzględniając Anwilu ponad 340 mln PLN straty. Tym razem szacujemy, że ten segment będzie na plusie i łącznie z dawnym segmentem chemicznym wypracuje EBIT na poziomie 54 mln PLN, głównie dzięki zanotowanemu wzrostowi marż o 20% q/q. Na poziomie działalności finansowej, Orlen powinien zanotować wysokie dodatnie saldo w kwocie 521 mln PLN (zysk z Polkomtela 93 mln PLN, dodatnie różnice kursowe na kredytach denominowanych w EUR 342 mln PLN, różnice kursowe na innych pozycjach bilansowych 280 mln PLN vs. koszty odsetkowe 160 mln PLN). Ostatecznie zysk netto powinien więc sięgnąć 747 mln PLN.


Chemia

 Analityk:
Kamil Kliszcz

Police

Trzymaj

 P/E 2009 - EV/EBITDA 2009 -
 P/E 2010 52,8 EV/EBITDA 2010 6,9

Cena bieżąca 6,24 PLN
Cena docelowa 5,90 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	239,3	698,8	-65,8%	1 112,7	2 185,1	-49,1%	1 581,4	2 403,6	-34,2%
EBITDA	-30,2	128,2	-	-198,9	448,3	-	-184,7	230,1	-
marża	-12,6%	18,3%	-	-17,88%	20,51%	-	-11,68%	9,57%	-
EBIT	-49,5	111,6	-	-258,2	399,8	-	-264,8	164,0	-
Zysk brutto	-29,5	109,1	-	-280,7	411,5	-	-275,6	41,2	-
Zysk netto	-19,5	88,9	-	-247,7	341,8	-	-248,1	28,7	-

Niskie wolumeny, ale mniejsze straty na zapasach

Po bardzo słabych wynikach 2Q'09, Police powinny w 3Q poprawić rezultat na poziomie EBIT, choć nadal oczekujemy straty (-49,5 mln PLN vs. -122 mln PLN w 2Q). Będzie to możliwe głównie dzięki niewielkim już w porównaniu z poprzednimi kwartałami tego roku wolumenom sprzedaży nawozów z zapasów o wysokich kosztach wytworzenia (w 1Q ponad 200 mln PLN, a w 2Q ponad 100 mln PLN) i co z tym związane wyższemu pokryciu kosztów stałych z bieżącego okresu. Nie bez znaczenia będzie także spadek cen soli potasowej oraz brak obniżających wynik 2Q odpisów na aktywach (w poprzednim kwartale Police odpisały -39 mln PLN). Na poziomie netto strata będzie mniejsza niż operacyjna z uwagi na tarczę podatkową oraz oczekiwany dodatni efekt przeszacowania pozycji zabezpieczających kurs walutowy, który może sięgnąć około 20 mln PLN. Jeśli chodzi o bilans to ujemny poziom EBITDA oraz brak istotnych dodatnich przepływów z tytułu zmniejszenia zapasów, może w naszej opinii przełożyć się na dalszy wzrost zobowiązań przeterminowanych (180 mln PLN na koniec czerwca 2009). Ostatecznie po otrzymaniu kredytu z PKO BP na 190 mln PLN przełoży się to na wzrost długu netto Spółki powyżej 250 mln PLN.


Chemia

 Analityk:
Kamil Kliszcz

ZA Puławy

Trzymaj

 P/E 2009 11,3 EV/EBITDA 2009 5,1
 P/E 2010 10,0 EV/EBITDA 2010 3,8

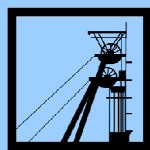
Cena bieżąca 75,40 PLN
Cena docelowa 82,70 PLN

(mln PLN)	IQ09/10P	IQ08/09	zmiana	2009/10P	2008/09	zmiana	2010/11P	2009/10P	zmiana
Przychody	481,0	686,3	-29,9%	2 148,2	2 396,8	-10,4%	2 370,4	2 148,2	10,3%
EBITDA	-12,1	201,3	-	173,8	407,2	-57,3%	234,7	173,8	35,0%
marża	-2,5%	29,3%	-	8,1%	17,0%	-	9,9%	8,1%	-
EBIT	-33,8	185,1	-	102,7	338,3	-69,6%	156,0	102,7	51,9%
Zysk brutto	-24,8	193,5	-	157,6	241,2	-34,7%	177,5	157,6	12,6%
Zysk netto	-19,8	157,0	-	127,7	194,6	-34,4%	143,8	127,7	12,6%

Najgorszy kwartał w roku

Naszym zdaniem 3Q'09 był dla ZA Puławy najtrudniejszym kwartałem rozpoczętego właśnie roku obrotowego 2009/10. Spółka w czerwcu wprowadziła 30% obniżki cen nawozów na rynku krajowym (przy wolumenach z 2Q'09 spadek przychodów sięgałby -80 mln PLN), co przy niezmiennych kosztach zakupu gazu i niewielkich możliwościach oszczędności w pozostałych kategoriach wydatków (prognozujemy obniżenie kosztów energii i węgla w sumie o 13 mln PLN) znajdzie bezpośrednie odzwierciedlenie w stracie operacyjnej. Dodatkowym obciążeniem rachunku wyników w tym kwartale będzie dalszy spadek marży na sprzedaży melaminy (obniżenie cen w walucie i umocnienie złotego oraz nadal słabe wolumeny - poprawa widoczna dopiero w październiku) oraz tradycyjny remont instalacji kaprolaktamu (zakładany spadek wolumenu q/q o 33%). Negatywnie na poziom EBIT wpłynie także oczekiwany wzrost amortyzacji z uwagi na przejście ZAP na MSR (+4 mln PLN). Ostatecznie skonsolidowana strata operacyjna może sięgnąć -34 mln PLN (będzie to już uwzględniać około 12 mln PLN zysku z transakcji hedgingowych, które teraz zgodnie z MSR będą uwzględniane na poziomie operacyjnym). Strata netto będzie mniejsza w związku z dodatnim saldem na działalności finansowej w kwocie 9 mln PLN z tytułu odsetek od gotówki i lokat.

Górnictwo węgla


Górnictwo węgla

LW Bogdanka Trzymaj

Analitik:

Michał Marczak

P/E 2009 13,7

P/E 2010 17,7

EV/EBITDA 2009 6,0

EV/EBITDA 2010 6,8

Cena bieżąca 74,0 PLN
Cena docelowa 68,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	306,1	-	-	826,9	-	-	1 163,0	1 033,3	12,6%
EBITDA	103,0	-	-	276,7	-	-	385,9	339,6	13,6%
marża	33,6%	-	-	33,5%	-	-	33,2%	32,9%	1,0%
EBIT	67,6	-	-	172,1	-	-	236,3	203,5	16,2%
Zysk brutto	71,2	-	-	175,4	-	-	238,5	201,9	18,1%
Zysk netto	55,9	-	-	139,4	-	-	184,1	156,0	18,0%

Wyższy wolumen sprzedaży

Zgodnie z zapowiedziami zarządu oczekujemy, że głównym motorem dobrych wyników spółki będzie wysoki wolumen sprzedaży (1,4 mln ton w stosunku do 2,3 mln ton w całym 1H). Średnie ceny sprzedaży węgla szacujemy, że obniżyły się w stosunku do 2Q o 4%, przy jednoczesnym wzroście jednostkowego kosztu produkcji do 162 PLN/t (vs. 155 PLN/t w 2H2009). Wzrost kosztów to efekt rosnących wydatków związanych z przygotowaniem do wydobycia Pola Stefanów (prace górnicze). Wzrost wolumenu sprzedaży powinien obniżyć kapitał obrotowy (obniżenie wartości zapasów z ponad 150 mln PLN na koniec czerwca do 120 mln PLN). Pozytywnym elementem wyników powinno być obniżenie wartości zakładanych wydatków inwestycyjnych w stosunku do założeń prezentowanych przez zarząd w trakcie IPO.

Telekomunikacja



Telekomunikacja

 Analityk:
 Michał Marczak

Netia

 P/E 2009 Neg. EV/EBITDA 2009 5,5
 P/E 2010 190,0 EV/EBITDA 2010 5,1

Trzymaj

Cena bieżąca 4,3 PLN
Cena docelowa 4,1 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	379,0	271,2	39,8%	1 128,3	752,1	50,0%	1 487,6	1 112,4	33,7%
EBITDA	70,1	-22,7	-	209,4	-22,1	-	274,1	170,6	60,6%
marża	18,5%	-8,4%	-	18,6%	-2,9%	-	18,4%	15,3%	-
EBIT	-1,2	-22,7	-	-9,2	-85,0	-	-15,7	-99,7	-
Zysk brutto	-5,2	-18,5	-	-20,3	242,7	-	-22,7	231,9	-
Zysk netto	-5,2	-18,6	-	-23,5	240,7	-	-22,7	230,6	-

Internet pozytywnie zaskakuje

Dla Netii będzie to ostatni kwartał, w którym spółka wykaże wysoką dynamikę wzrostu przychodów (baza nie uwzględniająca przejęcia Tele2 Polska). W dalszym ciągu pozytywnie na sprzedaż będzie oddziaływać wzrost liczby użytkowników WLR oraz BSA/LLU, który częściowo będzie „niszczony” spadającym ARPU na dotychczasowej bazie abonenckiej. Jak poinformował zarząd, Netia ma obecnie 500 tys. abonentów szerokopasmowego dostępu do internetu i dziennie pozyskuje 500 nowych klientów. Wynik sprzedaży internetu w 3Q2009 jest pozytywnym zaskoczeniem. Spółka pozyskała netto ok. 34 tys. nowych linii, co jest najlepszym wynikiem kwartalnym w tym roku (17,6 tys. w 2Q, 27,6 tys. w 1Q) i to osiągnięciem w okresie letnim. Wszystko wskazuje na to, że tegoroczne plany zostaną istotnie przekroczone, a nasz sceptycyzm był nieuzasadniony. Po dokładnym zapoznaniu się z raportem kwartalnym (przede wszystkim danych dotyczących kosztu pozyskania abonenta i ARPU) odniesiemy się do prognoz i rekomendacji. Stratę na poziomie netto zwiększy ujemny wynik z rozliczenia transakcji zabezpieczających (6 mln PLN) – wygenerowany na zabezpieczeniach wydatków związanych z inwestycjami.



