

19 lipca 2010

Opracowanie cykliczne


Rynek akcji

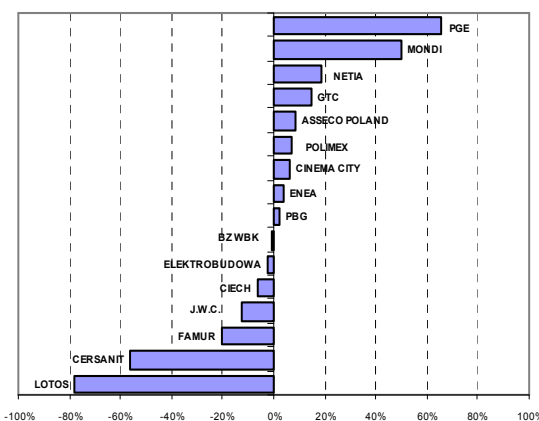
Prognozy wyników kwartalnych

WIG **41 061**
II Q 2010

Średnie P/E 2010 15,5

Średnie P/E 2011 12,2

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 1 522 mln PLN

Dynamika EPS wybranych spółek*


*liczone za okres: II kw.'09-I kw.'10 / III kw.'09-II kw.'10

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. Oczekujemy utrzymania się podwyższonych rezerw (segment detaliczny). Presję na wzrost przychodów z kwartału na kwartał wywierają będą spadające rynkowe stopy procentowe obniżające marżę depozytową. Wzrost portfela kredytów jest przy tym znikomy. Poprawa będzie widoczna w relacji do ubiegłego roku. Jest to jednak efekt niskiej bazy.

Paliwa. Z uwagi na korzystne otoczenie makro należy oczekiwać dobrych wyników w rafineriach, szczególnie w PKN Orlen, który stanowi lepszą ekspozycję na benchmarkowe marże i dodatkowo skorzysta na pozytywnych trendach w petrochemii.

Energetyka. Tylko Enea ma szansę poprawić wyniki z ubiegłego roku dzięki zyskom z dystrybucji i wyższej produkcji w Kozienicach. W przypadku CEZ nie pozwolą na to niższe ceny energii, a w PGE zaksięgowane w 2Q'09 wysokie rekompensaty KDT.

Telekomunikacja. Ujemna dynamika przychodów w TP będzie stopniowo słabła, będzie to ostatni kwartał spadkowej marży EBITDA. Począwszy od 3Q oczekujemy systematycznej poprawy sprzedaży (nowe oferty) i rentowności.

Media. Ożywienie w reklamie przełoży się na dobre wyniki operacyjne Agory i TVN mimo negatywnego wpływu jednorazowych wydarzeń. Dobrych rezultatów spodziewamy się też w Cinema City. W Cyfrowym Polsacie wyniki słabsze niż w ubiegłym kwartale ze względu na słabszego złotego i koszty subsydiów do modemów.

Informatyczne. Dobrych wyników spodziewamy się w Asseco Poland. Słabe rezultaty pokażą Comarch i Sygnity. Wśród dystrybutorów powody do zadowolenia powinni mieć akcjonariusze AB. Asbis i Comarch zanotują straty netto.

Górnictwo i metale. Dzięki wysokim cenom surowców, a przede wszystkim osłabieniu PLN w relacji do USD, spółki wydobywcze powinny osiągać bardzo dobre wyniki, ze szczególnym uwzględnieniem KGHM.

Przemysł. Kolejny dobry kwartał ma za sobą Astarta. Poprawę wyniku netto będzie można zaobserwować w Kopexie, a lepszy wynik operacyjny będzie miał miejsce w Cersanicie. Słabe wyniki powinien ponownie pokazać Famur.

Budownictwo. Nadal najlepsze wyniki będzie prezentował Budimex. Oczekujemy stosunkowo słabego wyniku Polimexu, Mostostal Warszawa i PBG (w przypadku PBG biorąc pod uwagę korektę o zdarzenia jednorazowe).

Deweloperzy. Wyniki deweloperów mieszkaniowych nie będą wysokie (ograniczona liczba przekazywanych lokali). Polnord znów przeszacuje nieruchomości. Dodatnia wycena nieruchomości GTC będzie niewielka.

Handel. Eurocash powinien w 2Q zanotować dwucyfrową dynamikę EBITDA. W przypadku Empirii, ze względu na charakter działalności, negatywny efekt powodzi będzie bardziej widoczny, a dodatkowo należy pamiętać o oczyszczeniu 2Q'09 ze sprzedaży nieruchomości.

Banki



Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

BZ WBK

 P/E 2010 14,2 P/BV 2010 2,1
P/E 2011 11,1 P/BV 2011 1,9

Trzymaj

Cena bieżąca 194,00 PLN
Cena docelowa 200,50 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	429	355	20,9%	853	716	19,1%	1 798	1 563	15,0%
Wynik prowizyjny	333	335	-0,5%	665	649	2,3%	1 434	1 315	9,0%
NIM	3,1%	2,4%	-	3,1%	2,8%	-	3,2%	2,8%	-
WNDB	880	844	4,3%	1 712	1 569	9,1%	3 466	3 239	7,0%
Koszty działania	-422	-399	5,7%	-836	-806	3,7%	-1 679	-1 622	3,6%
Wynik operacyjny*	465	449	3,5%	884	775	14,1%	1 813	1 644	10,2%
Saldo rezerw	-133	-123	8,4%	-203	-283	-28,2%	-478	-481	-0,6%
Zysk brutto	332	326	1,8%	680	488	39,4%	1 335	1 163	14,7%
Zysk netto	253	258	-2,0%	486	377	28,9%	993	886	12,1%

* przed kosztami rezerw

Bank utrzymuje wynik operacyjny, na spadek rezerw zdecydowanie za wcześnie

253 mln PLN zysku netto to rezultat zbliżony do ubiegłorocznego (-2% R/R). Motorem wzrostu przychodów będzie wynik odsetkowy (+21% R/R). Wynik prowizyjny pozostanie na poziomach z 2Q09 (335 mln PLN) i 1Q10 (331 mln PLN). Wzrost wydatków Q/Q (5,7%) wynika przede wszystkim ze wzrostu kosztów administracji. Uważamy, że koszty osobowe wzrosną nieznacznie Q/Q, co jednak przekłada się na widoczny wzrost w relacji do 2Q09 (wówczas prowadzone były liczne inicjatywy oszczędnościowe). Wynik operacyjny przed kosztami rezerw wzrośnie o 3,5% R/R oraz 11% Q/Q. Wysoki wzrost Q/Q wynika z zaksięgowania w wynikach 2Q10 dywidendy z grupy CU (uwzględniamy 48,3 mln PLN, po ich wyłączeniu wynik pozostanie płaski Q/Q). Oczekujemy 133 mln PLN rezerw w 2Q10 (wzrost o 8% R/R i aż 83% Q/Q). W 1Q10 bank rozwiązał 24 mln PLN rezerw w segmencie korporacyjnym i 6,3 mln PLN w segmencie centralnym. Uważamy, że w 2Q10 koszty ryzyka w segmencie detalicznym pozostaną na poziomach z 1Q10 (101 mln PLN), bank zawiąże za to rezerwy w obszarze korporacyjnym. Zwracamy uwagę, że poprawa wyniku netto Q/Q z 233 mln PLN do 253 mln PLN wiąże się jedynie ze znacznie niższą zakładaną przez nas efektywną stopą podatkową (19% vs. 28% zanotowane w 1Q10).



Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Getin

 P/E 2010 12,8 P/BV 2010 1,6
P/E 2011 10,2 P/BV 2011 1,4

Trzymaj

Cena bieżąca 9,74 PLN
Cena docelowa 10,34 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	303	199	52,3%	591	447	32,2%	1 208	978	23,6%
Wynik prowizyjny	124	103	20,2%	237	214	10,8%	482	443	9,0%
NIM	3,1%	2,3%	-	3,1%	2,7%	-	3,2%	2,9%	-
WNDB	586	498	17,7%	1 133	1 128	0,5%	2 208	2 094	5,4%
Koszty działania	-217	-216	0,4%	-420	-430	-2,2%	-930	-861	8,0%
Wynik operacyjny*	367	289	26,8%	711	682	4,2%	1 231	1 200	2,5%
Saldo rezerw	-276	-169	63,3%	-555	-413	34,2%	-561	-842	-33,3%
Zysk brutto	92	118	-22,6%	155	269	-42,2%	669	358	87,1%
Zysk netto	63	80	-21,1%	174	184	-5,4%	544	276	97,0%

* przed kosztami rezerw

Kłopotów z ryzykiem ciąg dalszy

Oczekujemy, że odpisy utrzymają się na tym samym poziomie co w 1Q10 (276 mln PLN vs. 279 mln PLN w 1Q10). Wysokie rezerwy stoją za niskim poziomem zysku brutto (92 mln PLN vs. 118 mln PLN w 2Q09), pomimo bardzo widocznej poprawy wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw (367 mln PLN, +27% R/R). Na poprawę wyniku operacyjnego wpływ będą miały: (i) znacznie niższe koszty finansowania, (ii) utrzymanie pozytywnego momentum w zakresie wyniku prowizyjnego oraz (iii) utrzymanie kosztów pod kontrolą. Zakładamy utrzymanie trendu i poprawę wyniku odsetkowego Q/Q pomimo spadku rynkowych stóp procentowych i wzrostu kosztów refinansowania kredytów walutowych w 2Q10. Getin Noble Bank w pierwszym kwartale ub.r. pozyskiwał z rynku bardzo drogie depozyty roczne, które zapadały w 1H10 i odnawiane były przy niższym koszcie. Uważamy, że bank utrzymał zdolność do generowania wysokiego wyniku prowizyjnego ze swojej działalności kredytowej i pośrednictwa. Jednocześnie zwracamy uwagę na fakt, że w 1H09 bank miał istotne zyski z tytułu wyceny przez wynik handlowy instrumentów pochodnych (w 2Q09 wynik handlowy wyniósł 81 mln PLN, w 2Q10 zakładamy 29 mln PLN wygenerowane głównie na bazie wyniku z pozycji wymiany).


Banki

 Analitik:
Marta Jeżewska

Handlowy

Kupuj

P/E 2010	15,3	P/BV 2010	1,6	Cena bieżąca	74,2 PLN
P/E 2011	11,2	P/BV 2011	1,5	Cena docelowa	87,1 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	366	384	-4,5%	739	774	-4,6%	1 508	1 505	0,2%
Wynik prowizyjny	154	130	18,4%	304	255	19,1%	645	556	16,0%
NIM	3,9%	3,5%		3,9%	3,6%	-	3,8%	3,8%	-
WNDB	645	612	5,4%	1 248	1 188	5,0%	2 483	2 418	2,7%
Koszty działania	-349	-352	-0,7%	-674	-725	-7,1%	-1 420	-1 379	2,9%
Wynik operacyjny*	307	275	11,6%	580	495	17,2%	1 133	1 201	-5,6%
Saldo rezerw	-86	-181	-52,6%	-163	-333	-51,1%	-327	-546	-40,1%
Zysk brutto	221	95	132,5%	417	162	157,7%	806	655	23,0%
Zysk netto	177	71	147,9%	327	118	178,5%	633	504	25,6%

* przed kosztami rezerw

Zastój w wolumenach nie przeszkodzi w poprawie wyników

Oczekujemy poprawy wyniku netto w relacji do 1Q10 (150 mln PLN) ze względu na lepszy wynik handlowy i zaksięgowaną w 1Q10 stratę na odkupie od klientów obligacji Lehman Brothers. Dzięki temu wynik na działalności bankowej wzrośnie o 42 mln PLN w ciągu kwartału (do 645 mln PLN). Suma wyniku odsetkowego i prowizyjnego pozostanie praktycznie niezmienną Q/Q, ze względu na presję na wynik odsetkowy wywołaną spadkiem rynkowych stóp procentowych (spadek marży depozytowej) oraz niski popyt na kredyty ze strony przedsiębiorstw (obserwowany w całym sektorze). Obserwowany wzrost wyniku prowizyjnego (neutralizującego spadek wyniku odsetkowego Q/Q), będzie hamowany przez wysoką bazę odniesienia (wysokie przychody z tytułu obsługi kart w 1Q10). Oczekujemy utrzymania się kosztów działania na poziomie z ubiegłego roku. Oznacza to jednak dynamiczny wzrost w relacji do 1Q10 (prognozujemy 349 mln PLN vs. 325 mln PLN w 1Q10). W 2Q10 oczekujemy „rozkrcenia się budżetów” planowanych na 2010 rok. W skali całego roku oczekujemy niewielkiego (niespełna 3%) wzrostu wydatków, a co za tym idzie, uważamy, że baza 1Q10 była bardzo niska. Zakładamy, że koszty ryzyka kredytowego utrzymają zdecydowany trend spadkowy w relacji do odpisów z 1H09. Zakładamy jednak ich niewielki wzrost Q/Q (z 77 mln PLN do 86 mln PLN), ze względu na rozwiązanie rezerw w s. korporacyjnym w 1Q10.


Banki

 Analitik:
Marta Jeżewska

ING BSK

Trzymaj

P/E 2010	15,4	P/BV 2010	1,9	Cena bieżąca	799,50 PLN
P/E 2011	11,3	P/BV 2011	1,6	Cena docelowa	749,00 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	378	371	1,8%	745	681	9,5%	1 539	1 442	6,7%
Wynik prowizyjny	241	234	2,9%	469	438	7,2%	972	900	8,0%
NIM	2,4%	2,2%	-	2,4%	2,0%	-	2,5%	2,2%	-
WNDB	667	667	0,1%	1 312	1 216	7,8%	2 650	2 488	6,5%
Koszty działania	-401	-384	4,5%	-795	-745	6,7%	-1 553	-1 488	4,4%
Wynik operacyjny*	270	287	-6,1%	530	482	10,0%	1 116	991	12,7%
Saldo rezerw	-49	-74	-34,3%	-97	-176	-45,1%	-329	-304	8,2%
Zysk brutto	228	229	-0,2%	448	332	35,0%	841	738	13,9%
Zysk netto	185	183	1,2%	362	264	37,6%	678	595	13,9%

* przed kosztami rezerw

Utrzymanie wysokiego poziomu

Oczekujemy spadku wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw o 6% R/R, ale wzrostu o 4% Q/Q. Jednocześnie zakładamy lepszą niż w drugim kwartale ub.r. jakość wygenerowanego rezultatu, gdyż rosnące wydatki i nieco niższe wyniki handlowe zostaną zneutralizowane przez rosnący wynik odsetkowy i prowizyjny. Uważamy, że utrzymanie się aktywności po stronie kredytowania, będzie prowadziło do dalszego wzrostu udziału kredytów w sumie bilansowej. W efekcie ING BSK kolejny kwartał z rzędu poprawi wynik odsetkowy (wzrost z 367 mln PLN w 1Q10 do 378 mln PLN w 2Q10). Stanie się tak pomimo presji na marżę depozytową wywołaną spadkiem rynkowych stóp procentowych. Uważamy, że wynik prowizyjny utrzyma się w trendzie wzrostowym ze względu na wzrost liczby klientów oraz utrzymania aktywności po stronie sprzedaży kredytów. Oczekujemy wzrostu wydatków o 4,5% R/R i o niespełna 2% Q/Q. Wzrost z kwartału na kwartał wynika m.in. ze wzrostu kosztów rzeczowych (na skutek m.in. kampanii promocyjnych). Oczekujemy stabilizacji w zakresie kosztów ryzyka kredytowego w relacji do 1Q10 (49 mln PLN odpisów). Odpisy będą jednak znacznie niższe niż przed rokiem (wówczas 74 mln PLN), ze względu na istotny spadek odpisów po stronie korporacyjnej. Ze względu na dominujące w portfelu kredytów detalicznych kredyty hipoteczne i konserwatywne podejście do oceny ryzyka kredytowego, nie oczekujemy istotnego wzrostu rezerw na należności klientów indywidualnych.


