

2 lutego 2010

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji

Prognozy wyników kwartalnych

WIG **39 737**

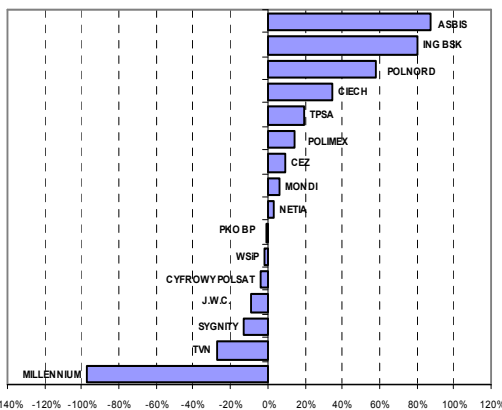
Średnie P/E 2009 15,0

Średnie P/E 2010 13,6

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 1 386 mln PLN

IV kwartał 2009

Dynamika EPS wybranych spółek*



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

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

Banki. Uważamy, że łączny zysk pokrywanych przez nas banków spadnie o przeszło 15% Q/Q. Największy negatywny wpływ na wyniki będzie miał wzrost odpisów (+42% Q/Q). Uważamy, że konsensus jaki utworzy się w ciągu najbliższych tygodni również wskaże na słaby kwartał. Wyniki 4Q09 mają w naszej opinii ograniczony wpływ na perspektywy poprawy wyników w kolejnych kwartałach.

Rafinerijno-gazowy. Największego pozytywnego zaskoczenia spodziewamy się po wynikach PGNiG, co będzie konsekwencją dodatnich spreadów na gazie importowanym i sezonowym wzroście wolumenów. Wyniki rafinerii z kolei będą pod presją niskich marż, aczkolwiek ich jakość lepiej powinna się prezentować w PKN Orlen.

Energetyka. Brak problemów z elektrowniami atomowymi i dodatni efekt opcji na akcję MOL-a pozwolą na wyraźny wzrost wyniku netto CEZ w ujęciu r/r. W przypadku PGE spodziewamy się dynamiki EBIT na poziomie przekraczającym 25%, co będzie wynikać z wyższych cen energii oraz zaniżonej bazy abonencckiej. Silny wzrost liczby klientów internetu w Netii obniży marżę EBITDA.

Telekomunikacja. Spółki telekomunikacyjne powinny wypracować wyniki zbliżone do poprzedniego kwartału. W TPSA spodziewamy się pierwszych pozytywnych efektów oszczędnościowych, ale bez przełomu w tendencjach dotyczących bazy abonencckiej. Silny wzrost liczby klientów internetu w Netii obniży marżę EBITDA.

Media. Dobrych wyników finansowych oczekujemy w Agorze. W TVN kwartał będzie stał pod znakiem znaczących kosztów rolowania euroobligacji i efektu wyceny opcji earn-out. Wyniki Cyfrowego Polsatu powinny być zbliżone do ubiegłorocznych. Blisko realizacji prognozy zarządu po wynikach 4Q znajdują się WSiP.

IT. Czwarty kwartał powinien w większości przypadków stać pod znakiem sezonowo dobrych wyników finansowych spółek informatycznych (zarówno integratorów jak i dystrybutorów sprzętu). Baza poprzedniego roku powinna zostać przebita w AB i Asbisie. Sygnity nie zrealizuje planów zarządu dotyczących 20 mln PLN zysku operacyjnego w drugim półroczu.

Surowce. Spółki surowcowe korzystają z wysokich cen surowców. W KGHM i LWB pojawią się jednak dodatkowe rezerwy, które obniżą bardzo dobre wyniki operacyjne. KGHM zaksięguje zaliczkową dywidendę z Polkomtela.

Budownictwo. Nie oczekujemy większych zaskoczeń w wynikach Q4 2009 w sektorze budownictwa. Nadal są to wyniki budowane głównie na starych kontraktach. Dobre wyniki pomimo problemów we Wrocławiu zaprezentuje Mostostal Warszawa. Poprawę wyników q/q pokażą Unibep i Polimex.

Deweloperzy. Wyniki deweloperów będą wprost proporcjonalne do liczby mieszkań, które w Q4 2009 przekażą deweloperzy. Wyniki 2009 i 2010 roku mają ograniczone znaczenie, istotne są zaś wyniki z nowych, obecnie rozpoczynanych projektów.

Handel. Eurocash i Emperia powinny zanotować jednocyfrowe wzrosty przychodów, co pozwoli na poprawę wyniku operacyjnego odpowiednio o 18% i 22%. Nie powinno to jednak stanowić zaskoczenia dla rynku.

Banki



Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

BZ WBK

 P/E 2009 15,9 P/BV 2009 2,2
P/E 2010 14,7 P/BV 2010 1,9

Trzymaj

Cena bieżąca 176,6 PLN
Cena docelowa 195,4 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	433	428	1,1%	1 563	1 635	-4,4%	1 761	1 563	12,7%
Wynik prowizyjny	364	333	9,1%	1 358	1 390	-2,3%	1 517	1 358	11,7%
NIM	3,1%	3,2%	-	2,7%	3,3%	-	3,0%	2,7%	-
WNDB	861	765	12,5%	3 249	3 190	1,9%	3 468	3 249	6,7%
Koszty działania	-463	-392	18,0%	-1 651	-1 655	-0,2%	-1 736	-1 651	5,1%
Wynik operacyjny*	405	381	6,4%	1 618	1 576	2,7%	1 752	1 618	8,3%
Saldo rezerw	-168	-301	-44,1%	-549	-365	50,6%	-552	-549	0,5%
Zysk brutto	237	80	195,0%	1 069	1 211	-11,7%	1 200	1 069	12,2%
Zysk netto	172	41	320,4%	812	855	-5,1%	876	812	7,8%

* przed kosztami rezerw

Mimo wszystko był to bardzo udany rok

Niska baza 4Q08 umożliwia wykazanie znacznej poprawy R/R, jednak w relacji do wyniku 3Q09 (264 mln PLN) oczekujemy istotnego spadku (-35% Q/Q). Jego źródłem będzie wzrost poziomu wydatków (+21% Q/Q, 80 mln PLN) i wyższe odpisy na nieregularne kredyty (168 mln PLN vs. 98 mln PLN w 3Q09). Wzrost wydatków napędzany będzie wzrostem kosztów osobowych (konieczność dotworzenia rezerw na premie dla pracowników) oraz sezonowym wzrostem wydatków rzeczowych (zamykanie budżetów). Jednocześnie prezes banku po wynikach 3Q09 zapowiadał, że koszty ryzyka sięgną około 550 mln PLN, co jednoznacznie implikuje poziom odpisów w 4Q09. Wzrost salda rezerw w 4Q09 związany będzie m.in. z okresowym przeglądem portfela kredytów. Rezultat całego 2009 roku na poziomie 812 mln PLN (-5% R/R) postrzegamy pozytywnie w kontekście trudnego otoczenia makroekonomicznego w jakim operowały banki. Najambitniejszym elementem naszej prognozy są przychody, gdzie zakładamy utrzymanie pozytywnego momentum na wyniku odsetkowym. Jednak w kontekście umiarkowanych oczekiwań na 2010 rok (przychody wyższe o 4% R/R), rezultat niższy niż nasze oczekiwania nie wpłynie na naszą ocenę banku.



Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Getin

 P/E 2009 23,7 P/BV 2009 1,7
P/E 2010 15,2 P/BV 2010 1,5

Kupuj

Cena bieżąca 9,05 PLN
Cena docelowa 10,2 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy**	266	270	-1,4%	970	808	20,1%	1 115	970	15,0%
Wynik prowizyjny	106	46	132,2%	429	242	77,4%	498	429	16,1%
NIM	3,0%	3,7%	-	2,9%	3,2%	-	3,1%	2,9%	-
WNDB	491	521	-5,8%	2 079	2 030	2,4%	2 160	2 079	3,9%
Koszty działania	-216	-220	-2,0%	-862	-787	9,6%	-948	-862	10,0%
Wynik operacyjny*	267	265	0,5%	1 186	1 080	9,8%	1 174	1 186	-1,0%
Saldo rezerw	-194	-162	19,8%	-786	-379	107,2%	-559	-786	-28,8%
Zysk brutto	73	100	-27,1%	400	701	-42,9%	615	400	53,7%
Zysk netto	42	65	-36,1%	271	509	-46,7%	424	271	56,1%

* przed kosztami rezerw; ** zmiana zasad prezentacji wyniku odsetkowego, dane za 4Q08 i 2008 rok nieporównywalne

Poprawa top line, rezerwy wciąż mocno ważą na wyniku

Porównywalność wyniku odsetkowego jest ograniczona ze względu na zmianę zasad prezentacji danych (wyniki 1 – 3Q08 zostały już przekształcone, jednak nie mamy takiego przekształcenia w stosunku do 4Q08). Uważamy, że wynik odsetkowy netto wzrośnie o 4% Q/Q (dane porównywalne), ze względu na stopniową odbudowę marży odsetkowej (najszybsza poprawa w Noble Banku). Jednocześnie oczekujemy stabilnie poprawiającego się wyniku prowizyjnego (maleje potencjał „pracy na bazie” – źródło dodatkowych przychodów prowizyjnych we wcześniejszych kwartałach roku, zastępowany rosnącą sprzedażą m.in. produktów inwestycyjnych w Getin Banku). Oczekujemy utrzymania się wysokich odpisów na kredyty (194 mln PLN vs. 178 mln PLN w 3Q09 i 188 mln PLN średniej za okres 4Q08 – 3Q09). Uważamy, że rezerwy na kredyty detaliczne w Getin Noble Banku pozostaną problemem jeszcze przez dwa kwartały.

Oczekujemy 42 mln PLN zysku netto (46 mln PLN kwartał wcześniej), jednak w przeciwieństwie do poprzedniego kwartału oczekujemy poprawy na poziomie brutto (73 mln PLN w 4Q09 vs. 59 mln PLN w 3Q09). Źródłem wysokiego zysku netto w 3Q09 była dodatnia efektywna stopa podatkowa. Założyliśmy efektywną stopę podatkową na poziomie 19%. Niższa efektywna stopa podatkowa nie będzie miała wpływu na nasze postrzeganie Getin Holding.


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Handlowy

Kupuj

P/E 2009	16,9	P/BV 2009	1,6	Cena bieżąca	74,0 PLN
P/E 2010	14,8	P/BV 2010	1,5	Cena docelowa	90,3 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	375	384	-2,3%	1 525	1 366	11,7%	1 579	1 525	3,5%
Wynik prowizyjny	152	139	9,2%	557	619	-10,1%	620	557	11,4%
NIM	3,9%	3,9%	-	3,7%	3,4%	-	3,9%	3,7%	-
WNDB	625	438	42,7%	2 435	2 313	5,3%	2 512	2 435	3,2%
Koszty działania	-350	-336	4,0%	-1 403	-1 496	-6,2%	-1 431	-1 403	2,0%
Wynik operacyjny*	311	139	124,1%	1 215	910	33,6%	1 152	1 215	-5,2%
Saldo rezerw	-92	-94	-2,9%	-480	-153	213,6%	-323	-480	-32,6%
Zysk brutto	219	45	382,0%	735	759	-3,1%	829	735	12,7%
Zysk netto	171	35	392,7%	574	600	-4,5%	654	574	14,0%

* przed kosztami rezerw

Końcówka dobrego roku

Coraz bardziej widoczna będzie presja na wynik odsetkowy, wynikająca z niskiej sprzedaży kredytów w poprzednich kwartałach oraz presji na wycenę obligacji. Uważamy również, że w przyszłym roku Bank Handlowy w najmniejszym stopniu poprawi wynik odsetkowy (+3,5% R/R na tle oczekiwań dla rynku +15% R/R), mimo oczekiwanego wzrostu aktywów o ok. 7%. Zatrzyma to wzrost WNDB (oczekujemy 625 mln PLN vs. 622 mln PLN w 3Q09). Uważamy, że rezerwy w 4Q09 wzrosną do poziomu 92 mln PLN (55 mln PLN w 3Q09). Na wyniki wpływ mogą mieć również czynniki tj. wykup od klientów obligacji Lehman Brothers (bank oferuje 60% wartości nominalnej), na które mogą zostać utworzone dodatkowe rezerwy. Wyniki 4Q09 mają małe przełożenie na naszą ocenę Banku Handlowego w 2010 roku. Po wyłączeniu zwrotu podatku, 2009 rok i tak zakończy się najwyższym poziomem wyniku operacyjnego przed rezerwami w historii (ok. 1,1 mld PLN vs. najwyższy jak do tej pory rezultat 0,99 mld PLN w 2007 roku). Wysoka baza odniesienia stoi za prognozą bardzo umiarkowanego wzrostu tej pozycji w 2010 roku (-5% R/R, +4% wyłączając zwrot z podatku w 3Q09). Wzrost zysku w 2010 zostanie zrealizowany na bazie spadających odpisów. Mimo naszego ostrożnego podejścia do wyników, prognoza na 2010 rok (654 mln PLN) daje jeden z trzech najwyższych wyników w historii (824 mln PLN w 2007 roku i 657 mln PLN w 2006).


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

ING BSK

Akumuluj

P/E 2009	14,6	P/BV 2009	1,9	Cena bieżąca	700,0 PLN
P/E 2010	12,8	P/BV 2010	1,6	Cena docelowa	811,6 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	395	304	29,9%	1 467	1 152	27,3%	1 645	1 467	12,1%
Wynik prowizyjny	253	239	5,7%	937	890	5,3%	1 016	937	8,5%
NIM	2,4%	1,8%	-	2,2%	1,9%	-	2,4%	2,2%	-
WNDB	696	272	155,8%	2 601	2 060	26,3%	2 826	2 601	8,6%
Koszty działania	-406	-355	14,6%	-1 545	-1 507	2,5%	-1 640	-1 545	6,1%
Wynik operacyjny*	293	-44	-	1 076	580	85,4%	1 205	1 076	12,0%
Saldo rezerw	-113	-116	-2,6%	-343	-66	-	-365	-343	6,2%
Zysk brutto	190	-151	-	779	563	38,3%	889	779	14,1%
Zysk netto	149	-129	-	623	445	39,8%	711	623	14,1%

* przed kosztami rezerw

Słabszy kwartał na zakończenie udanego roku

Ograniczony potencjał poprawy wyniku operacyjnego po bardzo dobrym 3Q09 (spadek z 301 mln PLN w 3Q09 do 293 mln PLN w 4Q09) w połączeniu ze znacznym wzrostem odpisów na rezerwy (wzrost z 54 mln PLN do 113 mln PLN), przekłada się na spadek zysków (z 211 mln PLN w 3Q09 do 149 mln PLN w 4Q09). Czwarty kwartał, podobnie jak w innych bankach, będzie sprzyjał przeglądowi portfeli kredytowych i tworzeniu dodatkowych rezerw (roczny audyt). Ze względu na fakt, że i tak był to bardzo udany rok dla ING BSK (poprawa wyniku o 40% R/R, po wyłączeniu straty na obligacjach w 4Q08 spadek wyniku szacujemy na niespełna 9% R/R) bank może dążyć do utworzenia jak największego poziomu odpisów. Jednak nie będzie to miało przełożenia na rezerwy roku 2010 i nasze długoterminowe prognozy. Zakładamy stabilizację marży odsetkowej netto Q/Q, gdzie pomimo ciągle aktywnej postawy w zakresie kredytów, bank może zacząć odczuwać presję ze względu na odsetki od instrumentów dłużnych. Wynik odsetkowy był głównym czynnikiem wzrostu przychodów w poprzednich dwóch kwartałach i ze względu na czasowe wyczerpanie się potencjału w tym zakresie, oczekujemy stabilizacji poziomu przychodów. Widoczny może być również sezonowy wzrost wydatków (dobry wynik skłonić może do utworzenia wyższych premii obciążających koszty osobowe, 4Q09 to okres domykania wielu projektów prowadzonych w trakcie roku).