Telekomunikacja

 Analityk:
 Michał Marczak

TPSA

 P/E 2009 15,8 EV/EBITDA 2009 4,6
 P/E 2010 13,7 EV/EBITDA 2010 4,3

Kupuj


Cena bieżąca 18,7 PLN
Cena docelowa 19,4 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	4 110,0	4 539,0	-9,5%	12 607,0	13 586,0	-7,2%	16 964,6	18 165,0	-6,6%
EBITDA	1 630,0	1 976,0	-17,5%	4 853,0	6 070,0	-20,0%	6 627,2	7 630,0	-13,1%
marża	39,7%	43,5%	-	38,5%	44,7%	-	39,1%	42,0%	-
EBIT	580,0	915,0	-36,6%	1 690,0	2 848,0	-40,7%	2 412,5	3 313,0	-27,2%
Zysk brutto	490,0	773,0	-36,6%	1 336,0	2 496,0	-46,5%	1 956,9	2 593,0	-24,5%
Zysk netto	396,9	630,0	-37,0%	1 098,9	2 009,0	-45,3%	1 583,1	2 188,0	-27,6%

Kwartał bez przełomu

Podtrzymujemy opinię, że wyniki TP za br. znajdują się nie tylko pod wpływem niekorzystnego otoczenia gospodarczego i konkurencyjnego, ale również presji jaką wywierał na spółkę toczący się proces podziału funkcjonalnego. Jego wstrzymanie odblokowuje naszym zdaniem proces redukcji kosztów (wychodzimy z założenia, że obniżka kosztów przed określeniem stawek hurtowych obliczanych na bazie m.in. kosztów przez UKI na kolejne trzy lata byłoby politycznie nieuzasadnione), którego pozytywne efekty powinny być widoczne od 4Q2009. 3Q będzie okresem nadal słabych przychodów, straty generowanej przez projekt telewizji satelitarnej oraz nadal niedopasowanych kosztów do nowych realiów rynkowych. Spadek przychodów o blisko 10% r/r będzie efektem zarówno obniżenia wpływów telefonii stacjonarnej (tradycyjne usługi głosowe - 11% r/r) jak również komórkowej (-9% r/r, obniżki MTR). W obszarze transmisji danych oczekujemy 9% wzrostu r/r. W prognozie nie zakładamy tworzenia przez spółkę nadzwyczajnych rezerw.


Media

		Agora					Akumuluj		
		Media							
Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2009	31,6	EV/EBITDA 2009	7,7	Cena bieżąca		20,47 PLN	
		P/E 2010	17,3	EV/EBITDA 2010	5,7	Cena docelowa		24,10 PLN	
(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	246,7	284,7	-13,3%	818,9	941,8	-13,0%	1 138,0	1 277,7	-10,9%
EBITDA	24,7	38,1	-35,1%	85,9	131,1	-34,4%	125,3	128,4	-2,4%
marża	10,0%	13,4%	-	10,5%	13,9%	-	11,0%	10,0%	-
EBIT	4,2	17,2	-75,3%	24,8	70,0	-64,5%	41,1	128,4	-68,0%
Zysk brutto	4,0	18,1	-77,7%	25,0	73,1	-65,7%	41,4	47,9	-13,5%
Zysk netto	3,3	13,8	-75,8%	16,6	54,0	-69,2%	33,9	23,3	45,7%

Rynek reklamy słaby, ale pomagają cięcia kosztów

Spodziewamy się, że Agora pochwali się w trzecim kwartale niewielkimi zyskami na poziomie operacyjnym i netto. Wyniki te zostaną osiągnięte w środowisku wciąż mocno spadających przychodów reklamowych. Według naszych szacunków spółka straci z tego źródła 22% wpływów w ujęciu r/r. Spodziewamy się ponadto wzrostu przychodów z kolekcji wydawniczych do 11 mln PLN. W przypadku wpływów ze sprzedaży wydawnictw oczekujemy, że podwyżki cen GW z początku roku powinny już w większym stopniu znaleźć odzwierciedlenie w przychodach z tej pozycji, co pozwoli powtórzyć zeszłoroczne osiągnięcie na poziomie 49 mln PLN.

Na poziomie kosztów spodziewamy się kontynuacji oszczędności na kosztach osobowych (-10 mln PLN r/r) i kosztach promocji i marketingu (-12 mln PLN r/r). W związku z większą liczbą rozpoczętych kolekcji, wyższe powinny być koszty materiałów i energii, choć przewidujemy, że ze względu na umocnienie złotego skala wzrostu nie powinna być tak znacząca jak w poprzednim kwartale.


		Cyfrowy Polsat					Trzymaj		
		Media							
Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2009	12,8	EV/EBITDA 2009	9,3	Cena bieżąca		14,10 PLN	
		P/E 2010	9,9	EV/EBITDA 2010	7,1	Cena docelowa		14,55 PLN	
(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	324,4	290,6	11,6%	984,2	816,7	20,5%	1 351,4	1 136,3	18,9%
EBITDA	83,5	109,2	-23,5%	255,0	301,8	-15,5%	389,9	347,8	12,1%
marża	25,7%	37,6%	-	25,9%	37,0%	-	28,9%	30,6%	-
EBIT	72,9	102,1	-28,6%	226,4	285,0	-20,6%	361,0	324,3	11,3%
Zysk brutto	73,9	104,1	-29,0%	233,2	282,8	-17,5%	365,7	333,7	9,6%
Zysk netto	59,5	84,2	-29,3%	188,3	228,1	-17,4%	296,2	269,8	9,8%

Mimo umocnienia złotego wciąż brak poprawy wyników

Spodziewamy się, że Cyfrowy Polsat zaprezentuje przeciętne wyniki finansowe. Poprawa powinna natomiast nastąpić na polu pozyskiwania nowych klientów. Oczekujemy, że spółka pozyska około 60 tys. nowych użytkowników, co pozwoli zwiększyć przychody abonamentowe do 298,5 mln PLN. Niższe będą natomiast pozostałe przychody operacyjne ze względu na przestój w fabryce dekoderek i niższych poziomów produkcji odbiorników, a także brak dodatkowych opłat ze strony NagraVision (9,2 mln PLN vs 18,2 mln PLN w ubiegłym kwartale).

Na poziomie kosztów efekt silniejszego złotego powinien być w kosztach programowych w większości zneutralizowany przez wzbogacenie pakietów o nowe programy i poszerzenie bazy abonentów wskutek czego koszty licencji spadną w porównaniu do drugiego kwartału o 2,3 mln PLN do 87 mln PLN. Porównywalne do ubiegłego kwartału powinny być koszty transmisji sygnału (większa liczba użytkowników zrekompensowana przez słabsze EUR) oraz marketingu i dystrybucji (rozpoczęcie akcji promocyjnych pod sezon wysokiej sprzedaży zniwelowany zostanie przez brak kosztów mailingu). Spółka ponadto poniesie koszty wymiany starych dekoderek dla części abonentów, które obciążą pozostałe koszty operacyjne kwotą około 7 mln PLN. W konsekwencji wynik operacyjny wyniesie 72,9 mln PLN wobec 102,1 mln PLN przed rokiem.

Na poziomie kosztów finansowych spółka rozliczy dwa ostatnie przepływy dolarowe zabezpieczające wartość kosztów programowych, co obciąży wynik kwotą około 1 mln PLN. Wynik netto wyniesie 59,5 mln PLN, przy 84,2 mln PLN przed rokiem.

		TVN					Akumuluj		
		Media							
Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2009	16,2	EV/EBITDA 2009	11,8	Cena bieżąca		15,00 PLN	
		P/E 2010	19,4	EV/EBITDA 2010	11,8	Cena docelowa		16,00 PLN	
(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	428,8	353,8	21,2%	1 444,0	1 305,0	10,6%	2 163,3	1 897,3	14,0%
EBITDA	67,3	94,8	-29,0%	459,3	468,5	-2,0%	627,1	711,4	-11,8%
marża	15,7%	26,8%	-	31,8%	35,9%	-	29,0%	37,5%	-
EBIT	13,3	74,1	-82,0%	326,3	409,8	-20,4%	463,8	631,9	-26,6%
Zysk brutto	52,8	4,7	1021,9%	180,9	340,8	-46,9%	330,0	447,6	-26,3%
Zysk netto	50,6	5,0	910,4%	170,5	276,0	-38,2%	321,4	363,7	-11,6%

Przychody z różnic kursowych poprawiają wynik

Utrzymująca się nierentowność ITI Neovision oraz sezonowo trudny okres na rynku reklamowym przełożą się negatywnie na wyniki TVN. Po łagodnych 10% spadkach przychodów reklamowych w lipcu i sierpniu, wrzesień przyniósł według naszych oczekiwań ponowne zaostrenie ujemnej dynamiki. W ujęciu całego kwartału przychody reklamowe spadły według naszych szacunków o 12%. Przychody z platformy satelitarnej wzrosły nieznacznie q/q do 115 mln PLN jednak mimo umocnienia złotego nie nastąpiła naszym zdaniem istotna poprawa wyniku w porównaniu do ubiegłego kwartału i EBITDA segmentu wyniesie około -20 mln PLN. Znacznie mniejsze niż w ubiegłym kwartale powinny być oszczędności na kosztach programingu, które szacujemy na około 9 mln PLN. Zabraknie również dużych oszczędności na kosztach osobowych (oczekujemy jedynie o 3,5 mln PLN niższych kosztów programu motywacyjnego). Amortyzacja wzrośnie na skutek rozwoju platformy do 54 mln PLN. W konsekwencji wynik operacyjny wyniesie 13,3 mln PLN wobec 74,1 mln PLN przed rokiem.

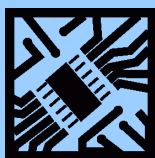
Spółka zyska natomiast sporo na umocnieniu złotego. Przeszacowanie długu i zobowiązania warunkowego wobec 'n' przyniesie łącznie około 88 mln PLN. Negatywnie na saldo działalności finansowej wpływać będzie przeszacowanie collara w dolarach amerykańskich (-4,5 mln PLN) oraz koszty odsetkowe (-47 mln PLN). Zakładamy wypracowanie zysku netto na poziomie 50,6 mln PLN.

		WSiP					Trzymaj		
		Media							
Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2009	13,0	EV/EBITDA 2009	8,7	Cena bieżąca		16,04 PLN	
		P/E 2010	12,4	EV/EBITDA 2010	8,4	Cena docelowa		17,20 PLN	
(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	125,5	102,0	23,0%	201,9	162,8	24,0%	196,2	198,2	-1,0%
EBITDA	45,1	46,5	-3,1%	39,8	54,7	-27,3%	41,2	50,0	-17,6%
marża	35,9%	45,6%	-	19,7%	33,6%	-	21,0%	25,2%	-
EBIT	43,6	45,4	-4,0%	35,6	52,0	-31,5%	37,2	46,3	-19,7%
Zysk brutto	43,8	45,7	-4,0%	35,9	53,5	-33,0%	37,7	48,2	-21,8%
Zysk netto	35,9	37,6	-4,4%	28,5	43,7	-34,8%	30,5	39,1	-22,1%

Przychody dynamicznie rosną, koszty promocji nie pozwalają na poprawę wyniku


Oczekujemy, że podobnie jak pozostałe kwartały bieżącego roku obrotowego trzeci kwartał będzie stał pod znakiem wzrostu sprzedaży okupionego jednak dużo wyższymi kosztami promocji podręczników. Będący szczytem sezonu podręcznikowego według naszych szacunków przyniesie WSiP imponujący wzrost sprzedaży do poziomu 125,5 mln PLN tj. ponad 23% więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Mimo tego wzrostu nie uda się jednak spółce poprawić zeszlatorocznych osiągnięć na co wpływ będą miały wysokie koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, na które odniesione zostaną koszty marketingu i promocji nowych serii podręczników. Koszty SCOG wzrosną w porównaniu do ubiegłego roku z 15,1 mln PLN do 29,7 mln PLN. Z racji wyższej sprzedaży spółka zawiąże najprawdopodobniej dużo wyższe rezerwy na zwroty, co spowoduje, że saldo pozostałej działalności operacyjnej według naszych szacunków obniży wynik o około 7 mln PLN.