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Kredyt Bank Trzymaj

 P/E 2010 32,7 P/BV 2010 1,6
 P/E 2011 9,5 P/BV 2011 1,3

Cena bieżąca 15,50 PLN
Cena docelowa 15,30 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	273	269	1,6%	550	516	6,5%	1 110	1 061	4,6%
Wynik prowizyjny	81	74	9,5%	161	146	10,3%	354	304	16,4%
NIM	2,8%	2,6%	-	2,8%	2,5%	-	2,8%	2,7%	-
WNDB	383	361	6,1%	764	753	1,4%	1 597	1 530	4,4%
Koszty działania	-228	-248	-8,2%	-452	-518	-12,7%	-1 026	-1 023	0,2%
Wynik operacyjny*	171	137	24,2%	343	275	24,8%	651	848	-23,2%
Saldo rezerw	-110	-89	24,1%	-208	-273	-23,9%	-491	-803	-38,9%
Zysk brutto	60	49	23,5%	135	2	-	161	47	245,1%
Zysk netto	48	41	18,8%	104	4	-	129	35	272,7%

* przed kosztami rezerw

Mocny wynik operacyjny utrzymany, ale rezerwy wciąż wysokie

Mimo że bank poinformował o istotnym wzroście sprzedaży kredytów hipotecznych w 2Q10 (ok. 0,9 mld PLN vs. 0,3 mld PLN w 1Q10) i w dalszym ciągu notuje przyrosty depozytów detalicznych (0,6 mld PLN w 2Q10 vs. 1,2 mld PLN w 1Q10), to uważamy, że w skali całego banku przyrosty wolumenów nie były istotne. Przyczyną spadku aktywności są kredyty korporacyjne (niski popyt widoczny w całym sektorze) oraz zmiana modelu sprzedaży kredytów konsumpcyjnych po sprzedaży Żagla. Pozyskiwanie depozytów nie przełoży się naszym zdaniem na wzrost sumy bilansowej, a raczej pozwoli zmniejszyć skalę finansowania ze strony KBC. Niższa aktywność biznesowa oraz spadek rynkowych stóp procentowych odpowiadają za brak istotnych zmian po stronie wyniku odsetkowego i prowizyjnego Q/Q. Uważamy, że obecna baza kosztowa (225 mln PLN w 1Q10) pozwala na rozwój, jednak trudno będzie o dalsze nominalne spadki. Wynik operacyjny przed kosztami rezerw będzie płaski Q/Q (171 mln PLN vs. 172 mln PLN w 1Q10). Oczekujemy wzrostu odpisów Q/Q. Przy stabilizacji kosztów ryzyka po stronie detalicznej, oczekujemy wzrostu odpisów w obszarze przedsiębiorstw. W 1Q10 bank miał rozwiązania w segmencie korporacyjnym (saldo +3 mln PLN). Ze względu na wzrost odpisów na złe kredyty w obszarze korporacyjnym oczekujemy spadku zysku netto z kwartału na kwartał z 56 mln PLN do 48 mln PLN (14%).


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Millennium Akumuluj

 P/E 2010 19,2 P/BV 2010 1,4
 P/E 2011 10,8 P/BV 2011 1,2

Cena bieżąca 4,67 PLN
Cena docelowa 5,31 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	234	116	101,7%	468	297	57,7%	999	691	44,5%
Wynik prowizyjny	140	107	31,1%	288	232	23,7%	586	494	18,7%
NIM	2,1%	1,0%	-	2,1%	1,3%	-	2,1%	1,5%	-
WNDB	424	311	36,4%	845	708	19,4%	1 745	1 434	21,6%
Koszty działania	-265	-262	1,3%	-520	-520	0,1%	-1 071	-1 023	4,7%
Wynik operacyjny*	164	58	182,6%	333	201	65,9%	694	431	61,0%
Saldo rezerw	-79	-56	41,4%	-162	-185	-12,4%	-324	-436	-25,8%
Zysk brutto	85	9	821,1%	171	23	656,5%	370	2	-
Zysk netto	68	9	663,6%	136	21	548,3%	295	1	-

* przed kosztami rezerw

Potwierdzenie poprawy dochodowości

Zdecydowanie niższy koszt finansowania depozytów w relacji do 1H09, będzie miał wpływ na wyniki Banku Millennium w 2Q10 i znaczny wzrost wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw (z 58 mln PLN do 164 mln PLN). Jednak w relacji do 1Q10 (169 mln PLN) trudno oczekiwać poprawy ze względu na: (i) spadek rynkowych stóp procentowych, (ii) prowadzoną w 2Q10 kampanię promocyjną kont oszczędnościowych, (iii) niską skalę spadku kosztu finansowania wynikającą z zapadania drogiego depozytów Q/Q, (iv) zahamowanie trendu spadkowego w zakresie kosztów refinansowania walutowych kredytów hipotecznych. Obok wyniku odsetkowego wynik prowizyjny również pozostanie w mocnym trendzie wzrostowym (skutek podniesionych opłat i prowizji w ub.r. i wyników z tytułu ekspozycji na rynki kapitałowe). Wprowadzone w ub.r. oszczędności pozwolą utrzymać bazę kosztową pod kontrolą, ale wzrost aktywności w 2Q10 i niska baza 2Q09 nie pozwolą na nominalny spadek. Zakładamy, że koszty ryzyka utrzymają się na stabilnym poziomie w relacji do 1Q10 (79 mln PLN vs. 83 mln PLN w 1Q10). 2Q10 zakończy się zyskiem netto na poziomie 68 mln PLN, takim samym jak w 1Q10. Wpisuje się to w naszą całoroczną prognozę zysku netto na poziomie 295 mln PLN. W 2H10 oczekujemy większej aktywności po stronie sprzedaży kredytów (1H10 była słaba pod tym względem na całym rynku za wyjątkiem kredytów hipotecznych), utrzymania kosztów pod kontrolą, stabilizacji spadku stóp procentowych z szansą na niewielki wzrost pod koniec roku.


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

Pekao

Trzymaj

 P/E 2010 15,8 P/BV 2010 2,2
 P/E 2011 13,3 P/BV 2011 2,1

Cena bieżąca 160,50 PLN
Cena docelowa 172,80 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	982	948	3,5%	1 987	1 858	6,9%	4 314	3 802	13,4%
Wynik prowizyjny	595	554	7,5%	1 168	1 082	7,9%	2 542	2 289	11,1%
NIM	3,1%	2,9%	-	3,1%	2,8%	-	3,2%	2,9%	-
WNDB	1 768	1 816	-2,6%	3 516	3 510	0,2%	7 553	7 063	6,9%
Koszty działania	-914	-938	-2,6%	-1 817	-1 863	-2,4%	-3 823	-3 673	4,1%
Wynik operacyjny*	872	890	-2,0%	1 733	1 679	3,2%	3 806	3 466	9,8%
Saldo rezerw	-140	-152	-7,9%	-280	-244	14,8%	-571	-534	7,0%
Zysk brutto	752	755	-0,5%	1 493	1 466	1,9%	3 306	2 998	10,3%
Zysk netto	606	613	-1,1%	1 209	1 179	2,5%	2 661	2 412	10,3%

* przed kosztami rezerw

Kwartał podobny do poprzednich

Niski popyt na kredyty korporacyjne oraz spadek rynkowych stóp procentowych będą czynnikami odpowiedzialnymi za spadek wyniku odsetkowego z kwartału na kwartał (z 1005 mln PLN do 982 mln PLN). Po słabszym 1Q10 w zakresie wyniku prowizyjnego (spadek przychodów z tytułu kart oraz innych opłat bankowych), ta linia przychodów powinna wrócić na ścieżkę wzrostu. Oczekujemy również utrzymania się wyniku handlowego na średnich poziomach z ostatnich kilku kwartałów. Przychody bankowe pozostaną na zbliżonych poziomach do rezultatów z poprzednich trzech kwartałów. Prognozujemy 1,77 mln PLN przychodów bankowych vs. 1,79 mld PLN średniej za okres 2Q09 – 1Q10). Zastój po stronie wolumenów przełoży się na brak wzrostu przychodów, a co za tym idzie nie widzimy uzasadnienia dla istotnego wzrostu wydatków w relacji do 1Q10 (prognozujemy 914 mln PLN vs. 904 mln PLN kwartał wcześniej). Uważamy, że koszty ryzyka również pozostaną na stabilnych poziomach w relacji do 1Q10 (prognoza 140 mln PLN). Wynik netto sięgnie 606 mln PLN (vs. 603 mln PLN w 1Q10 i 613 mln PLN w 2Q09). Naszym zdaniem piąty kwartał z rzędu wynik netto będzie oscylował wokół 0,6 mld PLN (przedział sięga 603 – 620 mln PLN za okres 2Q09 – 2Q10). Dalsza poprawa wyniku zależeć będzie od trendów w zakresie rozwoju wolumenów i okresu, w którym utrzymają się wyższe odpisy na ryzyko kredytowe.


Banki

 Analityk:
Marta Jeżewska

PKO BP

Trzymaj

 P/E 2010 15,6 P/BV 2010 2,2
 P/E 2011 11,2 P/BV 2011 1,9

Cena bieżąca 38,62 PLN
Cena docelowa 40,10 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	1 477	1 108	33,3%	2 952	2 302	28,2%	6 224	5 051	23,2%
Wynik prowizyjny	745	622	19,7%	1 470	1 172	25,5%	2 915	2 583	12,8%
NIM	3,7%	3,1%	-	3,7%	3,3%	-	3,8%	3,5%	-
WNDB	2 350	2 080	13,0%	4 667	4 179	11,7%	9 637	8 607	12,0%
Koszty działania	-1 044	-994	5,1%	-2 058	-2 075	-0,8%	-4 436	-4 244	4,5%
Wynik operacyjny*	1 341	1 196	12,1%	2 673	2 260	18,3%	5 462	4 624	18,1%
Saldo rezerw	-418	-390	7,2%	-844	-764	10,4%	-1 538	-1 681	-8,5%
Zysk brutto	922	800	15,3%	1 825	1 495	22,0%	3 925	2 943	33,4%
Zysk netto	738	610	21,0%	1 458	1 151	26,7%	3 101	2 306	34,5%

* przed kosztami rezerw

Solidne wyniki wpisują się w roczną prognozę

Oczekujemy 738 mln PLN zysku netto (+21% R/R, +2,5% Q/Q). Pozytywne momentum zostanie utrzymane pomimo spadku rynkowych stóp procentowych, negatywnie oddziałujących na marżę depozytową. Uważamy że utrzymanie aktywności po stronie sprzedaży kredytów oraz zakończenie lokaty „Progresja”, pozwoli na utrzymanie wyniku odsetkowego na poziomie z 1Q10 (prognozujemy 1,48 mld PLN wyniku odsetkowego vs. 1,47 mld PLN w 1Q10). Oczekujemy również wzrostu wyniku prowizyjnego na skutek wprowadzonych w ubiegłym roku podwyżek związanych z bankowością transakcyjną i pozytywnymi trendami w zakresie ekspozycji na rynki kapitałowe. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami zarządu oczekujemy utrzymania kosztów działania pod kontrolą. Wzrost z 1014 mln PLN w 1Q10 do 1044 mln PLN w 2Q10 spowodowany będzie głównie przez wzrost kosztów rzeczowych (m.in. start kampanii promocyjnych na wiosnę). Naszym zdaniem koszty ryzyka kredytowego zostaną na podobnych poziomach w relacji do 1Q10 (wówczas 425 mln PLN). Po pierwszej połowie roku bank zrealizuje 47% naszej całorocznej prognozy zysku netto na poziomie 3,1 mld PLN. Jej realizacja zależeć będzie od utrzymania kosztów pod kontrolą oraz odpisów na złe kredyty (zakładamy, że rezerwy w 2H10 spadną w relacji do 1H10). Istotnym czynnikiem będzie również poziom rynkowych stóp procentowych. Koszt finansowania spadł istotnie w relacji do ubiegłego roku, ale aby poprawiać wynik odsetkowy w kolejnych kwartałach bank musi utrzymać wzrost aktywów.

Ubezpieczyciele



Ubezpieczyciele

 Analityk:
Marta Jeżewska

PZU

 P/E 2010 14,1 P/BV 2010 2,5
P/E 2011 11,8 P/BV 2011 2,2

Trzymaj

Cena bieżąca 368,00 PLN
Cena docelowa 358,80 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym:	3 512	-	-	7 440	-	-	14 504	14 363	0,98%
Ubezpieczenia majątkowe	1 854	-	-	4 176	-	-	7 782	8 022	-2,99%
Ubezpieczenia na życie	1 658	-	-	3 263	-	-	6 722	6 341	6,01%
Składka zarobiona netto	3 615	-	-	7 059	-	-	14 460	14 485	-0,18%
Przychody ogółem	3 807	-	-	8 226	-	-	17 063	18 295	-6,73%
Odszkodowania i świadczenia na udziale własnym	-2 527	-	-	-4 986	-	-	-10 087	-9 436	6,90%
Koszty akwizycji i administracji	-847	-	-	-1 671	-	-	-3 621	-3 648	-0,75%
Zysk brutto	397	-	-	1 380	-	-	2 791	4 566	-38,86%
Zysk netto	324	-	-	1 132	-	-	2 261	3 763	-39,91%

Slabszy kwartał, ale wpisuje się w całoroczną prognozę

Prognozujemy 324 mln PLN zysku netto w PZU vs. 807 mln PLN w 1Q10. Spadek zysku ma związek ze słabszą koniunkturą na rynkach finansowych. Oczekujemy łącznie 124 mln PLN wyniku na działalności lokacyjnej vs. 911 mln PLN w 1Q10. Oczekujemy 434 mln PLN przychodów netto z tytułu inwestycji (głównie przychody odsetkowe od portfela obligacji, 442 mln PLN w 1Q10) oraz 310 mln PLN straty na pozostałych pozycjach budujących wynik na działalności lokacyjnej. Czynnikiem, które zaważyły na naszych prognozach jest spadek indeksów giełdowych w 2Q10 (WIG20 spadł o 9% Q/Q) oraz wzrost rentowności obligacji w 2Q10 (w 1Q10 notowano zyski na wycenie i sprzedaży instrumentów dłużnych). Oczekujemy 3,5 mld PLN składki przypisanej brutto w 2Q10. W 1Q10 składka przypisana brutto sięgnęła 3,9 mld PLN, na co wpływ miały sezonowo wyższe składki związane z ubezpieczeniami samochodowymi. Nie mamy danych za 2Q09 wg MSR, jednak zwracamy uwagę na fakt, że w 1Q09 składka przypisana brutto w ubezpieczeniach majątkowych wyniosła ponad 2,4 mld PLN stanowiąc 30,5% składki zebranej w tym segmencie w całym 2009 roku. Nasza prognoza zakłada, że składka przypisana brutto w ubezpieczeniach majątkowych w 1Q10 stanowiła 29,8% prognozowanej przez nas składki w całym 2010 roku dla tego segmentu. Mimo oczekiwanego spadku składki przypisanej brutto Q/Q, oczekujemy niewielkiego wzrostu składki przypisanej netto ze względu na założenie rozwiązania rezerwy składki vs. zawiązanie rezerwy w 1Q10. Oczekujemy utrzymania się stabilnego poziomu powtarzalnych rezerw w segmencie ubezpieczeń na życie w relacji do składki przypisanej brutto. Jednocześnie zakładamy niższy poziom rozwiązania rezerwy typu P (150 mln PLN vs. 223 mln PLN w 1Q10). Oczekujemy łącznie 2,5 mld PLN odszkodowań i świadczeń na udziale własnym vs. 2,46 mld PLN w 1Q10. Uwzględniamy 154 mln PLN „rezerw powodziowych” w odszkodowaniach na udziale własnym. Istotnym czynnikiem będą tutaj płatności reasekuratora. W 1Q10 „rezerwy śniegowe” pochłonęły 161 mln PLN. Na poziomie wyniku brutto uwzględniamy również 12 mln PLN kosztów finansowych związanych z zamknięciem transakcji reverse repo.

Paliwa, chemia



Chemia

 Analityk:
Kamil Kliszcz

Ciech

 P/E 2010* 22,3 EV/EBITDA 2010 5,3
 P/E 2011* 6,5 EV/EBITDA 2011 4,4

Kupuj

Cena bieżąca 24,60 PLN
Cena docelowa 39,20 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	1 002,0	901,9	11,1%	1 964,0	1 893,6	3,7%	3 962,3	3 684,2	7,5%
EBITDA	98,4	147,5	-33,3%	199,0	295,1	-32,6%	461,0	365,1	26,3%
marża	9,8%	16,4%	-	10,1%	15,6%	-	11,63%	10,86%	-
EBIT	39,5	96,1	-58,9%	81,1	181,6	-55,3%	233,0	135,0	72,6%
Zysk brutto	-2,2	34,0	-	4,0	29,4	-86,4%	87,9	-88,0	-
Zysk netto	-1,8	29,0	-	-4,6	15,1	-	71,2	-85,5	-

*skorygowane o jednostkowe zyski z kawern

Poprawa jakościowa q/q, ale nadal strata netto

Wyniki operacyjne Ciechu w 2Q tego roku powinny być zbliżone do tych z 1Q'2010, ale ich struktura będzie naszym zdaniem nieco lepsza w związku z mniejszym wpływem salda na pozostałej działalności operacyjnej w segmencie sodowym. Na tej kluczowej działalności oczekujemy zysku operacyjnego na poziomie 28 mln PLN vs. 25,5 mln PLN w 1Q'10, przy czym przychody z kawern sięgną około 10 mln PLN (w 1Q łącznie z zyskami ze sprzedaży uprawnień emisyjnych Spółka zaksięgowała jednorazowe przychody na poziomie 21 mln PLN). Poprawa wyniku na powtarzalnej działalności w tym obszarze to efekt przede wszystkim nieznacznie wyższych cen sody w ujęciu złotówkowym, wzrostu wolumenów i zapowiadanych ostatnio przez Zarząd inicjatyw w zakresie oszczędności kosztowych w Rumunii i Niemczech. Znaczącej poprawy rezultatów spodziewamy się w segmencie organicznym, gdzie obserwowane w ostatnich tygodniach wzrosty cen żywic i EPI pozwolą w naszej opinii na wypracowanie EBIT na poziomie 26 mln PLN vs. 9,5 mln PLN w 1Q'10. Sezonowy spadek zysków w agrochemii będzie nieco zneutralizowany przesunięciem sezonu na rynku środków ochrony roślin, ale i tak różnica q/q będzie znacząca (8 mln PLN vs. 26 mln PLN na poziomie EBIT). Ostatecznie skonsolidowany zysk operacyjny powinien sięgnąć 39,5 mln PLN, ale ze względu na wysoki poziom kosztów odsetkowych (około 30 mln PLN) i ujemne różnice kursowe na nie zamkniętych jeszcze transakcjach opcyjnych (brak neutralizującego efektu pożyczki do niemieckiej spółki sodowej, która została już skonwertowana na kapitał) Spółce nie uda się wypracować zysku netto.