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Kredyt Bank

Akumuluj

 P/E 2009 89,3 P/BV 2009 1,4
P/E 2010 22,6 P/BV 2010 1,3

Cena bieżąca 13,8 PLN
Cena docelowa 15,3 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	265	292	-9,3%	1 052	1 060	-0,8%	1 137	1 052	8,1%
Wynik prowizyjny	88	73	20,3%	316	293	7,9%	376	316	18,7%
NIM	2,7%	3,2%	-	2,7%	3,2%	-	2,8%	2,7%	-
WNDB	393	417	-5,7%	1 542	1 586	-2,8%	1 649	1 542	6,9%
Koszty działania	-249	-300	-16,8%	-1 013	-1 105	-8,3%	-1 016	-1 013	0,4%
Wynik operacyjny*	447	127	251,1%	893	531	68,1%	712	893	-20,3%
Saldo rezerw	-413	-38	982,3%	-842	-108	678,5%	-505	-842	-40,1%
Zysk brutto	34	88	-61,0%	52	421	-87,5%	207	52	295,4%
Zysk netto	27	65	-57,5%	42	325	-87,1%	166	42	295,4%

* przed kosztami rezerw

Jednorazowy zysk na pokrycie strat kredytowych

Gdyby nie przychody ze sprzedaży pośrednika Żagiel (350 mln PLN wpływu brutto na przychody, szacowany wpływ netto – 230 mln PLN, wpływ na wynik operacyjny szacujemy na ok. 284 mln PLN), przegląd portfela consumer finance zaowocowałby stratą nie tylko w 4Q09 ale również w całym 2009 roku. Jednak pod względem wyniku operacyjnego przed rezerwami był to bardzo udany rok. Wyłączając wpływ sprzedaży pośrednika wynik ten sięgnie w 609 mln PLN w 2009 roku i będzie o 15% wyższy niż w 2008 roku. W samym 4Q09 oczekujemy 163 mln PLN powtarzalnego wyniku operacyjnego przed rezerwami (172 mln PLN w 3Q09). Mimo wyhamowania ścieżki wzrostu w ujęciu kwartalnym nadal jest to wynik o 28% wyższy niż rezultat 4Q08. Dobre wyniki stwarzają potencjał do głębokiego przeglądu portfela i zostanie to naszym zdaniem wykorzystane. Zakładamy odpisy na poziomie 413 mln PLN, z czego 320 mln PLN przypadnie na portfel kredytów detalicznych (głównie kredyty konsumpcyjne, ok. 7% kosztów ryzyka na portfelu kredytów detalicznych ogółem – uwzględniając hipoteki), a reszta (prawie 100 mln PLN) posłuży wyższemu wyrezerwowaniu portfela kredytów dla przedsiębiorstw (około 4% w relacji do kredytów brutto). Odpisy na poziomie 413 mln PLN to ponad 6% kredytów netto, co naszym zdaniem pozwala z umiarkowanym optymizmem patrzeć na wyniki 2010 roku.


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Millennium

Trzymaj

 P/E 2009 n.a. P/BV 2009 1,3
P/E 2010 47,5 P/BV 2010 1,3

Cena bieżąca 4,22 PLN
Cena docelowa 4,33 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	198	269	-26,3%	685	1181	-42,0%	916	685	33,8%
Wynik prowizyjny	130	110	17,7%	484	472	2,6%	535	484	10,4%
NIM	1,8%	2,5%	-	1,5%	3,0%	-	1,9%	1,5%	-
WNDB	351	408	-14,0%	1 381	1 827	-24,4%	1 634	1 381	18,3%
Koszty działania	-267	-315	-15,0%	-1 050	-1 192	-11,9%	-1 088	-1 050	3,7%
Wynik operacyjny*	92	99	-6,9%	346	657	-47,3%	562	346	62,1%
Saldo rezerw	-82	-52	58,4%	-427	-135	216,1%	-429	-427	0,3%
Zysk brutto	10	47	-79,5%	-74	522	-	133	-74	-
Zysk netto	6	36	-82,4%	-60	413	-	108	-60	-

* przed kosztami rezerw

Wyniki dalej pod presją odpisów

Kontrola wydatków (koszty +2% Q/Q), przy obserwowanym trendzie odbudowy przychodów (+14% Q/Q), da bardzo pozytywne efekty. Oczekujemy bardzo dużego przyrostu wyniku operacyjnego przed rezerwami Q/Q (wzrost z 52 do 94 mln PLN Q/Q). W dalszym ciągu jest to jednak rezultat o 7% niższy niż ten generowany w ostatnim kwartale 2008 roku (gdy rezultaty były istotnie obniżane przez odpisy związane z opcjami) i wciąż widać przepaść w relacji do „wyników sprzed wojny depozytowej” (średni poziom wyniku operacyjnego przed rezerwami w okresie 1 – 3Q08 na poziomie 186 mln PLN). Potencjał odbudowy wyników operacyjnych leży po stronie przychodów, gdzie największy potencjał dostrzegamy w wyniku odsetkowym.

Dodatkowe rezerwy utworzone w 3Q09 na należności segmentu przedsiębiorstw obniżą zapewne odpisy w tym obszarze w kolejnych kwartałach, jednak za utrzymaniem wysokiego poziomu odpisów ogółem przemawia naszym zdaniem niska skala odpisów dokonanych w pierwszych trzech kwartałach 2009 roku w segmencie detalicznym (52 mln PLN vs. 292 mln PLN w segmencie przedsiębiorstw).


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Pekao

 P/E 2009 18,5 P/BV 2009 2,4
P/E 2010 16,4 P/BV 2010 2,3

Trzymaj

Cena bieżąca 169,0 PLN
Cena docelowa 181,5 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 018	1 109	-8,2%	3 846	4 509	-14,7%	4 446	3 846	15,6%
Wynik prowizyjny	617	553	11,5%	2 293	2 342	-2,1%	2 576	2 293	12,3%
NIM	3,2%	3,4%	-	2,9%	3,5%	-	3,2%	2,9%	-
WNDB	1 834	1 870	-1,9%	7 119	7 578	-6,1%	7 688	7 119	8,0%
Koszty działania	-966	-949	1,7%	-3 733	-3 788	-1,4%	-3 821	-3 733	2,4%
Wynik operacyjny*	899	996	-9,7%	3 485	4 535	-23,2%	3 967	3 485	13,8%
Saldo rezerw	-180	-134	33,7%	-575	-294	95,6%	-700	-575	21,8%
Zysk brutto	736	874	-15,8%	2 967	4 346	-31,7%	3 340	2 967	12,6%
Zysk netto	594	719	-17,4%	2 394	3 528	-32,1%	2 696	2 394	12,6%

* przed kosztami rezerw

Stabilny wynik na końcówkę roku

Oczekujemy 594 mln PLN zysku netto w 4Q09 vs. 620 mln PLN kwartał wcześniej. Niewielki spadek z kwartału na kwartał będzie wynikał ze wzrostu odpisów na złe kredyty. W zakresie wyniku operacyjnego przed rezerwami zakładamy płaski rezultat w relacji do 3Q09 (899 mln PLN vs. 901 mln PLN kwartał wcześniej). Oczekujemy, że koszty ryzyka sięgną 90 pb. (74 pb. kwartał wcześniej), a w skali całego roku ukształtują się na poziomie 93 pb. (zgodne z tym, co w ciągu 2009 roku deklarował zarząd). Oczekujemy utrzymania się pozytywnego momentum w zakresie wyniku odsetkowego (wzrost o 5% Q/Q). Jednak w skali całego roku będzie to główny czynnik spadku przychodów (-15% R/R). Nasza prognoza roczna zakłada jednocześnie płaski wynik prowizyjny (-2% R/R), znacznie wyższy wynik handlowy (+34% R/R) w 2009 roku. Uważamy, że bank podniesie poziom wydatków w relacji do 3Q09 (wzrost z 897 mln PLN do 966 mln PLN Q/Q), co postrzegamy jako czynnik sezonowy. Nie zmienia to jednak pozytywnej oceny kontroli wydatków w całym 2009 roku (zakładamy spadek kosztów ogółem o 1,4% R/R).


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

PKO BP

 P/E 2009 21,1 P/BV 2009 2,4
P/E 2010 16,5 P/BV 2010 2,3

Trzymaj

Cena bieżąca 39,0 PLN
Cena docelowa 39,6 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 408	1 621	-13,2%	5 042	6 127	-17,7%	6 022	5 042	19,4%
Wynik prowizyjny	720	645	11,6%	2 593	2 412	7,5%	2 910	2 593	12,2%
NIM	3,8%	5,1%	-	3,5%	5,0%	-	3,8%	3,5%	-
WNDB	2 247	2 348	-4,3%	8 568	9 097	-5,8%	9 383	8 568	9,5%
Koszty działania	-1 179	-1 240	-4,9%	-4 283	-4 296	-0,3%	-4 419	-4 283	3,2%
Wynik operacyjny*	1 138	1 215	-6,4%	4 574	5 092	-10,2%	5 266	4 574	15,1%
Saldo rezerw	-485	-702	-31,0%	-1 613	-1 130	42,7%	-1 515	-1 613	-6,1%
Zysk brutto	651	509	28,0%	2 961	3 977	-25,6%	3 751	2 961	26,7%
Zysk netto	525	368	42,6%	2 314	3 121	-25,9%	2 961	2 314	28,0%

* przed kosztami rezerw

Wysokie rezerwy na zamknięcie roku

Podobnie jak w przypadku Pekao oczekujemy poprawy wyniku odsetkowego w relacji do poprzedniego kwartału (+6% Q/Q), co nie zmienia faktu, że jest to linia w największym stopniu odpowiedzialna za spadek przychodów w skali całego roku (wynik odsetkowy w 2009 roku -18%). Sezonowy wzrost wydatków (koszty +15% Q/Q), nie zmieni pozytywnego trendu w skali całego roku (wydatki niezmiennione R/R). Uważamy, że nawet przy tak wysokim wzroście kosztów, wynik operacyjny przed rezerwami obniży się nieznacznie w relacji do bardzo dobrego 3Q09 (1138 mln PLN vs. 1177 mln PLN kwartał wcześniej). Problemem pozostaną odpisy na złe kredyty. Koniec roku sprzyja weryfikacji poziomu utworzonych rezerw. Oczekujemy 485 mln PLN odpisów (376 mln PLN stanowił średni poziom kwartalnych odpisów w okresie 1 – 3Q09). Odpisy pociągną wynik w dół o 18% w relacji do najlepszego w ubiegłym roku w sektorze, trzeciego kwartału. W ubiegłym roku jednak, wynik netto w ostatnim kwartale był znacznie słabszy i ukształtował się na poziomie 368 mln PLN (w raporcie rocznym bank zrewidował poziom rezerw, które sięgnęły aż 702 mln PLN).

Paliwa, energetyka, chemia



Energetyka

 Analityk:
Kamil Kliszcz

CEZ

Trzymaj

 P/E 2009 9,2 EV/EBITDA 2009 6,8 **Cena bieżąca 142,8 PLN**
 P/E 2010 10,5 EV/EBITDA 2010 7,1 **Cena docelowa 140,6 PLN**

(mln CZK)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	50 034,5	49 817,0	0,4%	188 635,5	181 638,0	3,9%	181 819,4	188 635,5	-3,6%
EBITDA	19 442,5	18 392,0	5,7%	90 450,5	87 253,0	3,7%	86 657,0	90 450,5	-4,2%
marża	38,9%	36,9%	-	47,9%	48,0%	-	47,7%	47,9%	-
EBIT	12 933,5	11 963,0	8,1%	67 420,5	65 163,0	3,5%	61 535,3	67 420,5	-8,7%
Zysk brutto	13 332,0	8 163,0	63,3%	68 242,0	60 716,0	12,4%	59 173,4	68 242,0	-13,3%
Zysk netto	10 429,5	5 625,0	85,4%	54 150,5	46 510,0	16,4%	47 079,2	54 150,5	-13,1%

Znacznie lepiej niż przed rokiem

Wyniki CEZ w 4Q'09 powinny okazać się istotnie lepsze w porównaniu r/r, przede wszystkim na poziomie netto, ale również w przypadku zysku operacyjnego. Dodatnia dynamika EBIT będzie w naszej opinii zasługą segmentu produkcyjnego, który powinien zanotować zyski wyższe o ponad 1 mld CZK. Taka poprawa to efekt wyższej o 1 TWh produkcji energii w elektrowniach nuklearnych (przypominamy, że rok temu nieplanowany 6 tygodniowy przestój Temelina kosztował CEZ około 2 mld CZK). Wynik na tej działalności mógłby być nawet wyższy gdyby nie otoczenie spadających spotowych cen energii (około -5-6% w relacji do 3Q'09) oraz ponoszone już koszty uruchamianych farm wiatrowych w Rumunii (około 300 mln CZK kwartalnie). W przypadku segmentu dystrybucji spodziewamy się nieznacznego obniżenia zysków, co będzie miało związek z konsolidacją strat albańskiej spółki dystrybucyjnej oraz nadal ujemnymi dynamikami na wolumenie przesłanej energii (w Czechach zużycie spadło w 4Q'09 o około 3% r/r vs. -7% w 3Q'09). Segment wydobywczy z kolei powinien utrzymać strumień EBITDA na zbliżonym poziomie w relacji do ubiegłego roku (niższy wolumen zneutralizowany przez wyższe ceny). Sezonowego spadku wyników oczekujemy natomiast na pozostałej działalności, podobnie jak to miało miejsce w poprzednich latach. Ostatecznie na poziomie EBIT CEZ powinien poprawić wyniki r/r o około 8%. Dynamika w przypadku zysku netto będzie jednak znacznie wyższa z uwagi na konsolidację metodą praw własności przejętych spółek tureckich (SEDAS i Akenerji) oraz niemieckiej kopalni MIBRAG (łącznie około 0,5 mld CZK). Pozytywny wpływ na wynik z działalności finansowej będzie mieć także opcja na akcje MOL (wg. naszych szacunków +0,6 mld CZK vs. około -3 mld CZK rok temu).



Chemia

 Analityk:
Kamil Kliszcz

Ciech

Trzymaj

 P/E 2009 - EV/EBITDA 2009 6,8 **Cena bieżąca 30,86 PLN**
 P/E 2010 21,4 EV/EBITDA 2010 6,7 **Cena docelowa 39,90 PLN**

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	834,9	811,1	2,9%	3 560,1	3 781,3	-5,9%	3 810,0	3 560,1	7,0%
EBITDA	62,8	40,8	53,8%	372,8	459,7	-18,9%	413,4	372,8	10,9%
marża	7,5%	5,0%	-	10,5%	12,2%	-	10,9%	10,5%	-
EBIT	7,0	-6,0	-	147,3	256,4	-42,5%	210,0	147,3	42,5%
Zysk brutto	-26,0	-50,8	-	-22,1	95,8	-	86,7	-22,1	-
Zysk netto	-21,1	-45,4	-	-45,9	44,5	-	70,3	-45,9	-

Istotna poprawa w segmencie organicznym

W wynikach 4Q'09 pozytywnie zaskoczyć powinien segment organiczny, co będzie związane z obserwowaną poprawą marż praktycznie na wszystkich grupach produktowych. W przeliczeniu na PLN spread na TDI, a więc najważniejszym produkcie stanowiącym 40-50% przychodów dywizji, wzrósł według naszych szacunków aż o 29% q/q. Przy oczekiwanym wyższym wolumenie, a także lekkiej poprawie rentowności na żywicach epoksydowych i EPI, EBIT segmentu organicznego w 4Q'09 szacujemy na -2 mln PLN vs. -40 mln PLN rok wcześniej i -18 mln PLN w 3Q'09. W przypadku segmentu sodowego spodziewamy się spadku wyniku operacyjnego w ujęciu q/q o około 7 mln PLN do poziomu 27 mln PLN z uwagi na sygnalizowane przez Spółkę możliwe przesunięcie księgowania części przychodów kawernowych na 1Q'10. Nadal słabo będzie wyglądać sytuacja w dywizji agro, gdzie niskie wolumeny sprzedaży nawozów i niskie marże w połączeniu z sezonowym brakiem przychodów w kategorii środków ochrony roślin mogą skutkować pogłębieniem straty operacyjnej (-20 mln PLN vs. -15 mln PLN w 3Q'09). Ostatecznie skonsolidowany wynik operacyjny powinien sięgnąć 7 mln PLN, ale z uwagi na ujemne saldo na działalności finansowej (odsetki od kredytów i ujemne różnice kursowe) Spółka ponownie zanotuje w kwartale stratę netto. Zwracamy uwagę, że na poziomie działalności finansowej Ciech może dokonać księgowej zmiany dotyczącej rachunkowości zabezpieczeń, co może wpłynąć na ostateczny wynik netto in plus, ale w naszych prognozach tej operacji nie uwzględniamy.


Rafineryjny

 Analityk:
Kamil Kliszcz

Lotus

Redukuj

P/E 2009	4,7	EV/EBITDA 2009	10,5	Cena bieżąca	27,66 PLN
P/E 2010	9,2	EV/EBITDA 2010	11,6	Cena docelowa	26,60 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	4 262,5	3 772,7	13,0%	14 559,0	16 294,7	-10,7%	18 048,2	14 559,0	24,0%
EBITDA	163,0	-581,7	-	720,3	169,2	325,7%	777,0	720,3	7,9%
marża	3,8%	-15,4%	-	4,9%	4,7%	-	4,3%	4,9%	-
EBIT	90,0	-661,1	-	428,0	-145,8	-	439,5	428,0	2,7%
Zysk brutto	127,0	-1 112,7	-	981,6	-504,2	-	484,7	981,6	-50,6%
Zysk netto	102,9	-903,8	-	762,6	-453,9	-	392,1	762,6	-48,6%

Zaległa marża wydobywcza i efekt LIFO

Naszym zdaniem wyniki Lotosu za 4Q'09 potwierdzą naszą tezę, iż bardzo dobry rezultat segmentu rafineryjnego wypracowany w 3Q'09 nie jest powtarzalny i nie stanowił znaku strukturalnej poprawy rentowności Spółki (efekt operacyjnych różnic kursowych oraz mocnego rynku asfaltów). W ostatnim kwartale roku EBIT na działalności rafineryjnej (38 mln PLN) z uwagi na słabe marże i niski dyferencjał będzie budowany głównie przez dodatni efekt LIFO (około 83 mln PLN vs. 86 mln PLN w 3Q'09 i -893 mln PLN w 4Q'08). Nie spodziewamy się także, wbrew wcześniejszym zapowiedziom Zarządu, iż udało się w końcówce roku zwiększyć poziom przerobu dzięki nowej instalacji CDU, gdyż nie pozwalały na to cracki na poszczególnych produktach. W końcu Lotus powinien natomiast rozpoznać marżę wydobywczą na ropie Petrobalticu, której rafineria praktycznie nie przerabiała w pierwszych trzech kwartałach roku. W tym kontekście EBIT segmentu wydobywczego może sięgnąć 45,8 mln PLN przy założeniu przerobu 95 tys. ton ropy z szelfu bałtyckiego. Pozytywnej kontrybucji spodziewamy się również ze strony segmentu detalicznego, ale ze względu na sezonowy spadek wolumenów będzie to tylko około 6 mln PLN vs. 17 mln PLN w 3Q'09. Ostatecznie skonsolidowany wynik operacyjny powinien sięgnąć 90 mln PLN. Na działalności finansowej saldo powinno być dodatnie i naszym zdaniem wyniesie około 37 mln PLN i będzie przede wszystkim zasługą przeszacowania wartości kredytów walutowych w kwocie (55 mln PLN).