IT

				AB			Kupuj		
		IT							
Analitik: Piotr Grzybowski				P/E 2009	8,8	EV/EBITDA 2009	9,7	Cena bieżąca 11,05 PLN	
				P/E 2010	7,4	EV/EBITDA 2010	6,4	Cena docelowa 15,13 PLN	
(mln PLN)	IQ09/10P	IQ08/09	zmiana	2009/10P	2008/09P	zmiana	2010/11P	2009/10P	zmiana
Przychody	620,0	633,9	-2,2%	2 726,4	2 837,2	-3,9%	2 880,6	2 726,4	5,7%
EBITDA	7,3	12,8	-42,4%	37,6	82,3	-54,3%	52,7	37,6	40,3%
marża	1,2%	2,0%	-	1,4%	2,9%	-	1,8%	1,4%	-
EBIT	5,4	11,3	-52,3%	31,8	76,4	-58,4%	46,8	31,8	47,4%
Zysk brutto	4,4	5,2	-15,0%	24,7	37,4	-33,9%	31,0	24,7	25,5%
Zysk netto	2,9	3,8	-24,4%	20,0	26,8	-25,2%	25,1	20,0	25,5%

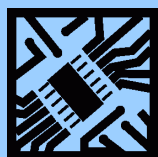
Rynek trudny, ale wyniki nienajgorsze

Oczekujemy, że zarówno samo AB jak i czeska spółka zależna ATC zanotują kilkuprocentowy spadek obrotów. Na skutek umocnienia czeskiej korony (wzrost średniego kursu o ponad 19% w stosunku do ubiegłego roku) spadek skonsolidowanych przychodów powinien być jednak widoczny w niewielkim stopniu. Szacujemy, że marża brutto wzrośnie w porównaniu do ubiegłego roku z 4,8% do 5,0%, mimo że straty w marży brutto z tytułu różnic kursowych szacujemy na 4,3 mln PLN. Wyższe natomiast będą koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, które osiągną wartość 23,1 mln PLN. Zysk operacyjny sięgnie 5,4 mln PLN. Ze względu na zmianę trendu na rynku walutowym spółka powinna pokazać zdecydowanie niższe saldo kosztów finansowych i odrobić na nim straty poniesione na różnicach kursowych w marży brutto. Oczekujemy, że saldo osiągnie wartość około -1,0 mln PLN, co przełoży się na wynik netto na poziomie 2,9 mln PLN.

				Action			Kupuj		
		IT							
Analitik: Piotr Grzybowski				P/E 2009	10,7	EV/EBITDA 2009	8,1	Cena bieżąca 12,15 PLN	
				P/E 2010	9,8	EV/EBITDA 2010	7,5	Cena docelowa 14,59 PLN	
(mln PLN)	VQ2008/09P	IQ2008/09	zmiana	2008/09P	2007/08	zmiana	2009/10P	2008/09P	zmiana
Przychody	514,0	608,4	-15,5%	3 136,2	2 343,4	33,8%	2 122,6	3 136,2	-32,3%
EBITDA	12,9	-16,0	-	62,2	65,3	-4,8%	42,8	62,2	-31,3%
marża	2,5%	-2,6%	-	2,0%	2,8%	-	2,0%	2,0%	-
EBIT	10,4	-18,1	-	49,2	57,3	-14,1%	33,9	49,2	-31,2%
Zysk brutto	9,1	-19,6	-	40,3	51,1	-21,2%	26,8	40,3	-33,4%
Zysk netto	7,0	-18,4	-	31,2	33,8	-7,6%	21,4	31,2	-31,3%

Solidny wynik

Wyniki Actionu za piąty kwartał bieżącego roku obrotowego powinny spotkać się z przychylnym odzewem inwestorów. Prognozujemy, że duża dynamika spadku przychodów w poprzednim kwartale była spowodowana w dużej mierze zawyżoną przez wpływy z przetargów bazę odniesienia i w raportowanym wkrótce powinna zdecydowanie złagodnieć. Marża brutto spadnie w porównaniu do ubiegłego kwartału do 8,2% przy kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie 35 mln PLN. Zakładamy przy tym kontynuację problemów spółek zależnych: Action Ukraina i Sferisu. Na saldzie pozostałej działalności operacyjnej oczekujemy 2,1 mln PLN dodatnich różnic kursowych, co przełoży się na wynik operacyjny na poziomie 10,4 mln PLN. Wartość podatku szacujemy na 2,8 mln PLN, a stratę mniejszości na poziomie -0,7 mln PLN.


IT

ASBIS

Trzymaj

 Analitik:
Piotr Grzybowski

 P/E 2009 - EV/EBITDA 2009 9,5
 P/E 2010 11,8 EV/EBITDA 2010 5,3

Cena bieżąca 4,44 PLN
Cena docelowa 4,33 PLN

(mln USD)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	291,0	427,3	-31,9%	760,2	1 132,1	-32,9%	1 122,4	1 495,3	-24,9%
EBITDA	4,7	6,0	-21,5%	1,8	14,7	-87,4%	9,9	18,2	-45,6%
marża	1,6%	1,4%	-	0,2%	1,3%	-	0,9%	1,2%	-
EBIT	3,8	5,3	-27,6%	-0,5	13,4	-	6,8	15,3	-55,6%
Zysk brutto	2,3	3,2	-27,0%	-4,5	10,7	-	-0,2	7,1	-
Zysk netto	2,0	3,1	-36,5%	-4,6	7,4	-	-0,3	4,0	-

Czas odrabiania strat

Oczekujemy, że w trzecim kwartale spółce uda się częściowo zredukować straty poniesione w pierwszym półroczu. Pod względem przychodów utrzyma się jeszcze tempo spadków obserwowanych w pierwszym półroczu i sprzedaż spadnie o blisko 32% do 291 mln USD. Zakładamy, że poprawa sytuacji w tym zakresie powinna pojawić się dopiero w czwartym kwartale, gdzie spółka powinna być już w stanie osiągnąć wpływy ze sprzedaży na poziomie porównywalnym w ujęciu r/r.

Przy utrzymaniu dużej dynamiki spadku sprzedaży, źródłem poprawy dotychczasowych wyników będzie wzrost marż, na co złoży się brak negatywnego wpływu różnic kursowych, które obniżyły rezultaty 3Q2008 o 5,7 mln USD. Wciąż trudna sytuacja rynkowa i ostra konkurencja nie pozwoli jednak w pełni przełożyć tej kwoty na wynik operacyjny i marża brutto osiągnie według naszych szacunków wartość 5,4% wobec skorygowanych o różnice kursowe 6,3% osiągniętych przed rokiem. Wprowadzony pod koniec ubiegłego roku plan oszczędnościowy obniży z kolei koszty sprzedaży i ogólnego zarządu z 16,0 mln USD do 11,9 mln USD. W rezultacie wynik operacyjny spółki wyniesie 3,8 mln USD wobec 5,3 mln USD przed rokiem, co pozwoli spółce wypracować zysk netto na poziomie 2,0 mln USD.


IT

Asseco Poland

Kupuj

 Analitik:
Piotr Grzybowski

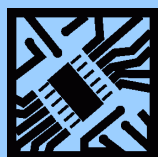
 P/E 2009 13,2 EV/EBITDA 2009 7,6
 P/E 2010 12,5 EV/EBITDA 2010 6,9

Cena bieżąca 59,20 PLN
Cena docelowa 72,60 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	703,5	751,5	-6,4%	2 120,9	1 919,8	10,5%	3 023,5	2 786,6	8,5%
EBITDA	155,4	166,5	-6,7%	463,5	411,5	12,6%	643,5	591,8	8,7%
marża	22,1%	22,2%	-	21,9%	21,4%	-	21,3%	21,2%	-
EBIT	126,4	139,3	-9,3%	378,8	339,2	11,7%	538,3	494,3	8,9%
Zysk brutto	119,4	122,2	-2,3%	349,9	346,7	0,9%	532,8	493,2	8,0%
Zysk netto	87,4	76,9	13,7%	263,8	228,7	15,4%	349,0	321,6	8,5%

Problemy w spółkach zależnych

Wyniki Asseco Poland będą według naszych oczekiwań nieco słabsze od ubiegłorocznych. Mniejsza wartość zamówień sprzętowych obniży przychody do poziomu 703,5 mln PLN. W odróżnieniu od ubiegłego kwartału nie uda się jednak spadku przychodów zrekomensować wyższą rentownością brutto, która powinna być na poziomie porównywalnym z ubiegłym rokiem (35,3% vs 35% w 3Q2008). Relatywnie trudniejsza będzie przy tym sytuacja w spółkach zależnych. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu powinny osiągnąć wartość 123 mln PLN, co przełoży się na wynik operacyjny na poziomie 126,4 mln PLN. Z racji słabszej postawy spółek zależnych oraz dokupowanych w ciągu roku pakietów, niższy niż przed rokiem powinien być zysk mniejszości. Przewidujemy też, że różnice kursowe będą wpływały na wynik w zdecydowanie mniejszym stopniu niż to miało miejsce rok temu, w związku z tym saldo finansowe zamknie się kwotą -8 mln PLN vs -16 mln PLN przed rokiem.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

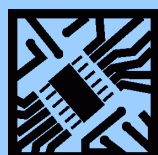
Komputronik Trzymaj

P/E 2009	33,4	EV/EBITDA 2009	14,4	Cena bieżąca	13,20 PLN
P/E 2010	11,2	EV/EBITDA 2010	7,9	Cena docelowa	10,48 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	186,0	167,2	11,2%	543,8	477,2	14,0%	840,0	757,9	10,8%
EBITDA	0,7	-0,2	-	3,9	7,6	-48,1%	11,7	15,4	-23,9%
marża	0,4%	-0,1%	-	0,7%	1,6%	-	1,4%	2,0%	-31,3%
EBIT	-1,4	-1,6	-	-1,7	4,1	-	6,0	10,2	-41,0%
Zysk brutto	-1,8	-2,2	-	-4,6	2,0	-	1,6	6,2	-74,6%
Zysk netto	-0,6	-1,2	-	-2,9	1,5	-	3,2	5,6	-42,5%

Jeszcze nie czas na zyski

W trzecim kwartale skonsolidowane przychody spółki osiągną wartość 186 mln PLN, jednak nie wystarczy to do osiągnięcia pozytywnych wyników na poziomie operacyjnym i netto. Podobnie jak w przypadku ubiegłych kwartałów na rezultaty negatywnie przełoży się konsolidacja Karenu, który przyniesie według naszych szacunków około 2,9 mln PLN straty operacyjnej. Na wartości wyników zaważą między innymi koszty likwidacji 4 lokalizacji w Karenie, które wyniosą około 0,8 mln PLN. Częściowo zostaną one zrekompensowane przychodami odstąpienia jednej z lokalizacji innemu podmiotowi, jednak wynik netto tych operacji oceniamy na około -0,6 mln PLN.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Sygnity Trzymaj