Rafinerijny

 Analityk:
Kamil Kliszcz

Lotos

 P/E 2010 10,2 EV/EBITDA 2010 12,8
 P/E 2011 7,0 EV/EBITDA 2011 8,0

Redukuj

Cena bieżąca 30,90 PLN
Cena docelowa 26,50 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	4 588,9	3 447,9	33,1%	8 500,5	6 164,5	37,9%	17 438,7	14 320,5	21,8%
EBITDA	298,7	225,6	32,4%	444,8	300,6	48,0%	805,9	724,1	11,3%
marża	6,5%	6,5%	-	5,2%	4,9%	-	4,6%	5,1%	-
EBIT	209,4	151,3	38,4%	275,7	153,1	80,1%	457,1	424,2	7,8%
Zysk brutto	-592,2	914,3	-	-588,1	124,5	-	484,2	1 092,0	-55,7%
Zysk netto	-479,7	739,3	-	-454,2	80,4	-	391,6	883,3	-55,7%

Ujemne różnice kursowe powodem wysokiej straty netto

Wyniki Lotosu za 2Q'10 będą zainfekowane bardzo wysokimi stratami na przeszacowaniu zobowiązań walutowych oraz hedgingu na parze EUR/USD, które mogą sięgnąć nawet -887 mln PLN. Na poziomie operacyjnym spodziewamy się jednak poprawy rezultatów zarówno w ujęciu r/r jak i q/q. W segmencie wydobywczym prognozujemy 54 mln PLN EBIT, co powinno wynikać z rozpoznania zaległej marży z 1Q na wolumenie około 56 tys. ton (podobny efekt obserwowaliśmy w wynikach 1Q, kiedy to Spółka rozpoznała zyski na ropie wydobytej w 4Q). W segmencie rafinerijnym Lotos powinien korzystać na wyższym poziomie dyferencjału i marż produktowych, przy dalszym zwiększeniu przerobu q/q w związku z zaawansowaniem programu 10+ (wyraźne zwiększenie produkcji będzie jednak naszym zdaniem możliwe dopiero po uruchomieniu instalacji MHC). Dodatkowym wsparciem będzie efekt LIFO, który szacujemy na 102 mln PLN i ostatecznie zysk operacyjny na tej działalności powinien sięgnąć 149 mln PLN vs. 37,7 mln PLN w 1Q'10 i 170 mln PLN w 2Q'09. Pozytywnie do skonsolidowanych zysków będzie kontrybuować również segment detaliczny, ale skala zysków na tej działalności nie będzie znacząca (6 mln PLN).


Rafineryjny

Analitik:

Kamil Kliszcz

PGNiG

Kupuj

 P/E 2010 12,4 EV/EBITDA 2010 5,4
 P/E 2011 10,3 EV/EBITDA 2011 4,1

Cena bieżąca 3,45 PLN
Cena docelowa 4,32 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	4 076,8	3 874,7	5,2%	10 699,0	10 253,6	4,3%	20 861,5	19 290,4	8,1%
EBITDA	476,9	170,9	179,0%	2 059,1	83,3	-	3 663,5	2 830,0	29,5%
marża	11,7%	4,4%	-	19,2%	0,8%	-	17,6%	19,2%	-
EBIT	103,9	-222,0	-	1 320,2	-679,2	-	2 087,0	1 333,8	56,5%
Zysk brutto	114,0	-143,1	-	1 339,4	-576,9	-	2 080,4	1 442,1	44,3%
Zysk netto	92,3	-94,6	-	1 080,0	-493,4	-	1 685,1	1 202,0	40,2%

Niewielka strata na obrocie, możliwe odwrócenie odpisów

W naszej opinii w 2Q'2010 jedynym ośrodkiem generującym dodatni wynik operacyjny w PGNiG był segment wydobywczy. EBIT na tej działalności powinien sięgnąć około 188 mln PLN vs. 146 mln PLN przed rokiem (oczyszczone o 162 mln PLN odpisów na majątek kopalniany) i 241,5 mln PLN w 1Q'2010. Negatywne odchylenie q/q w tym obszarze to efekt planowego corocznego przestoju w kopalni Dębno i sezonowo niższych wolumenów sprzedaży pozataryfowej gazu, które to czynniki powinny być częściowo neutralizowane przez wyższe efektywne ceny sprzedaży (nowa taryfa, kurs USD/PLN). W segmencie obrotu oczekujemy niewielkiej straty operacyjnej (-43 mln PLN vs. -99 mln PLN rok temu i 445 mln PLN w 1Q'2010), która będzie wynikać z ujemnego spreadu na gazie z importu (po uwzględnieniu pozytywnego efektu z zabezpieczeń walutowych). Zwracamy uwagę, że na tej działalności mogą pojawić się pozytywne efekty odwrócenia części rezerw na należności od spółek chemicznych (dotychczasowe łączne odpisy na ZAK i Police to 185 mln PLN), ale nie uwzględniamy tego w naszych prognozach kwartalnych. Na działalności dystrybucyjnej zakładamy sezonową stratę operacyjną (-41 mln PLN), ale powinna ona być niższa niż przed rokiem (-92 mln PLN) z uwagi na wyższy średni poziom taryf sieciowych (podwyżka weszła w życie w czerwcu 2009) oraz oczekiwaną wyższą sprzedaż wolumenową do gospodarstw domowych w kwietniu z uwagi na niższe temperatury w ujęciu r/r. Ostatecznie skonsolidowany wynik operacyjny PGNiG w 2Q'2010 powinien sięgnąć 104 mln PLN, a po uwzględnieniu niewielkiego dodatniego salda na działalności finansowej, zysk netto szacujemy na 92 mln PLN.


Rafineryjny

Analitik:

Kamil Kliszcz

PKN Orlen

Trzymaj

 P/E 2010 10,6 EV/EBITDA 2010 6,4
 P/E 2011 10,9 EV/EBITDA 2011 5,4

Cena bieżąca 38,45 PLN
Cena docelowa 40,20 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	19 949,1	16 770,0	19,0%	37 391,2	31 471,9	18,8%	83 784,3	67 928,0	23,3%
EBITDA	1 641,8	1 317,0	24,7%	2 706,7	1 647,6	64,3%	4 248,3	3 665,0	15,9%
marża	8,2%	7,9%	-	7,2%	5,2%	-	5,1%	5,4%	-
EBIT	1 030,6	661,0	55,9%	1 494,5	340,6	338,8%	1 619,3	1 097,0	47,6%
Zysk brutto	644,3	1 335,0	-51,7%	1 435,2	63,6	-	1 965,5	1 441,0	36,4%
Zysk netto	504,9	1 171,0	-56,9%	1 097,8	76,1	-	1 553,0	1 308,7	18,7%

Sprzyjające makro w petrochemii i rafinerii

W 2Q'2010 obserwowaliśmy wyraźną poprawę otoczenia makro w sektorze rafineryjnym zarówno jeśli chodzi o marże produktowe jak i dyferencjał Ural/Brent a także kurs USD/PLN, co powinno stanowić istotne wsparcie dla wyników finansowych tego segmentu. Dodatkowo EBIT na tej działalności zwiększy w tym kwartale efekt przeszacowania zapasów, który szacujemy na 356 mln PLN vs. 928 mln PLN rok wcześniej oraz spodziewana poprawa wolumenów w związku z zakończeniem remontu w Możejkach. Ostatecznie raportowany wynik operacyjny w segmencie rafineryjnym powinien sięgnąć 808 mln PLN vs. 770 mln PLN w 2Q'09, a mógłby być jeszcze wyższy gdyby nie dodatkowe koszty przestoju remontowego na instalacjach reformingu i hydrocrackingu. Dobrego rezultatu, po słabszym początku roku spowodowanym warunkami pogodowymi, spodziewamy się również po segmencie detalicznym (249 mln PLN vs. 223 mln PLN rok temu). Kontynuacja pozytywnych trendów makro będzie również naszym zdaniem widoczna w segmencie petrochemicznym (mimo przestoju na instalacji olefin), gdzie EBIT powinien wynieść 124 mln PLN vs. 85 mln PLN w 1Q'10 i -180 mln PLN w 2Q'09. Gorszego rezultatu w ujęciu q/q oczekujemy tylko w Anwilu (8 mln PLN vs. 20 mln PLN w 1Q'10), gdzie zadecyduje o tym sezonowy spadek popytu na nawozy i osłabienie marż w tej kategorii produktów. Ostatecznie skonsolidowany EBIT concernu powinien wynieść 1 mld PLN, ale po uwzględnieniu ujemnego salda na działalności finansowej w kwiecie -387 mln PLN (głównie efekt ujemnych różnic kursowych) zysk netto w 2Q'10 ukształtuje się na poziomie 505 mln PLN, czyli istotnie niższym niż rok temu kiedy to Spółka zaksięgowiała dodatnie efekty umocnienia złotego na zobowiązaniach walutowych.


Chemia

 Analityk:
Kamil Kliszczyk

Police

Trzymaj

P/E 2010	-	EV/EBITDA 2010	8,5	Cena bieżąca	4,98 PLN
P/E 2011	14,4	EV/EBITDA 2011	4,9	Cena docelowa	5,50 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	379,7	355,4	6,9%	799,5	873,4	-8,5%	1 919,9	1 485,6	29,2%
EBITDA	-0,5	-102,7	-	11,3	-168,7	-	70,5	-327,4	-
marża	-0,1%	-28,9%	-	1,4%	-19,3%	-	3,7%	-22,0%	-
EBIT	-19,9	-122,0	-	-27,7	-208,7	-	-6,1	-407,5	-
Zysk brutto	-20,5	-81,7	-	-22,8	-251,2	-	-12,3	-404,7	-
Zysk netto	-16,6	-53,6	-	-19,0	-228,2	-	-12,3	-422,1	-

EBITDA blisko zera

W 2Q'2010 Policom nie uda się w naszej opinii ponownie zbliżyć do break even i Spółka zanotuje około 16,6 mln PLN straty netto. Słabszy rezultat w ujęciu q/q nie będzie jednak wynikał z sezonowego spadku wolumenu sprzedaży nawozów, gdyż zakładamy, że obniżenie sprzedaży krajowej zostanie zneutralizowane wyższym eksportem. Taką tezę mogą potwierdzać ostatnie komunikaty Zarządu o uruchamianiu kolejnych zatrzymanych wcześniej instalacji produkcyjnych. Utrzymanie przychodów nie pozwoli jednak na powtórzenie rentowności EBITDA przede wszystkim ze względu na spadek jednostkowych marż na poszczególnych produktach ze względu na spadek ich notowań (DAP -2%, mocznik -16% w ujęciu dolarowym) oraz czerwcowy wzrost cen gazu. Niewykluczone, że Police musiały także zrealizować część odkładanych do tej pory remontów co również mogło obciążyć rachunek wyników. Ostatecznie na poziomie EBIT spodziewamy się straty rzędu -20 mln PLN. Saldo na działalności finansowej nie powinno już być infekowane przez różnice kursowe ze względu na zamknięcie opcji walutowych (zmiana wyceny pozostawionych opcji put przy obecnych kursach nie będzie znacząca).


Chemia

 Analityk:
Kamil Kliszczyk

ZA Puławy

Trzymaj

P/E 2010	15,9	EV/EBITDA 2010	5,7	Cena bieżąca	68,50 PLN
P/E 2011	5,8	EV/EBITDA 2011	2,8	Cena docelowa	72,05 PLN

(mln PLN)	IVQ09/10P	IVQ08/09	zmiana	2009/10P	2008/09	zmiana	2010/11P	2009/10P	zmiana
Przychody	595,6	549,2	8,5%	2 090,8	2 396,8	-12,8%	2 391,1	2 090,8	14,4%
EBITDA	56,7	6,7	746,3%	85,9	407,2	-78,9%	200,9	85,9	133,9%
marża	9,5%	1,2%	-	4,1%	17,0%	-	8,4%	4,1%	-
EBIT	37,5	-11,4	-	13,1	338,3	-96,1%	101,2	13,1	672,5%
Zysk brutto	42,6	22,2	91,4%	37,1	241,2	-84,6%	101,9	37,1	174,7%
Zysk netto	34,0	17,7	92,8%	27,1	194,6	-86,1%	82,5	27,1	204,4%

Dobre marże w chemii i ERU częściowo zneutralizują spadek w nawozach

W ostatnim kwartale roku obrotowego ZAP nie spodziewamy się istotnego sezonowego spadku przychodów gdyż niższe wolumeny w segmencie nawozowym (również efekt rozpoczętego przestoju na instalacji mocznika) powinny być zrekomensowane osłabieniem złotego oraz rekordowymi cenami sprzedaży kaprolaktamu. To właśnie segment chemiczny będzie głównym kontrybutorem skonsolidowanego zysku operacyjnego, gdyż według naszych kalkulacji rozszerzenie spreadów na kaprolaktamie i melaminie powinno przynieść w ujęciu q/q ponad 20 mln PLN dodatkowej marży. Spółka mimo tych pozytywnych tendencji w tym obszarze zanotuje jednak spadek skonsolidowanego EBIT (37,5 mln PLN vs 44 mln PLN kwartał wcześniej) w związku z czerwcową podwyżką cen gazu oraz zawężeniem jednostkowych marż na moczniku i RSM. Z kolei pozytywnie w tym kwartale na zysk wpłynąć powinny przychody z tytułu wygenerowania jednostek ERU (kwota około 30 mln PLN) pomniejszone o tradycyjne w ostatnim okresie roku obrotowego rezerwy na świadczenia pracownicze (około -15 mln PLN). Po uwzględnieniu przychodów odsetkowych ZA Puławy powinny ostatecznie wygenerować około 34 mln PLN zysku netto.

Energetyka



Energetyka

 Analityk:
Kamil Kliszcz

CEZ

Trzymaj

 P/E 2010 9,9 EV/EBITDA 2010 6,4 **Cena bieżąca 140,40 PLN**
 P/E 2011 10,0 EV/EBITDA 2011 6,4 **Cena docelowa 131,87 PLN**

(mln CZK)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	42 323,1	42 312,0	0,0%	96 209,1	96 264,0	-0,1%	189 756,3	196 352,0	-3,4%
EBITDA	20 420,6	21 600,0	-5,5%	47 749,6	51 827,0	-7,9%	87 198,9	91 075,0	-4,3%
marża	48,2%	51,0%	-	49,6%	53,8%	-	46,0%	46,4%	-
EBIT	14 883,6	16 059,0	-7,3%	36 574,6	40 856,0	-10,5%	61 657,7	68 199,0	-9,6%
Zysk brutto	14 446,9	15 965,0	-9,5%	35 909,9	39 945,0	-10,1%	59 193,7	64 946,0	-8,9%
Zysk netto	11 493,3	12 550,0	-8,4%	28 948,3	31 641,0	-8,5%	47 095,3	51 547,0	-8,6%

Niższe ceny energii częściowo neutralizowane przez dystrybucję

Z uwagi na niższy poziom ceny energii sprzedawanej na rynku czeskim (około 5 EUR/MWh) spodziewamy się ujemnej dynamiki wyników CEZ w segmencie wytwarzania mimo zakładanego wzrostu produkcji w ujęciu wolumenowym (w tym +3,8% w elektrowniach jądrowych). Zysk operacyjny tego obszaru przy założeniu braku transakcji na uprawnieniach emisyjnych powinien sięgnąć około 13,6 mld CZK vs. 15,3 mld CZK przed rokiem (w tym kwartale nie będzie jeszcze pozytywnego efektu z projektu wiatrowego w Rumunii, który w pełni będzie funkcjonował dopiero w II-gim półroczu). Częściowo słabszy rezultat na produkcji powinien być neutralizowany poprawą marż w dystrybucji w związku z podwyżką taryf sieciowych (efekt ten był już obserwowany w 1Q). Szacujemy, że w tym segmencie EBIT wyniesie 4,6 mld CZK vs. 3,6 mld CZK rok wcześniej. Ostatecznie skonsolidowany zysk operacyjny koncernu powinien wynieść 14,9 mld CZK, a do ujemnej dynamiki r/r na poziomie -7% dodatkowo przyczyni się także słabszy o około 250 mln CZK wynik na wydobyciu w związku z niższymi wolumenami i spadkiem cen. Na poziomie działalności finansowej oczekujemy negatywnego salda w kwocie około -400 mln CZK wynikającego przede wszystkim z kosztów odsetkowych i podobnie jak w 1Q braku istotnej pozytywnej kontrybucji zysków z jednostek konsolidowanych metodą praw własności w Niemczech i Turcji.