Energetyka

 Analityk:
Kamil Kliszcz

PGE

Kupuj

P/E 2009	11,9	EV/EBITDA 2009	5,6	Cena bieżąca	23,35 PLN
P/E 2010	12,4	EV/EBITDA 2010	5,7	Cena docelowa	27,49 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	6 511,9	5 688,8	14,5%	22 382,3	20 597,8	8,7%	22 036,6	22 382,3	-1,5%
EBITDA	1 995,8	1 693,3	17,9%	7 958,9	5 846,9	36,1%	7 788,4	7 958,9	-2,1%
marża	30,6%	29,8%	-	35,6%	28,4%	-	35,3%	35,6%	-
EBIT	1 283,9	1 023,5	25,5%	5 309,7	3 262,3	62,8%	5 010,8	5 309,7	-5,6%
Zysk brutto	1 348,4	877,1	34,9%	5 364,3	3 169,5	64,0%	5 072,8	5 199,3	-2,4%
Zysk netto	860,9	512,6	54,9%	3 382,8	1 920,2	72,7%	3 256,3	3 316,2	-1,8%

Poprawa r/r, wiele one-offów w bazie odniesienia

Wyniki operacyjne PGE w 4Q'09 powinny okazać się znacząco lepsze w relacji do analogicznego okresu 2008 roku, aczkolwiek ze względu na szereg czynników jednorazowych z 4Q'08 dynamika na poszczególnych segmentach będzie się znacznie różnić. W przypadku najważniejszego obszaru, a więc wytwarzania energii i wydobywania, spodziewamy się spadku EBIT z 1,3 mld PLN w 4Q'08 do 0,9 mld PLN. Zwracamy jednak uwagę, że wynik z 2008 był zniekształcony rozwiązaniem rezerwy na rekultywację w KWB Bełchatów w kwocie 530 mln PLN. Dodatkowo rok temu PGE zaksięgowoło aż 530 mln PLN przychodów z tytułu rekompensat KDT, podczas gdy w 4Q'09 oczekujemy na tej pozycji tylko 300 mln PLN. Po wyłączeniu tych efektów jednorazowych EBIT wzrosłyby dzięki wyższym cenom energii o prawie 400 mln PLN r/r. W ujęciu q/q wzrost EBIT wyniesie około 160 mln PLN co będzie wynikać z sezonowo wyższych wolumenów i wyższych przychodów z żółtych certyfikatów. W przypadku segmentu dystrybucji EBIT szacujemy na 124 mln PLN vs. 60 mln PLN w 3Q'09 i -152 mln PLN w 4Q'08 (wówczas zaksięgowano 200 mln PLN rezerw aktuarialnych). Zysk na sprzedaży hurtowej z kolei powinien sięgnąć około 52 mln PLN vs. -192 mln PLN rok wcześniej, aczkolwiek w tym wypadku również baza jest zaniziona o 271 mln PLN rezerwy związanej na spór z firmą Atel. Podobnie jak w poprzednich kwartałach 2009 roku nadal spodziewamy się dobrych rezultatów w segmencie detalicznym, którego EBIT szacujemy na 111 mln PLN. Ostatecznie skonsolidowany zysk operacyjny PGE powinien sięgnąć prawie 1,2 mld PLN. Na poziomie działalności finansowej w relacji do poprzednich kwartałów tego roku jedyną istotną różnicą powinny być dodatkowe przychody z odsetek od zaksięgowanych w grudniu środków pozyskanych w ramach IPO.


Gaz

PGNiG

Akumuluj

 Analitik:
Kamil Kliszcz

 P/E 2009 26,9 EV/EBITDA 2009 5,4
P/E 2010 11,5 EV/EBITDA 2010 5,7

Cena bieżąca 3,79 PLN
Cena docelowa 4,11 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	5 112,6	5 520,0	-7,4%	18 774,1	18 432,0	1,9%	18 794,6	18 774,1	0,1%
EBITDA	1 505,3	-236,9	-	2 430,3	2 264,9	7,3%	4 109,7	2 430,3	69,1%
marża	29,4%	-4,3%	-	12,9%	12,3%	-	21,9%	12,9%	-
EBIT	1 135,9	-602,9	-	951,5	839,9	13,3%	2 391,9	951,5	151,4%
Zysk brutto	1 135,9	-586,9	-	1 049,0	974,6	7,6%	2 392,3	1 049,0	128,0%
Zysk netto	920,1	-310,0	-	832,9	904,6	-7,9%	1 937,8	832,9	132,7%

Bardzo dobry kwartał dla wszystkich segmentów

Według naszych szacunków w 4Q PGNiG powinien wypracować bardzo dobre wyniki operacyjne praktycznie we wszystkich segmentach działalności. Największą poprawę w ujęciu r/r zanotuje jednak segment obrotu, co będzie wynikać z dodatniego spreadu na importowanym gazie (około 170 PLN/tys.m³) podczas gdy rok wcześniej Spółka notowała jednostkową stratę sięgającą 500 PLN/tys. m³. Prognozujemy, że dzięki tej korzystnej zmianie warunków makro PGNiG poprawi wynik na regulowanym handlu aż o 1,6 mld PLN i EBIT na tej działalności wyniesie 717 mln PLN vs. -845 mln PLN rok wcześniej i 481 mln PLN w 3Q'09 (poprawa q/q to przede wszystkim skutek sezonowego wzrostu wolumenu o około 1,4 mld m³). Lepszy rezultat r/r i q/q powinien wypracować również segment wydobywczy (200 mln PLN vs. 85 mln PLN rok temu i 21,3 mln PLN w poprzednim kwartale), co będzie związane z oczekiwanymi niższymi odpisami na nieudane odwierty i aktywa kopalniane (ponad 100 mln PLN w 4Q'08 i 150 mln PLN w 3Q'09), a także wyższymi cenami ropy (+37% r/r i +6% q/q) oraz wzrostem wolumenów sprzedaży (+40 tys. ton q/q, co wynikało z przestoju remontowego w kopalni Dębno). W przypadku segmentu dystrybucyjnego poprawa EBIT w ujęciu r/r (215 mln PLN vs. 153 mln PLN) to zasługa podwyżki taryf sieciowych w czerwcu 2009 średnio o 14%, przy nieco wyższej amortyzacji. Ostatecznie skonsolidowany zysk operacyjny może przekroczyć 1,1 mld PLN. Na poziomie działalności finansowej nie zakładamy neutralnego salda, aczkolwiek w raporcie rocznym Spółka może zdecydować się na jakieś pozytywne przeszacowania związane z EuRoPolGazem w związku z ustaleniami dotyczącymi długoterminowego poziomu rentowności tej spółki.


Rafinerijny

PKN Orlen

Kupuj

 Analitik:
Kamil Kliszcz

 P/E 2009 10,0 EV/EBITDA 2009 5,8
P/E 2010 10,4 EV/EBITDA 2010 5,0

Cena bieżąca 33,43 PLN
Cena docelowa 38,20 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	17 568,4	16 449,0	6,8%	67 689	79 535,0	-14,9%	80 186,0	67 689,4	18,5%
EBITDA	936,1	-1 275,0	-	3 634	887,6	309,4%	4 121,0	3 634,1	13,4%
marża	5,3%	-7,8%	-	5,4%	1,1%	-	5,1%	5,4%	-
EBIT	287,9	-1 965,0	-	1 051	-1 603,8	-	1 456,4	1 050,9	38,6%
Zysk brutto	564,0	-3 586,0	-	1 736	-2 915,9	-	1 683,4	1 736,0	-3,0%
Zysk netto	464,3	-3 047,0	-	1 470	-2 505,7	-	1 376,4	1 470,3	-6,4%

Rafineria nadal pod presją, możliwe efekty jednorazowe

W 4Q'09 sytuacja w segmencie rafinerijnym nadal pozostawała trudna. Poprawił się co prawda nieco dyferencjał Ural/Brent, ale tendencja spadkowa na marżach produktowych wyhamowała dopiero pod koniec grudnia. W tym kontekście rafinerie Orlenu, w szczególności Możejki nie mogły wykorzystywać w pełni swojego potencjału produkcyjnego. Dodatkowym obciążeniem dla segmentu były nieplanowane przestoje w Unipetrolu. Stąd wynik operacyjny na tej działalności liczony wg. LIFO będzie naszym zdaniem ujemny i sięgnie -126 mln PLN. Efekt przeszacowania zapasów prognozujemy na +254 mln PLN, tak więc raportowany EBIT rafinerijny wyniesie 168 mln PLN vs. 137 mln PLN w 3Q'09 (wtedy wynik był obciążony na około 150 mln PLN kosztami przestoju HOG w Płocku) i -1,8 mld PLN w 4Q'08. Dobrych rezultatów spodziewamy się po segmencie detalicznym, który co prawda zanotuje sezonowe obniżenie wolumenów i będzie obciążony lekkim spadkiem marż na stacjach benzynowych, ale wciąż będzie najbardziej zyskowym obszarem działalności Grupy (EBIT 212 mln PLN vs. 363 mln PLN w 3Q'09 i 165 mln PLN w 4Q'08). W przypadku segmentu petrochemicznego oczekujemy utrzymania rezultatów na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału (50 mln PLN vs. 65 mln PLN w 3Q'08 i -64 mln PLN w 4Q'08). Wynik na tej działalności mógłby być lepszy ze względu na sygnalizowany przez Spółkę wzrost wolumenów sprzedaży petrochemikaliów, ale ten efekt będzie zneutralizowany przez niższe marże w segmencie nawozowym. Ostatecznie raportowany skonsolidowany EBIT powinien się ukształtować na poziomie 288 mln PLN. Dzięki dodatniemu saldu na działalności finansowej (łącznie z zyskiem z Polkomtela 276 mln PLN) zysk netto będzie jednak istotnie wyższy i wyniesie 464 mln PLN. Zwracamy jednocześnie uwagę, że w 4Q Zarząd podjął szereg inicjatyw uwalniających gotówkę (faktoring, transakcje na zapasach), które mogą mieć wpływ na raportowane wyniki Spółki, ale skalę tych jednorazowych czynników trudno jest oszacować.


Chemia

Police

Trzymaj

 Analitik:
Kamil Kliszcz

 P/E 2009 -
P/E 2010 50,3
EV/EBITDA 2009 -
EV/EBITDA 2010 6,7

Cena bieżąca 5,95 PLN
Cena docelowa 5,50 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	284,0	218,6	29,9%	1 365,2	2 403,6	-43,2%	1 501,7	1 365,2	10,0%
EBITDA	-44,7	-218,9	-	-331,4	230,1	-	76,0	-331,4	-
marża	-15,7%	-100,1%	-	-24,3%	9,6%	-	5,1%	-24,3%	-
EBIT	-65,2	-236,5	-	-412,4	164,0	-	-7,8	-412,4	-
Zysk brutto	-60,7	-370,2	-	-415,9	41,2	-	-24,8	-415,9	-
Zysk netto	-49,2	-313,0	-	-372,4	28,7	-	-24,8	-372,4	-

Wzrost wolumenów, ale marże nadal ujemne

W ostatnim kwartale 2009 roku Police nadal będą daleko od poziomu break even, a strata operacyjna sięgnie 65 mln PLN. Oczekujemy co prawda znacznego wzrostu wolumenów sprzedaży nawozów w ujęciu q/q do poziomu 220 tys. ton (114 tys. ton w 3Q'09), ale wprowadzona w październiku obniżka cen produktów średnio o 30% w istotnej mierze zneutralizuje ten pozytywny efekt na przychodach (nie spodziewamy się jednak w związku z tym odpisu wartości zapasów, gdyż wg. deklaracji Spółki ta obniżka została już uwzględniona w bilansie 3Q'09). Pozytywnie na rentowność w ujęciu q/q powinny wpływać spadki cen fosforytów i soli potasowej (około -18% q/q), ale mimo tego według naszych szacunków Policom udało się w 4Q pokryć tylko część kosztów stałych, które w 3Q'09 wynosiły około 90 mln PLN. Przy porównywaniu wyników q/q zwracamy ponadto uwagę, że raport za poprzedni kwartał został obciążony odpisem wartości produktów i surowców na kwotę ponad 40 mln PLN, tak więc nasza prognoza implikuje zmniejszenie starty operacyjnej o około 35 mln PLN.


Chemia

ZA Puławy

Trzymaj

 Analitik:
Kamil Kliszcz

 P/E 09/10 21,3
P/E 10/11 17,5
EV/EBITDA 09/10 7,3
EV/EBITDA 10/11 5,1

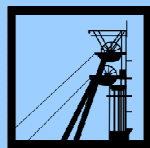
Cena bieżąca 75,65 PLN
Cena docelowa 72,05 PLN

(mln PLN)	IIQ2009/10P	IIQ2008/09	zmiana	1H2009/10P	1H2008/09	zmiana	2009/10P	2008/09	zmiana
Przychody	412,9	514,9	-19,8%	796,2	1 189,7	-33,1%	2 028,4	2 396,8	-15,4%
EBITDA	-13,6	90,0	-	-43,6	271,3	-	139,0	407,2	-65,9%
marża	-3,3%	17,5%	-	-5,5%	22,8%	-	6,9%	17,0%	-
EBIT	-30,3	72,9	-	-77,1	241,0	-	67,9	338,3	-79,9%
Zysk brutto	-21,3	-12,0	-	-61,1	173,9	-	83,7	241,2	-65,3%
Zysk netto	-17,1	-10,2	-	-48,1	140,0	-	67,8	194,6	-65,2%

Lepiej niż w 3Q, ale nadal strata operacyjna

W 2Q'2009/10 wyniki ZA Puławy nadal będą pod presją trudnej sytuacji na rynku nawozowym. Spółka będzie szczególnie odczuwać negatywne tendencje na sprzedaży krajowej w związku z przeprowadzonymi przez producentów w październiku obniżkami cen. Z kolei w związku z aktualnie niskim poziomem eksportu obserwowane w końcówce roku pozytywne tendencje cenowe na moczniku i RSM w portach europejskich będą miały niewielki wpływ na rentowność ZAP. Znaczącej poprawy spodziewamy się natomiast w segmencie chemikaliów, co będzie wynikać zarówno z wyraźnego rozszerzenia spreadów na melaminie i kaprolaktamie w ujęciu q/q (odpowiednio +14% i +11% w przeliczeniu na PLN), jak i wyższych wolumenów sprzedaży w efekcie rosnącego popytu oraz braku przestojów remontowych (w 3Q'09 prawie miesiąc nie pracowała instalacja kaprolaktamu). Wynik operacyjny w związku z dokonaną zmianą rachunkowości zabezpieczeń powinien wesprzeć także zysk na hedgingu w kwocie około 7 mln PLN. Ostatecznie jednak ZAP nie uda się przekroczyć break even, a strata EBIT sięgnie -30 mln PLN. Na poziomie netto wynik ten będzie nieco poprawiony przez dodatnie saldo na działalności finansowej.

Górnictwo węgla


Górnictwo węgla

LW Bogdanka

Kupuj

 Analitik:
Michał Marczak

 P/E 2009 10,3
P/E 2010 11,4

 EV/EBITDA 2009 4,6
EV/EBITDA 2010 5,5

Cena bieżąca 75,1 PLN
Cena docelowa 80,1 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	322,9	-	-	1 173,6	1 033,3	13,6%	1 184,0	1 173,6	0,9%
EBITDA	76,3	-	-	395,7	339,6	16,5%	388,9	395,7	-1,7%
marża	23,6%	-	-	33,7%	32,9%	-	32,8%	33,7%	-
EBIT	47,1	-	-	260,4	203,5	28,0%	243,3	260,4	-6,5%
Zysk brutto	47,2	-	-	264,6	201,9	31,0%	238,3	264,6	-9,9%
Zysk netto	29,9	-	-	204,3	156,0	30,9%	184,0	204,3	-9,9%

Rezerwy obniżą dobre wyniki operacyjne

Zgodnie z prognozą zarządu na 2009 rok w 4Q2009 spółka powinna wypracować 294 mln PLN przychodów i niespełna 4 mln PLN zysku netto. Naszym zdaniem prognoza zarządu - uwzględniająca dodatkowe rezerwy na świadczenia pracownicze i aktuarialne rezerwy na likwidację kopalni - jest zachowawcza. Biorąc pod uwagę prognozowany wolumen sprzedaży (1,35-1,4 mln ton) i nadal wysokie ceny węgla, uważamy, że spółka jest w stanie wypracować zysk netto na poziomie ok. 30 mln PLN. Przy ocenie wyników istotną rolę mogą odegrać dodatkowe rezerwy zawiązane przez zarząd. Szczegółowa ich analiza wykaże, czy ich celem nie jest przesunięcie wyniku na rok kolejny. Wprawdzie dla cen krajowych nie jest to bezpośredni odnośnik, ale w 4Q2009 średnia cena węgla w portach ARA wzrosła w stosunku do poprzedniego kwartału o 10%. W pierwszych tygodniach 1Q2010 jest o kolejne 20% wyższa niż w końcu 2009 roku. Stwarza to mniejszą presję na import węgla, co nie powinno w 2010 roku wpływać na istotne w relacji do 2009 obniżki cen.