P/E 2009	-	EV/EBITDA 2009	-	Cena bieżąca	12,19 PLN
P/E 2010	-	EV/EBITDA 2010	6,9	Cena docelowa	15,50 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	132,0	183,7	-28,1%	413,5	690,3	-40,1%	676,4	995,7	-32,1%
EBITDA	2,2	23,5	-90,8%	-82,2	22,1	-	-50,6	56,6	-
marża	1,6%	12,8%	-	-19,9%	3,2%	-	-7,5%	5,7%	-
EBIT	-5,1	11,8	-	-106,6	-12,7	-	-84,6	11,5	-
Zysk brutto	-7,1	8,5	-	-112,8	-17,6	-	-95,2	2,8	-
Zysk netto	-7,4	6,3	-	-100,2	-21,1	-	-77,1	-1,5	-

Trzeci kwartał ze stratą

Raportowany w najbliższym czasie trzeci kwartał nie przyniesie poprawy wyników w Sygnity. Przewidujemy, że przychody wyhamują tempo spadku z pierwszego półrocza osiągając jednak niską wartość 132 mln PLN. Również marża brutto na sprzedaży powinna pozostać niższa niż przed rokiem, na co wpływ ma wywołany kryzysem spadek rentowności głównie w segmencie bankowym. Trzeci kwartał nie powinien pokazać też dużych oszczędności z tytułu programu restrukturyzacyjnego (szacujemy ich wartość na około 3 mln PLN). Wynik operacyjny zostanie podniesiony przez zysk zrealizowany na sprzedaży KPG (1 mln PLN). Strata operacyjna sięgnie 5,1 mln PLN, przy stracie netto na poziomie 7,4 mln PLN.

Metale

		Metale			Kęty			Kupuj		
		Analityk: Michał Marczak			P/E 2009 16,1 P/E 2010 13,5	EV/EBITDA 2009 7,9 EV/EBITDA 2010 7,1	Cena bieżąca 113,0 PLN Cena docelowa 109,4 PLN			
(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	
Przychody	290,3	294,9	-1,6%	798,8	882,0	-9,4%	982,3	1 183,5	-17,0%	
EBITDA	40,1	36,7	9,4%	121,7	117,6	3,5%	170,3	190,2	-10,5%	
marża	13,8%	12,4%	-	15,2%	13,3%	-	17,3%	16,1%	-	
EBIT	40,1	36,7	9,4%	105,7	102,9	2,8%	108,1	128,3	-15,8%	
Zysk brutto	40,7	28,9	40,9%	71,7	78,2	-8,3%	74,0	74,0	0,0%	
Zysk netto	32,6	22,6	44,2%	56,0	61,2	-8,5%	64,4	63,4	1,7%	

Zgodnie z prognozą zarządu

Przyjęte przez nas prognozy na 3Q są zbieżne z oczekiwaniami zarządu, który dotychczas trafnie przewidywał wyniki.

		Metale			KGHM			Redukuj		
		Analityk: Michał Marczak			P/E 2009 8,8 P/E 2010 11,0	EV/EBITDA 2009 5,9 EV/EBITDA 2010 7,4	Cena bieżąca 101,0 PLN Cena docelowa 73,0 PLN			
(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	
Przychody	2 660,0	2 719,7	-2,2%	7 759,3	8 750,6	-11,3%	10 231,8	11 302,9	-9,5%	
EBITDA	802,7	1 013,3	-20,8%	2 836,9	3 439,8	-17,5%	3 283,4	4 077,7	-19,5%	
marża	30,2%	37,3%	-	36,6%	39,3%	-	32,1%	36,1%	-	
EBIT	667,5	896,0	-25,5%	2 433,7	3 090,5	-21,3%	2 744,9	3 596,4	-23,7%	
Zysk brutto	647,5	885,1	-26,8%	2 394,8	3 061,8	-21,8%	2 751,0	3 553,6	-22,6%	
Zysk netto	524,5	718,1	-27,0%	1 997,1	2 532,8	-21,2%	2 285,6	2 910,4	-21,5%	

Słabiej - mimo że lepiej na LME

Wyniki spółki za 3Q2009 będą słabsze niż w poprzednim kwartale za względu na wyższy poziom zabezpieczeń (% wolumenu sprzedaży miedzi) oraz, fakt że w 2Q2009 spółka zaksięgowła dywidendę z Polkomtela. W 3Q2009 średnia cena miedzi wyniosła 5 856 USD/t (17 177 PLN/t), co oznacza wzrost q/q o 24,4% (11,9%). W przypadku srebra nastąpił wzrost cen q/q wyrażony w USD o 7,1%, ale denominowany w PLN spadek o 3,5%. Negatywnie na wyniki będą oddziaływały transakcje zabezpieczające. Zakładamy, że z łącznego wolumenu sprzedaży miedzi 127 tys. ton (z czego przerób wsadów obcych to 26 tys. ton), 54 tys. ton objęta była zabezpieczeniami. Ponadto spółka zaksięguje stratę na różnicach kursowych na poziomie 30 mln PLN/t. Jednostkowy koszt produkcji miedzi szacujemy na 12 500 PLN/t. Jego wzrost o 10% w stosunku do 2Q2009 to efekt rosnących kosztów wsadów obcych i górniczych prac przygotowawczych. Czynnikiem pozytywnie wpływającym na JKPM będą niższe koszty wynagrodzeń (w 2Q zawyżone dotworzeniem rezerw niedoszacowanych w 1Q).

Budownictwo



Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Budimex

Trzymaj

 P/E 2009 13,5 EV/EBITDA 2009 9,9 **Cena bieżąca 83,6 PLN**
 P/E 2010 15,5 EV/EBITDA 2010 11,1 **Cena docelowa 78,8 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	920,0	964,9	-4,7%	2 397,6	2 454,2	-2,3%	3 451,0	3 350,0	3,0%
EBITDA	77,8	39,2	98,4%	165,3	101,2	63,4%	219,8	134,2	63,8%
marża	8,5%	4,1%	-	6,9%	4,1%	-	6,4%	4,0%	-
EBIT	71,9	34,4	108,9%	148,5	86,8	71,0%	196,9	112,2	75,5%
Zysk brutto	60,1	35,6	69,0%	150,8	97,8	54,1%	202,8	139,5	45,4%
Zysk netto	48,7	27,2	79,2%	115,6	73,1	58,2%	157,8	104,7	50,7%

Wynikowo najlepszy kwartał roku, ale marża brutto na sprzedaży spadnie

Przewidujemy, że przychody Budimexu w Q3 2009 będą niższe r/r o 4,7%, czego potwierdzenie znajdujemy w ostatnich wypowiedziach prezesa Budimexu (prezes zapowiadał przychody Grupy niższe r/r o kilka procent). Uważamy, że marża brutto na sprzedaży będzie istotnie niższa niż w Q1 2009 i Q2 2009 i wyniesie 8,3%. Niższa marża brutto ze sprzedaży związana jest z możliwymi rezerwami na straty na kontraktach. Zwracamy uwagę, że możliwości prognozowania rezerw na straty na kontraktach są ograniczone, w efekcie, na tym poziomie nie wykluczamy odchyień. Zakładamy koszty zarządu i sprzedaży na poziomie z Q2 2009 (36,2 mln PLN).

Zgodnie z prognozą, pozostałe przychody operacyjne netto na poziomie 6,5 mln PLN netto (przewidujemy, że część rezerw z Q2 2009 ulegnie odwróceniu). Zysk na wycenie instrumentów pochodnych szacujemy na 25,2 mln PLN (pozycja ta wpływa na poziom zysku operacyjnego). Zakładamy, że połowa zysku z wyceny instrumentów pochodnych zostanie odwrócona w postaci ujemnych różnic kursowych. W efekcie, zgodnie z prognozą, zysk netto wyniesie 48,7 mln PLN. Pomijając efekt wyceny instrumentów pochodnych i różnic kursowych, wynik netto wyniósłby 38,5 mln PLN.



Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Elektrobudowa Trzymaj

 P/E 2009 16,2 EV/EBITDA 2009 11,0 **Cena bieżąca 179,0 PLN**
 P/E 2010 17,9 EV/EBITDA 2010 12,4 **Cena docelowa 170,8 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	185,0	208,2	-11,1%	489,4	582,6	-16,0%	819,9	811,0	1,1%
EBITDA	16,9	28,3	-40,4%	54,2	61,3	-11,5%	71,1	79,1	-10,1%
marża	9,1%	13,6%	-	11,1%	10,5%	-	8,7%	9,8%	-
EBIT	14,5	26,1	-44,3%	47,1	55,8	-15,6%	61,6	71,3	-13,6%
Zysk brutto	16,3	27,6	-41,0%	50,4	58,7	-14,2%	64,8	74,5	-13,0%
Zysk netto	13,2	22,0	-39,9%	38,2	47,3	-19,2%	52,5	60,3	-12,9%

Znów solidne wyniki, pomimo dużej konkurencji na rynku

Przewidujemy, że Elektrobudowa wygeneruje 185 mln PLN przychodów oraz około 20 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 10,8%). Zakładamy, że koszty ogólne będą nieznacznie wyższe niż w Q2 2009 i wyniosą w Q3 3,95 mln PLN. Przewidujemy, że wynik operacyjny obciążą zdarzenia jednorazowe na kwotę 1,5 mln PLN. Spodziewamy się, że przychody finansowe netto wyniosą w Q3 2009 około 1 mln PLN, zaś zyski spółek rosyjskich około 0,75 mln PLN. W efekcie, prognozujemy zysk netto na poziomie 13,2 mln PLN, tzn. niższy niż w Q2 2009, ale wyższy niż w Q1 2009.

Zwracamy uwagę, że na poziomie rentowności brutto na sprzedaży, świadczącej o rentowności kontraktu, wyniki Q3 2009 powinny być powrotem do normalności. W Q2 2009 spółka wygenerowała rentowność na poziomie aż 15,9%. Ten poziom wyniku nie jest jednak powtarzalny. W odniesieniu do prognozy całorocznej, sądzymy obecnie, że przychody spółki zbliżą się raczej do 700 mln PLN, wynik netto w wysokości 52,5 mln PLN będzie jednak możliwy do uzyskania. Oznacza to jednocześnie przekroczenie prognozy zarządu w zakresie zysku netto i niższe niż założone w niej przychody.