Energetyka

 Analityk:
Kamil Kliszcz

Enea

Kupuj

 P/E 2010 12,2 EV/EBITDA 2010 4,1 **Cena bieżąca 18,01 PLN**
 P/E 2011 12,1 EV/EBITDA 2011 4,0 **Cena docelowa 21,24 PLN**

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	1 978,3	1 707,2	15,9%	3 999,7	3 591,9	11,4%	7 519,7	7 167,3	4,9%
EBITDA	385,1	359,0	7,3%	774,8	742,8	4,3%	1 365,4	1 167,0	17,0%
marża	19,5%	21,0%	-	19,4%	20,7%	-	18,2%	16,3%	-
EBIT	222,0	200,3	10,8%	448,5	423,9	5,8%	698,8	505,6	38,2%
Zysk brutto	260,9	240,3	8,6%	532,9	492,3	8,2%	806,6	653,1	23,5%
Zysk netto	211,4	190,2	11,1%	429,5	391,5	9,7%	653,4	513,6	27,2%

Kolejny dobry kwartał

Naszym zdaniem w 2Q'2010 Enea powinna wypracować wynik operacyjny zbliżony do tego z 1Q'2010, aczkolwiek oczekujemy nieco innej jego struktury. Wyższego EBIT w ujęciu q/q (90 mln PLN vs. 69,7 mln PLN w 1Q'10 i 101 mln PLN w 2Q'09) spodziewamy się po segmencie wytwarzania ze względu na fakt zwiększonego obciążenia elektrowni w Koźlenicach w okresie powodzi (efekt ograniczenia pracy w Elektrowni Połaniec) i zakładanych nieco niższych kosztów remontowych. Z kolei w związku z sezonowym spadkiem wolumenu przesłanej energii prognozujemy spadek zysku w segmencie dystrybucji w relacji do 1Q (91 mln PLN vs 126 mln PLN), ale zwracamy uwagę że w tym obszarze w związku ze zmianą metodologii wyznaczania zwrotu z WRA Spółka powinna zanotować wyraźną dodatnią dynamikę r/r (EBIT 2Q'09 wyniósł 64 mln PLN). W obszarze obrotu także zakładamy sezonowy spadek wolumenu sprzedaży, ale naszym zdaniem Enea powinna w tym przypadku zanotować wynik zbliżony do 1Q'10, który był obciążony wyższymi zakupami energii kolorowej. Widoczny w danych PSE wzrost popytu ze strony klientów biznesowych powinien dodatkowo wesprzeć marże handlowe, które nieco ucierpiały w okresie kryzysu. Ostatecznie skonsolidowany EBIT wyniesie 222 mln PLN i po uwzględnieniu dodatniego salda na działalności finansowej (+39 mln PLN) Spółka zanotuje naszym zdaniem około 11% dynamikę na poziomie netto w ujęciu r/r.

 Energetyka Analityk: Kamil Kliszczyk		PGE					Kupuj		
		P/E 2010	11,7	EV/EBITDA 2010	5,2		Cena bieżąca	21,30 PLN	
		P/E 2011	11,1	EV/EBITDA 2011	4,9		Cena docelowa	27,90 PLN	
(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	5 445,2	5 752,6	-5,3%	10 785,3	11 100,1	-2,8%	21 123,7	21 623,4	-2,3%
EBITDA	1 631,8	1 969,0	-17,1%	3 623,5	4 208,4	-13,9%	7 394,2	7 983,4	-7,4%
marża	30,0%	34,2%	-	33,6%	37,9%	-	35,0%	36,9%	-
EBIT	959,1	1 318,3	-27,2%	2 294,5	2 912,7	-21,2%	4 667,4	5 344,7	-12,7%
Zysk brutto	1 115,8	1 419,5	-21,4%	2 490,8	2 875,2	-13,4%	4 830,2	5 378,5	-10,2%
Zysk netto	729,5	920,7	-20,8%	1 628,6	1 794,7	-9,3%	3 138,3	3 370,7	-6,9%

EBITDA oczyszczona o KDT porównywalna r/r

Rekompensaty KDT zaksięgowane w 2Q'09 (+480 mln PLN) zawyżając bazę odniesienia uniemożliwią poprawę wyników PGE na poziomie operacyjnym, ale po oczyszczeniu rezultatów o tę pozycję koncern powinien pochwalić się w naszej opinii około 1% wzrostem EBITDA. W ujęciu segmentowym kluczowym obszarem będzie oczywiście wytwarzanie i wydobywanie, gdzie oczekujemy EBIT na poziomie 567 mln PLN vs. 940 mln PLN rok wcześniej (oprócz wspomnianych rekompensat będzie on wypadkową stabilnych wolumenów, nieco niższych cen hurtowych i wyższych cen spotowych). Wyraźną dodatnią dynamikę zysków PGE powinna z kolei wygenerować w obszarze dystrybucji, gdzie pozwolą na to nowe wyższe taryfy sieciowe. EBIT w tym segmencie (około 158 mln PLN vs. 75 mln PLN rok wcześniej), mimo sezonowo niższych wolumenów, może być nawet zbliżony do tego z 1Q'10 gdyż nowe stawki za przesył weszły w życie dopiero w lutym. W segmencie hurtowym spodziewamy się zysku na poziomie 103 mln PLN vs. 149 mln PLN w 2Q'09, aczkolwiek w tym obszarze widzimy największy potencjał do zaskoczeń z uwagi na wysokie spready między ceną energii baseload a peakload. W handlu detalicznym podobnie jak w poprzednim kwartale widoczna powinna być zwiększona konkurencja, która nieznacznie obniży EBIT w relacji r/r (88 mln PLN vs. 98 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy dodatniego salda na poziomie 150 mln PLN, wynikającego z zysków z Polkomtela, jak i odsetek od gotówki netto. Ostatecznie koncern powinien więc wygenerować około 729 mln PLN zysku netto.

Telekomunikacja



Telekomunikacja

 Analityk:
Michał Marczak

Netia

Trzymaj

 P/E 2010 50,7 EV/EBITDA 2010 5,0
 P/E 2011 24,3 EV/EBITDA 2011 4,3

Cena bieżąca 4,88 PLN
Cena docelowa 4,30 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	390,8	373,7	4,6%	777,8	749,3	3,8%	1 525,4	1 505,9	1,3%
EBITDA	91,8	69,4	32,3%	185,3	139,3	33,0%	323,5	284,3	13,8%
marża	23,5%	18,6%	-	23,8%	18,6%	-	21,2%	18,9%	-
EBIT	18,6	-5,0	-	38,2	-8,0	-	33,7	-14,2	-
Zysk brutto	15,6	-8,2	-	33,0	-15,1	-	46,6	1,1	-
Zysk netto	12,6	-8,3	-	27,0	-14,7	-	37,4	88,7	-57,8%

Dalszy wzrost marży EBITDA

W prognozie zakładamy, że spółka osiągnie 1% wzrost przychodów w stosunku do 1Q2010, co będzie efektem rosnącej liczby abonentów szerokopasmowego dostępu do internetu. Obszar ten nadal będzie amortyzował spadające przychody z tradycyjnych usług głosowych w bazie klientów bezpośrednich (spadek cen) oraz niższymi przychodami z usług hurtowych (niższe przychody od P4). W przeciwieństwie do wyników 1Q2010 nie oczekujemy jednorazowych zdarzeń. Efekt zakończenia integracji z Tele2 Polska, który pozytywnie wpływał na marżę EBITDA w 1Q, w kolejnych kwartałach nie będzie już jej powiększał. Wyniki za 2Q2010 powinny być lepsze niż w poprzednim kwartale również ze względu na niższą liczbę przyłączanych abonentów, co nie generuje dodatkowych kosztów pozyskania klienta.



Telekomunikacja

 Analityk:
Michał Marczak

TPSA

Akumuluj

 P/E 2010 17,7 EV/EBITDA 2010 4,4
 P/E 2011 16,9 EV/EBITDA 2011 4,4


Cena bieżąca 15,20 PLN
Cena docelowa 16,10 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	3 815,0	4 185,0	-8,8%	7 688,0	8 497,0	-9,5%	15 211,5	15 516,0	-2,0%
EBITDA	1 384,0	1 553,0	-10,9%	2 799,0	3 223,0	-13,2%	5 668,3	5 662,8	0,1%
marża	36,3%	37,1%	-	36,4%	37,9%	-	37,3%	36,5%	-
EBIT	439,0	500,0	-12,2%	913,0	1 110,0	-17,7%	1 884,8	1 813,8	3,9%
Zysk brutto	336,0	435,0	-22,8%	695,0	846,0	-17,8%	1 489,0	1 422,2	4,7%
Zysk netto	275,5	374,0	-26,3%	560,5	702,0	-20,2%	1 204,1	1 150,0	4,7%

Kwartał stabilizacji, jeszcze nie wzrostu

2Q2010 nie będzie dla TP przełomowy, szczególnie jeśli chodzi o szerokopasmowy dostęp do internetu. Wprowadzenie nowej oferty dla niższych prędkości niż 2 Mb/s – opierającej się na zasadzie koszty plus opóźnia się, co ma naszym zdaniem kluczowe znaczenie dla uatrakcyjnienia oferty operatora w zderzeniu z konkurencją. Tym niemniej dynamika spadku przychodów będzie wygasła. Oczekujemy, że w relacji r/r obniżą się one o 8,8% w stosunku do spadku o 10,2% w 1Q2010 i 12,9% w 4Q2009. Największy spadek przychodów tradycyjnie odczuje telefonia stacjonarna (usługi głosowe) -11,5% (m.in. za sprawą obniżek stawek F2M). W telefonii komórkowej oczekujemy 9% spadku przychodów, na co nadal wpływ mają obniżki MTR w pierwszym półroczu 2009. Będzie to jednak ostatni kwartał z tak wysoką dynamiką. W przypadku transmisji danych oczekujemy 3% spadku r/r, głównie za sprawą niższej bazy abonenckiej dostępu do internetu oraz spadkowi przychodów z dzierżawy łączy. Po stronie kosztów negatywny wpływ na wynik będzie miał wzrost kosztów wynajmu powierzchni biurowej w Euro. W efekcie marża EBITDA obniży się do poziomu ok. 36%. W prognozie nie przewidujemy istotnych zdarzeń jednorazowych. Istotnym elementem na jaki inwestorzy będą zwracali uwagę w wynikach kwartalnych będzie liczba abonentów telefonii komórkowej, po tym jak operator wprowadził na rynek nowe taryfy. Naszym zdaniem Orange będzie mógł pochwalić się stopniowym odzyskiwaniem udziału rynkowego.


Media

		Agora					Trzymaj		
		Media							
Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2010	19,6	EV/EBITDA 2010	6,2	Cena bieżąca		22,88 PLN	
		P/E 2011	18,8	EV/EBITDA 2011	5,9	Cena docelowa		24,70 PLN	
(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	274,2	297,8	-7,9%	522,3	572,2	-8,7%	1 087,8	1 110,1	-2,0%
EBITDA	36,9	35,4	4,2%	73,4	61,2	19,9%	149,8	134,1	11,7%
marża	13,5%	11,9%	-	14,1%	10,7%	-	13,8%	12,1%	-
EBIT	16,7	14,9	12,1%	33,4	20,6	62,1%	65,4	52,9	23,6%
Zysk brutto	18,4	14,7	25,2%	37,2	21,0	77,1%	73,7	54,4	35,4%
Zysk netto	14,8	12,2	21,3%	36,5	13,3	174,5%	59,7	38,3	55,8%

Solidne wyniki mimo negatywnego wpływu jednorazowych wydarzeń

Agora opublikuje naszym zdaniem bardzo dobre powtarzalne wyniki finansowe. Z księgowego punktu widzenia raportowany wynik obniżony będzie na skutek odpisu wartości nakładów dotyczących licencji na oprogramowanie na kwotę 7,7 mln PLN o którym spółka informowała pod koniec maja. Pozytywnym aspektem wyników drugiego kwartału powinna być dalsza poprawa w odniesieniu do osiągniętej dynamiki przychodów reklamowych. Spadek wpływów z reklamy zredukowany zostanie według naszych prognoz do -5,6% (183,2 mln PLN przychodów reklamowych). Kwietniowa żałoba powinna mieć przy tym niewielki wpływ na osiągniętą dynamikę ograniczoną przede wszystkim do segmentu radia, gdzie oczekujemy spadku przychodów z reklamy na poziomie -16,0% r/r. Drugim słabiej zachowującym się w prognozowanym okresie segmentem będzie outdoor z dynamiką sprzedaży reklamy w wysokości -11,5% r/r. W pozostałych obszarach spółka zanotowała znaczącą poprawę. Przychody reklamowe segmentu prasowego spadły o 8,6%, przy czym *Metro* obok Internetu było jedynym elementem działalności z pozytywną dynamiką (+2,5% r/r). Wpływy *Gazety Wyborczej* zmalały o 9,6%. W czasopiśmie sprzedaż reklam zmniejszyła się o 3,5%, a w internecie wzrosła o 30,4%.

Większa konsumpcja prasy spowodowana tragedią pod Smoleńskiem oraz wyborami prezydenckimi przekładająca się na wyższą q/q średnią sprzedaż kioskową została w dużym stopniu zneutralizowana przez mniejszą liczbę wydań (73 w 2Q2010 vs 76 w 1Q2010). W rezultacie oczekujemy, że wpływy ze sprzedaży wydawnictw nieznacznie wzrosną q/q do 54,7 mln PLN. Bardzo małej poprawy q/q spodziewamy się też w odniesieniu do sprzedaży kolekcji wydawniczych.

		Cinema City					Trzymaj		
		Media							
Analityk: Piotr Grzybowski		P/E 2010	17,9	EV/EBITDA 2010	9,4	Cena bieżąca		39,00 PLN	
		P/E 2011	14,7	EV/EBITDA 2011	8,1	Cena docelowa		39,90 PLN	
(mln EUR)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	47,5	38,6	22,9%	117,6	104,5	12,5%	238,7	211,6	12,8%
EBITDA	12,3	9,5	29,4%	32,6	24,9	31,0%	54,5	46,5	17,0%
marża	25,9%	24,6%	-	27,7%	23,8%	-	22,8%	22,0%	-
EBIT	7,5	5,6	34,7%	22,9	17,2	32,8%	35,6	30,2	17,9%
Zysk brutto	6,9	4,9	40,2%	21,5	15,7	37,3%	34,0	28,2	20,4%
Zysk netto	5,8	4,1	40,2%	18,5	13,8	33,7%	28,9	24,4	18,3%

Lepiej niż przed rokiem

Przychody z działalności kinowej wzrosną według naszych oczekiwań o 26,2% do 40,1 mln EUR na co złożą się wzrost liczby sprzedanych biletów o 9,3%, efekt osłabienia euro w stosunku do walut regionu oraz wyższa średnia cena biletów w walutach lokalnych związana z większym udziałem biletów na seanse 3D. Wpływy ze sprzedaży biletów sięgną 26,7 mln EUR, przychody z działalności barowej 7,5 mln EUR, a wpływy z reklamy 5,9 mln EUR. Na sprzedaży udziałów w bułgarskich projektach deweloperskich spółka rozpozna około 3,5 mln EUR przychodów oraz 3,0 mln EUR zysku operacyjnego. Przychody z segmentu dystrybucji prognozujemy na poziomie 3,9 mln EUR. W rezultacie wynik operacyjny Cinema City wyniesie 7,5 mln EUR, a wynik netto 5,8 mln EUR.