Telekomunikacja



Telekomunikacja

 Analityk:
Michał Marczak

Netia

Trzymaj

 P/E 2009 - EV/EBITDA 2009 5,5
 P/E 2010 48,3 EV/EBITDA 2010 4,7

Cena bieżąca 4,64 PLN
Cena docelowa 4,30 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	372,3	369,1	0,9%	1 491,9	1 112,4	34,1%	1 525,4	1 491,9	2,2%
EBITDA	69,8	57,6	21,3%	292,0	170,6	71,1%	323,5	292,0	10,8%
marża	18,8%	15,6%	-	19,6%	15,3%	-	21,2%	19,6%	-
EBIT	-1,2	-14,7	-	-2,1	-99,7	-	33,7	-2,1	-
Zysk brutto	0,6	-10,8	-	-10,4	231,9	-	45,6	-10,4	-
Zysk netto	1,0	-10,1	-	-10,4	230,6	-	37,4	-10,4	-

Wzrost bazy abonenckiej obniży marżę EBITDA

4Q będzie pierwszym kwartałem, kiedy spółka przestanie wykazywać wysoką dynamikę wzrostu przychodów r/r wynikającą z przejścia Tele2 Polska. Oczekujemy, że przychody Netii ukształtują się na poziomie zbliżonym do 4Q2008. Dodatni wpływ na przychody ma rosnąca baza abonencka użytkowników szerokopasmowego dostępu do Internetu (bardzo dobra sprzedaż w ostatnich miesiącach roku i przekroczenie prognozy zarządu) oraz klientów WLR. Negatywny wpływ na poziom przychodów będzie miało obniżenie sprzedaży na rzecz Play, zgodnie z umową zawartą pomiędzy stronami w ub. r. Dynamiczny wzrost bazy abonenckiej to wyższe koszty związane z pozyskaniem abonenta, co w wynikach kwartalnych odbije się na niższej marży EBITDA. W wynikach nie zakładamy zdarzeń jednorazowych, które podwyższyły wynik za 3Q2009.



Telekomunikacja

 Analityk:
Michał Marczak

TPSA

Akumuluj

 P/E 2009 14,9 EV/EBITDA 2009 4,2
 P/E 2010 12,9 EV/EBITDA 2010 4,0

Cena bieżąca 16,05 PLN
Cena docelowa 19,20 PLN


(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	4 055,4	4 579,0	-11,4%	16 610,4	18 165,0	-8,6%	16 163,2	16 610,4	-2,7%
EBITDA	1 630,2	1 569,0	3,9%	6 430,2	7 630,0	-15,7%	6 494,2	6 430,2	1,0%
marża	40,2%	34,3%	-	38,7%	42,0%	-	40,2%	38,7%	-
EBIT	576,4	474,0	21,6%	2 215,4	3 313,0	-33,1%	2 416,0	2 215,4	9,1%
Zysk brutto	518,4	99,0	423,6%	1 785,4	2 593,0	-31,1%	2 056,0	1 785,4	15,2%
Zysk netto	415,1	179,0	131,9%	1 444,1	2 188,0	-34,0%	1 663,4	1 444,1	15,2%

Kluczem pozostaje zapowiedź przyszłej polityki dywidendowej

W 4Q spodziewamy się, że przychody TP obniżą się o 10% r/r, na co wpływ będzie miało: obniżenie stawek MTR o ponad 50% r/r, obniżenie w październiku stawek F2M o ponad 20% oraz dalsza erozja liczby abonentów telefonii stacjonarnej (-150 tys. w kwartale). W 4Q spółka nie była jeszcze w stanie wprowadzić do sprzedaży konkurencyjnej cenowo oferty w szerokopasmowym dostępie do Internetu (należy zakładać brak wzrostu liczby abonentów). Porozumienie z UKE zawarte pod koniec października dopiero daje taką możliwość i jego efekty będą widoczne w 1Q2010. W 4Q pozytywny wpływ na wyniki powinno mieć obniżenie kosztów osobowych oraz mniejsze wydatki związane z nieruchomościami (łącznie -40 mln PLN). Nie oczekujemy, żadnych nowych informacji ws. sporu z DPTG ani dodatkowych rezerw tworzonych przez spółkę na ten cel. Przy porównaniu wyników kwartalnych r/r należy pamiętać, że w 4Q2008 spółka utworzyła rezerwę na restrukturyzację zatrudnienia w wysokości 182 mln PLN (nadal nie w pełni wykorzystana). Zakładamy, że spółka osiągnie zakładany przez zarząd FCF na poziomie 3 mld PLN w całym 2009 roku.

W wynikach za kluczowe uważamy to, jaka będzie rekomendacja zarządu dotycząca dywidendy z zysku za 2009 (oczekujemy, że cały zysk zostanie wypłacony akcjonariuszom, 1,08 PLN na akcję) oraz to, czy w związku z wyższym CAPEXem zmieni się dotychczasowa polityka dywidendowa spółki (1,5 PLN na akcję). Zarząd powinien ogłosić również cele finansowe na rok 2010. Te elementy zdeterminują sentyment do spółki w kolejnych tygodniach.


Media

		Media					Agora		Kupuj		
				Analitik: Piotr Grzybowski		P/E 2009	29,8	EV/EBITDA 2009	7,6	Cena bieżąca	20,40 PLN
						P/E 2010	17,5	EV/EBITDA 2010	5,7	Cena docelowa	23,70 PLN
(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana		
Przychody	296,0	335,9	-11,9%	1 124,2	1 277,7	-12,0%	1 135,2	1 124,2	1,0%		
EBITDA	35,1	24,5	43,4%	127,6	128,4	-0,6%	156,9	127,6	23,0%		
marża	11,9%	7,3%	-	11,3%	10,0%	-	13,8%	11,3%	-		
EBIT	13,2	1,8	635,7%	43,4	128,4	-66,2%	156,9	43,4	261,9%		
Zysk brutto	13,5	-25,1	-	43,8	47,9	-8,6%	75,6	43,8	72,8%		
Zysk netto	11,4	-30,7	-	35,8	23,3	53,9%	61,3	35,8	70,9%		

Za nami udany kwartał

Czwarty kwartał w Agorze powinien być kontynuacją trendu obserwowanego w trzecim kwartale, a więc spadku przychodów reklamowych, połączonego jednak z głębokimi cięciami kosztów, które ostatecznie pozwalają na osiągnięcie dobrych jak na ten etap cyklu koniunkturalnego wyników finansowych. Przychody reklamowe spadną o 16,8% do 198 mln PLN. Słabiej niż w poprzednich kwartałach zachowywał się przy tym według nas segment outdooru, gdzie Agora zanotuje 19% spadek przychodów. Pozostałe segmenty powinny zanotować niższe ujemne dynamiki, niż w poprzednich dwóch kwartałach (-20,7% prasa, -14% czasopisma, -21% radio).

Nieznacznie niższe niż przed rokiem będą też według nas przychody ze sprzedaży kolekcji wydawniczych (22,0 mln PLN vs. 23,2 mln PLN w 4Q2008). Wzrosnąć r/r powinny przychody z tytułu sprzedaży wydawnictw (48,4 mln PLN w 4Q2008 do 49 mln PLN, głównie na skutek podwyżek cen *Gazety Wyborczej*) oraz pozostałe przychody. Wśród kosztów mocno zredukowane na skutek przeprowadzonej restrukturyzacji powinny zostać koszty wynagrodzeń (68,0 mln PLN vs. 80,4 mln PLN przed rokiem) oraz koszty reprezentacji i reklamy (45,4 mln PLN vs. 57,8 mln PLN w 4Q2008). Na skutek niższych przychodów z kolekcji nieznacznie spaść powinny również koszty materiałów i energii (54,0 mln PLN vs. 55,1 mln PLN w ubiegłym roku). W rezultacie zysk operacyjny spółki sięgnie 13,2 mln PLN przy 1,8 mln PLN przed rokiem.

		Media		Cyfrowy Polsat			Akumuluj				
				Analitik: Piotr Grzybowski		P/E 2009	18,2	EV/EBITDA 2009	13,0	Cena bieżąca	15,07 PLN
						P/E 2010	14,0	EV/EBITDA 2010	9,8	Cena docelowa	14,90 PLN
(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana		
Przychody	338,8	316,5	7,1%	1 314,3	1 136,3	15,7%	1 380,8	1 314,3	5,1%		
EBITDA	53,1	48,1	10,4%	304,5	347,8	-12,5%	395,8	304,5	30,0%		
marża	15,7%	15,2%	-	23,2%	30,6%	-	28,7%	23,2%	-		
EBIT	40,1	40,2	-0,1%	265,5	324,3	-18,1%	353,2	265,5	33,0%		
Zysk brutto	41,2	51,8	-20,4%	275,9	333,7	-17,3%	356,7	275,9	29,3%		
Zysk netto	32,2	41,3	-21,9%	222,1	269,8	-17,7%	288,9	222,1	30,1%		

Podobnie jak przed rokiem

Wyniki czwartego kwartału będą według nas na poziomie operacyjnym kształtować się na porównywalnym poziomie, jak przed rokiem. Na poziomie netto wynik będzie niższy ze względu na bazę zawyżoną przez strukturę zabezpieczającą kurs walutowy. Dynamiczny wzrost bazy abonenckiej (3,2 mln abonentów na koniec roku) wpłynął naszym zdaniem na wzrost przychodów abonamentowych do 314 mln PLN. Na skutek sezonowości (niższy wpływ na wynik zmian stanu zapasów dekoderek) dużo niższe niż w poprzednich kwartałach powinny być pozostałe przychody operacyjne (4,0 mln PLN).

Wymiana dekoderek umożliwiona najstarszym stażem abonentom, wzrost kosztów energii oraz kosztów obsługi systemu informatycznego, wpłyną na wzrost pozostałych kosztów operacyjnych do 43 mln PLN. Do 22,5 mln PLN wzrosną też koszty przesyłu sygnału (dodatkowy transponder+wzrost liczby abonentów). Koszty licencji programowych sięgną 90,5 mln PLN.


Media

 Analityk:
Piotr Grzybowski

TVN

 P/E 2009 18,2 EV/EBITDA 2009 11,3
 P/E 2010 33,5 EV/EBITDA 2010 11,1

Kupuj

Cena bieżąca 13,76 PLN
Cena docelowa 14,60 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	639,2	584,2	9,4%	2 102,7	1 897,3	10,8%	2 423,5	2 102,7	15,3%
EBITDA	155,4	240,1	-35,3%	610,5	711,4	-14,2%	620,2	610,5	1,6%
marża	24,3%	41,1%	-	29,0%	37,5%	-	25,6%	29,0%	-
EBIT	98,4	219,1	-55,1%	428,8	631,9	-32,1%	389,3	428,8	-9,2%
Zysk brutto	7,8	124,1	-93,7%	287,0	447,6	-35,9%	175,9	287,0	-38,7%
Zysk netto	14,3	100,3	-85,7%	261,8	363,7	-28,0%	142,5	261,8	-45,6%

Kwartał z piętnym rolowaniem długu

Na wynikach czwartego kwartału w TVN mocno zaważy naszym zdaniem przeprowadzone w tym okresie rolowanie obligacji senior notes. Przychody Grupy wzrosną w porównaniu do 4Q08 roku o 9,4% do 639,2 mln PLN, przy czym przychody reklamowe zanotują około 11% spadku. Duży wzrost bazy abonenckiej segment płatnej telewizji okupił naszym zdaniem sporymi kosztami i w rezultacie osiągnie około 111 mln PLN przychodów (100 mln PLN konsolidowanych), przy 45 mln PLN straty na poziomie EBITDA.

Na poziomie finansowym spółka pokaże sporo kosztów związanych z rolowaniem zadłużenia: 27 mln PLN z tytułu zapłaconej opcji wcześniejszego wykupu, 30 mln PLN niezamortyzowanych kosztów starej emisji. Prócz tego blisko dwukrotnie wzrósł średni poziom zadłużenia w kwartale, a dodatkowo przez pewien okres (około 3 tygodnie) spółka ponosiła koszty obsługi obydwu emisji, co wiązać się będzie z kosztami odsetkowymi na poziomie około 85 mln PLN. Częściowo koszty te będą zrekompensowane przychodami odsetkowymi z utrzymywanych nadwyżek gotówki (około 11 mln PLN). Trudne do oszacowania są w tym kwartale różnice kursowe, gdyż nieznane są bliżej skala i tempo wymiany pozyskanych z emisji środków walutowych na PLN wpływających na powstanie ekspozycji walutowej netto. W prognozie przyjmujemy, że zyski z różnic kursowych sięgną 18,1 mln PLN. Dodatkowym zdarzeniem wpływającym na podwyższenie przychodów finansowych, które również pozostaje trudne do oszacowania jest wycena opcji earn-out, która na koniec trzeciego kwartału miała wartość ponad 220 mln PLN. W prognozie zakładamy odpis 30 mln PLN z jej wartości.


Media

 Analityk:
Piotr Grzybowski

WSiP

 P/E 2009 13,3 EV/EBITDA 2009 8,9
 P/E 2010 12,7 EV/EBITDA 2010 8,6

Trzymaj

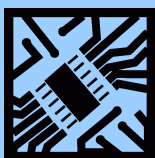
Cena bieżąca 16,37 PLN
Cena docelowa 17,20 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	21,6	35,6	-39,3%	196,2	198,2	-1,0%	198,2	196,2	1,0%
EBITDA	-1,6	-0,7	-	41,2	50,0	-17,6%	42,7	41,2	3,6%
marża	-7,5%	-1,9%	-	21,0%	25,2%	-	21,5%	21,0%	-
EBIT	-2,9	-1,8	-	37,2	46,3	-19,7%	38,6	37,2	3,8%
Zysk brutto	-2,4	-1,0	-	37,7	48,2	-21,8%	39,6	37,7	5,2%
Zysk netto	-2,4	-1,8	-	30,5	39,1	-22,1%	32,0	30,5	5,2%

Niedaleko od prognoz zarządu

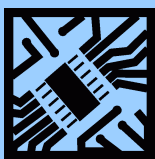
Spodziewamy się, że wyniki czwartego kwartału nie pozwolą osiągnąć zakładanego przez zarząd w całym roku 30 mln PLN zysku netto na poziomie spółki-matki (wynik taki zostanie osiągnięty na poziomie skonsolidowanym), jednak poziom odchylenia powinien być niewielki i nie przekroczyć 1 mln PLN. Na poziomie skonsolidowanym przychody spółki powinny sięgnąć 21,6 mln PLN (wzrost o około 15% po skorygowaniu realizowanego w zeszłym roku kontraktu dla MEN i kolekcje wydawnicze), a marża brutto kształtować się powinna na dobrym poziomie 46%. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu spadną do 18,6 mln PLN z 25,2 mln PLN (efekt braku powyższych projektów). Oczekujemy również standardowych dla czwartego kwartału rozwiązań rezerw, które przełożą się na +6 mln PLN salda pozostałej działalności operacyjnej, co przełoży się na wynik operacyjny na poziomie -2,9 mln PLN, przy -1,8 mln PLN w 4Q2008. Saldo działalności finansowej zamknie się według naszych szacunków kwotą +0,5 mln PLN, wynik netto osiągnie wartość -2,4 mln PLN.

IT

		IT		AB			Kupuj		
									
		Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2009	11,3	EV/EBITDA 2009	11,0	Cena bieżąca	14,24 PLN
				P/E 2010	9,0	EV/EBITDA 2010	7,8	Cena docelowa	15,13 PLN
(mln PLN)	IIQ09/10P	IIQ08/09	zmiana	1H09/10P	1H08/09	zmiana	2009/10P	2008/09	zmiana
Przychody	968,0	986,4	-1,9%	1 590,1	1 620,3	-1,9%	2 726,4	2 839,7	-4,0%
EBITDA	19,3	42,3	-54,3%	28,3	55,0	-48,5%	37,6	83,0	-54,7%
marża	2,0%	4,3%	-	1,8%	3,4%	-	1,4%	2,9%	-
EBIT	17,1	41,2	-58,4%	24,0	52,5	-54,3%	31,8	76,5	-58,5%
Zysk brutto	15,1	14,1	6,9%	22,1	19,3	14,5%	24,7	37,5	-34,1%
Zysk netto	11,6	9,5	21,9%	16,4	13,3	23,2%	20,0	27,0	-25,8%

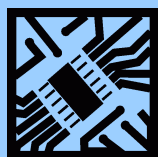
Udany kwartał

Czwarty kwartał powinien według nas przynieść dobre wyniki finansowe w AB. Na poziomie sprzedaży spodziewamy się w ramach Grupy nieznaczny spadek przychodów do 968,0 mln PLN. W ramach spółki matki prognozujemy przy tym około 12% spadek sprzedaży, zrekompensowany niemal w całości przez wzrost wolumenu obrotu w ATC. Prognozujemy marżę brutto na poziomie lekko przekraczającym 5,1%, przy kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie 24,7 mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na poziomie -8,0 mln PLN (wysokie bonusy dla marketów). Wynik operacyjny przewidujemy na poziomie 17,1 mln PLN. Saldo finansowe zamknie się według nas kwotą -2,0 mln PLN, a zaksięgowany podatek wyniesie 3,6 mln PLN. Oczekujemy zysku netto na poziomie 11,6 mln PLN.