Budownictwo

Erbud

Trzymaj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2009 14,6

P/E 2010 13,9

EV/EBITDA 2009 8,7

EV/EBITDA 2010 8,5

Cena bieżąca 47,0 PLN
Cena docelowa 49,3 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	264,7	284,2	-6,9%	653,1	782,4	-16,5%	900,0	1 046,1	-14,0%
EBITDA	16,5	28,1	-41,3%	53,9	53,2	1,4%	55,9	67,1	-16,7%
marża	6,0%	9,9%	-	8,2%	6,8%	-	6,2%	6,4%	-
EBIT	14,6	26,2	-44,1%	48,2	48,8	-1,2%	49,5	60,8	-18,6%
Zysk brutto	14,6	26,2	-44,2%	46,4	47,3	-2,1%	51,3	14,3	258,7%
Zysk netto	11,9	20,6	-42,3%	35,1	36,2	-3,0%	40,5	9,3	335,5%

Wynik równie dobry jak w 2 poprzednich kwartałach

Przewidujemy, że na poziomie zysku netto Q3 2009 będzie równie dobry jak dwa poprzednie kwartały, przychody będą jednak wyższe. Szacujemy, że w Q3 2009 Erbud wygeneruje 170 mln PLN przychodów w ramach generalnego wykonawstwa w kraju (rentowność brutto na sprzedaży: 9,2%), w ramach działalności eksportowej 45 mln PLN (rentowność: 9,7%), w ramach drogownictwa 30 mln PLN (rentowność: 8,6%), w ramach działalności deweloperskiej 20 mln PLN (rentowność: 15%). Generalnie, na poziomie Grupy, oznacza to wygenerowanie 264,7 mln PLN przychodów oraz rentowności brutto na sprzedaży na poziomie 9,6% (Q2: 12,7%, Q1: 19,8%, rentowności w poprzednich kwartałach były nadzwyczajnie wysokie). Zakładamy, że koszty ogólne działalności będą na poziomie Q2 2009 (10,4 mln PLN).

Nie przewidujemy istotnych zdarzeń jednorazowych. Zysk netto w Q3 2009 zgodnie z prognozą wyniesie 11,9 mln PLN, w porównaniu do 10,9 mln PLN w Q2 2009 i 12,3 mln PLN w Q1 2009. Uważamy, że Q4 2009 może być gorszy niż Q3 2009, różnica będzie spowodowana jednak głównie przewidywaną wypłatą premii dla pracowników (wyższe koszty zarządu). Nie wykluczamy, że prognoza zysku netto na rok 2009 będzie przekroczona, jednak raczej nie o więcej niż 5%.

Zwracamy też uwagę, że Q3 2008 był nadzwyczajnie dobry i nie jest porównywalny do Q3 2009. Ze względu na kumulację wielu finalizowanych kontraktów budowlanych, spółka rozpoznała bardzo wysoki wynik (ostrożna polityka księgową powoduje, że spółka rozpoznaje większość oszczędności kosztowych dopiero w momencie zakończenia kontraktu). Dokładnie odwrotny efekt wystąpił w Q2 2009.


Budownictwo

Mostostal Warszawa Akumuluj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2009 11,2

P/E 2010 12,9

EV/EBITDA 2009 6,0

EV/EBITDA 2010 7,4

Cena bieżąca 69,0 PLN
Cena docelowa 84,7 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	683,7	577,8	18,33%	1 880,5	1 516,1	24,04%	2 711,1	2 154,2	25,85%
EBITDA	53,1	50,9	4,30%	173,2	100,9	71,57%	202,0	136,3	48,20%
marża	7,8%	8,8%	-	9,2%	6,7%	-	7,5%	6,3%	-
EBIT	48,0	44,9	7,01%	154,6	84,8	82,29%	178,3	113,4	57,23%
Zysk brutto	48,6	45,0	7,89%	136,2	100,4	35,69%	172,2	113,1	52,25%
Zysk netto	35,4	30,4	16,19%	96,6	69,7	38,67%	123,4	72,6	69,97%

Wynik porównywalny do wyniku Q2 2009

Przewidujemy, że Q3 2009 w porównaniu do Q2 2009 przyniesie wyższe przychody, ale przy niższej rentowności. Oczekujemy, że przychody jednostkowe Mostostalu Warszawa w Q3 2009 wyniosą 445 mln PLN (rentowność brutto na sprzedaży : 11%), przychody Mostostalu Płock 52 mln PLN (rentowność: 12,75%), przychody Remaku 61,7 mln PLN (rentowność: 11%), przychody pozostałych jednostek konsolidowanych zaś 125 mln PLN (rentowność: 8%). Podsumowując, zysk brutto na sprzedaży będzie na poziomie jednostkowym wyższy q/q, przewidujemy jednak spadek zysku brutto na sprzedaży w pozostałych jednostkach konsolidowanych. W Q2 2009 pozostałe jednostki konsolidowane wygenerowały wyjątkowo dobry i naszym zdaniem niepowtarzalny wynik na zakończonych kontraktach (rentowność brutto na sprzedaży aż 17,9%). Na poziomie całej grupy przewidujemy, że przy przychodach rzędu 683,7 mln PLN, rentowność brutto na sprzedaży wyniesie 10,6%.

Nie przewidujemy istotnych zdarzeń jednorazowych. Zakładamy ostrożnie, że wpływ ujemnych różnic kosztowych może obciążyć pozostałe koszty finansowe kwotą 2 mln PLN. Zysk akcjonariuszy mniejszościowych wyniesie zgodnie z naszymi prognozami około 4 mln PLN. Przewidujemy wygenerowanie w Q3 2009 35,4 mln PLN zysku netto, czyli nieznacznie więcej niż w Q2 2009 (34,4 mln PLN).


Budownictwo

PBG

Akumuluj

 Analitik:
Maciej Stokłosa

 P/E 2009 15,5 EV/EBITDA 2009 10,7
P/E 2010 13,6 EV/EBITDA 2010 8,6

Cena bieżąca 233,3 PLN
Cena docelowa 224,4 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	786,4	543,2	7,8%	1 735,0	1 370,0	41,4%	2 902,0	2 089,3	3,3%
EBITDA	90,0	69,1	-8,8%	206,4	173,8	59,8%	350,1	270,3	-10,5%
marża	10,70%	12,60%	-	14,60%	12,90%	-	12,70%	14,60%	-
EBIT	66,9	57,8	-19,4%	169,5	142,6	72,4%	299,1	223,4	-11,9%
Zysk brutto	60,4	44,8	-5,6%	155,0	122,9	63,9%	287,2	213,5	-10,9%
Zysk netto	44,9	34,5	3,8%	115,1	84,5	57,2%	202,5	158,0	-13,9%

Sprzeczne tendencje: spadek marż i dodatni cash flow

Wyniki Q3 2009 Grupy PBG mogą być dość interesujące. Przychody Grupy zgodnie z naszą prognozą wyniosą 27,6% rocznej prognozy, czyli 801 mln PLN. Przewidujemy, że rentowność brutto na sprzedaży wyniesie 11,5%, tzn. będzie znacznie niższa niż w poprzednich kwartałach (Q1: 17,3%, Q2: 14,5%). Niższa rentowność wynika m.in. z rozpoznawania części kosztów finansowych na poziomie kosztów własnych sprzedaży (+3,2 mln PLN koszty własne sprzedaży) oraz z braku zakontraktowania wszystkich podwykonawców na kontraktach stadionowych w Gdańsku i Warszawie. W związku z tym, na projektach odpowiadających za 10% przychodów Grupy w Q3 2009 PBG wykaże jedynie minimalną rentowność brutto na sprzedaży = 4% (czyli zerową rentowność na kontrakcie przy uwzględnieniu kosztów ogólnych). Pozytywnym aspektem będą znacznie niższe niż w ubiegłym kwartale koszty ogólne (25,6 mln PLN).

Saldo pozostałych kosztów operacyjnych zgodnie z prognozą wyniesie 2,8 mln PLN, saldo pozostałych kosztów finansowych zaś 5,1 mln PLN. Wynik brutto przed opodatkowaniem wyniesie 58,6 mln PLN, zapłacony podatek 7,1 mln PLN, zysk akcjonariuszy mniejszościowych 6,5 mln PLN, zysk netto zaś 44,9 mln PLN. Szacujemy, że w Q3 2009 saldo operacyjnych przepływów pieniężnych będzie dodatnie i wyniesie około 40 mln PLN.

Jeśli chodzi o Hydrobudowę Polska, przewidujemy wygenerowanie 498 mln PLN przychodów, 8,4% rentowności brutto na sprzedaży, 30,5 mln PLN zysku operacyjnego i 15,9 mln PLN zysku netto. Zwracamy uwagę, że znaczny spadek rentowności brutto na sprzedaży (Q3: 8,4%, Q2: 9,8%) wynika z tych samych przyczyn co w Grupie PBG.


Budownictwo

Polimex Mostostal Akumuluj

 Analitik:
Maciej Stokłosa

 P/E 2009 11,8 EV/EBITDA 2009 7,4
P/E 2010 12,4 EV/EBITDA 2010 7,0

Cena bieżąca 3,93 PLN
Cena docelowa 4,4 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	1 200,0	1 086,0	10,5%	3 253,7	3 082,7	5,5%	4 909,0	4 301,7	14,1%
EBITDA	100,3	83,1	20,7%	264,1	224,8	17,5%	335,6	298,5	12,4%
marża	8,4%	7,6%	-	8,1%	7,3%	-	6,8%	6,9%	-
EBIT	79,9	65,0	23,0%	203,2	172,8	17,7%	254,4	228,1	11,5%
Zysk brutto	61,6	47,6	29,3%	168,3	133,1	26,4%	209,0	158,9	31,5%
Zysk netto	41,7	33,3	25,1%	113,8	92,0	23,7%	159,1	120,1	32,5%

Wyniki pod wpływem zdarzenia jednorazowego

Przewidujemy, że w Q3 2009 przychody wyniosą 1,2 mld PLN. Oczekujemy, że rentowność brutto na sprzedaży będzie na poziomie 11,2% (Q2: 11,6%). Niższy wynik brutto ze sprzedaży wynika z niższej niż w Q2 2009, ale ciągle wysokiej rentowności w segmencie produkcyjnym (18,5%). Zakładamy, że koszty ogólne w Q3 2009 wyniosą 65 mln PLN (Q2: 65,6 mln PLN).

W wynikach zakładamy wystąpienie dwóch zdarzeń jednorazowych. Pierwszym z nich jest umorzenie zobowiązań układowych w Energomontażu Północ. Kwota 11,5 mln PLN powiększy pozycję pozostałe przychody operacyjne. Pozycja ta nie będzie opodatkowana, ale powiększy zysk akcjonariuszy mniejszościowych Polimexu (Polimex posiada pakiet 65,55% akcji Energomontażu Północ). Umorzenie zobowiązań układowych nie ma charakteru gotówkowego i jest typowym zdarzeniem jednorazowym. Drugim zdarzeniem jednorazowym jest wycena instrumentów pochodnych (pozostałe przychody finansowy) i ujemne różnice kursowe (pozostałe koszty finansowe). W Q1 2009 przeważał pozytywny wpływ wyceny instrumentów pochodnych, w Q2 2009 zaś negatywny wpływ ujemnych różnic kursowych. W Q3 2009 zakładamy, że obie pozycje będą równe i neutralne z punktu widzenia wyniku Grupy.

Przewidujemy, że zysk brutto przed opodatkowaniem wyniesie 61,6 mln PLN, zapłacony podatek 9,5 mln PLN, zysk akcjonariuszy mniejszościowych 10,4 mln PLN, zysk netto zaś 41,7 mln PLN. Pomijając umorzenie zobowiązań układowych, wynik netto wyniósłby 34,15 mln PLN, tzn. był nieznacznie wyższy niż w Q3 2008 (33,3 mln PLN).