Media

 Analitik:
Piotr Grzybowski

Cyfrowy Polsat Akumuluj

 P/E 2010 12,6 EV/EBITDA 2010 8,5
 P/E 2011 11,2 EV/EBITDA 2011 7,3

Cena bieżąca 14,28 PLN
Cena docelowa 16,03 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	361,6	322,8	12,0%	735,6	659,7	11,5%	1 456,4	1 266,1	15,0%
EBITDA	101,5	77,8	30,4%	224,3	171,4	30,9%	438,9	327,4	34,0%
marża	28,1%	24,1%	-	30,5%	26,0%	-	30,1%	25,9%	-
EBIT	83,5	68,2	22,4%	190,4	153,5	24,0%	374,7	285,5	31,3%
Zysk brutto	82,5	69,5	18,7%	188,9	159,4	18,5%	376,1	293,7	28,1%
Zysk netto	63,5	56,2	13,0%	149,6	128,8	16,1%	304,7	237,9	28,0%

Oslabienie złotego i nakłady na Internet obniżają wyniki

Wyniki Cyfrowego Polsatu za drugi kwartał pozostaną pod wpływem osłabienia złotego oraz kosztów ponoszonych w związku z ofertą dostępu do Internetu. Przychody abonamentowe sięgną według naszych oczekiwań 348,1 mln PLN. Zakładamy tutaj, że w związku z realizacją ostatniego etapu zmiany warunków umów dla abonentów dojdzie do spadku liczby abonentów pakietu familijnego. W porównaniu do ubiegłego kwartału znacząco spadną też w naszej ocenie przychody ze sprzedaży zestawów odbiorczych (z 10,8 mln PLN do 5,0 mln PLN). Po stronie kosztowej osłabienie złotego przełoży się na wyższe koszty licencji programowych (97,7 mln PLN) i kosztów emisji sygnału (21,2 mln PLN). Z kolei rozwój oferty dostępu do Internetu przełoży się na mniejszy spadek kosztów sprzedaży odbiorców (15,0 mln PLN) oraz wyższe ze względu na opłaty za dostęp do sieci pozostałe koszty operacyjne (38,0 mln PLN). Ponadto koszty dystrybucji i marketingu sięgną 70,2 mln PLN, a koszty wynagrodzeń 18,0 mln PLN. Zysk operacyjny wyniesie 83,5 mln PLN, co przełoży się na wynik netto na poziomie 63,5 mln PLN.


Media

 Analitik:
Piotr Grzybowski

TVN

Trzymaj

 P/E 2010 17,7 EV/EBITDA 2010 11,7
 P/E 2011 13,7 EV/EBITDA 2011 9,6

Cena bieżąca 16,44 PLN
Cena docelowa 16,69 PLN


(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	645,8	580,0	11,3%	1 194,2	1 015,1	17,6%	2 485,0	2 123,4	17,0%
EBITDA	214,4	178,6	20,1%	312,6	380,1	-17,8%	661,0	794,8	-16,8%
marża	33,2%	30,8%	-	26,2%	37,4%	-	26,6%	37,4%	-
EBIT	154,4	126,7	21,8%	194,4	301,1	-35,4%	432,0	612,1	-29,4%
Zysk brutto	-59,9	159,5	-	26,4	116,2	-77,2%	301,1	380,8	-20,9%
Zysk netto	-72,5	137,1	-	-8,7	108,0	-	287,1	420,8	-31,8%

Przychody reklamowe rosną mimo żaloby narodowej

Na wyniku netto TVN mocno zaważy przeszacowanie długu euroobligacyjnego, które spowoduje, że spółka zanotuje znaczącą stratę netto. Pomijając efekt rewaluacji długu, drugi kwartał powinien przynieść istotną poprawę jakościową publikowanych wyników, za co odpowiadać będzie przede wszystkim wzrost przychodów reklamowych. Spodziewamy się, że w czerwcu TVN w dużym stopniu udało się zrekompensować kwietniowy ubytek wpływów spowodowany żalobą narodową, na co wskazują naszym zdaniem informacje płynące z telewizji publicznej (sukces finansowy transmisji z mundialu w RPA) oraz wysokie wyniki oglądalności stacji Grupy TVN w czerwcu przekładające się na większą liczbą punktów ratingowych i większy potencjał do wchłonięcia przesuniętych z kwietnia budżetów reklamowych. Prognozujemy, że wzrost przychodów reklamowych Grupy w skali drugiego kwartału wyniósł w porównaniu do ubiegłego roku +7,6% (387,8 mln PLN przychodów reklamowych). W odniesieniu do platformy cyfrowej 'n' oczekujemy znaczącej poprawy jej wyników i osiągnięcia rentowności EBITDA (+2,0 mln PLN EBITDA i -33,0 mln PLN EBIT). Zysk operacyjny Grupy wyniesie według naszych szacunków 154,4 mln PLN.


Na poziomie salda na działalności finansowej oczekujemy 69,0 mln PLN kosztów odsetkowych oraz 150,3 mln PLN strat wynikających z przeszacowania walutowego zadłużenia (całość salda przewidujemy na -219,3 mln PLN). Podatek dochodowy zakładamy na poziomie 12,6 mln PLN, co przełoży się na stratę netto w wysokości 72,5 mln PLN.

IT

		IT		AB			Akumuluj		
									
		Analitik: Piotr Grzybowski		P/E 09/10	8,8	EV/EBITDA09/10	6,6	Cena bieżąca	16,69 PLN
				P/E 10/11	9,7	EV/EBITDA10/11	6,7	Cena docelowa	18,80 PLN
(mln PLN)	IVQ09/10P	IVQ08/09	zmiana	2009/10P	2008/09	zmiana	2010/11P	2009/10P	zmiana
Przychody	579,1	569,2	1,7%	2 806,6	2 839,7	-1,2%	2 784,8	2 806,6	-0,8%
EBITDA	10,3	7,8	32,1%	53,4	83,0	-35,6%	51,9	53,4	-2,9%
marża	1,8%	1,4%	-	1,9%	2,9%	-	1,9%	1,9%	-
EBIT	8,4	5,8	43,5%	45,5	76,5	-40,6%	44,2	45,5	-2,8%
Zysk brutto	4,3	4,4	-2,6%	39,7	37,5	5,8%	33,8	39,7	-14,8%
Zysk netto	3,2	2,8	15,9%	30,4	27,0	12,6%	27,4	30,4	-9,9%

Dobry kwartał kończy udany rok

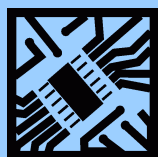
Czwarty kwartał roku obrotowego 2009/10 stanowić będzie naszym zdaniem bardzo dobre zakończenie udanego roku. Przychody wzrosną nieznacznie do 579,1 mln PLN. Osłabienie złotego wpłynęło naszym zdaniem pozytywnie na rozszerzenie marży brutto na sprzedaży, która wzrosła do 5,4%. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu prognozujemy na poziomie 20,8 mln PLN, przy zakładanym saldzie pozostałej działalności operacyjnej w wysokości -2,2 mln PLN. Saldo na działalności finansowej oprócz kosztów odsetkowych obciążone będzie różnicami kursowymi wynikającymi z umocnienia złotego. Zakładamy wartość salda na poziomie -4,1 mln PLN. Powyższe tendencje pozwolą spółce na osiągnięcie poprawy wyniku netto w ujęciu r/r do 3,2 mln PLN.

		IT		Action			Akumuluj		
									
		Analitik: Piotr Grzybowski		P/E 2010	11,8	EV/EBITDA 2010	8,5	Cena bieżąca	18,50 PLN
				P/E 2011	9,6	EV/EBITDA 2011	7,3	Cena docelowa	18,49 PLN
(mln PLN)	IIQ2010P	IVQ08/09*	zmiana	IH2010P	2H09/10	zmiana	2010P	2008/09	zmiana
Przychody	469,2	430,2	9,1%	952,5	896,5	6,2%	2 142,3	3 079,4	-30,4%
EBITDA	9,1	10,6	-14,5%	22,7	25,5	-10,8%	49,0	51,0	-4,0%
marża	1,9%	2,5%	-	2,4%	2,8%	-	2,3%	1,7%	-
EBIT	6,3	8,2	-22,9%	17,1	21,0	-18,8%	40,1	38,1	5,3%
Zysk brutto	5,2	6,9	-24,5%	15,1	18,9	-20,3%	33,5	31,8	5,6%
Zysk netto	4,3	5,7	-24,3%	12,3	15,3	-19,3%	27,0	23,3	15,8%

* obejmuje okres od maja do lipca 2009 roku

Słabiej niż przed rokiem

W drugim kwartale Action naszym zdaniem odczuje skutki nagłego osłabienia złotego, co przełoży się na słabszy wynik finansowy okresu. Przychody spółki wzrosną do 469,2 mln PLN przy porównywalnej r/r marży brutto na sprzedaży (8,4% - efekt dodatnich różnic kursowych jakie Action zaksięguje w wyniku brutto). Kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu spodziewamy się na poziomie 31,2 mln PLN. Ujemne różnice kursowe powiększą ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej do -1,9 mln PLN, co pozwoli spółce na osiągnięcie zysku operacyjnego w wysokości 6,3 mln PLN. Spodziewamy się zysku netto w wysokości 4,3 mln PLN.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

ASBIS

Trzymaj

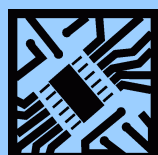
 P/E 2010 11,4 EV/EBITDA 2010 6,1
 P/E 2011 7,6 EV/EBITDA 2011 4,9

Cena bieżąca 4,36 PLN
Cena docelowa 4,69 PLN

(mln USD)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	289,2	231,3	25,1%	620,2	469,2	32,2%	1 375,4	1 167,9	17,8%
EBITDA	1,3	1,1	19,7%	3,8	-2,9	-	18,2	5,8	214,9%
marża	0,4%	0,5%	-	0,6%	-0,6%	-	1,3%	0,5%	-
EBIT	0,6	0,2	182,2%	2,4	-4,3	-	15,3	2,9	427,9%
Zysk brutto	-0,8	-0,7	-	-0,6	-6,9	-	9,9	-2,8	-
Zysk netto	-0,8	-0,3	-	-0,7	-6,5	-	7,8	-3,2	-

Kwartał na minusie

Niekorzystnie na wynikach Asbisu ponownie odbiją się zmiany na rynkach walutowych, które spowodują powstanie znacznych różnic kursowych (szacujemy około 1,3 mln USD kosztów finansowych z tego tytułu). Na poziomie przychodów spółka kontynuować będzie wzrost obrotów, choć będzie on wolniejszy od obserwowanego w pierwszym kwartale. Marże brutto przewidujemy na poziomie 4,7%, przy kosztach ogólnych działalności wynoszących 13,0 mln USD. W efekcie wynik operacyjny w kwartale wyniesie zaledwie 0,6 mln USD. Saldo na działalności finansowej prognozujemy na poziomie -1,4 mln USD, co przełoży się na stratę netto w okresie w wysokości 0,8 mln USD.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Asseco Poland

Kupuj

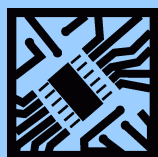
 P/E 2010 12,3 EV/EBITDA 2010 7,1
 P/E 2011 11,6 EV/EBITDA 2011 6,6

Cena bieżąca 57,00 PLN
Cena docelowa 70,60 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	730,0	707,3	3,2%	1 420,6	1 417,4	0,2%	3 193,7	3 050,3	4,7%
EBITDA	160,4	166,5	-3,7%	311,6	308,1	1,1%	641,2	646,1	-0,7%
marża	22,0%	23,5%	-	21,9%	21,7%	-	20,1%	21,2%	-
EBIT	129,4	137,9	-6,2%	250,7	252,4	-0,7%	517,6	525,5	-1,5%
Zysk brutto	171,4	125,9	36,1%	305,3	230,5	32,4%	514,9	514,4	0,1%
Zysk netto	136,3	101,4	34,4%	231,8	176,4	31,4%	337,1	373,4	-9,7%

Słabiej w Europie, dobrze w spółce-matce

Wyniki Asseco Poland za drugi kwartał będą naszym zdaniem bardzo dobre, przy czym pochodzić będą one przede wszystkim z dobrych rezultatów spółki-matki. Słabszych rezultatów należy się natomiast spodziewać w Asseco System, które cierpi na skutek problemów z jakimi zmaga się segment integracji, Asseco Slovakii, gdzie jeszcze w tym kwartale będzie konsolidowana strata Uniquare, Asseco South Eastern Europe, w którym widoczne będą problemy gospodarcze krajów bałkańskich. W ostatecznym rozrachunku przychody Grupy wzrosną według naszych założeń do 730,0 mln PLN, przy marży brutto na sprzedaży 34,3%. Koszty ogólne działalności prognozujemy na poziomie 118,0 mln PLN. Przekłada się to na niewielki spadek zysku operacyjnego do wartości 129,4 mln PLN. Na poziomie salda na działalności finansowej spółka rozpozna jednorazowe pozytywne wydarzenie w postaci odwrócenia rezerwy utworzonej na akcje własne. Kwota rozwiązania wyniesie 40,0 mln PLN. W obliczu słabszych wyników spółek zależnych spodziewamy się, że zysk mniejszości wyniesie jedynie 10,1 mln PLN, przy zysku przypadającym akcjonariuszom Asseco w wysokości 136,3 mln PLN.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Comarch

Trzymaj

 P/E 2010 17,0 EV/EBITDA 2010 8,9
 P/E 2011 13,1 EV/EBITDA 2011 6,5

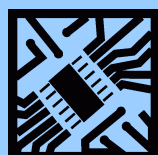
Cena bieżąca 83,90 PLN
Cena docelowa 93,10 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	148,7	163,7	-9,2%	294,4	323,5	-9,0%	710,8	729,4	-2,5%
EBITDA	0,2	2,2	-90,8%	8,6	5,5	54,7%	66,8	56,2	18,9%
marża	0,1%	1,4%	-	-	-	-	9,4%	7,7%	-
EBIT	-11,3	-12,8	-	-14,4	-18,7	-	34,8	14,3	142,6%
Zysk brutto	-10,1	-11,7	-	-12,1	-18,6	-	38,2	18,4	107,4%
Zysk netto	-8,7	-3,1	-	-8,8	-5,9	-	39,2	32,3	21,6%

SoftM nadal ze stratą

Oczekujemy, że 2Q2010 przyniesie poprawę wyników w stosunku do bardzo słabego ubiegłego roku. Wciąż jednak spółka ponosić będzie stratę operacyjną. Przychody Grupy spadną w porównaniu do ubiegłego roku o 9,2%, za czym będzie stał przede wszystkim spadek obrotów realizowanych przez SoftM oraz dodatkowo przekładający się na przychody realizowane poza Polską, efekt umocnienia złotego (w ujęciu r/r). Wpływ konsolidacji SoftM na wyniki Comarchu szacujemy na około -6,3 mln PLN. Spółki celowe obniżą skonsolidowany wynik operacyjny o 3,0 mln PLN. Dodatkowo zakładamy, że spółka dokona odpisu wartości aktywów zagranicznych na kwotę 9,9 mln PLN.

Marżę brutto na sprzedaży Grupy szacujemy na poziomie 16,6%. Koszty ogólnego zarządu wyniosą zgodnie z naszymi oczekiwaniami 25,6 mln PLN, a saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniesie -10,4 mln PLN. Strata operacyjna Comarchu sięgnie 11,3 mln PLN. Strata mniejszości sięgnie 1,6 mln PLN, co przełoży się na -8,7 mln PLN straty netto przypadającej akcjonariuszom Comarchu.


IT

 Analityk:
Piotr Grzybowski

Komputronik

Trzymaj

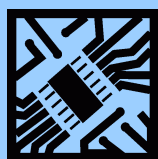
 P/E 2010 15,1 EV/EBITDA 2010 9,6
 P/E 2011 9,8 EV/EBITDA 2011 6,6

Cena bieżąca 13,80 PLN
Cena docelowa 11,56 PLN

(mln PLN)	IQ10/11P	IIQ09/10	zmiana	2009/10	2008	zmiana	2010/11P	2009/10	zmiana
Przychody	175,8	171,8	2,3%	982,9	758,7	29,6%	916,9	982,9	-6,7%
EBITDA	1,4	0,6	124,7%	5,7	15,0	-62,0%	16,2	5,7	184,8%
marża	0,8%	0,4%	-	0,6%	2,0%	-	1,8%	0,6%	-
EBIT	-0,4	-1,5	-	-3,2	10,0	-	10,8	-3,2	-
Zysk brutto	-0,9	-3,9	-	-6,0	6,1	-	8,0	-6,0	-
Zysk netto	0,1	-1,9	-	-1,9	5,8	-	7,5	-1,9	-

Ponownie ze stratą

Pierwszy kwartał roku obrotowego 2010/2011 nie przyniesie poprawy wyników w Komputroniku. Przychody zanotują co prawda niewielki wzrost (+2,3% wg prognozy), jednak przy istotnie niższej marży brutto na sprzedaży (12,7% prognozy vs. 13,9% przed rokiem). Słabych wyników spodziewamy się przy tym w Karenie, gdzie nastąpi według naszych oczekiwań 16% spadek przychodów, a strata operacyjna wyniesie -2,6 mln PLN. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu prognozujemy na poziomie 22,5 mln PLN, a saldo na pozostałej działalności operacyjnej w wysokości -0,2 mln PLN. W konsekwencji powyższych założeń spodziewamy się w Komputroniku straty operacyjnej na poziomie 0,4 mln PLN. Saldo na działalności finansowej wyniesie -0,5 mln PLN, a strata mniejszości 1,0 mln PLN.