		IT		Action			Kupuj		
									
		Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2009	14,7	EV/EBITDA 2009	10,1	Cena bieżąca	16,65 PLN
				P/E 2010	10,6	EV/EBITDA 2010	7,8	Cena docelowa	18,49 PLN
(mln PLN)	VIQ08/09P	IIQ08/09	zmiana	2008/09P	2007/08	zmiana	2009/10P	2008/09P	zmiana
Przychody	410,0	657,0	-37,6%	3 136,2	2 343,4	33,8%	2 142,3	3 136,2	-31,7%
EBITDA	7,6	28,9	-73,7%	62,2	65,3	-4,8%	49,0	62,2	-21,3%
marża	1,9%	4,4%	-	2,0%	2,8%	-	2,3%	2,0%	-
EBIT	5,4	26,6	-79,8%	49,2	57,3	-14,1%	40,1	49,2	-18,6%
Zysk brutto	4,5	23,9	-81,2%	40,3	51,1	-21,2%	33,5	40,3	-16,7%
Zysk netto	3,4	21,3	-83,8%	31,2	33,8	-7,6%	27,0	31,2	-13,6%

Na plusie mimo straty na sprzedaży aktywów

Szesty kwartał roku obrotowego 2008/2009 firmy Action miał zaledwie 2 miesiące (listopad-grudzień), co zaburza jego porównywalność z historycznymi wynikami. Szacujemy, że przychody w tym okresie sięgnęły 410 mln PLN, przy nieznacznie niższej w porównaniu do minionych kwartałów marży brutto (8,7%). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu prognozujemy na poziomie 28,3 mln PLN. Na saldzie pozostałej działalności operacyjnej spółka zaksięguje wynik na sprzedaży Action Ukraina, który według naszych szacunków obniży saldo o 1,5 mln PLN (ogółem saldo zakładamy na poziomie 2,0 mln PLN). Wynik operacyjny wyniesie 5,4 mln PLN. Koszty finansowe netto szacujemy na 0,9 mln PLN. Przewidujemy 1,5 mln PLN zaksięgowanego podatku dochodowego oraz straty przypadającej akcjonariuszom mniejszościowym na poziomie 0,5 mln PLN. Oczekiwany przez nas wynik netto to 3,4 mln PLN.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

ASBIS

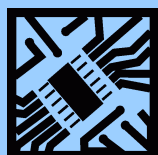
Akumuluj

P/E 2009	-	EV/EBITDA 2009	13,7	Cena bieżąca	4,53 PLN
P/E 2010	12,5	EV/EBITDA 2010	5,8	Cena docelowa	4,23 PLN

(mln USD)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	401,0	364,1	10,1%	1 130,8	1 495,3	-24,4%	1 278,4	1 130,8	13,1%
EBITDA	6,7	-1,4	-	6,8	18,2	-62,4%	17,6	6,8	158,4%
marża	1,7%	-0,4%	-	0,6%	1,2%	-	1,4%	0,6%	-
EBIT	5,8	-2,3	-	3,7	15,3	-75,6%	14,5	3,7	288,1%
Zysk brutto	4,6	-5,7	-	-1,8	7,1	-	9,3	-1,8	-
Zysk netto	4,1	-5,4	-	-1,8	4,0	-	7,5	-1,8	-

Oznaki ożywienia na rynkach wschodnich

Uważamy, że Asbis zaprezentuje dobre wyniki za czwarty kwartał, jednak nie pozwolą one na zrealizowanie planu zarządu zakładającego osiągnięcie rentowności netto za cały rok obrotowy 2009. Przychody spółki wzrosną według naszych szacunków w ujęciu r/r po raz pierwszy od 3Q2008, a za wzrost ten będą odpowiadać kluczowe dla spółki rynki Rosji, Ukrainy i Słowacji. W wartość sprzedaży przekroczy w Asbisie 400 mln USD (ponad 10% wzrost vs. 4Q2008). Na poziomie marży brutto spodziewamy się niewielkiego negatywnego wpływu różnic kursowych (około -0,7 mln USD przy -8,9 mln USD w 4Q2008), co przełoży się na marżę brutto na poziomie około 5,3%. Przeprowadzona na początku roku restrukturyzacja spowoduje, że, mimo wzrostu przychodów, koszty sprzedaży i ogólnego zarządu obniżą się z 17,1 mln USD do 15,5 mln USD. Zysk operacyjny wyniesie 5,8 mln USD, przy 2,3 mln USD straty w analogicznym okresie ubiegłego roku.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Asseco Poland

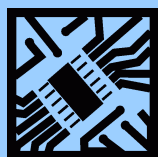
Kupuj

P/E 2009	12,5	EV/EBITDA 2009	7,8	Cena bieżąca	60,00 PLN
P/E 2010	12,7	EV/EBITDA 2010	7,5	Cena docelowa	71,90 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	903,0	867,4	4,1%	3 023,5	2 786,6	8,5%	3 193,7	3 023,5	5,6%
EBITDA	185,0	185,4	-0,2%	652,7	591,8	10,3%	681,0	652,7	4,3%
marża	20,5%	21,4%	-	21,6%	21,2%	-	21,3%	21,6%	-
EBIT	155,0	160,1	-3,2%	548,6	494,3	11,0%	573,8	548,6	4,6%
Zysk brutto	149,0	156,5	-4,8%	545,1	493,2	10,5%	573,1	545,1	5,1%
Zysk netto	99,4	100,1	-0,7%	372,1	321,6	15,7%	365,5	372,1	-1,8%

Dobre wyniki na horyzoncie

Oczekujemy, że Asseco Poland zaprezentuje w czwartym kwartale dobre wyniki finansowe, choć w ujęciu r/r zarówno na poziomie zysku operacyjnego, jak i zysku netto, pojawią się niewielkie ujemne dynamiki. Według nas wynikać one będą z gorszej kondycji Uniquare w ramach Asseco Slovakia, a także wygasania części kontraktów w spółce-matce, co przełoży się na spadek rentowności w jednostce dominującej. Na poziomie przychodów Grupa zanotuje naszym zdaniem wzrost sprzedaży wynikający z rozszerzenia Grupy o nowe akwizycje. Spodziewamy się spadku marży brutto na sprzedaży do 35,1% z 36,5% zanotowanych przed rokiem. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu prognozujemy na poziomie 114,9 mln PLN, a saldo pozostałej działalności operacyjnej na poziomie -5,0 mln PLN. Zysk operacyjny sięgnie według naszych szacunków 155 mln PLN (rok wcześniej 160,1 mln PLN). Saldo działalności finansowej zamknie się według nas kwotą -6,0 mln PLN. Spodziewamy się 28,6 mln PLN zaksięgowanego podatku dochodowego oraz 21,0 mln PLN zysku przypadającego akcjonariuszom mniejszościowym. Prognozujemy zysk netto na poziomie 99,4 mln PLN.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

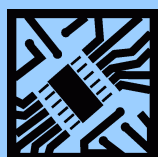
Komputronik Trzymaj

P/E 2009	46,9	EV/EBITDA 2009	14,9	Cena bieżąca	9,88 PLN
P/E 2010	10,8	EV/EBITDA 2010	7,6	Cena docelowa	11,56 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	290,0	280,7	3,3%	1 025,4	758,7	35,2%	916,9	1 025,4	-10,6%
EBITDA	8,2	7,3	12,8%	10,1	15,0	-32,5%	16,2	10,1	60,2%
marża	2,8%	2,6%	-	1,0%	2,0%	-	1,8%	1,0%	-
EBIT	5,8	6,1	-5,4%	2,3	10,0	-76,6%	10,8	2,3	362,3%
Zysk brutto	5,1	4,2	20,0%	-1,0	6,1	-	8,0	-1,0	-
Zysk netto	4,1	4,1	-0,6%	2,2	5,8	-63,0%	7,5	2,2	247,9%

Podobnie, jak przed rokiem

W Grupie Komputronik spodziewamy się za czwarty kwartał słabych w porównaniu do ubiegłego roku wyników w spółce matce, które zostaną jednak zrekompensowane przez poprawę sytuacji w Karen. W rezultacie uważamy, że skonsolidowane wyniki powinny kształtować się na poziomie porównywalnym z analogicznym okresem 2008 roku. Dynamika wzrostu przychodów obserwowana w poprzednich kwartałach powinna ulec wyhamowaniu i przychody r/r wzrosną według naszych prognoz już tylko o 3,3%. Zysk operacyjny spadnie z 6,1 mln PLN do 5,8 mln PLN. Z kolei na poziomie wyniku netto zysk powinien być analogiczny jak przed rokiem tj. 4,1 mln PLN.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Sygnity Kupuj

P/E 2009	-	EV/EBITDA 2009	-	Cena bieżąca	12,80 PLN
P/E 2010	32,5	EV/EBITDA 2010	7,3	Cena docelowa	18,10 PLN


(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	200,1	337,1	-40,6%	608,6	995,7	-38,9%	678,4	608,6	11,5%
EBITDA	18,8	38,3	-50,9%	-60,9	56,6	-	28,5	-60,9	-
marża	9,4%	11,4%	-	-10,0%	5,7%	-	4,2%	-10,0%	-
EBIT	11,5	27,8	-58,6%	-94,9	11,5	-	-2,1	-94,9	-
Zysk brutto	9,5	24,8	-61,6%	-103,8	2,8	-	-9,8	-103,8	-
Zysk netto	8,5	18,6	-54,2%	-84,1	-1,5	-	-7,9	-84,1	-

Na plusie, ale od założeń zarządu daleko

W Sygnity spodziewamy się pierwszego w 2009 roku kwartału z dodatnim wynikiem operacyjnym i zyskiem netto. Realizacja planu zarządu przewidującego wypracowanie 20 mln PLN zysku operacyjnego w drugim półroczu (tj. 24,6 mln PLN EBIT w czwartym kwartale) będzie zdecydowanie poza zasięgiem Sygnity.

Przychody spółki przekroczą w naszej opinii wartość 200 mln PLN, jednak presja konkurencyjna wpłynie na spadek marży brutto do 23,0% w porównaniu do 24,1% pomimo znaczącego wzrostu sprzedaży usług w miksie sprzedażowym. Na poziomie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu spółka według nas powinna być blisko osiągnięcia zakładanych przez zarząd 15 mln PLN oszczędności w ujęciu r/r. W prognozie zakładamy spadek tych grup kosztów z 51,7 mln PLN w 4Q2008 do 37,0 mln PLN. Na poziomie pozostałej działalności operacyjnej zakładamy rozwiązanie rezerw na kwotę 3,0 mln PLN. Wobec strat poniesionych w poprzednich kwartałach, spodziewamy się, że spółka zaksięguje podatek dochodowy w omawianym okresie, na poziomie zaledwie 1 mln PLN.


Metale

		Kęty					Trzymaj		
		Metale							
Analityk: Michał Marczak		P/E 2009	15,0	EV/EBITDA 2009	6,5	Cena bieżąca		114,0 PLN	
		P/E 2010	11,0	EV/EBITDA 2010	6,3	Cena docelowa		115,4 PLN	
(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	265,8	270,7	-1,8%	1 080,0	1 183,5	-8,7%	1 171,8	1 080,0	8,5%
EBITDA	37,1	41,6	-11,0%	189,2	190,2	-0,5%	185,1	189,2	-2,2%
marża	14,0%	15,4%	-	17,5%	16,1%	-	15,8%	17,5%	-
EBIT	22,7	25,6	-11,5%	127,0	128,3	-1,0%	123,0	127,0	-3,1%
Zysk brutto	13,3	-3,7	-	86,0	74,0	16,3%	102,6	86,0	19,3%
Zysk netto	14,2	2,6	449,3%	70,0	63,4	10,5%	82,9	70,0	18,4%

Prognoza Zarządu jeszcze wyższa

Zarząd w swojej prognozie spodziewa się w 4Q2009 przychodów ze sprzedaży na poziomie 265 mln PLN i zysku netto na poziomie 14 mln PLN. Grupa Kęty osiągnęła prawie 100% r/r wzrost sprzedaży w segmencie usług budowlanych, i 7% r/r wzrost w segmencie opakowań giętkich oraz około 10% r/r spadek w pozostałych segmentach operacyjnych. Zarząd prognozuje, że zysk operacyjny w IV kwartale wyniesie około 22 mln PLN, a wynik na działalności finansowej -4 mln PLN. Wyższe od oczekiwanych przychody ostatniego kwartału 2009 roku sprawiły, że łączne przychody za cały rok obrotowy wyniosą 1 090 mln PLN, wobec prognozowanych 1075 mln PLN w październiku i 1046 mln PLN na początku 2009 roku. Zysk operacyjny za cały 2009 rok osiągnie poziom 126,4 mln PLN wobec 124 mln PLN szacowanych w październiku.

Nasze prognozy nie odbiegają znacząco od oficjalnej prognozy Zarządu Spółki.

		KGHM					Redukuj		
		Metale							
Analityk: Michał Marczak		P/E 2009	8,8	EV/EBITDA 2009	5,8	Cena bieżąca		97,0 PLN	
		P/E 2010	8,5	EV/EBITDA 2010	5,9	Cena docelowa		90,4 PLN	
(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	2 082,2	2 835,1	-26,6%	10 600,3	11 302,9	-6,2%	10 939,4	10 600,3	3,2%
EBITDA	894,5	323,8	176,3%	3 203,6	4 077,7	-21,4%	3 084,2	3 203,6	-3,7%
marża	43,0%	11,4%	-	30,2%	36,1%	-	28,2%	30,2%	-
EBIT	717,2	323,8	121,5%	2 663,8	3 596,4	-25,9%	2 540,8	2 663,8	-4,6%
Zysk brutto	512,8	340,1	50,8%	2 651,3	3 553,6	-25,4%	2 790,8	2 651,3	5,3%
Zysk netto	428,6	254,5	68,4%	2 184,4	2 910,4	-24,9%	2 270,1	2 184,4	3,9%

Solidny kwartał

W 4Q2009 średnia cena miedzi wyniosła 6 677 USD/t, tj. o 14% więcej niż w poprzednim kwartale. Uwzględniając 3,6% umocnienie średniego poziomu PLN w stosunku do USD, cena złotówkowa sprzedaży miedzi jest o 9,9% wyższa niż w 3Q. W przypadku srebra zmiany wynoszą odpowiednio: 19,25% (w USD) i 14,9% (w PLN). W prognozie zakładamy wolumen sprzedaży miedzi na poziomie 126 tys. i srebra w wysokości 235 ton. W przypadku miedzi oznacza to, że spółka nie wykona zakładanej na 2009 wielkości sprzedaży. Zgromadzony zapas przesunie się na 2010 rok. Zgodnie z naszą prognozą jednostkowy koszt produkcji miedzi wyniesie 12 560 PLN/t, tj. o 1% więcej niż w 3Q i o 14% w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku. Pomimo, że w 4Q spółka ponosi sezonowo wyższe koszty (m.in. związane z premiami pracowniczymi i rozliczeniem części kontraktów związanych z pracami górniczymi), koszt jednostkowy nie rośnie istotnie w stosunku do poprzedniego kwartału w związku ze wzrostem cen srebra (obniża koszt jednostkowy produkcji miedzi). W prognozie zakładamy, że spółka utworzy 200 mln PLN na rezerwę m.in. na restrukturyzację spółek zależnych, co wcześniej zapowiadał zarząd. Pozytywny wpływ na wynik brutto będzie miało zaksięgowanie dywidendy zaliczkowej z Polkomtela za rok 2009 w kwocie ok. 110 mln PLN.