Budownictwo

 Analitik:
Maciej Stokłosa

Rafako

Kupuj

 P/E 2009 18,1 EV/EBITDA 2009 5,9
P/E 2010 11,1 EV/EBITDA 2010 4,4

Cena bieżąca 8,9 PLN
Cena docelowa 11,6 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	276,1	294,6	-6,3%	757,4	872,3	-13,2%	1 049,5	1 125,6	-6,8%
EBITDA	17,7	8,3	113,5%	59,8	34,4	73,8%	70,1	76,1	-7,9%
marża	6,4%	2,8%	-	7,9%	3,9%	-	6,7%	6,8%	-
EBIT	13,2	4,4	199,7%	48,4	23,2	108,6%	54,3	60,8	-10,7%
Zysk brutto	13,1	5,3	149,0%	33,8	15,4	119,1%	47,3	48,9	-3,3%
Zysk netto	10,2	4,6	121,4%	22,9	11,0	108,5%	34,2	-11,6	-

Wynik spreczny z intuicją, poprawa q/q na poziomie operacyjnym, one-offy

Zgodnie z naszą prognozą, przychody będą jedynie marginalnie wyższe niż w Q2 2009. Wydawać by się mogło, że marże brutto na kontraktach w Q3 2009 będą niższe niż w Q2 2009, ze względu na umocnienie PLN w stosunku do EUR (efekt wyceny kontraktów budowlanych denominowanych w EUR). Tak jednak nie będzie. Rafako w Q3 2009 zaprezentuje wyższą niż w Q2 marżę brutto na sprzedaży w wysokości 12%. Przyczyną poprawy rentowności jest rzecz jasna wycena kontraktów długoterminowych, przy czym przewidujemy, że w Q3 2009 pozytywny efekt z tytułu rewizji budżetów kosztowych będzie wyższy niż ujemny efekt wynikający ze spadku kursu EUR/PLN. Na niektórych kontraktach spodziewamy się przekroczenia wstępnego etapu realizacji, w związku z tym część rezerw założonych m.in. na ryzyka techniczne zostanie rozwiązane. Oczekujemy kosztów ogólnych zbliżonych do poziomu Q1 2009, czyli w wysokości 13,9 mln PLN.

Zakładamy, że pozostałe koszty operacyjne wyniosą 6 mln PLN. Związane to będzie z utworzeniem różnego rodzaju rezerw, m.in. na ryzyko reklamacyjne i kary umowne (efekt zamkniętych kontraktów, objętych gwarancjami spółki). Spodziewamy się też, że w Q3 2009 saldo pozostałych zdarzeń finansowych będzie ujemne, tzn. efekt ujemnych różnic kursowych będzie wyższy niż pozytywny efekt wyceny instrumentów pochodnych. Przewidujemy, że wynik na poziomie zysku netto wyniesie w Q3 2009 10,2 mln PLN.


Budownictwo

 Analitik:
Maciej Stokłosa

Trakcja Polska

Kupuj

 P/E 2009 9,8 EV/EBITDA 2009 4,6
P/E 2010 12,6 EV/EBITDA 2010 5,7

Cena bieżąca 3,94 PLN
Cena docelowa 4,8 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	197,9	217,7	-9,1%	529,0	548,1	-3,5%	879,4	794,6	10,7%
EBITDA	30,9	21,1	46,3%	63,6	52,4	21,4%	83,3	60,9	36,8%
marża	15,6%	9,7%	-	12,0%	9,6%	-	9,5%	7,7%	-
EBIT	25,1	19,1	31,1%	53,0	46,6	13,8%	66,9	53,0	26,2%
Zysk brutto	25,3	21,4	18,4%	63,3	50,1	26,4%	79,8	68,0	17,4%
Zysk netto	20,4	17,5	16,4%	50,5	41,1	22,8%	64,6	54,7	18,1%

Kolejny kwartał bardzo wysokich wyników finansowych

Przewidujemy, że Q3 2009 przyniesie podobnie jak Q2 2009 bardzo dobre wyniki. Zgodnie z prognozą przychody w Q3 2009 będą niższe niż w Q2 2009, czego bezpośrednią przyczyną jest m.in. opóźnienie w pozyskiwaniu nowych kontraktów. Szacujemy, że wycena instrumentów pochodnych, księgowana przez spółkę w pozycji przychody ze sprzedaży, podwyższy przychody o 9,6 mln PLN. Bardzo wysoka powinna być za to rentowność brutto na sprzedaży (16%, Q2: 16,8%). Marża brutto ze sprzedaży po wyłączeniu pozytywnego efekty w postaci wyceny instrumentów pochodnych wyniesie 12%. Oczekujemy, że koszty ogólne wyniosą w Q3 2009 6,3 mln PLN, czyli będą niższe niż w Q2 2009 (7,0 mln PLN).

Nie przewidujemy istotnych efektów jednorazowych. Zgodnie z prognozą wynik brutto przed opodatkowaniem wyniesie 25,3 mln PLN, zysk netto zaś 20,4 mln PLN. Pomijając efekt wyceny instrumentów pochodnych, wynik netto Trakcji za Q3 2009 wyniósłby 14,8 mln PLN.


Budownictwo

Ulma Construcccion Redukuj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2009 69,6 EV/EBITDA 2009 6,6

P/E 2010 20,9 EV/EBITDA 2010 5,2

Cena bieżąca 62,9 PLN
Cena docelowa 58,8 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	45,5	62,0	-26,6%	129,4	188,0	-31,2%	182,3	241,5	-24,5%
EBITDA	19,0	26,5	-28,4%	51,5	82,3	-37,4%	69,8	103,4	-32,5%
marża	41,8%	42,8%	-	39,8%	43,8%	-	38,3%	42,8%	-
EBIT	2,5	10,1	-75,1%	2,3	36,5	-93,7%	17,8	40,9	-56,5%
Zysk brutto	0,1	7,3	-98,1%	-5,5	29,5	-	6,2	30,5	-79,7%
Zysk netto	0,1	6,3	-98,2%	-5,1	24,5	-	4,7	25,9	-81,9%

Znaczna poprawa wyników jeszcze nie nastąpi w Q3 2009

Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom, znaczna poprawa wyników finansowych w Ulmie prawdopodobnie nie nastąpi już w Q3 2009. Zgodnie z naszymi informacjami, wejście w życie wybranych kontraktów budowlanych, co miało pozytywnie wpłynąć na wynik Q3 2009, wpłynie dopiero na wyniki Q4 2009. Przewidujemy, że przychody spółki wyniosą w Q3 2009 45,5 mln PLN, tzn. będą o około 2 mln PLN wyższe niż w ubiegłym kwartale. Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom, nie spadną też koszty własne sprzedaży (w 90-95% stałe i niezależne od poziomu przychodów). Brak spadku kosztów własnych sprzedaży związany jest z zapowiadanymi remontami części majątku spółki.

Zakładamy koszty ogólne na poziomie nieznacznie niższym niż w Q2 2009 (Q3: 4,6 mln PLN, Q2: 4,74 mln PLN). Nie przewidujemy żadnych istotnych zdarzeń jednorazowych, poza wyceną instrumentów pochodnych zaciągniętych jako zabezpieczenie pożyczki udzielonej na działalność spółki na Ukrainie (+0,3 mln PLN). Pożyczka ta jest zaciągnięta w EUR, różnice w wycenie pożyczki trafiają na kapitały, podczas gdy zabezpieczające ją kontrakty pochodne znajdują odzwierciedlenie w rachunku zysków i strat. Na poziomie netto zgodnie z naszą prognozą Ulma wygeneruje 113 tys. PLN zysku netto. Istotnej poprawy wyników, wynikającej z wzrostu rotacji majątku, spodziewamy się w Q4 2009. Prawdopodobnie nie będzie jednak ona wystarczająca, aby pozwolić na wygenerowanie w całym roku dodatniego wyniku, co postaramy się odzwierciedlić w najbliższej aktualizacji raportu.


Budownictwo

Unibep

Redukuj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2009 12,3 EV/EBITDA 2009 8,8

P/E 2010 14,4 EV/EBITDA 2010 8,4

Cena bieżąca 6,56 PLN
Cena docelowa 6,1 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	98,3	115,3	-14,7%	262,2	401,9	-34,8%	542,5	503,9	7,7%
EBITDA	5,8	10,0	-41,8%	16,9	27,6	-39,0%	28,3	33,4	-15,3%
marża	5,9%	8,6%	-	6,4%	6,9%	-	5,2%	6,6%	-
EBIT	4,3	9,5	-54,4%	13,9	26,4	-47,3%	23,8	31,8	-25,2%
Zysk brutto	4,2	10,4	-59,2%	14,5	27,4	-46,9%	22,5	36,4	-38,2%
Zysk netto	3,4	7,4	-53,3%	11,1	20,7	-46,6%	18,1	27,6	-34,4%

Niskie przychody, wynik budowany głównie przez stare kontrakty

Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom, mimo nowych kontraktów, przychody w Q3 2009 nadal będą relatywnie niskie i raczej nie przekroczą 100 mln PLN. Wzrost przychodów, spowodowany wejściem nowych kontraktów w fazę realizacji, a także oddaniami mieszkań w projekcie Osiedle Santorini, przewidywany jest dopiero na Q4 2009. Generalnie, nasza prognoza na rok 2009 na poziomie przychodów jest nierealna i zostanie w najbliższym czasie uaktualniona. Jednocześnie, wynik netto na poziomie 18,1 mln PLN jest możliwy do osiągnięcia (mniejsze przychody, większa rentowność procentowa).

Przewidujemy, że w ramach generalnego wykonawstwa w kraju Unibep wygeneruje 65,9 mln PLN przychodów, przy marży brutto na sprzedaży na poziomie 9,5%. Segment drogowy zapewni 13,5 mln PLN przychodów, przy marży 12,5%, działalność eksportowa 5,5 mln PLN przychodów, przy marży 8,5%, działalność deweloperska 9,4 mln PLN przychodów, przy marży 12%, działalność pozostała zaś 4 mln PLN przychodów, przy marży 0%. Łącznie w grupie marża brutto na sprzedaży w Q3 2009 wyniesie 9,7%. Przewidujemy koszty ogólne na poziomie z Q2 2009 (4,9 mln PLN). Nie oczekujemy istotnych zdarzeń jednorazowych. Wynik netto zgodnie z prognozą wyniesie 3,4 mln PLN, tzn. będzie niższy od wyniku Q2 2009. Obniżenie wyniku związane jest ze zwiększającym się udziałem nowych kontraktów budowlanych o niższej rentowności w przychodach.