IT

 Analitik:
Piotr Grzybowski

Sygnity

Kupuj

 P/E 2010 - EV/EBITDA 2010 8,8
 P/E 2011 13,1 EV/EBITDA 2011 4,8

Cena bieżąca 12,95 PLN
Cena docelowa 18,20 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	115,0	141,1	-18,5%	219,2	281,5	-22,1%	653,0	572,7	14,0%
EBITDA	-6,6	-78,1	-	-16,5	-84,4	-	22,0	-60,3	-
marża	-5,7%	-55,3%	-	-7,5%	-30,0%	-	3,4%	-10,5%	-
EBIT	-14,6	-85,4	-	-32,0	-101,5	-	-9,6	-94,8	-
Zysk brutto	-17,1	-87,6	-	-36,4	-105,6	-	-16,9	-103,1	-
Zysk netto	-17,0	-75,6	-	-34,1	-92,8	-	-13,7	-89,4	-

Kolejny słaby kwartał

Wyniki Sygnity w drugim kwartale ponownie przyniosą inwestorom rozczarowanie. Mimo tylko nieznacznie mniejszego w ujęciu r/r bieżącego portfela kontraktów znów znacząco spadną obroty (z 141,1 mln PLN do 115,0 mln PLN). Marżę brutto na sprzedaż prognozujemy na poziomie 13,0% przy kosztach ogólnych działalności w wysokości 29,7 mln PLN. Zakładamy przy tym pełne przełożenie na wyniki rozpoczętej w sierpniu ubiegłego roku redukcji zatrudnienia obejmujących 300 osób. Wynik operacyjny wyniesie zgodnie z naszymi założeniami -14,6 mln PLN. Saldo na działalności finansowej zamknie się kwotą 2,5 mln PLN. Mimo straty nie zakładamy zwrotu podatku dochodowego. Wynik netto kształtuje się przy powyższych założeniach na poziomie -17,0 mln PLN.

Górnictwo i metale



Metale

 Analityk:
Michał Marczak

KGHM

Trzymaj

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

Cena bieżąca 93,85 PLN
Cena docelowa 96,10 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	3 519,1	2 722,1	29,3%	6 793,6	5 099,3	33,2%	11 060,5	11 060,5	0,0%
EBITDA	1 479,6	1 105,1	33,9%	2 540,2	2 034,2	24,9%	3 716,2	3 645,7	1,9%
marża	42,0%	40,6%	-	37,4%	39,9%	-	33,6%	33,0%	-
EBIT	1 325,0	969,9	36,6%	2 231,2	1 766,2	26,3%	3 098,1	3 098,1	0,0%
Zysk brutto	1 320,0	963,6	37,0%	2 218,8	1 747,3	27,0%	4 123,5	3 066,6	34,5%
Zysk netto	1 069,2	844,8	26,6%	1 794,6	1 472,6	21,9%	3 337,4	2 540,9	31,3%

Bardzo dobry kwartał dzięki słabemu PLN

W 2Q2010 średnia cena miedzi wyniosła 7 042 USD/t, tj. o 2,8% mniej niż w poprzednim kwartale. Cena wyrażona w PLN to 22 272 PLN/t – o 6,8% wyższa w relacji do 1Q2010. W przypadku srebra zmiany w ujęciu q/q wynoszą odpowiednio 8,4 i 19,1%. Takie otoczenie w zestawieniu z wyższym wolumenem sprzedaży miedzi wyprodukowanej z własnego koncentratu (zakładamy łączny wolumen sprzedaży na poziomie 131 tys. ton z czego 16 tys. ton ze wsadów obcych) powinny pozwolić spółce osiągnąć bardzo dobre wyniki. 39 tys. ton miedzi będzie objęta transakcjami zabezpieczającymi. W prognozie zakładamy sprzedaż srebra na poziomie 276 ton. Średni jednostkowy koszt produkcji wyniesie 11 780 PLN/t i będzie o 7% niższy niż w 1Q2010, głównie za sprawą spadku kosztów wsadów obcych.



Górnictwo węgla

 Analityk:
Michał Marczak

LW Bogdanka

Kupuj

 P/E 2010 13,2 EV/EBITDA 2010 6,9
 P/E 2011 12,2 EV/EBITDA 2011 6,4

Cena bieżąca 77,50 PLN
Cena docelowa 80,70 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	284,0	-	-	578,0	520,8	11,0%	1 176,8	1 118,0	5,3%
EBITDA	97,2	-	-	159,4	173,7	-8,3%	392,5	368,0	6,7%
marża	34,2%	-	-	27,6%	33,4%	-	33,4%	32,9%	-
EBIT	60,0	-	-	122,1	104,5	16,8%	243,0	226,7	7,2%
Zysk brutto	63,0	-	-	128,7	104,2	23,5%	241,2	229,8	5,0%
Zysk netto	50,4	-	-	103,3	83,4	23,9%	186,2	191,5	-2,8%

Prezes już zapowiedział wyniki

Z wypowiedzi prezesa spółki wynika, że wyniki za 2Q2010 będą zbliżone do osiągniętych w 1Q br. W pierwszym kwartale spółka wypracowała 52,8 mln PLN zysku netto. W naszej prognozie zakładamy, że wolumen sprzedaży węgla wyniesie 1,325 mln ton, przy średniej cenie sprzedaży na poziomie 206 PLN/t. Po stronie kosztów kwartał nie powinien przynosić niespodzianek w postaci dodatkowych rezerw czy odpisów. Szacujemy, że jednostkowy koszt produkcji wyniesie ok. 175 PLN/t. Przy okazji wyników istotnym elementem oceny będzie zapowiedź zarządu co do harmonogramu inwestycji nowego zakładu przeróbki mechanicznej węgla oraz zdolności przerobowej i wpływ na efektywność nowego kombajnu strugowego. Naszym zdaniem ze względu na otoczeniu makro (osłabienie PLN, wzrost cen węgla ARA i rosyjskiego) jest szansa, że na przełomie roku ceny węgla w Polsce mogą rosnąć.

Przemysł



Przemysł spożywczy

 Analityk:
Jakub Szkopek

Astarta

 P/E 2010 4,8 EV/EBITDA 2010 4,20
 P/E 2011 15,4 EV/EBITDA 2011 8,48

Sprzedaj

Cena bieżąca 58,00 PLN
Cena docelowa 45,83 PLN

(mln UAH)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	455,0	265,2	71,6%	875,9	839,8	4,3%	1 996,1	1 354,8	47,3%
EBITDA	212,8	228,0	-6,7%	445,1	368,0	20,9%	774,3	550,5	40,7%
marża	46,8%	86,0%	-	50,8%	43,8%	-	38,8%	40,60%	-
EBIT	171,2	205,0	-16,5%	192,5	322,1	-40,2%	660,6	457,5	44,4%
Zysk brutto	158,0	194,2	-18,7%	191,9	228,6	-16,0%	585,5	328,7	78,1%
Zysk netto	155,3	190,9	-18,7%	198,6	228,3	-13,0%	558,5	323,4	72,7%

Bez uwzględnienia przeszacowania aktywów biologicznych wynik znacząco lepszy

W drugim kwartale 2010 roku spodziewamy się, że Spółce uda się sprzedać łącznie około 60 tys. ton cukru, około 110 tys. ton zbóż i 11 tys. ton mleka. Przychody ze sprzedaży są wysokie za sprawą utrzymujących się na wysokich poziomach cen cukru (średnio w 2Q10 6967,8 UAH). Spodziewamy się, że łączne przychody sięgnąć mogą 455,0 mln UAH, czyli o 71,6% więcej niż rok wcześniej. Na wyniki Spółki pozytywny wpływ będzie miała rewaluacja aktywów biologicznych, którą szacujemy na 12,2 mln UAH. Na wynik brutto pozytywnie wpływać powinno przeszacowanie portfela kredytów w EUR (-2,2 mln UAH). W sumie szacujemy, że zysk operacyjny wyniesie 171,2 mln UAH, a zysk netto 155,3 mln UAH. Bez uwzględnienia rewaluacji aktywów biologicznych (w 2Q09 na 164,3 mln UAH) zysk operacyjny w 2Q10 byłby o 290,2% r/r wyższy, a zysk netto 437,0% r/r wyższy.



Materiały budowlane

 Analityk:
Jakub Szkopek

Cersanit

 P/E 2010 15,5 EV/EBITDA 2010 9,0
 P/E 2011 13,1 EV/EBITDA 2011 7,7

Trzymaj

Cena bieżąca 13,15 PLN
Cena docelowa 13,43 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	388,6	369,3	5,2%	688,3	672,5	2,3%	1 506,9	1 415,2	6,5%
EBITDA	79,3	79,0	0,4%	133,4	137,9	-3,3%	323,3	284,7	13,5%
marża	20,4%	21,4%	-	19,4%	20,5%	-	21,5%	20,1%	-
EBIT	50,3	48,0	4,8%	75,5	78,1	-3,3%	207,1	168,1	23,2%
Zysk brutto	-57,9	1,5	-	11,8	-49,8	-	146,4	-8,1	-
Zysk netto	-55,7	-1,4	-	3,0	-49,5	-	122,4	-8,1	-

Lepszy wynik operacyjny i negatywne zdarzenia jednorazowe

Spodziewamy się umiarkowanie dobrego kwartału pod względem sprzedaży na terenie kraju i znacznie lepszej sprzedaży na rynkach eksportowych (szczególnie na terenie Ukrainy i Rosji). W przypadku pierwszego z rynków eksportowych na sprzedaż pozytywnie wpływa niska wartość lokalnej waluty (na przełomie 3Q08 i 4Q08 hrywna osłabiła się do EUR o ponad 50%), co sprawia, że tylko producenci posiadający zakłady na terenie kraju są w stanie sprzedawać ceramikę po konkurencyjnych cenach. W Rosji natomiast pozytywny wpływ na sprzedaż ma odradzająca się koniunktura (sprzedaż detaliczna w zakresie dóbr nie związanych z żywnością w maju i kwietniu wzrastała o odpowiednio 4,3% i 4,7% r/r). Na rentowność operacyjną pozytywny wpływ powinno mieć osłabienie się złotówki do walut obcych, jakie mogliśmy zanotować w drugiej połowie 2Q10. Stosunkowo wysoki wynik operacyjny pomniejsza przeszacowanie portfela kredytów kwotowanych w walutach obcych skutkiem osłabienia złotówki do walut obcych (+88 mln PLN).


**Przemysł
elektromaszynowy**

Famur

Trzymaj

 Analityk:
Jakub Szkopek

 P/E 2010 16,2 EV/EBITDA 2010 9,1
P/E 2011 9,5 EV/EBITDA 2011 5,2

Cena bieżąca 1,92 PLN
Cena docelowa 2,03 PLN

(mln PLN)	I IQ2010P	I IQ2009	zmiana	I H2010P	I H2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	169,6	147,3	8,4%	322,5	430,8	-25,1%	625,6	695,1	-10,0%
EBITDA	24,3	34,1	-34,0%	41,5	107,5	-61,4%	99,7	133,6	-25,4%
marża	14,3%	23,2%	-	12,9%	25,0%	-	15,9%	19,2%	-
EBIT	15,8	25,4	-42,9%	25,8	90,4	-71,5%	66,5	100,8	-34,1%
Zysk brutto	10,3	30,9	-70,5%	33,9	51,1	-33,6%	71,7	77,9	-7,9%
Zysk netto	7,5	20,3	-67,9%	27,5	36,2	-24,0%	57,2	58,0	-1,4%

Mimo przejęcia Zametu wynik nadal niski

Wysoki poziom przychodów 2Q09 sprawia, że wciąż sprzedaż poszczególnych segmentów Spółki w 2Q2010 będzie gorsza niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Spodziewamy się spadku przychodów ze sprzedaży w segmentach maszyn i urządzeń dla górnictwa (-5,0% r/r), innych maszyn i urządzeń dla górnictwa (-15,5% r/r) i urządzeń dźwigowych i przeładunkowych (-34,5% r/r). Podobny poziom przychodów odnotować powinien segment związany z produkcją odlewów (+0,6% r/r). Większej sprzedaży spodziewamy się wyłącznie w segmencie związanym z pozostałą działalnością (+115,2% r/r) i jest to wynikiem rozliczenia w 2Q10 transzy obligacji węglowych od KHW za 26 mln PLN (Spółka w ramach rozliczenia obligacji otrzymuje w zamian węgiel, który następnie sprzedaje). Przychody konsolidowanej za pół kwartału Spółki Zamet szacujemy za poziomie 20 mln PLN. W Grupie Famuru na zysk operacyjny swój wpływ wciąż ma niska marża brutto ze sprzedaży (22,0% wobec 36,7% w analogicznym okresie rok wcześniej rok wcześniej). Na wynik netto pozytywny wpływ będzie miało otrzymanie odsetek od obligacji węglowych (+0,9 mln PLN). Negatywny z kolei będzie wynik na nierozliczonych kontraktach walutowych (nasze szacunki: około 4 mln PLN).


Metale

Kęty

Trzymaj

 Analityk:
Jakub Szkopek

 P/E 2010 13,2 EV/EBITDA 2010 6,9
P/E 2011 12,2 EV/EBITDA 2011 6,4

Cena bieżąca 103,20 PLN
Cena docelowa 100,71 PLN

(mln PLN)	I IQ2010P	I IQ2009	zmiana	I H2010P	I H2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	286,4	278,2	3,0%	534,2	525,9	1,6%	1 135,8	1111,0	2,2%
EBITDA	44,1	51,5	-14,5%	76,2	97,6	-22,0%	171,7	189,0	-9,1%
marża	15,4%	18,5%	-	14,3%	18,6%	-	15,1%	17,0%	-
EBIT	27,1	35,5	-23,8%	42,3	65,6	-35,6%	104,0	124,9	-16,7%
Zysk brutto	20,2	26,5	-23,9%	40,5	30,9	30,9%	89,4	91,9	-2,7%
Zysk netto	16,1	20,6	-22,0%	31,1	23,4	32,9%	72,2	70,6	2,3%

Wynik nieznacznie lepszy niż oczekiwali Zarząd

Zarząd w prognozie za drugi kwartał 2010 roku spodziewa się przychodów ze sprzedaży na poziomie 285 mln PLN (+2,5% r/r) zysku operacyjnego w granicach 26-27 mln PLN (-24% r/r) oraz zysku netto w granicach 15-16 mln PLN (-22% r/r). W naszej prognozie spodziewamy się przychodów ze sprzedaży na poziomie 286,4 mln PLN (+3% r/r), zysku operacyjnego w granicach 27,1 mln PLN (-23,8% r/r) i zysku netto na poziomie 16,1 mln PLN (-22,0% r/r). Mimo powrotu koniunktury w SWW (gdzie w 2Q10 na zewnątrz grupy udało się sprzedać około 5,9 tysiąca ton produktów wobec 5,6 tysiąca ton w analogicznym okresie roku ubiegłego) słabo kształtuje się sprzedaż SSA. Jest to wynikiem słabszej koniunktury w sektorze budowlanym (mniejsza ilość budowanych obiektów wielkokubaturowych). Na poziom rentowności operacyjnej negatywnie wpływa droższe aluminium, które w ekwiwalencie złotówkowym jest o ponad 27,9% r/r wyższe. Na wartość zysku netto negatywnie wpływa wynik na działalności finansowej (-6,9 mln PLN), na który składają się odsetki od kredytów (około 4 mln PLN), przeszacowanie portfela kredytów (-8,5 mln PLN) i dodatni wynik na rozliczonych w drugim kwartale transakcjach hedgingowych (około +5,5 mln PLN).