Budownictwo



Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Budimex

Akumuluj

 P/E 2009 10,9 EV/EBITDA 2009 8,5
 P/E 2010 9,8 EV/EBITDA 2010 7,4

Cena bieżąca 72,0 PLN
Cena docelowa 82,5 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	782,0	895,8	-12,7%	3 286,0	3 350,0	-1,9%	4 105,8	3 286,0	24,9%
EBITDA	63,2	33,0	91,6%	229,4	134,2	71,0%	262,9	229,4	14,6%
marża	8,1%	3,7%	-	7,0%	4,0%	-	6,4%	7,0%	-
EBIT	58,1	25,4	128,9%	208,3	112,2	85,7%	240,7	208,3	15,6%
Zysk brutto	61,1	41,6	46,7%	221,8	139,5	59,0%	232,7	221,8	4,9%
Zysk netto	48,9	31,6	54,4%	174,7	104,7	66,8%	188,4	174,7	7,9%

Dobry wynik pomimo spadku przychodów

Oczekujemy, że w Q4 2009 przychody Budimexu spadną q/q o około 14%. Spadek wynika z opóźnionego wejścia do realizacji nowych kontraktów pozyskanych w 2009 roku. 700 mln PLN przychodów wygeneruje budownictwo, 50 mln PLN działalność deweloperska, 32 mln PLN działalność pozostała. Marża brutto na sprzedaży zgodnie z prognozą wyniesie 12,4% (budownictwo: 11,6%, działalność deweloperska: 26%, działalność pozostała: 7,8%). Oczekujemy kosztów ogólnych na poziomie 47 mln PLN (Q3: 35 mln PLN, wzrost wyniku z wypłacenia premii na koniec roku). Zakładamy pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 1,5 mln PLN. Przewidujemy, że wynik poprawi dodatnia wycena instrumentów pochodnych (+10,2 mln PLN). Zakładamy, że połowa z tej kwoty powiększy ujemne różnice kursowe. Pozostałe przychody finansowe netto wyniosą zgodnie z prognozą 3 mln PLN, zysk netto zaś 48,9 mln PLN.

Pomijając efekt zmian kursów walutowych, wynik netto Budimexu w Q4 2009 wyniósłby 44,8 mln PLN, pomijając dodatkowo konsolidację pozostałych 50% udziałów w Budimex Nieruchomości, 39,6 mln PLN. Wraz z publikacją raportu rocznego, porównywalność wyników dodatkowo ulegnie zniekształceniu. Budimex planuje przedstawić dane za rok 2009, a także za lata poprzednie, z założeniem, że całość Budimexu Nieruchomości była konsolidowana przez spółkę. Konsolidacja pozostałych 50% Budimexu Nieruchomości powiększyłaby skumulowany zysk netto za 3Q 2009 z 119,2 mln PLN do 125,8 mln PLN.



Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Centrum Klima Kupuj

 P/E 2009 15,6 EV/EBITDA 2009 7,9
 P/E 2010 13,0 EV/EBITDA 2010 8,5

Cena bieżąca 12,19 PLN
Cena docelowa 15,10 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	18,16	18,62	-2,5%	72,13	75,86	-4,9%	75,53	72,13	4,7%
EBITDA	2,29	2,65	-13,4%	9,92	11,16	-11,1%	11,05	9,92	11,4%
marża	12,6%	14,2%	-	13,8%	14,7%	-	14,6%	13,8%	-
EBIT	1,89	2,31	-18,4%	8,32	10,13	-17,8%	8,99	8,32	8,0%
Zysk brutto	1,94	1,58	23,5%	8,30	9,18	-9,6%	9,86	8,30	18,8%
Zysk netto	1,58	1,27	23,6%	6,67	7,62	-12,5%	7,98	6,67	19,8%

Gorzej niż w prognozie zarządu, ale bez ryzyk na przyszłość

Przychody w Q4 2009 będą niższe, niż w Q3 2009 (18,16 mln PLN w Q4, 18,7 mln PLN w Q3), podobnie jak w roku ubiegłym. Oczekujemy wygenerowania 4,53 mln PLN przychodów z produkcji oraz 13,63 mln PLN przychodów z dystrybucji. Niższe niż pierwotnie oczekiwane przychody wynikają z opóźnionego wejścia w życie podwyżek cen towarów oferowanych przez Centrum Klima. Rentowność na produkcji wyniesie zgodnie z prognozą 30% brutto (Q3: 27%), zaś na dystrybucji 25,8% (czyli tyle, co w Q3 2009). Zysk brutto na sprzedaży wyniesie 4,88 mln PLN (marża: 26,3%).

Oczekujemy kosztów zarządu na poziomie 2,99 mln PLN, czyli o około 0,37 mln PLN wyższych, niż w Q3 2009. Wzrost kosztów ogólnych związany jest m.in. z rozwojem części produkcyjnej (zatrudnienie nowych pracowników). W przyszłych kwartałach powinien nastąpić spadek kosztów ogólnych, w dodatku, nowi pracownicy wygenerują wzrost przychodów w części produkcyjnej. Nie przewidujemy istotnych pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych oraz finansowych (łącznie saldo = -0,06 mln PLN). EBIT zgodnie z prognozą wyniesie 1,89 mln PLN, tzn. będzie o około 18% niższy r/r, zysk netto zaś wzrośnie o blisko 24% r/r (efekt bardzo wysokich kosztów finansowych z Q4 2008 = 0,735 mln PLN).

Ostatecznie, wynik w 2009 roku będzie nieznacznie gorszy, niż zakładała prognoza zarządu opublikowana w prospekcie (10,4 mln PLN EBITDA, 7 mln PLN zysku netto), różnica wynika jednak z czynników krótkookresowych, zaś prognozy na rok 2010 pozostają aktualne.


Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Elektrobudowa Trzymaj

 P/E 2009 15,9 EV/EBITDA 2009 9,5 **Cena bieżąca 169,2 PLN**
 P/E 2010 15,0 EV/EBITDA 2010 9,2 **Cena docelowa 169,3 PLN**

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	214,7	228,4	-6,0%	692,9	811,0	-14,6%	683,5	692,9	-1,4%
EBITDA	20,6	17,8	16,1%	73,7	79,1	-6,8%	67,0	73,7	-9,1%
marża	9,6%	7,8%	-	10,6%	9,8%	-	9,8%	10,6%	-
EBIT	18,0	15,5	16,2%	63,7	71,3	-10,7%	55,5	63,7	-12,8%
Zysk brutto	19,6	15,8	24,2%	67,3	74,5	-9,6%	63,3	67,3	-6,1%
Zysk netto	17,0	13,0	31,1%	53,4	60,3	-11,4%	51,2	53,4	-4,0%

Solidny wynik na koniec roku

Oczekujemy, że przychody Elektrobudowy w Q4 2009 będą wyższe q/q o 23,5% i o 6% niższe r/r. Spadek temperatury i opady śniegu pojawiły się dopiero w połowie grudnia i nie powinny mieć większego wpływu na przychody spółki w Q4 2009. W Q4 oczekujemy niższej marży brutto ze sprzedaży, na poziomie 10,2% (w porównaniu do 11,6% w Q3 oraz 15,9% w Q2). Niższa marża brutto wynika z wzrostu udziału kontraktów o niższych marżach, ale wyższych wartościach jednostkowych w przychodach. Prognozujemy koszty ogólne na poziomie 6,1 mln PLN (4,4 mln PLN w Q3 2009). Wzrost kosztów to efekt premii wypłacanych w spółkach budowlanych na koniec roku. Oczekujemy dodatkowej kontrybucji ze strony pozostałej działalności operacyjnej (+2,2 mln PLN), na co wpływ może mieć m.in. rozwiązanie wybranych odpisów na należności.

Zgodnie z prognozą, EBIT w Q4 2009 wyniesie 18 mln PLN, saldo działalności finansowej będzie dodatnie i wyniesie 0,9 mln PLN, zaś pozostałe konsolidowane jednostki dodadzą do wyniku Grupy 0,75 mln PLN. Ostatecznie, wynik netto powinien wynieść około 17 mln PLN (15 mln PLN bez rozwiązań odpisów). Dobry oczekiwany wyniki Q4 2009 nie wpływa na możliwość istotnej rewizji w górę prognoz na rok kolejny.


Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Erbud

Akumuluj

 P/E 2009 15,2 EV/EBITDA 2009 9,0 **Cena bieżąca 52,50 PLN**
 P/E 2010 14,6 EV/EBITDA 2010 10,1 **Cena docelowa 53,45 PLN**

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	249,9	276,6	-9,7%	917,5	1 046,1	-12,3%	1 181,0	917,5	28,7%
EBITDA	12,7	18,1	-29,7%	66,2	67,1	-1,3%	61,0	66,2	-7,9%
marża	5,1%	6,6%	-	7,2%	6,4%	-	5,2%	7,2%	-
EBIT	10,8	16,0	-32,3%	58,6	60,8	-3,6%	54,5	58,6	-7,0%
Zysk brutto	10,8	-30,5	-	55,1	14,3	285,2%	56,9	55,1	3,3%
Zysk netto	8,8	-26,7	-	43,3	9,3	366,2%	45,3	43,3	4,7%

Wynik gorszy q/q ze względu na przewidywane premie na koniec roku

Oczekujemy, że przychody w Q4 2009 będą niższe niż w Q3, ale wyższe niż w Q2 2009. Spodziewamy się 157 mln PLN przychodów w segmencie budownictwa, 42,8 mln PLN przychodów w segmencie eksportu, 30 mln PLN przychodów w segmencie drogownictwa, 20 mln PLN przychodów z działalności deweloperskiej. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży w Grupie na poziomie 10,2%, czyli takiej, jak w Q3 2009 (budownictwo: 10%, eksport: 9,5%, drogownictwo: 8,8%, działalność deweloperska: 15%). Zgodnie z prognozą koszty zarządu w Q4 2009 wyniosą 14 mln PLN (+1,1 mln PLN, ze względu na wypłacane na koniec roku premie).

Zakładamy, że pozostałe koszty operacyjne netto wyniosą 0,5 mln PLN, wpływ pozostałych zdarzeń finansowych netto będzie neutralny, zaś wynik netto wyniesie 8,8 mln PLN. Największego ryzyka dla prognozy dopatrujemy się w poziomie kosztów zarządu.


Budownictwo

Mostostal Warszawa Kupuj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2009 12,4

12,4

EV/EBITDA 2009 5,6

EV/EBITDA 2010 6,7

Cena bieżąca 62,4 PLN
Cena docelowa 79,6 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	724,0	636,6	13,7%	2 668,1	2 154,2	23,9%	2 775,3	2 668,1	4,0%
EBITDA	41,1	34,6	18,9%	201,2	136,3	47,6%	160,8	201,2	-20,1%
marża	5,7%	5,4%	-	7,5%	6,3%	-	5,8%	7,5%	-
EBIT	34,1	27,9	22,1%	173,7	113,4	53,2%	136,7	173,7	-21,3%
Zysk brutto	34,7	14,8	134,8%	150,8	113,1	33,3%	147,2	150,8	-2,4%
Zysk netto	24,1	4,7	412,3%	100,7	72,6	38,6%	102,1	100,7	1,4%

Problemy na stadionie nie zachwieją wynikiem rocznym

Przychody Grupy naszym zdaniem wzrosną w Q4 2009 o 13,7%, czyli mniej, niż wynosi całoroczna dynamika przychodów (23,9%). Jednostkowe przychody Mostostalu wyniosą 500 mln PLN, przychody Mostostalu Płock 45 mln PLN, przychody Remaku 54 mln PLN, zaś przychody pozostałych konsolidowanych firm 125 mln PLN. Skonsolidowana marża brutto na działalności operacyjnej wyniesie w Q4 2009 10% (jednostkowa marża Mostostalu: 10%, Mostostalu Płock: 13,5%, Remaku: 7,6%, pozostałe spółki: 9,5%). Oczekujemy kosztów ogólnych i zarządu na poziomie 28,9 mln PLN (koszty zarządu, ze względu na wypłacone premie, wyższe o 7,2 mln PLN q/q).

Oczekujemy, że Mostostal może doksięgować dodatkowe rezerwy związane z zerwaniem kontraktu we Wrocławiu na kwotę 9 mln PLN. W wyniku zerwania kontraktu, część rezerw może być przeksięgowana z kosztów własnych sprzedaży do pozostałych kosztów operacyjnych. Uważamy, że utworzone już rezerwy to 33 mln PLN (koszty własne sprzedaży). Docelowo, wynik Q4 2009 doprowadzi do sytuacji, w której 36 mln PLN rezerw znajdzie się w pozostałych kosztach operacyjnych (rezerwy na kary), zaś 6 mln PLN w kosztach własnych sprzedaży (wątpliwe należności za prace budowlane).

EBIT w Q4 2009 wyniesie 34,1 mln PLN, saldo zdarzeń finansowych będzie dodatnie i wyniesie +0,6 mln PLN, zysk akcjonariuszy mniejszościowych 4 mln PLN, zaś zysk netto 24,1 mln PLN. Nie uwzględniając rezerw związanych z kontraktem we Wrocławiu, wynik netto wyniósłby 31,4 mln PLN. Ze względu na ryzyko związane z szacunkiem już utworzonych rezerw na kontrakcie na budowę stadionu we Wrocławiu, ryzyko dla prognozy jest znaczne.


Budownictwo

PBG

Trzymaj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2009 15,0

15,0

EV/EBITDA 2009 11,4

EV/EBITDA 2010 9,7

Cena bieżąca 212,9 PLN
Cena docelowa 212,0 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	1082,0	720,3	50,2%	2 733,1	2 089,3	30,8%	3 527,3	2 733,1	29,1%
EBITDA	137,2	96,5	42,2%	341,2	270,6	26,1%	359,9	341,2	5,5%
marża	12,7%	13,4%	-	12,5%	12,9%	-	10,2%	12,5%	-
EBIT	124,9	80,8	54,6%	293,5	223,4	31,4%	314,6	293,5	7,2%
Zysk brutto	119,4	90,6	31,7%	266,9	213,5	25,0%	290,5	266,9	8,8%
Zysk netto	82,4	73,5	12,0%	191,5	158,0	21,2%	213,6	191,5	11,6%

Wyniki Q4 2009 nikogo nie powinny zaskoczyć

Zgodnie z typową dla spółki sezonowością, PBG w ostatnim kwartale roku zaprezentuje najwyższe przychody (+54% q/q). Oczekujemy marży brutto na poziomie 14,7%, tzn. na poziomie zbliżonym do Q2 2009 (14,5%), wyższej niż w Q3 2009 (12,9%), niższej zaś niż w Q1 2009 (17,3%). Oczekujemy, że koszty ogólne wzrosną q/q o 7 mln PLN (wypłata premii na koniec roku) i wyniosą około 30 mln PLN. Wpływ pozostałych zdarzeń operacyjnych netto będzie ujemny i wyniesie 4,3 mln PLN. Z tego większe pozycje to wycena nieruchomości PBG w Katowicach (+4,7 mln PLN, przeniesienie gruntu na nieruchomości inwestycyjne) oraz odpis należności spornych Hydrobudowy (-11 mln PLN). Ostatecznie, EBIT zgodnie z prognozą wyniesie prawie 125 mln PLN (marża: 11,5%).

Przewidujemy koszty finansowe netto na poziomie 5,5 mln PLN. Zysk akcjonariuszy mniejszościowych wyniesie zgodnie z prognozą 14,3 mln PLN, zysk netto zaś 82,4 mln PLN. Generalnie, spodziewamy się, że wyniki zostaną przyjęte neutralnie.

W przypadku Hydrobudowy oczekujemy 548 mln PLN przychodów, marży brutto na poziomie 9% (Q3: 8,6%, Q2: 9,8%), kosztów zarządu w wysokości 12,3 mln PLN, pozostałych kosztów operacyjnych w wysokości 7,75 mln PLN netto. Spośród pozostałych kosztów operacyjnych netto największa pozycja to odpis należności (11 mln PLN). EBIT zgodnie z prognozą wyniesie 29,2 mln PLN. Pozostałe przychody finansowe netto wyniosą 2 mln PLN, zysk netto zaś 28,6 mln PLN. Wyniki mogą być odebrane lekko pozytywnie.


Budownictwo

Polimex Mostostal Akumuluj

 Analitik:
Maciej Stokłosa

 P/E 2009 13,1 EV/EBITDA 2009 7,6
P/E 2010 13,9 EV/EBITDA 2010 8,1

Cena bieżąca 4,35 PLN
Cena docelowa 4,50 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	1 350,0	1 234,0	9,4%	4 666,7	4 301,7	8,5%	4 764,9	4 666,7	2,1%
EBITDA	95,1	68,0	39,9%	352,0	298,5	17,9%	314,9	352,0	-10,6%
marża	7,0%	5,5%	-	7,5%	6,9%	-	6,6%	7,5%	-
EBIT	75,3	48,5	55,3%	270,8	228,1	18,7%	213,6	270,8	-21,1%
Zysk brutto	64,5	24,7	161,1%	222,7	158,9	40,2%	171,3	222,7	-23,1%
Zysk netto	49,1	29,8	64,6%	155,0	120,1	29,1%	145,1	155,0	-6,4%

Bardzo dobry wynik w ostatnim kwartale

Przewidujemy, że przychody Polimexu w Q4 2009 wyniosą 1,35 mld PLN, tzn. wzrosną o 9,4% r/r i o 7,3% q/q. Wzrost przychodów q/q jest typowym efektem sezonowości. Oczekujemy marży zysku brutto na sprzedaży na poziomie 9,4% (Q3: 9,9%), spadek marży wynika z większego, niż w Q3, udziału w przychodach segmentów o niższych marżach (drogi i koleje). Przewidujemy, że koszty ogólne wyniosą łącznie 62,1 mln PLN, w porównaniu do 57,7 mln PLN w Q3 2009. Na poziomie pozostałych przychodów operacyjnych netto, oczekujemy dodatniego wyniku na poziomie 10,5 mln PLN. Z kwoty tej 11 mln PLN to oczekiwany zysk na sprzedaży Hotelu Warszawa.