Deweloperzy



Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Dom Development Akumuluj

 P/E 2009 12,5 EV/EBITDA 2009 10,1 **Cena bieżąca 45,9 PLN**
 P/E 2010 45,1 EV/EBITDA 2010 42,9 **Cena docelowa 49,8 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	104,9	150,4	-30,2%	487,5	605,9	-19,5%	634,5	698,2	-9,1%
EBITDA	9,3	25,3	-63,3%	94,7	163,1	-41,9%	114,1	168,1	-32,1%
marża	8,9%	16,9%	-	19,4%	26,9%	-	18,0%	24,1%	-
EBIT	8,1	24,7	-67,1%	92,3	160,8	-42,6%	111,7	165,7	-32,6%
Zysk brutto	9,8	25,8	-61,9%	89,9	167,8	-46,4%	111,1	173,0	-35,8%
Zysk netto	8,0	20,4	-61,0%	72,2	134,5	-46,3%	90,0	136,9	-34,3%

Najmniej przekazanych mieszkań w roku

Zgodnie z naszymi prognozami, Dom Development w Q3 2009 przekaże 240 mieszkań, przy czym podział wg. dzielnic wskazuje na dominujący charakter segmentu popularnego (77% przekazanych lokali znajduje się na Białołęce, 14% na Woli, 3% w Śródmieściu, 2% na Mokotowie i 3% na Ursynowie). Przewidujemy, że w Q3 2009 marża brutto na sprzedaży wyniesie 24%, przy tym będzie ona zawyżana przez projekty o standardzie podwyższonym, takie jak Olbrachta, Zawiszy, Bruna, czy Gdański, zaniżana zaś przez projekty domów, takie jak Regaty 2 etap 9 oraz Laguna 2. Spółka szacuje, że w całym roku powinna przekazać 1500 lokali, przy tym 868 już zostało przekazane w I półroczu. Przy prognozie na Q3 2009 na poziomie 240 lokali, oznacza to, że w Q4 2009 powinno zostać przekazane około 412 mieszkań.

Przyjmujemy koszty ogólne działalności na poziomie z Q2 2009 (16 mln PLN) i nie przewidujemy żadnych istotnych zdarzeń jednorazowych. Najniższy spośród kwartałów 2009 roku zysk netto jest pochodną niskiej liczby przekazanych w Q3 2009 mieszkań. Podtrzymujemy opinię, że wynik jest wypadkową wcześniejszych projektów oraz planu przekazania mieszkań, w związku z tym w niewielkim stopniu mówi o aktualnej sytuacji spółki (która znajduje odzwierciedlenie w naszej rekomendacji).



Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

J.W. Construction Kupuj

 P/E 2009 4,0 EV/EBITDA 2009 4,2 **Cena bieżąca 11,9 PLN**
 P/E 2010 2,5 EV/EBITDA 2010 1,7 **Cena docelowa 13,6 PLN**

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	158,5	159,4	-0,6%	489,6	545,5	-10,3%	846,6	721,4	17,4%
EBITDA	42,2	23,0	83,9%	118,2	104,8	12,8%	213,4	158,5	34,6%
marża	26,7%	14,4%	-	24,1%	19,2%	-	25,2%	22,0%	-
EBIT	35,7	19,7	80,9%	104,7	91,6	14,4%	193,0	141,1	36,8%
Zysk brutto	31,2	16,4	90,3%	89,0	79,1	12,6%	196,6	125,3	56,9%
Zysk netto	25,3	13,0	93,9%	74,7	64,0	16,7%	159,2	100,9	57,8%

Wyższe wyniki niż w Q2 2009, niższe niż w Q1 2009

Przewidujemy, że w Q2 2009 J.W. Construction przekaże klientom i rozpozna w wyniku 448 lokali. W pierwszym półroczu spółka przekazała 915 mieszkań. Dominujący udział w przychodach będą miały projekty takie jak: Osiedle Lazurowa, Górczewska Park, Osada Wiślana oraz Osiedle Leśne. Generalnie, dywersyfikacja wyniku pomiędzy poszczególne projekty będzie znaczna. Przewidujemy, że rentowność brutto na sprzedaży w Q3 2009 wyniesie 29,1% (Q2: 29,5%, Q1: 26%). Zgodnie z naszą prognozą, koszty ogólne działalności będą na poziomie z Q2 2009 (9,8 mln PLN).

Nie przewidujemy istotnych zdarzeń jednorazowych, spodziewamy się za to spadku pozostałych kosztów finansowych netto (efekt spadku zadłużenia dewelopera wraz z oddawaniem kolejnych mieszkań klientom). Wynik netto w Q3 2009 wyniesie zgodnie z prognozą 25,3 mln PLN. Podtrzymujemy opinię, że wynik jest wypadkową wcześniejszych projektów oraz planu przekazania mieszkań, w związku z tym w niewielkim stopniu mówi o aktualnej sytuacji spółki (która znajduje odzwierciedlenie w naszej rekomendacji).


Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Polnord

Kupuj

P/E 2009	38,8	EV/EBITDA 2009	25,7	Cena bieżąca	38,1 PLN
P/E 2010	199,1	EV/EBITDA 2010	33,6	Cena docelowa	45,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	61,8	113,3	-45,5%	165,4	318,3	-48,0%	256,8	391,1	-34,3%
EBITDA	13,9	39,4	-64,7%	40,0	106,5	-62,4%	43,4	108,7	-60,1%
marża	22,4%	34,7%	-	24,2%	33,5%	-	16,9%	27,8%	-
EBIT	13,4	38,9	-65,5%	38,5	105,1	-63,4%	41,4	106,7	-61,2%
Zysk brutto	9,9	41,8	-76,3%	30,5	108,1	-71,8%	26,8	100,2	-73,3%
Zysk netto	7,9	32,9	-76,0%	23,0	84,9	-72,9%	21,7	77,8	-72,1%

Więcej przekazanych mieszkań, mniejszy udział zdarzeń jednorazowych

W porównaniu do poprzednich kwartałów, wynik w Q3 2009 będzie w większym stopniu ukształtowany przez działalność operacyjną, w mniejszym zaś przez zdarzenia jednorazowe. Szacujemy, że w Q3 2009 deweloper przekaze 138 mieszkań (101 lokali, ważąc liczbę przekazanych mieszkań udziałem dewelopera w projekcie). Największy wpływ na wyniki będą miały przekazania mieszkań w ramach projektu Kryształ Wilanowa, inwestycji Ostoja Wilanów Fadesa Polnord oraz projektów Polnordu w Trójmieście. Ponadto, wynik powiększy rozpoznanie w przychodach i marży sprzedaż powierzchni biurowej w Nowosybirsku (7,2 mln PLN przychodów, 1 mln PLN zysku brutto na sprzedaży). Łącznie, przewidujemy 61,8 mln PLN przychodów oraz marżę brutto na sprzedaży na poziomie 29,5%.

Przewidujemy nieznacznie niższe niż w Q2 2009 koszty ogólne działalności (14,55 mln PLN w Q3 2009, w porównaniu do 15,5 mln PLN w Q2 2009). Oczekujemy, że pozostałe przychody operacyjne z tytułu wyceny prowadzonej inwestycji o charakterze biurowym wyniosą 10 mln PLN (zgodnie ze standardem MSR 40, który od początku tego roku wszedł w życie). Przewidujemy, że koszty finansowe netto wyniosą podobnie jak w poprzednim kwartale 3,5 mln PLN. Zgodnie z prognozą wynik netto wyniesie 7,9 mln PLN, przy tym gdyby nie wycena realizowanego obiektu biurowego, zysk netto byłby zbliżony do zera.

Handel



Handel

 Analitik:
Kamil Kliszcz

Emperia Holding Trzymaj

 P/E 2009 11,1 EV/EBITDA 2009 6,9
 P/E 2010 10,0 EV/EBITDA 2010 6,1

Cena bieżąca 67,50 PLN
Cena docelowa 70,30 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	1 450,3	1 333,8	8,7%	4 134,7	3 967,7	4,2%	5 668,9	5 257,1	7,8%
EBITDA	39,2	32,5	20,5%	127,3	115,0	10,7%	194,2	148,9	30,4%
marża	2,7%	2,4%	-	3,1%	2,9%	-	3,4%	2,9%	-
EBIT	23,0	18,7	22,7%	80,3	76,4	5,2%	128,8	96,0	34,2%
Zysk brutto	18,0	13,6	32,5%	62,1	65,4	-5,1%	113,6	80,4	41,2%
Zysk netto	14,6	5,5	166,4%	46,2	45,5	1,3%	92,0	59,0	56,1%

Malejące koszty operacyjne, ale spadek marży brutto q/q

Pozytywne tendencje zaobserwowane w 2Q'09 w segmencie hurtowym (poprawa rentowności poprzez uporządkowanie polityki cenowej oraz zahamowanie spadku przychodów) powinny być w naszej opinii kontynuowane w 3Q. Koszty integracji Grupy systematycznie maleją, a otwarte centra dystrybucyjne powoli osiągają odpowiedni poziom przychodów. W porównaniu z 2Q'09, zgodnie z wcześniejszymi sygnałami Zarządu, należy się jednak spodziewać spadku marży brutto na sprzedaży (w 2Q zaksięgowano półroczne bonusy od dostawców), który następnie na poziomie EBIT może z nawiązką zneutralizować efektywności kosztowe. W segmencie detalicznym spodziewamy się spowolnienia dynamiki sprzedaży (wbrew odczytom GUS podmioty z branży sygnalizują spadki dynamiki like-for-like), co może negatywnie przełożyć się na wyniki na tej działalności. Ostatecznie skonsolidowana marża EBITDA wyniesie naszym zdaniem 2,7% wobec 2,9% w 2Q'09 (wartość oczyszczona, przypominamy, że w 2Q Spółka zaksięgowała ponad 19 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych z tytułu sprzedaży aktywów). Porównanie r/r wypadnie znacznie bardziej korzystnie, szczególnie na poziomie zysku netto, aczkolwiek będzie to raczej efekt niskiej bazy 3Q'08 (wysoka efektywna stopa podatkowa). Kolejne kwartały powinny jednak przynieść dalszą poprawę wyników Emperii.



Handel

 Analitik:
Kamil Kliszcz

Eurocash

Trzymaj

 P/E 2009 18,2 EV/EBITDA 2009 9,9
 P/E 2010 16,4 EV/EBITDA 2010 9,0

Cena bieżąca 14,70 PLN
Cena docelowa 9,90 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	1 868,1	1 733,3	8%	5 067,7	4 529,1	12%	7 399,4	6 121,7	21%
EBITDA	57,4	41,4	39%	132,1	105,3	26%	186,2	158,5	18%
marża	3,1%	2,4%	-	2,6%	2,3%	-	2,5%	2,6%	-
EBIT	45,6	30,0	52%	96,4	74,3	30%	127,3	115,5	10%
Zysk brutto	44,9	21,8	106%	92,6	63,0	47%	127,1	94,7	34%
Zysk netto	36,4	18,9	93%	74,1	51,2	45%	105,1	78,5	34%

Utrzymanie wysokiej dynamiki EBITDA

Dynamika sprzedaży w 3Q'09 powinna być w naszej opinii zbliżona do tej z 2Q, czyli około 8%. Będzie to zasługą utrzymania tempa wzrostu przychodów w kanale hurtu tradycyjnego na poziomie przekraczającym 20%, dzięki nowym otwarciom w sieci Delikatesy Centrum oraz aktywnemu pozyskiwaniu nowych klientów poprzez konkurencyjną politykę cenową. Spadająca sprzedaż papierosów nadal będzie ciężać segmentowi aktywnej dystrybucji, aczkolwiek częściowo powinna to neutralizować rosnąca skala działalności McLane'a. Na poziomie rentowności EBITDA możliwy jest wzrost z uwagi na dynamiczny rozwój sieci Delikatesy Centrum (bonusy od sprzedaży) oraz malejący udział niskomargowej sprzedaży wyrobów tytoniowych. W tym kontekście dynamika zysku EBITDA r/r może zbliżyć się do 40%. W przypadku zysku netto wzrost w relacji do 3Q'08 będzie już znacznie wyższy ze względu na zaniżoną bazę związaną z zaksięgowanymi rok temu stratami z tytułu różnic kursowych w wysokości 4,6 mln PLN.