**Przemysł
elektromaszynowy**

Kopex

Trzymaj

 Analitik:
Jakub Szkopek

 P/E 2010 17,3 EV/EBITDA 2010 7,6
P/E 2011 12,2 EV/EBITDA 2011 6,3

Cena bieżąca 18,70 PLN
Cena docelowa 18,46 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	491,8	517,1	-4,9%	1 125,4	1 110,0	1,4%	2 448,7	2 313,4	5,8%
EBITDA	47,0	61,9	-24,0%	91,0	138,5	-34,3%	232,2	217,1	7,0%
marża	9,6%	12,0%	-	8,1%	12,5%	-	9,5%	9,4%	-
EBIT	26,5	44,2	-40,0%	50,0	103,1	-51,5%	143,8	145,3	-1,1%
Zysk brutto	19,3	26,7	-27,7%	32,3	76,9	-58,0%	108,1	109,7	-1,5%
Zysk netto	16,2	16,0	1,1%	25,0	51,4	-51,3%	80,6	87,2	-7,6%

Możliwa poprawa na poziomie netto

W drugim kwartale 2010 roku spodziewamy się wyższych przychodów segmentu usług górniczych (+14,1% r/r) za sprawą rozpoczęcia wykonywania prac nad kontraktem dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej (o wartości 180,5 mln PLN). Spodziewamy się również pozytywnej dynamiki w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (+24,2% r/r). Jest to wynikiem niskiej bazy zanotowanej w 2Q09, jako że przeważająca część kontraktu na obudowy dla kontrahenta australijskiego (za 131 mln AUD) została zaksięgowana w 1Q09. Spodziewamy się ujemnej dynamiki segmentu urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-20,1% r/r), co jest efektem niższych zamówień oddziału spółki Hansen w Republice Czeskiej. Słabą sprzedaż ma miejsce także w zakresie handlu energią, co jest efektem niższej zmienności cen na zagranicznych rynkach energii (szacujemy, że przychody segmentu spadną o 43,8% r/r). Szacujemy, że spółka w drugim kwartale sprzeda węgiel za łącznie 35,8 mln PLN, a łączne obroty segmentu handlu węglem będą o 392,7% r/r wyższe. Spodziewamy się marży brutto ze sprzedaży na poziomie 15,5% wobec 18,1% zanotowanych w 2Q09. Szacujemy, że na wynik brutto pozytywny wpływ będzie miało oprocentowanie obligacji węglowych (+1,2 mln PLN), zaś negatywny ujemna wycena kontraktów walutowych (-0,2 mln PLN). W naszych szacunkach uwzględniamy wynik przejmowanej Ryfamy na poziomie zysku netto w kwocie +0,54 mln PLN (w drugim kwartale Spółka posiadała 26,92% akcji producenta przemońników zgrzebłowych).


Papierniczy

Mondi

Trzymaj

 Analitik:
Michał Marczak

 P/E 2010 18,9 EV/EBITDA 2010 10,5
P/E 2011 13,3 EV/EBITDA 2011 8,7

Cena bieżąca 74,00 PLN
Cena docelowa 67,30 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	546,3	295,6	84,8%	1 020,3	612,0	66,7%	1 799,9	1 360,8	32,3%
EBITDA	117,5	37,5	212,9%	186,8	74,5	150,8%	413,5	217,9	89,7%
marża	21,5%	12,7%	-	18,3%	12,2%	-	23,0%	16,0%	-
EBIT	79,3	11,5	592,3%	110,4	22,3	395,4%	242,2	99,6	143,1%
Zysk brutto	63,3	14,1	349,3%	79,9	9,9	709,6%	209,0	74,6	180,2%
Zysk netto	58,2	11,7	395,8%	76,0	7,9	856,2%	195,7	71,4	174,1%

Zdecydowana poprawa vs. 1Q

W 2Q na rynku europejskim średnia cena kraftlinera wyniosła 480 Euro/t, testlinera 395 Euro/t a Flutingu 365,2 Euro/t. Po uwzględnieniu średniego kursu Euro/PLN oznacza to zmianę w relacji do 1Q odpowiednio o: 11,5%; 13,9% i 16,3%. W tym czasie średnie ceny makulatury wzrosły o 32% q/q. Różnica między ceną za tonę testlinera a ceną makulatury wzrosła jednak do 1 105 PLN/t, tj. o 7,5%. W prognozie zakładamy 2% wzrost sprzedaży papieru w relacji do pierwszego kwartału roku. Praktycznie całe zadłużenie spółki (łącznie na koniec 1Q2010 714 mln PLN) denominowane było w PLN, co nie stwarza ryzyka ujemnego wpływu na wyniki 2Q osłabienia PLN.

Budownictwo



Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Budimex

Redukuj

 P/E 2010 12,5 EV/EBITDA 2010 10,0 **Cena bieżąca 90,40 PLN**
 P/E 2011 14,3 EV/EBITDA 2011 9,9 **Cena docelowa 78,30 PLN**

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	905,3	829,8	9,1%	1 482,5	1 477,6	0,3%	4 419,2	3 289,9	34,3%
EBITDA	65,3	56,6	15,4%	138,0	87,5	57,7%	238,3	221,7	7,5%
marża	7,2%	6,8%	-	9,3%	5,9%	-	5,4%	6,7%	-
EBIT	60,2	51,2	17,6%	127,8	76,6	66,8%	216,2	200,5	7,8%
Zysk brutto	57,9	52,4	10,4%	123,6	90,6	36,4%	228,8	224,2	2,1%
Zysk netto	46,9	37,1	26,3%	100,2	66,9	49,9%	185,3	173,7	6,7%

Kolejny dobry kwartał Budimexu, wynik pod znakiem starych kontraktów budowlanych

Oczekujemy, że Q2 2010 będzie kolejnym dobrym kwartałem dla Budimexu. Spodziewamy się wzrostu przychodów r/r o 9%. Wzrost przychodów w całym roku powinien być większy, ze względu na rozpoczęcie w połowie roku dużych kontraktów infrastrukturalnych. Oczekujemy, że przychody z działalności budowlanej i pozostałej wyniosą 782 mln PLN, zaś z działalności deweloperskiej 123 mln PLN (przekazanie około 230 mieszkań, w porównaniu do 372 w Q1 2010). Liczba przekazania w kolejnych kwartałach będzie zbliżona do Q2 2010. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży w wysokości 11,6% (działalność budowlana i pozostała: 10,6%, działalność deweloperska: 17,5%). Wysoka oczekiwana marża z działalności budowlanej to efekt finalizowanych kontraktów budowlanych. Nie zakładamy zawiązywania dużych rezerw na kontrakty w prognozie.

Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 34,1 mln PLN (Q1 2010: 32,6 mln PLN). Zakładamy dodatnie saldo z pozostałej działalności operacyjnej netto (+9,5 mln PLN, sprzedaż składników majątku Budimexu) oraz ujemnego wyniku na wycenie instrumentów pochodnych (-20,0 mln PLN). Wynik na działalności finansowej będzie ujemny i wyniesie 2,6 mln PLN. Wynik netto powinien być na poziomie z poprzednich kwartałów, zaś prognoza całoroczna - niezagrożona (możliwe nieznacznie, <5%, zaskoczenia pozytywne - nie uwzględnialiśmy wyniku na zbyciu aktywów w prognozach). Bez sprzedaży aktywów i wyceny instrumentów pochodnych zysk netto wyniósłby około 55 mln PLN.



Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Centrum Klima

Kupuj

 P/E 2010 14,4 EV/EBITDA 2010 9,6 **Cena bieżąca 13,47 PLN**
 P/E 2011 7,4 EV/EBITDA 2011 4,0 **Cena docelowa 14,65 PLN**

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	21,89	17,96	21,9%	38,94	35,01	11,2%	75,38	71,70	5,1%
EBITDA	2,45	2,62	-6,4%	4,47	4,96	-9,8%	11,04	9,66	14,2%
marża	11,2%	14,6%	-	11,5%	14,2%	-	14,6%	13,5%	-
EBIT	1,92	2,24	-14,1%	3,42	4,18	-18,0%	8,98	8,03	11,8%
Zysk brutto	2,06	2,60	-20,9%	3,67	4,07	-9,8%	9,85	8,02	22,8%
Zysk netto	1,67	2,08	-19,9%	2,97	3,27	-9,3%	7,98	6,71	18,9%

Wyniki pod wpływem sprzecznych tendencji

Wyniki Centrum Klima w Q2 2010 powinny prezentować dwie sprzeczne tendencje. Przychody zgodnie z naszą prognozą wzrosną o 21,9% r/r. W połowie wynika to ze zwiększenia skali produkcji oraz poprawy sytuacji na rynku i zwiększonego popytu (wzrost wolumenów), a w połowie z wzrostu cen towarów i materiałów. Niestety, wzrost cen towarów i materiałów nie pozostanie bez wpływu na rentowność brutto na sprzedaży, która naszym zdaniem wyniesie 22,3% (Q1 2010: 24,9%). Niższa rentowność brutto to głównie wynik aprecjacji kursu USD/PLN i USD/EUR (spółka dużo towarów zamawia w USD), a także, choć w mniejszym stopniu, wzrostu cen stali. Centrum Klima stopniowo podnosi ceny katalogowe, zmiany walut i cen surowców były jednak zbyt gwałtowne, aby w krótkim terminie pozwoliły na utrzymanie marż. W średnim terminie (Q3/Q4 2010) marże powinny powracać do poziomu około 10-11% EBIT (Q2P 2010: 9,0%).

Przewidujemy, że koszty zarządu w Q2 2010 wyniosą 2,9 mln PLN, tzn. będą na porównywalnym poziomie q/q, co pozwoli na wygenerowanie EBIT na poziomie 2,0 mln PLN (Q1 2010: 1,5 mln PLN). Zakładamy pozostałe koszty operacyjne na poziomie 0,04 mln PLN oraz pozostałe przychody finansowe netto na poziomie 0,135 mln PLN. Ostatecznie, wynik netto w Q2 2010 zgodnie z prognozą wyniesie niecałe 1,7 mln PLN, czyli 3,0 mln PLN za całe półrocze.

Pomimo słabszego wyniku I półrocza, prognoza 8 mln PLN zysku netto w 2010 roku wydaje się nadal aktualna (przy większych przychodach; w kolejnych kwartałach powinien być widoczny efekt podniesienia cen katalogowych).


Budownictwo

 Analitik:
Maciej Stokłosa

Elektrobudowa Trzymaj

 P/E 2010 16,2 EV/EBITDA 2010 10,7 **Cena bieżąca 168,00 PLN**
 P/E 2011 14,6 EV/EBITDA 2011 9,6 **Cena docelowa 169,20 PLN**

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	175,0	183,7	-4,7%	304,4	304,4	0,0%	683,5	700,9	-2,5%
EBITDA	20,3	22,4	-9,4%	29,7	37,4	-20,6%	64,3	79,0	-18,6%
marża	11,6%	12,2%	-	9,7%	12,3%	-	9,4%	11,3%	-
EBIT	17,5	20,0	-12,5%	24,2	32,5	-25,8%	52,8	69,0	-23,4%
Zysk brutto	17,5	21,4	-18,2%	23,8	34,1	-30,0%	60,6	70,6	-14,2%
Zysk netto	14,2	15,5	-8,8%	20,1	25,0	-19,8%	49,1	54,5	-10,0%

Kolejny dobry kwartał Elektrobudowy

Przewidujemy, że Elektrobudowa w Q2 2010 zaprezentuje lekki spadek przychodów oraz spadek rentowności brutto na sprzedaży r/r (Q2 2010: 11%, Q2 2009: 15,9%, Q1 2010: 8,5%). Rentowność brutto na sprzedaży w Q2 2009 była na największym w historii Elektrobudowy poziomie i nie jest powtarzalna. Przewidujemy koszty ogólne działalności na poziomie 3,4 mln PLN, tzn. na poziomie z Q1 2010. Pozostałe przychody operacyjne netto zgodnie z prognozą wyniosą 1,6 mln PLN, z czego 0,6 mln PLN to zysk spółek rosyjskich, zaś pozostała część to przychody odsetkowe. Elektrobudowa prezentuje przychody odsetkowe w pozycji pozostałe zyski (straty) netto, powyżej EBIT. My w naszych prognozach, w celu zachowania porównywalności na tle branży, prezentujemy je w kosztach finansowych, poniżej EBIT.

Ostatecznie, wynik netto w Q2 2010 wyniesie zgodnie z prognozą 14,2 mln PLN, zaś wynik netto w I półroczu 20,1 mln PLN. Nie widzimy zagrożenia dla naszych prognoz zakładających 49,1 mln PLN zysku netto w całym 2010 roku. Zwracamy uwagę na sezonowość w wynikach Elektrobudowy - historycznie przeważnie przychody Q3 były wyższe niż przychody Q2, zaś przychody Q4 wyższe niż przychody Q3. Sądzymy, że wyższe przychody w kolejnych kwartałach pozwolą na realizację prognoz.


Budownictwo

 Analitik:
Maciej Stokłosa

Erbud

Akumuluj

 P/E 2010 12,5 EV/EBITDA 2010 8,8 **Cena bieżąca 50,90 PLN**
 P/E 2011 12,8 EV/EBITDA 2011 8,3 **Cena docelowa 54,60 PLN**

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	298,8	226,1	32,2%	483,2	388,4	24,4%	1 226,0	954,6	28,4%
EBITDA	17,2	19,4	-11,2%	26,7	37,4	-28,6%	66,9	68,3	-2,0%
marża	5,8%	8,6%	-	5,5%	9,6%	-	5,5%	7,2%	-
EBIT	15,7	17,1	-7,8%	23,7	33,6	-29,6%	60,7	60,5	0,3%
Zysk brutto	16,3	13,5	20,5%	22,4	31,7	-29,5%	65,0	56,3	15,5%
Zysk netto	13,2	10,9	20,9%	17,8	23,3	-23,6%	51,3	41,7	23,0%

Znaczny wzrost przychodów, brak zakończonych dużych zleceń

Q2 2010 powinien zaprezentować istotny wzrost przychodów r/r. Wynika to z nowych pozyskanych zleceń i naszym zdaniem potwierdza możliwość realizacji 1,2 mld PLN przychodów w całym 2010 roku. W podziale segmentowym oczekujemy: 218,7 mln PLN przychodów w ramach generalnego wykonawstwa w kraju, 36 mln PLN przychodów z działalności eksportowej, 27,3 mln PLN w ramach drogownictwa, 16,8 mln PLN w ramach działalności deweloperskiej. Marża brutto na sprzedaży wyniesie zgodnie z prognozą 10% (Q1 2010: 11,2%). Czynnikiem ryzyka w stosunku do wyników Q2 2010 może być to, że w tym okresie Erbud nie zakończy żadnego dużego kontraktu. Zakończenie kontraktu wiąże się z rozpoznaniem pełnej rentowności zlecenia. Przynajmniej dwa duże kontrakty będą za to zakończone w Q3 2010.

Przewidujemy, że koszty ogólne w Q2 2010 wyniosą 13,8 mln PLN (Q1 2010: 13,6 mln PLN). Zakładamy pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 0,5 mln PLN, zaś pozostałe przychody finansowe netto na poziomie 0,6 mln PLN. Ostatecznie, wynik netto powinien być na poziomie 13,2 mln PLN, tzn. najwyższym od 6 ostatnich kwartałów.

Podsumowując, skumulowany wynik za I półrocze będzie naszym zdaniem niższy, niż w 2009 roku, co nie jest jednak czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy. W Q1 2009 spółka rozliczyła duże kontrakty i przy ograniczonych przychodach wykazała nadzwyczajną rentowność (marża brutto: 19,8%). Podtrzymujemy prognozy całoroczne.


Budownictwo

Mostostal Warszawa Akumuluj

 Analityk:
Maciej Stokłosa

 P/E 2010 12,5 EV/EBITDA 2010 6,8
P/E 2011 14,2 EV/EBITDA 2011 7,2

Cena bieżąca 67,20 PLN
Cena docelowa 76,80 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	624,1	626,1	-0,3%	1 152,3	1 196,8	-3,7%	2 731,7	2 700,8	1,1%
EBITDA	40,8	58,1	-29,8%	72,9	120,1	-39,3%	168,8	211,7	-20,3%
marża	6,5%	9,3%	-	6,3%	10,0%	-	6,2%	7,8%	-
EBIT	31,5	51,2	-38,6%	54,3	106,5	-49,1%	131,8	183,8	-28,3%
Zysk brutto	29,5	49,1	-39,9%	56,8	87,6	-35,2%	146,1	168,9	-13,5%
Zysk netto	22,4	34,4	-34,9%	41,0	61,3	-33,0%	107,4	120,3	-10,7%

Przeciętny wynik, rewelacyjny Q2 2009 nie jest porównywalny

Oczekujemy, że przychody Grupy Mostostal Warszawa będą zbliżone do roku ubiegłego. W podziale na poszczególne jednostki oczekujemy 435 mln PLN przychodów Mostostalu, 38 mln PLN przychodów Mostostalu Płock, 35 mln PLN przychodów Remaku i 115 mln PLN przychodów pozostałych spółek. Przewidujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 9,3% na poziomie Grupy (jednostka: 9%, 10% w Mostostalu Płock, 12% w Remaku i 9,5% w pozostałych spółkach). Q2 2010 nie jest porównywalny do Q2 2009. W Q2 2009 marża brutto na sprzedaży wyniosła aż 13,1%. Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 24,9 mln PLN (Q1 2010: 22,2 mln PLN). Zakładamy pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 1,8 mln PLN.