Zgodnie z prognozą pozostała działalność finansowa obniży wynik o 12 mln PLN, przy czym zakładamy, że efekt netto różnic kursowych i wyceny instrumentów pochodnych będzie neutralny. W wysokości 1,2 mln PLN prognozujemy udziały w zyskach jednostek podporządkowanych. Zakładamy efektywną stopę podatkową w wysokości 17% (niższa stopa podatkowa wynika z wyższego podatku zapłaconego w poprzednich kwartałach). Ostatecznie, prognozujemy osiągnięcie około 49,1 mln PLN zysku netto w Q4 2009 i 155 mln PLN zysku netto w całym roku 2009.

Wyłączając dodatni wynik na sprzedaży Hotelu Warszawa, EBIT Polimexu wyniósłby 64,3 mln PLN, zysk netto zaś 40,7 mln PLN. Nawet bez tego zdarzenia jednorazowego wynik Q4 2009 będzie najlepszym rezultatem w całym roku.


Budownictwo

Rafako

Kupuj

 Analitik:
Maciej Stokłosa

 P/E 2009 22,5 EV/EBITDA 2009 7,9
P/E 2010 14,0 EV/EBITDA 2010 6,2

Cena bieżąca 11,19 PLN
Cena docelowa 11,60 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	297,4	305,7	-2,7%	996,5	1 125,6	-11,5%	1 310,2	996,5	31,5%
EBITDA	15,5	36,4	-57,4%	71,4	76,1	-6,2%	84,4	71,4	18,2%
marża	5,2%	11,9%	-	7,2%	6,8%	-	6,4%	7,2%	-
EBIT	11,7	32,2	-63,7%	56,9	60,8	-6,4%	68,2	56,9	19,9%
Zysk brutto	15,2	28,6	-47,0%	48,2	48,9	-1,3%	71,9	48,2	49,2%
Zysk netto	11,8	-22,6	-	32,8	-11,6	-	55,8	32,8	70,0%

Duże ryzyko prognozy wyników ze względu na ruchy na rezerwach

Oczekujemy, że spadkowa tendencja przychodów w Q4 2009 zostanie zahamowana, spodziewamy się największych przychodów w roku (297,4 mln PLN w Q4, 217,8 mln PLN w Q3, 271,6 mln PLN w Q2). Zakładamy, że marża brutto na sprzedaży wyniesie 9,2% (Q3: 9% bez pozytywnego wpływu rozwiązania rezerw netto). W prognozie nie uwzględniamy ruchów na rezerwach, które mogą być tak pozytywne (rozwiązanie rezerw na kontraktach), jak i negatywne (koszty reklamacji klientów). Przyjmujemy koszty ogólne na poziomie 15,4 mln PLN (Q3: 14,6 mln PLN) i pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 0,3 mln PLN.

Wpływ pozostałych przychodów finansowych netto prognozujemy na poziomie +3,5 mln PLN netto (z tego blisko +2,2 mln PLN to wpływ wyceny instrumentów pochodnych i ujemnych różnic kursowych netto). Ostatecznie, prognozowany wynik netto w Q4 2009 to 11,8 mln PLN (10,1 mln PLN bez efektu zmian kursu walutowego).

Ryzyko dla naszej prognozy jest znaczne, ze względu na możliwe ruchy na rezerwach, które uwzględniane są już na poziomie kosztów własnych sprzedaży. Nie wykluczamy aktualizacji prognozy w przyszłości.


Budownictwo

Trakcja Polska Trzymaj

 Analityk:
Maciej Stokłosa

 P/E 2009 9,9
P/E 2010 16,3

 EV/EBITDA 2009 5,7
EV/EBITDA 2010 8,7

Cena bieżąca 4,07 PLN
Cena docelowa 4,20 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	187,9	246,6	-23,8%	712,7	794,6	-10,3%	753,0	712,7	5,7%
EBITDA	18,5	8,5	117,9%	83,7	60,9	37,5%	51,2	83,7	-38,9%
marża	9,9%	3,5%	-	11,8%	7,7%	-	6,8%	11,8%	-
EBIT	15,9	6,4	148,4%	73,7	53,0	39,1%	40,7	73,7	-44,8%
Zysk brutto	16,5	17,9	-7,8%	83,2	68,0	22,3%	49,4	83,2	-40,6%
Zysk netto	13,4	13,5	-1,2%	66,1	54,7	20,8%	40,0	66,1	-39,5%

Dobry, choć nie zaskakujący wynik

Przewidujemy, że w Q4 2009 Trakcja Polska zanotuje spadek przychodów q/q o 3%. Przeważnie spółka w ostatnim kwartale notowała najwyższe przychody w roku. Spadek przychodów tłumaczymy mniejszym portfelem zleceń. Oczekujemy wysokiej marży brutto na sprzedaży, na poziomie 12,8% (11,5% bez efektu zmiany kursu EUR, spółka wycenia instrumenty pochodne w przychodach ze sprzedaży). Nadal wynik Q4 2009 będzie wynikiem zrealizowanym głównie na starych kontraktach budowlanych. Oczekujemy, że koszty zarządu wyniosą 7,8 mln PLN (Q3: 6,5 mln PLN, efekt premii na koniec roku).

Zakładamy, że pozostałe koszty operacyjne netto wyniosą 0,3 mln PLN, zaś pozostałe przychody finansowe netto 0,6 mln PLN. Ostatecznie, oczekujemy zysku netto w wysokości 13,4 mln PLN (11,7 mln PLN bez pozytywnego efektu wyceny instrumentów pochodnych). Wynik Q4 2009 na poziomie netto jest porównywalny r/r i znacznie niższy niż wynik w poprzednich kwartałach. Duża różnica w wyniku q/q wynika głównie z pozytywnego wpływu wyceny instrumentów pochodnych w poprzednich kwartałach. Generalnie, oczekiwany wynik całego roku jest zbliżony do wcześniejszego oczekiwań zarządu i nie powinien być zaskoczeniem.


Budownictwo

Ulma Construcccion Trzymaj

 Analityk:
Maciej Stokłosa

 P/E 2009 -
P/E 2010 18,5

 EV/EBITDA 2009 9,3
EV/EBITDA 2010 5,5

Cena bieżąca 87,95 PLN
Cena docelowa 82,20 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	49,0	53,5	-8,4%	174,7	241,5	-27,6%	221,4	174,7	26,7%
EBITDA	24,0	21,1	13,6%	73,6	103,4	-28,8%	112,6	73,6	52,9%
marża	48,9%	39,5%	-	42,1%	42,8%	-	50,9%	42,1%	-
EBIT	4,2	4,4	-5,3%	4,1	40,9	-90,0%	43,4	4,1	959,0%
Zysk brutto	1,3	1,0	30,1%	-6,2	30,5	-	30,8	-6,2	-
Zysk netto	1,3	1,4	-2,9%	-5,0	25,9	-	24,9	-5,0	-

Wzrost amortyzacji pogorszy wynik Q4 2009 względem prognoz

Oczekujemy, że Q4 2009 przyniesie zdecydowany wzrost przychodów q/q (+17%), co związane jest z pozyskaniem nowych kontraktów, w tym zleceń infrastrukturalnych. W porównaniu do scenariusza uwzględnionego w raporcie analitycznym, podnosimy prognozę kosztów własnych sprzedaży, ze względu na oczekiwany wzrost amortyzacji o 3 mln PLN q/q. Wzrost amortyzacji to efekt zakupu w Q3 nowych szalunków, który w dłuższym terminie przełoży się powinien na wzrost potencjału spółki do obsługi budów. Oczekujemy zysku brutto ze sprzedaży na poziomie 8,1 mln PLN, kosztów ogólnych w wysokości 3,75 mln PLN, pozostałych kosztów operacyjnych w wysokości 0,2 mln PLN i EBIT na poziomie 4,2 mln PLN.

Spodziewamy się ujemnego wyniku na działalności finansowej w wysokości 2,9 mln PLN. Z uwagi na znaczne straty generowane przez Ulmę w poprzednich kwartałach oraz niski zaksięgowany podatek odroczonego, uważamy, że pomimo zysku brutto przed opodatkowaniem w Q4 2009, stopa podatkowa w Q4 2009 wyniesie -6%. W efekcie, zysk netto będzie bardzo zbliżony do wyniku brutto przed opodatkowaniem.

Podsumowując, Q4 2009 zaprezentuje naszym zdaniem pierwsze oznaki poprawy, nie będą one jednak aż tak widoczne ze względu na wzrost amortyzacji q/q. Wyniki Q1 2010 mogą być pod wpływem trudnych warunków pogodowych, nie wykluczamy nawet straty w Q1, kolejne kwartały powinny być jednak coraz lepsze.


Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Unibep

Kupuj

 P/E 2009 11,3 EV/EBITDA 2009 7,4
 P/E 2010 13,5 EV/EBITDA 2010 8,0

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

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	161,3	101,8	58,5%	395,6	503,9	-21,5%	593,5	395,6	50,0%
EBITDA	-14,7	6,0	-	28,6	33,4	-14,5%	25,1	28,6	-12,2%
marża	-9,1%	5,9%	-	7,2%	6,6%	-	4,2%	7,2%	-
EBIT	9,4	5,5	69,9%	24,1	31,8	-24,2%	20,1	24,1	-16,6%
Zysk brutto	9,0	9,1	-0,3%	23,5	36,4	-35,6%	19,0	23,5	-18,9%
Zysk netto	7,3	7,0	5,1%	18,3	27,6	-33,7%	15,4	18,3	-16,2%

Zdecydowanie najlepszy kwartał w roku

Prognozujemy, że w Q4 2009 pojawią się w wynikach pierwsze przychody z nowych kontraktów budowlanych. Oczekujemy przychodów z segmentu generalnego wykonawstwa w Polsce w wysokości 90 mln PLN, 15 mln PLN z budownictwa drogowego, 5 mln PLN z działalności eksportowej, 45 mln PLN z działalności deweloperskiej i 6,3 mln PLN z działalności pozostałej. Marża brutto ze sprzedaży w Grupie wyniesie 9,2% (budownictwo w kraju: 7,7%, drogownictwo: 7,8%, budownictwo eksportowe: 3%, działalność deweloperska: 16%, działalność pozostała: -5%). Oczekujemy wzrostu kosztów zarządu o 20% r/r (do 5,3 mln PLN), ze względu na wypłacane na koniec roku premie.

Pozostałe koszty operacyjne zakładamy na poziomie 0,25 mln PLN netto, pozostałe koszty finansowe netto zaś na poziomie 0,36 mln PLN (w tym 0,25 mln PLN ujemnych różnic kursowych). Ostatecznie, wynik netto wyniesie 7,3 mln PLN, będzie porównywalny r/r i znacznie lepszy niż w poprzednich kwartałach 2009 roku (kiedy to zysk netto nie przekraczał 4 mln PLN). Uważamy, że wyniki mogą być interpretowane lekko pozytywnie.

Deweloperzy



Deweloperzy

Dom Development Akumuluj

Analityk: **Maciej Stokłosa** P/E 2009 **12,8** EV/EBITDA 2009 **11,6** **Cena bieżąca 40,75 PLN**
 P/E 2010 **36,6** EV/EBITDA 2010 **29,6** **Cena docelowa 50,10 PLN**

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	156,1	92,2	69,2%	670,8	698,2	-3,9%	497,3	670,8	-25,9%
EBITDA	14,9	5,5	169,6%	110,0	168,1	-34,5%	39,7	110,0	-63,9%
marża	9,5%	6,0%	-	16,4%	24,1%	-	8,0%	16,4%	-
EBIT	14,3	5,0	187,8%	107,6	165,7	-35,0%	37,3	107,6	-65,4%
Zysk brutto	11,9	5,1	133,6%	98,1	173,0	-43,3%	33,7	98,1	-65,6%
Zysk netto	9,7	2,5	291,8%	78,4	136,9	-42,7%	27,3	78,4	-65,2%

Przekazanie 374 mieszkań zapewni prawie 10 mln PLN zysku netto

Oczekujemy, że Dom Development w całym roku przekaze o 39 więcej mieszkań, niż początkowo zapowiadał zarząd (1500 lokali), w efekcie, wynik Q4 2009 będzie lepszy, niż wcześniej zakładaliśmy. Aż 91% z przekazywanych lokali to mieszkania zlokalizowane na Białoleścu, w efekcie, nie spodziewamy się bardzo wysokiej marży (20,5% brutto na sprzedaży). Ze względu na brak w strukturze przekazania istotnej liczby domów jednorodzinnych, wynik na poziomie brutto ze sprzedaży powinien być lepszy niż w Q3 2009. Główne projekty wpływające na wynik Q4 2009 to Regaty: 1 (66 mieszkań), Róża Wiatrów (70 mieszkań), Akacje 11 (58 mieszkań) i Derby 11 (110 mieszkań). W Q4 2009 znajdują się też pierwsze mieszkania przekazane w inwestycji przy ul. Grzybowskiej (14 mieszkań).

Oczekujemy kosztów ogólnych na poziomie 16,75 mln PLN, czyli o 1,25 mln PLN wyższych, niż w Q3 2009. Oczekiwany wzrost kosztów wiąże się z rozpoczęciem nowych inwestycji. Zakładamy, że saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniesie +1 mln PLN, zaś saldo pozostałej działalności finansowej -2,3 mln PLN. Ostatecznie, wynik netto wyniesie prawie 10 mln PLN, czyli będzie lepszy niż w Q3 2009.

Podtrzymujemy opinię, że wyniki w 2009 i 2010, generowane na starych projektach, mają ograniczone znaczenie, ważne zaś są wyniki, które deweloperzy będą realizować na nowych inwestycjach w 2011 roku.



Deweloperzy

J.W. Construction Kupuj

Analityk: **Maciej Stokłosa** P/E 2009 **6,7** EV/EBITDA 2009 **5,9** **Cena bieżąca 11,82 PLN**
 P/E 2010 **2,6** EV/EBITDA 2010 **1,8** **Cena docelowa 14,00 PLN**

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	175,4	195,5	-10,3%	666,4	721,4	-7,6%	1 029,9	666,4	54,5%
EBITDA	39,6	49,8	-20,5%	151,3	158,5	-4,6%	315,5	151,3	108,5%
marża	22,6%	25,5%	-	22,7%	22,0%	-	30,6%	22,7%	-
EBIT	36,1	46,1	-21,6%	136,9	141,1	-3,0%	294,5	136,9	115,1%
Zysk brutto	32,5	43,7	-25,7%	116,4	125,3	-7,1%	305,3	116,4	162,2%
Zysk netto	26,3	36,3	-27,4%	95,7	100,9	-5,2%	247,3	95,7	158,4%

Wynik pod wpływem opóźnień w przekazywaniu mieszkań

J.W. w 2009 przekaze 1737 mieszkań, nie zaś 2000, jak wcześniej zakładano. W efekcie, nasza wcześniejsza prognoza, zakładająca 846,6 mln PLN przychodów, nie zostanie wykonana. W samym Q4 2009 przekazane zostanie 487 lokali, co wygeneruje 167,8 mln PLN przychodów. Spośród przekazywanych lokali największy udział będą miały inwestycje: Rezydencja Quarto (170 mieszkań), Górczewska Park (jedynie 90 mieszkań), Lazurowa (90 mieszkań), Osiedle Centrum (20 mieszkań), Osada Wiślana (105 mieszkań), Osiedle Uroczysko (10 mieszkań) i Osiedle Leśne (10 mieszkań). Oczekujemy wyniku brutto na sprzedaży na działalności mieszkaniowej w wysokości 45,5 mln PLN (marża: 27,1%). Pozostałe przychody (7,6 mln PLN) wygeneruje działalność hotelowa i TBS.

Koszty ogólne zgodnie z prognozą wyniosą 10,5 mln PLN (Q3: 10,0 mln PLN). Pozostałe zdarzenia operacyjne prognozujemy na poziomie 0,5 mln PLN, pozostałe zdarzenia finansowe zaś na poziomie -3,6 mln PLN. Ostatecznie, wynik netto za czwarty kwartał wyniesie 26,3 mln PLN, za cały rok zaś 95,7 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że odchylenie od poprzednich prognoz wynika wyłącznie z niższej liczby przekazanych mieszkań w 2009 w stosunku do prognozy. Przekazanie nie 90, ale 353 mieszkań w ramach projektu Górczewska Park w Q4 2009 (2000 lokali w całym roku) wpłynęłoby na wzrost wyniku netto w całym roku z 95,7 mln PLN do 119,6 mln PLN. Podtrzymujemy opinię, że wyniki w 2009 i 2010, generowane na starych projektach, mają ograniczone znaczenie, ważne zaś są wyniki, które deweloperzy będą realizować na nowych inwestycjach w 2011 roku.


Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Polnord

Kupuj

P/E 2009	12,2	EV/EBITDA 2009	12,8	Cena bieżąca	32,96 PLN
P/E 2010	188,8	EV/EBITDA 2010	30,9	Cena docelowa	46,80 PLN

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	37,3	72,8	-48,8%	207,5	391,1	-46,9%	349,4	207,5	68,4%
EBITDA	44,9	17,3	159,2%	96,1	108,7	-11,5%	32,6	96,1	-66,1%
marża	120,5%	23,8%	-	46,3%	27,8%	-	9,3%	46,3%	-
EBIT	44,4	16,8	163,9%	94,1	106,7	-11,8%	30,6	94,1	-67,5%
Zysk brutto	33,8	7,7	337,5%	76,1	100,2	-24,1%	4,8	76,1	-93,7%
Zysk netto	27,4	5,5	394,2%	59,6	77,8	-23,4%	3,9	59,6	-93,5%

71 przekazanych mieszkań i duże pozytywne przeszacowania nieruchomości

W Q4 2009 Polnord przekaże 71 mieszkań. Jest to liczba ważona udziałem Polnordu w inwestycjach joint-venture. Największy udział w przekazaniach będą mieć projekty: Ostoja Wilanów (30 lokali), Osiedle Tęczowy Las (15 lokali), Kryształ Wilanowa (15 lokali). Oczekujemy, że marża brutto będzie bardzo wysoka i wyniesie 27,4%. Jest to efekt m.in. przekazywania klientom pierwszych lokali z inwestycji Kryształ Wilanowa, sprzedanych po wyższych, niż obecne cenach. Oczekujemy kosztów ogólnych na poziomie 13,3 mln PLN, w porównaniu do 11,6 mln PLN w Q3 2009. Wzrost kosztów zarządu wynika m.in. z pojawienia się w kosztach VAT-u, którego spółka nie może odliczyć (0,5 mln PLN), powrotu do sponsorowania piłkarzy Arki Gdynia (0,5 mln PLN) oraz rozpoczęcia nowych inwestycji. Ostatecznie, prognozujemy, że wynik operacyjny na działalności mieszkaniowej wyniesie -3 mln PLN.

Pozostałe przychody operacyjne wyniosą 4,5 mln PLN netto (wpływ zwrotu zaliczki na zakup gruntu zapłaconej przez Fadesę), przeszacowania nieruchomości zaś 43 mln PLN. Przeważająca część kwoty przeszacowań (ponad 30 mln PLN) to efekt przeniesienia gruntu w Dopiewcu do nieruchomości inwestycyjnych. Grunt ten został wniesiony do Polnordu w 2009 roku w zamian za emisję akcji przez Prokom. Pierwsze prace w Dopiewcu rozpocząć się mogą dopiero za kilka lat. Pozostała kwota przeszacowań to wycena nieruchomości inwestycyjnych w budowie. Oczekujemy pozostałych kosztów finansowych netto na poziomie 10,6 mln PLN (8,5 mln PLN – strata Fadesy na instrumentach pochodnych). Ostatecznie, wynik netto za cały rok zbliży się do deklarowanych przez zarząd 60 mln PLN.

Podtrzymujemy opinię, że wyniki w 2009 i 2010, generowane na starych projektach, mają ograniczone znaczenie, ważne zaś są wyniki, które deweloperzy będą realizować na nowych inwestycjach w 2011 roku.

Handel



Handel

 Analityk:
Kamil Kliszcz

Emperia Holding Trzymaj

 P/E 2009 18,0 EV/EBITDA 2009 9,0 **Cena bieżąca 85,0 PLN**
 P/E 2010 12,6 EV/EBITDA 2010 7,2 **Cena docelowa 70,3 PLN**

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	1 420,8	1 302,9	9,0%	5 520,7	5 257,1	5,0%	6 046,3	5 520,7	9,5%
EBITDA	43,1	40,7	5,8%	176,7	148,9	18,6%	220,5	176,7	24,8%
marża	3,0%	3,1%	-	3,2%	2,8%	-	3,6%	3,2%	-
EBIT	26,7	21,9	21,6%	113,1	96,0	17,8%	142,2	113,1	25,7%
Zysk brutto	23,0	17,0	35,6%	92,6	80,4	15,1%	126,4	92,6	36,5%
Zysk netto	19,1	19,0	0,7%	71,3	59,0	20,9%	102,4	71,3	43,5%

Wynik porównywalny w ujęciu r/r

W 4Q'09 Emperia powinna w naszej opinii wypracować zysk netto zbliżony do tego sprzed roku przy około 9% wzroście przychodów. Wyższa sprzedaż będzie przede wszystkim zasługą rozwoju sieci detalicznej, aczkolwiek w przypadku segmentu hurtowego widoczna już w 3Q dodatnia tendencja na sprzedaży powinna być kontynuowana dzięki systematycznemu pozyskiwaniu klientów przez nowe centra dystrybucyjne. Rentowność na obu segmentach z uwagi na prowadzony proces optymalizacji kosztowej i dochodzenie do break even nowych placówek również powinna wykazać poprawę r/r. Skonsolidowana marża EBITDA może okazać się jednak nieco niższa ze względu na zanotowane w 4Q'08 dodatnie saldo na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie 3 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej nie oczekujemy żadnych jednorazowych efektów. Porównując zysk netto do tego osiągniętego rok wcześniej należy pamiętać, iż wówczas Spółka zaksięgowła aktywo podatkowe w kwocie 2 mln PLN, podczas gdy teraz spodziewamy się stopy podatkowej bliskiej nominalnej.



Handel

 Analityk:
Kamil Kliszcz

Eurocash Trzymaj


 P/E 2009 22,2 EV/EBITDA 2009 11,5 **Cena bieżąca 16,77 PLN**
 P/E 2010 18,7 EV/EBITDA 2010 10,3 **Cena docelowa 9,90 PLN**

(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	1 704,1	1 595,4	6,8%	6 754,1	6 129,7	10,2%	7 877,6	6 754,1	16,6%
EBITDA	61,0	53,2	14,8%	183,3	158,5	15,7%	205,5	183,3	12,1%
marża	3,6%	3,3%	-	2,7%	2,6%	-	2,6%	2,7%	-
EBIT	48,6	41,3	17,9%	134,6	115,5	16,5%	142,1	134,6	5,6%
Zysk brutto	40,8	31,7	28,8%	123,4	94,7	30,3%	145,1	123,4	17,6%
Zysk netto	33,1	27,2	11,6%	98,6	78,5	22,2%	117,2	95,9	22,2%

Sezonowy wzrost marż

Dynamika sprzedaży w ostatnim kwartale 2009 liczona r/r powinna być naszym zdaniem zbliżona do poziomu z 3Q'09 i wyniesie niecałe 7%. Nadal szybko, na poziomie około 20%, powinna rozwijać się sieć Delikatesy Centrum, ale na poziomie skonsolidowanym ta tendencja będzie częściowo zneutralizowana przez spadek przychodów KDWT i McLane w kategorii wyrobów tytoniowych. Niższa sprzedaż papierosów będzie się jednak przekładać na wyższy poziom realizowanych marż i uwalnianie kapitału obrotowego (niekorzystne zasady płatności z producentami papierosów). W 4Q'09 należy także oczekiwać sezonowego wzrostu rentowności związanego z rozliczaniem bonusów od dostawców. Dzięki temu kwartalny strumień EBITDA powinien sięgnąć 61 mln PLN i w całym roku przekroczy 183 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się zaksięgowania około 8 mln PLN kosztów odsetkowych przypisanych do zobowiązań handlowych o terminie spłaty powyżej 30 dni (konsekwencja długich terminów płatności). Ostatecznie dynamika na poziomie zysku netto powinna w ujęciu r/r wynieść około 11,6%.

Inne sektory

		Mondi					Trzymaj		
									
Papierniczy									
Analityk: Michał Marczak		P/E 2009	57,1	EV/EBITDA 2009	20,6	Cena bieżąca	73,0 PLN		
		P/E 2010	16,6	EV/EBITDA 2010	8,7	Cena docelowa	56,0 PLN		
(mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana	2010P	2009P	zmiana
Przychody	402,8	358,8	12,3%	1 337,6	1 406,3	-4,9%	1 804,0	1 337,6	34,9%
EBITDA	88,2	87,6	0,7%	211,5	305,5	-30,8%	488,8	211,5	131,1%
marża	21,9%	24,4%	-	15,8%	21,7%	-	27,1%	15,8%	-
EBIT	46,8	59,6	-21,5%	91,5	194,7	-53,0%	295,2	91,5	222,5%
Zysk brutto	38,2	33,3	14,8%	69,4	174,7	-60,3%	262,2	69,4	278,1%
Zysk netto	31,1	27,1	14,8%	63,9	141,2	-54,7%	220,4	63,9	244,7%

Pierwszy pełny kwartał nowej maszyny papierniczej

W 4Q średnia cena kraftlinera wyrażona w PLN wzrosła w stosunku do poprzedniego kwartału o 4,7%, testlinera o 16,3% a flutingu o 19,5%. Zgodnie z informacjami ze spółki wolumen produkcji na nowej maszynie papierniczej rośnie szybciej niż pierwotnie oczekiwano. Dzięki temu zakładamy, że łączny wolumen sprzedaży w 4Q wzrośnie o 45% w stosunku do 4Q2008. Skorygować in minus należy dotychczasowe szacunki dotyczące jednostkowego kosztu produkcji na nowej maszynie (pierwotnie 150 Euro/t), co jest związane z wyższymi cenami makulatury oraz umocnieniem PLN w stosunku do EUR (pierwotne szacunki były przygotowywane przy kursie 4,6). W wynikach 4Q pojawi się skokowy wzrost amortyzacji - związany z oddaniem do użytkowania nowej maszyny oraz wzrost kosztów obsługi zadłużenia finansującego inwestycję.

Terminy publikacji raportów

Spółka	IV kw. 2009	2009 jednostkowy	2009 skonsolidowany
AB	03.03.10*		17.05.10**
ACTION	02.03.10	30.06.10	31.08.10
AGORA	23.02.10	12.04.10	12.04.10
ASBIS	24.02.10	30.03.10	30.03.10
ASSECO POLAND		19.03.10	19.03.10
BUDIMEX	24.02.10	22.03.10	22.03.10
BZWBK		02.03.10	02.03.10
CENTRUM KLIMA		15.03.10	15.03.10
CEZ	26.02.10	30.04.10	30.04.10
CIECH	26.02.10	30.04.10	30.04.10
CYFROWY POLSAT		18.03.10	18.03.10
DOM DEVELOPMENT		15.03.10	15.03.10
ELEKTROBUDOWA		22.03.10	22.03.10
EMPERIA HOLDING	01.03.10	30.04.10	30.04.10
ERBUD	01.03.10	30.04.10	30.04.10
EUROCASH	26.02.10	19.04.10	19.04.10
GETIN		19.03.10	19.03.10
HANDLOWY		17.03.10	17.03.10
ING BSK	17.02.10	31.03.10	31.03.10
J.W. CONSTRUCTION		17.03.10	17.03.10
KĘTY	11.02.10	08.04.10	08.04.10
KGHM	26.02.10	31.03.10	31.03.10
KOMPUTRONIK	15.02.10	31.03.10	31.03.10
KREDYT BANK	11.02.10	26.02.10	26.02.10
LOTOS	23.02.10	30.04.10	30.04.10
LW BOGDANKA		22.03.10	22.03.10
MILLENNIUM	10.02.10	01.03.10	01.03.10
MONDI		24.02.10	24.02.10
MOSTOSTAL WARSZAWA	01.03.10	29.04.10	29.04.10
NETIA	22.02.10	22.02.10	22.02.10
PBG	01.03.10	30.04.10	30.04.10
PEKAO	03.03.10***	12.03.10	12.03.10
PGE		22.03.10	22.03.10
PGNiG		22.03.10	22.03.10
PKN ORLEN	25.02.10	30.04.10	30.04.10
PKO BP		15.03.10	15.03.10
POLICE	22.02.10	31.03.10	31.03.10
POLIMEX MOSTOSTAL	01.03.10	15.04.10	15.04.10
POLNORD		22.03.10	22.03.10
RAFAKO		22.03.10	22.03.10
SYGNITY	25.02.10	29.04.10	29.04.10
TELEKOMUNIKACJA POLSKA		23.02.10	23.02.10
TRAKCJA POLSKA		19.03.10	19.03.10
TVN	18.02.10	18.02.10	18.02.10
ULMA CONSTRUCCION POLSKA		19.03.10	19.03.10
UNIBEP		22.03.10	22.03.10
WSiP	26.02.10	30.04.10	30.04.10
ZA PUŁAWY	01.03.10*	11.05.10	11.05.10**

Źródło: Spółki; *Publikacja raportu za 1H 2009/2010; **Publikacja raportu Q3 2009/2010; *** Publikacja szacunkowych wybranych danych finansowych za 4Q09;

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	14,24	2009-08-06	11,55	11,3
ACTION	Kupuj	18,49	16,65	2009-12-22	15,98	9,2
AGORA	Kupuj	23,70	20,40	2009-11-13	19,75	29,8
ASBIS	Akumuluj	4,23	4,53	2009-12-02	3,68	
ASSECO POLAND	Kupuj	71,90	60,00	2009-11-19	57,30	12,5
BUDIMEX	Akumuluj	82,50	72,00	2010-01-06	75,75	10,7
BZWBK	Trzymaj	195,40	176,60	2010-01-19	190,00	15,9
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	12,19	2009-11-06	11,50	15,0
CEZ	Trzymaj	140,60	142,80	2009-11-04	143,80	9,7
CIECH	Trzymaj	39,90	30,86	2009-12-03	37,49	
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	14,90	15,07	2009-12-02	13,88	18,2
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	40,75	2009-11-05	44,00	13,3
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,30	169,20	2009-12-04	170,00	15,9
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	70,30	85,00	2009-09-04	72,30	14,0
ERBUD	Akumuluj	53,50	52,45	2010-01-06	47,15	15,7
EUROCASH	Trzymaj	9,90	16,77	2009-05-06	9,81	20,8
GETIN	Kupuj	10,20	9,05	2010-01-19	8,80	23,7
HANDLOWY	Kupuj	90,30	74,00	2010-01-19	73,55	16,9
ING BSK	Akumuluj	811,60	700,00	2010-01-19	739,00	14,6
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	14,00	11,82	2009-12-02	11,26	4,2
KĘTY	Trzymaj	115,40	114,00	2009-11-05	106,80	15,7
KGHM	Redukuj	90,40	97,00	2009-12-01	107,80	8,5
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	9,88	2009-12-08	11,39	37,5
KREDYT BANK	Akumuluj	15,30	13,80	2010-01-19	14,10	89,3
LOTOS	Redukuj	26,60	27,66	2009-12-01	31,94	4,9
LW BOGDANKA	Kupuj	80,10	75,10	2009-12-15	70,00	12,5
MILLENNIUM	Trzymaj	4,33	4,22	2010-01-19	4,49	
MONDI	Trzymaj	56,00	73,00	2009-09-03	51,00	51,1
MOSTOSTAL WARSZAWA	Kupuj	79,60	62,40	2009-12-02	68,00	12,2
NETIA	Trzymaj	4,30	4,64	2009-11-06	4,36	
PBG	Trzymaj	212,00	212,90	2009-11-12	218,50	15,0
PEKAO	Trzymaj	181,50	169,00	2010-01-19	176,00	18,5
PGE	Kupuj	27,49	23,35	2009-11-04	23,00	12,2
PGNiG	Akumuluj	4,11	3,79	2009-11-13	3,73	25,2
PKN ORLEN	Kupuj	38,20	33,43	2009-11-18	31,97	10,8
PKO BP	Trzymaj	39,60	39,00	2010-01-19	38,90	21,1
POLICE	Trzymaj	5,50	5,95	2009-12-14	5,02	
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	4,50	4,35	2010-01-06	4,00	13,4
POLNORD	Kupuj	46,80	32,96	2009-12-15	31,77	21,1
RAFAKO	Kupuj	11,60	11,19	2009-09-25	9,74	22,8
SYGNITY	Kupuj	18,10	12,80	2009-12-15	14,15	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	19,20	16,05	2009-10-30	17,58	14,8
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,20	4,07	2010-01-06	4,10	9,7
TVN	Kupuj	14,60	13,76	2009-12-02	12,55	18,2
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	87,95	2010-01-06	84,50	
UNIBEP	Kupuj	6,60	6,10	2010-01-06	5,58	11,8
WSiP	Trzymaj	17,20	16,37	2009-09-03	16,61	13,3
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	75,65	2010-01-06	80,90	21,3

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BUDIMEX	Akumuluj	82,50	2010-01-06
BZWBK	Trzymaj	195,40	2010-01-19
ERBUD	Akumuluj	53,50	2010-01-06
GETIN	Kupuj	10,20	2010-01-19
HANDLOWY	Kupuj	90,30	2010-01-19
ING BSK	Akumuluj	811,60	2010-01-19
KREDYT BANK	Akumuluj	15,30	2010-01-19
MILLENNIUM	Trzymaj	4,33	2010-01-19
PEKAO	Trzymaj	181,50	2010-01-19
PKO BP	Trzymaj	39,60	2010-01-19
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	4,50	2010-01-06
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,20	2010-01-06
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	2010-01-06
UNIBEP	Kupuj	6,60	2010-01-06
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	2010-01-06

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	2	19	10	17	0	0	6	3	7
procent	0,0%	4,2%	39,6%	20,8%	35,4%	0,0%	0,0%	37,5%	18,8%	43,8%

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, Energetyka, 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

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

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, Mondy, Nepentes, 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, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, WSiP, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimat, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.