Inne sektory



Papierniczy

 Analityk:
Michał Marczak

Mondi

Trzymaj

P/E 2009	56,5	EV/EBITDA 2009	19,9	Cena bieżąca	72,0 PLN
P/E 2010	24,9	EV/EBITDA 2010	10,7	Cena docelowa	56,0 PLN

(mln PLN)	IIIQ2009P	IIIQ2008	zmiana	I-IIIQ2009P	I-IIIQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	283,4	345,5	-18,0%	895,3	1 040,3	-13,9%	1 274,3	1 406,3	-9,4%
EBITDA	24,6	71,7	-65,7%	99,1	216,2	-54,2%	217,1	305,5	-29,0%
marża	8,7%	20,7%	-	11,1%	20,8%	-	17,0%	21,7%	-
EBIT	-1,5	45,0	-	20,8	135,1	-84,6%	97,1	194,7	-50,1%
Zysk brutto	-0,5	38,8	-	9,4	141,5	-93,4%	77,1	174,7	-55,9%
Zysk netto	-0,4	31,1	-	7,6	114,1	-93,4%	64,1	141,2	-54,6%

Operacyjnie najtrudniejszy kwartał w roku

Średnie ceny papieru do produkcji tektury falistej w 3Q osiągnęły minimum w cyklu gospodarczym, co będzie miało kluczowe znaczenie dla wyników spółki. Dodatkowo umocnienie PLN wzmocniło ten efekt. Średnia cena kraftlinera denominowana w PLN obniżyła się q/q o 11,3%. Testliner stanął o 11,4% a fluting o 8,4%. Uwzględniając strukturę asortymentową sprzedaży średnia cena papieru CCM obniżyła się w ujęciu q/q o 10,8%. Zakładamy, że spółka zwiększyła w stosunku do 2Q2009 wolumen sprzedaży o 5%, co jest efektem poprawy koniunktury w przemyśle europejskim. W prognozie zakładamy, że wynik zaksięgowany na transakcjach zabezpieczających będzie oscylował na poziomie 0 PLN. Przełomem dla spółki powinien być 4Q, w którym ruszy produkcja na nowej maszynie papierniczej oraz okres w którym zaczęły rosnać ceny papieru. Średnia liczona dla koszyka produktowego CCM dla października jest o 2% wyższa (w PLN) w stosunku do średniej z 3Q2009 i szybko rośnie.

Terminy publikacji raportów

Spółka	III kw. 2009 jednostkowy	III kw. 2009 skonsolidowany	IV kw. 2009 skonsolidowany
AB	02.11.09*	02.11.09	16.11.09**
ACTION	15.12.09***	15.12.09	01.03.09****
AGORA	10.11.09	10.11.09	
ASBIS	10.11.09	10.11.09	
ASSECO POLAND	13.11.09	13.11.09	
BRE	04.11.09	04.11.09	
BUDIMEX	27.10.09	27.10.09	
BZWBK	12.11.09	12.11.09	
CEZ	12.11.09	12.11.09	
CIECH	16.11.09	16.11.09	
CYFROWY POLSAT	04.11.09	04.11.09	
DOM DEVELOPMENT	05.11.09	05.11.09	
ELEKTROBUDOWA	16.11.09	16.11.09	
EMPERIA HOLDING	16.11.09	16.11.09	
ERBUD	12.11.09	12.11.09	
EUROCASH	13.11.09	13.11.09	
GETIN	13.11.09	13.11.09	
HANDLOWY	04.11.09	04.11.09	11.02.10
ING BSK	10.11.09	10.11.09	17.02.10
J.W. CONSTRUCTION	13.11.09	13.11.09	
KĘTY	28.10.09	28.10.09	
KGHM	13.11.09	13.11.09	
KOMPUTRONIK	13.11.09	13.11.09	
KREDYT BANK	13.11.09	13.11.09	11.02.10
LOTOS	05.11.09	05.11.09	
LW BOGDANKA	16.11.09	16.11.09	
MILLENNIUM	06.11.09	06.11.09	
MONDI	05.11.09	05.11.09	26.02.10
MOSTOSTAL WARSZAWA	16.11.09	16.11.09	01.03.10
NETIA	05.11.09	05.11.09	22.02.10
PBG	16.11.09	16.11.09	
PEKAO	10.11.09	10.11.09	19.02.10
PGNiG	12.11.09	12.11.09	
PKN ORLEN	13.11.09	13.11.09	
PKO BP	13.11.09	13.11.09	
POLICE	16.11.09	16.11.09	
POLIMEX MOSTOSTAL	10.11.09	10.11.09	
POLNORD	12.11.09	12.11.09	
RAFAKO	12.11.09	12.11.09	
SYGNITY	12.11.09	12.11.09	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	28.10.09	28.10.09	28.01.10
TRAKCJA POLSKA	16.11.09	16.11.09	
TVN	05.11.09	05.11.09	
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	13.11.09	13.11.09	
UNIBEP	13.11.09	13.11.09	
WSiP	05.11.09	05.11.09	
ZA PUŁAWY	10.11.09*****	10.11.09	01.03.10*****

Źródło: Spółki;

*Raport roczny roku obrotowego 08/09; **Raport kwartalny Q1 09/10; ***Raport kwartalny VQ09; **** Raport kwartalny VIQ09;

*****Raport kwartalny za IQ09/10; *****Raport półroczny IH09/10

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E	2009
AB	Kupuj	15,13	11,05	2009-08-06	11,55		8,8
ACTION	Kupuj	14,59	12,15	2009-09-18	12,60		6,7
AGORA	Akumuluj	24,10	20,47	2009-09-04	21,88		31,6
ASBIS	Trzymaj	4,33	4,44	2009-10-16	4,70		
ASSECO POLAND	Kupuj	72,60	59,20	2009-09-02	61,50		13,2
BUDIMEX	Trzymaj	78,80	83,55	2009-10-05	81,25		13,5
BZWBK	Trzymaj	152,10	171,80	2009-10-05	151,10		19,4
CEZ	Redukuj	140,60	144,30	2009-08-18	155,00		9,6
CIECH	Trzymaj	41,70	39,20	2009-10-06	39,90		29,7
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	14,55	14,10	2009-05-29	14,25		12,8
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	49,80	45,90	2009-09-28	44,59		12,5
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	170,80	179,00	2009-08-14	171,00		16,2
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	70,30	67,50	2009-09-04	72,30		11,1
ERBUD	Trzymaj	49,30	47,00	2009-09-04	49,00		14,6
EUROCASH	Trzymaj	9,90	14,70	2009-05-06	9,81		18,2
GETIN	Trzymaj	9,32	8,94	2009-10-05	9,00		28,4
HANDLOWY	Redukuj	59,50	65,00	2009-08-24	64,30		23,8
ING BSK	Akumuluj	663,60	665,00	2009-08-24	600,00		16,3
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	13,60	11,90	2009-09-28	11,66		4,0
KĘTY	Kupuj	109,40	113,80	2008-08-04	79,80		16,3
KGHM	Redukuj	73,00	102,00	2009-08-14	84,90		8,9
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,48	13,20	2009-05-29	10,30		26,5
KREDYT BANK	Trzymaj	11,76	12,80	2009-10-05	11,65		118,2
LOTOS	Akumuluj	25,80	28,95	2009-09-22	24,05		6,2
LW BOGDANKA	Trzymaj	68,00	74,00	2009-09-03	67,50		13,7
MILLENNIUM	Kupuj	5,30	5,20	2009-10-05	4,40		105,8
MONDI	Trzymaj	56,00	72,40	2009-09-03	51,00		56,5
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	84,70	69,00	2009-09-09	77,05		11,2
NETIA	Trzymaj	4,10	4,34	2009-08-06	4,13		
PBG	Akumuluj	224,40	233,30	2009-10-05	210,00		15,5
PEKAO	Trzymaj	154,40	172,00	2009-10-05	148,20		19,6
PGNiG	Trzymaj	3,67	3,73	2009-09-03	3,75		21,1
PKN ORLEN	Kupuj	38,20	32,44	2009-09-16	27,15		13,9
PKO BP	Trzymaj	32,00	36,00	2009-08-24	34,99		22,4
POLICE	Trzymaj	5,90	6,24	2009-09-04	6,09		
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	4,40	3,93	2009-09-04	4,11		11,8
POLNORD	Kupuj	45,00	38,10	2009-09-28	37,43		38,8
RAFAKO	Kupuj	11,60	8,90	2009-09-25	9,74		18,1
SYGNITY	Trzymaj	15,50	12,19	2009-10-02	14,90		
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Kupuj	19,40	18,89	2009-07-31	15,10		15,9
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	4,80	3,94	2009-08-14	3,90		9,8
TVN	Akumuluj	16,00	15,00	2009-09-04	13,40		16,2
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Redukuj	58,80	62,90	2009-10-05	67,05		69,6
UNIBEP	Redukuj	6,10	6,56	2009-10-05	7,35		12,3
WSiP	Trzymaj	17,20	16,04	2009-09-03	16,61		13,0
ZA PUŁAWY	Trzymaj	82,70	75,40	2009-05-28	80,40		11,3

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ASBIS	Trzymaj	4,33	2009-10-16
BUDIMEX	Trzymaj	78,8	2009-10-05
BZWBK	Trzymaj	152,1	2009-10-05
CIECH	Trzymaj	41,7	2009-10-06
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	49,8	2009-09-28
GETIN	Trzymaj	9,32	2009-10-05
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	13,6	2009-09-28
KREDYT BANK	Trzymaj	11,76	2009-10-05
MILLENNIUM	Kupuj	5,3	2009-10-05
PBG	Akumuluj	224,4	2009-10-05
PEKAO	Trzymaj	154,4	2009-10-05
POLNORD	Kupuj	45	2009-09-28
SYGNITY	Trzymaj	15,5	2009-10-02
ULMA CONSTRUCCION PL	Redukuj	58,8	2009-10-05
UNIBEP	Redukuj	6,1	2009-10-05

Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	0	4	23	8	11	0	1	9	3	2
procent	0,0%	8,7%	50,0%	17,4%	23,9%	0,0%	6,7%	60,0%	20,0%	13,3%

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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interclin Auto, Izo-Erg, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Torfarm, Unibep, WAN, WSiP, ZA Puławy, ZUGIL.

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założonych progностycznych 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.