Przewidujemy pozostałe koszty finansowe netto w wysokości 2 mln PLN. Z kwoty tej 3 mln PLN to przewidywany odpis pożyczek udzielonych spółce zależnej Terramost. Zakładamy zysk akcjonariuszy mniejszościowych na poziomie 1,5 mln PLN. Sądzimy, że tak Mostostal Płock jak i Remak wygeneruje w tym roku, zysk, będzie on jednak niższy, niż w roku ubiegłym (wynik Remaku może być zbliżony do zera, skutek niskich przychodów).

Podsumowując, wynik I półrocza 2010 nie będzie naszym zdaniem potwierdzał naszej całorocznej prognozy wyników Mostostalu. Prognoza jest zbyt wysoka i będzie wymagała korekty w dół.


Budownictwo

PBG

Redukuj

 Analityk:
Maciej Stokłosa

 P/E 2010 14,6 EV/EBITDA 2010 10,3
P/E 2011 14,2 EV/EBITDA 2011 10,1

Cena bieżąca 220,00 PLN
Cena docelowa 194,00 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	719,3	599,4	20,0%	1 188,4	948,6	25,3%	3 295,0	2 578,0	27,8%
EBITDA	75,3	79,0	-4,7%	110,8	125,6	-11,7%	339,0	338,7	0,1%
marża	10,5%	13,2%	-	9,3%	13,2%	-	10,3%	13,1%	-
EBIT	63,7	67,7	-5,9%	87,7	102,5	-14,5%	288,6	286,5	0,7%
Zysk brutto	59,5	69,3	-14,1%	82,3	94,6	-12,9%	270,5	262,6	3,0%
Zysk netto	51,2	46,9	9,0%	69,0	70,2	-1,7%	214,9	210,6	2,0%

Kwartał zbliżony do Q2 roku ubiegłego

Oczekujemy, że przychody Grupy PBG w Q2 2010 wzrosną o 20% r/r. Wzrost przychodów wynika z większej ilości zamówień oraz ze zmiany struktury portfela zamówień PBG (spadek udziału kontraktów o wysokiej sezonowości prac w portfelu zamówień). Oczekujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 13% (Q2 2009: 14,5%, Q1 2010: 10,4%). Przewidujemy duży wzrost kosztów ogólnych (Q2 2010: 34,7 mln PLN, Q1 2010: 24,8 mln PLN), co wynika między innymi z rozwoju działalności w nowych segmentach.

Przewidujemy, że pozostałe przychody operacyjne netto w Q2 2010 wyniosą 5,0 mln PLN, na co wpłynie wycena wybranych nieruchomości w Grupie Hydrobudowa Polska (5,5 mln PLN). Przewidujemy pozostałe koszty finansowe netto na poziomie 4,2 mln PLN, efektywną stopę podatkową na poziomie 14% (rozliczanie strat podatkowych w Grupie Hydrobudowa Polska) oraz brak zysków akcjonariuszy mniejszościowych. Zysk netto wyniesie 51,2 mln PLN, co pozwala na podtrzymanie prognoz całorocznych.

Oczekujemy, że wyniki Hydrobudowy Polska w Q2 2010 będą następujące: przychody: 444 mln PLN, zysk brutto na sprzedaży: 36,4 mln PLN, EBIT: 19,2 mln PLN, zysk netto: 14,9 mln PLN. Praktycznie cały wynik będzie jednak wygenerowany w Hydrobudowie 9 (z uwagi na ujemne kapitały własne spółki, od kwoty tej PBG nie nalicza udziału w zyskach akcjonariuszy mniejszościowych). Gdyby PBG nie wykazało zysków na wycenie, zastosowało 19%-ową efektywną stopę podatkową i wykazało 5,4 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych, wynik netto w Q2 2010 wyniósłby jedynie 38,4 mln PLN.


Budownictwo

Polimex Mostostal Kupuj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2010 13,5

P/E 2011 12,3

EV/EBITDA 2010 8,5

EV/EBITDA 2011 7,8

Cena bieżąca 4,57 PLN
Cena docelowa 5,16 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	1 015,0	1 176,4	-13,7%	1 786,8	2 053,7	-13,0%	4 502,5	4 836,7	-6,9%
EBITDA	75,3	86,8	-13,2%	133,0	163,8	-18,8%	311,1	343,5	-9,4%
marża	7,4%	7,4%	-	7,4%	8,0%	-	6,9%	7,1%	-
EBIT	49,5	65,8	-24,8%	81,3	123,3	-34,1%	209,8	264,9	-20,8%
Zysk brutto	36,6	55,5	-34,0%	58,3	106,7	-45,4%	175,3	215,6	-18,7%
Zysk netto	32,6	37,9	-14,2%	49,4	72,1	-31,5%	156,5	156,4	0,1%

Q2 2010 będzie słaby dla Polimexu

Przewidujemy, że Q2 2010 przyniesie spadek przychodów r/r. Od 2010 roku Polimex nie księguje już w poczet przychodów sprzedaży konsorcjantów, w przypadku, gdy sam jest liderem konsorcjum. Szacujemy, że gdyby podobne zasady księgowości były stosowane w 2009 roku, przychody Polimexu w całym 2009 roku byłyby o 350 mln PLN niższe. Oczekujemy, że marża brutto w Q2 2010 będzie słabsza, niż w Q1 2010 i wyniesie 10,6% (Q1 2010: 11%, Q2 2009: 11,2%). Niższa marża wynika głównie z początkowego etapu działalności nowego zakładu wyrobów stalowych w Siedlcach (dochodzenie do pełnych mocy), a także z gorszej koniunktury w ramach usług świadczonych przez mniejsze podmioty wchodzące w skład Grupy Polimex (segment chemii i energetyki).

Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 56,8 mln PLN (Q1 2010: 55,2 mln PLN), pozostałe koszty operacyjne w wysokości 1,3 mln PLN. Pozostałe koszty finansowe netto zgodnie z prognozą wyniosą 14,1 mln PLN, zaś zysk podmiotów stowarzyszonych 1,25 mln PLN. Zakładamy, że efekt różnic kursowych i wyceny instrumentów pochodnych będzie się równoważył, zaś na wynik pozytywnie wpłynie niska efektywna stopa podatkowa (5%, rozliczenie inwestycji w Specjalnego Strefie Ekonomicznej).

Podsumowując, spodziewamy się raczej słabego wyniku, tak jakościowo, jak i nominalnie. Nasza prognoza zysku netto na rok 2010 (156,4 mln PLN), choć jedna z najniższych z konsensusu, może okazać się zbyt wymagająca. Nie można wykluczyć, że ostatecznie wynik netto będzie o około 5-10% niższy.


Budownictwo

Rafako

Kupuj

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2010 17,4

P/E 2011 14,9

EV/EBITDA 2010 9,6

EV/EBITDA 2011 7,5

Cena bieżąca 12,88 PLN
Cena docelowa 14,00 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	240,0	271,6	-11,6%	477,1	481,3	-0,9%	1 036,0	963,7	7,5%
EBITDA	13,1	14,5	-9,7%	30,6	42,1	-27,5%	68,0	67,5	0,7%
marża	5,4%	5,3%	-	6,4%	8,8%	-	6,6%	7,0%	-
EBIT	10,1	10,9	-7,6%	24,6	35,2	-30,0%	54,0	53,9	0,2%
Zysk brutto	12,7	7,7	65,8%	26,0	20,6	26,0%	64,9	52,2	24,3%
Zysk netto	10,1	3,8	164,8%	20,2	12,6	59,8%	51,4	37,7	36,3%

Wynik zbliżony do Q1 2010, powódź opóźnia dostawy podwykonawców

Oczekujemy, że przychody w Q2 2010 będą jedynie nieznacznie wyższe niż w Q1 2010 (240 mln PLN w Q2, 237 mln PLN w Q1). Niski wzrost przychodów to efekt opóźnień w realizacji wybranych kontraktów, wynikających z przyczyn leżących po stronie zamawiającego lub opóźnień w dostawach (po stronie podwykonawców i poddostawców). Zgodnie z prognozą całoroczną, przewidujemy niższy wynik brutto na sprzedaży (marża: 9,8% w Q2 2010, 11,2% w Q1 2010). Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 12,7 mln PLN (Q1 2010: 12,2 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne zgodnie z prognozą wyniesić mają 0,75 mln PLN. Ostatecznie, przewidujemy EBIT na poziomie 10,1 mln PLN (Q1 2010: 12,2 mln PLN).

Oczekujemy dodatniego salda pozostałej działalności finansowej, na poziomie 2,6 mln PLN. Saldo to efekt przychodów odsetkowych, gdyż zakładamy, że efekt różnic kursowych i wyceny instrumentów pochodnych się zbilansuje. Zakładamy zysk akcjonariuszy mniejszościowych na poziomie 0,15 mln PLN. Ostatecznie, prognozowany zysk netto w Q2 2010 to 10,1 mln PLN, w porównaniu do 10,0 mln PLN w Q1 2010.

Sądzymy, że prognoza na rok 2010 pozostaje aktualna, pod warunkiem, że spółce uda się zwiększyć przychody w kolejnych kwartałach. Rafako ma portfel zamówień przekraczający 2 mld PLN, jednak standardem w segmencie energetycznym są opóźnienia w realizacji kontraktów, spowodowane różnymi przyczynami, głównie technicznymi. Zjawiska takie występują nie tylko w Polsce, ale i w krajach takich jak Finlandia czy Niemcy. Gdyby przychody w 2010 roku okazały się niższe od naszych oczekiwań, istnieje możliwość wyższych przychodów i przekroczenia prognoz w roku 2011.


Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Trakcja Polska Trzymaj

P/E 2010	15,5	EV/EBITDA 2010	8,2	Cena bieżąca	4,05 PLN
P/E 2011	16,1	EV/EBITDA 2011	7,9	Cena docelowa	4,16 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	121,1	228,1	-46,9%	171,4	331,1	-48,2%	698,5	771,6	-9,5%
EBITDA	14,1	32,5	-56,5%	21,1	32,7	-35,4%	54,8	86,8	-36,9%
marża	11,6%	14,2%	-	12,3%	9,9%	-	7,8%	11,2%	-
EBIT	11,6	29,9	-61,3%	16,1	27,9	-42,5%	44,3	76,7	-42,2%
Zysk brutto	13,3	35,3	-62,5%	18,8	38,0	-50,4%	51,7	87,9	-41,2%
Zysk netto	10,7	28,2	-61,9%	14,3	30,2	-52,5%	41,9	71,6	-41,5%

Potężny spadek przychodów, dobra marża na finalizowanych kontraktach

Przewidujemy, że spadek przychodów w Q2 2010 r/r będzie porównywalny do spadku przychodów zanotowanego w Q1 2010. Przyczyną spadku przychodów jest wyczerpywanie się portfela zleceń spółki. Pierwotnie zakładaliśmy, że „stary” portfel zleceń na Q2 2010 jest większy i pozwoli wygenerować około 180 mln PLN przychodów. Oczekujemy, że marża brutto na sprzedaży w Q2 2010 wyniesie 14,7% (16% pomijając efekt zmiany kursów walutowych). Tak wysoka marża brutto to efekt rozliczenia rentowności finalizowanych kontraktów budowlanych. Efekt ten nie będzie występował w kolejnych kwartałach.

Przewidujemy koszty ogólne na poziomie 5,7 mln PLN, tzn. na poziomie niezmiennym r/r. Zakładamy, że pozostałe koszty operacyjne netto wyniosą 0,5 mln PLN, zaś pozostałe przychody finansowe netto 1,7 mln PLN. Ostatecznie, zgodnie z prognozą wynik netto wyniesie 10,7 mln PLN.

W kolejnych kwartałach oczekujemy wzrostu przychodów z uwagi na zdobycie kontraktu na modernizację LCS Działowo. Ponieważ udział Trakcji w konsorcjum wyniesie jedynie 45-50%, zaś spółka zaksięguje całość przychodów z kontraktu, wzrostowi przychodów będzie towarzyszył spadek rentowności. Podtrzymujemy opinię, że wynik netto w Q3 2010 i Q4 2010 będzie na poziomie jednocyfrowym. Szacunki te nie obejmują ewentualnych zysków z działalności w segmencie farm wiatrowych. Prognoza wyników za cały 2010 roku może podlegać korektom w dół. Prognozy na lata kolejne pozostają aktualne.


Budownictwo

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Ulma Construcccion Akumuluj

P/E 2010	14,8	EV/EBITDA 2010	4,6	Cena bieżąca	70,30 PLN
P/E 2011	11,2	EV/EBITDA 2011	4,0	Cena docelowa	82,20 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	54,4	43,6	24,8%	94,6	83,9	12,8%	221,4	175,4	26,2%
EBITDA	29,8	17,2	73,6%	46,6	32,8	42,3%	112,6	72,1	56,2%
marża	54,8%	39,4%	-	49,3%	39,0%	-	50,9%	41,1%	-
EBIT	8,7	0,6	-	6,7	-0,2	-	43,4	4,0	985,0%
Zysk brutto	4,9	-2,0	-	0,1	-5,7	-	30,8	-6,6	-
Zysk netto	4,0	-2,0	-	0,0	-5,2	-	24,9	-5,5	-

Gorzej niż pierwotnie zakładaliśmy, mimo to istotna poprawa EBITDA

Przewidujemy, że w Q2 2010 Ulma zaprezentuje istotny wzrost przychodów (54,4 mln PLN w Q2 2010, w porównaniu do 40,3 mln PLN w Q1 2010 i 43,6 mln PLN w Q2 2009). Wzrost przychodów to efekt poprawy rotacji majątku oraz wzrostu cen dzierżawy sprzętu. Niestety, wzrost przychodów pociągnie za sobą również wzrost kosztów własnych sprzedaży (Q2 2010: 39,9 mln PLN, Q1 2010: 37,5 mln PLN). Część z tego wzrostu kosztów (około 1-1,5 mln PLN) nie powtórzy się w kolejnych kwartałach (wydatki na remont sprzętu). Oczekujemy kosztów ogólnych na poziomie 4,3 mln PLN (Q1 2010: 4,6 mln PLN). Zgodnie z prognozą pozostałe koszty operacyjne netto wyniosą 0,8 mln PLN. Ostatecznie, EBIT zgodnie z prognozą wyniesie 8,7 mln PLN (Q2 2009: 0,6 mln PLN).

Przewidujemy pozostałe koszty finansowe netto w wysokości 3,8 mln PLN (w tym 0,25 mln PLN ujemnych różnic kursowych), zaś wynik netto na poziomie 4 mln PLN. Obniżamy szacunek wyniku netto w stosunku do naszych pierwotnych założeń (6 mln PLN), co może oznaczać, że nasza prognoza wyniku netto w całym 2010 roku jest o około 2-2,5 mln PLN zbyt wysoka. W kolejnych 2 kwartałach przychody powinny rosnać o około 7-10% q/q, co oznacza, że znacząco będzie również rósł zysk netto. 2-2,5 mln PLN to odchylenie na poziomie 10% prognozowanego zysku netto w 2010 roku, ale jedynie 2,2% na poziomie EBITDA. Spółka stosuje konserwatywną na tle branży politykę amortyzacji - stąd tak duży wpływ niewielkich różnic w przychodach i kosztach na wynik netto. Uważamy, że w kontekście atrakcyjności inwestycyjnej spółki niewielkie odchylenie na poziomie netto, w tym ze względu na koszty remontów, nie ma dużego znaczenia.


Budownictwo

 Analitik:
Maciej Stokłosa

Unibep

Akumuluj

 P/E 2010 13,8 EV/EBITDA 2010 10,5 **Cena bieżąca 7,99 PLN**
 P/E 2011 14,3 EV/EBITDA 2011 10,5 **Cena docelowa 9,00 PLN**

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	161,6	89,8	79,8%	283,3	163,9	72,8%	681,3	392,7	73,5%
EBITDA	6,6	6,0	10,0%	14,2	11,1	28,6%	29,3	31,3	-6,5%
marża	4,1%	6,6%	-	5,0%	6,7%	-	4,3%	8,0%	-
EBIT	5,2	5,1	3,3%	11,6	9,5	21,3%	24,3	26,6	-8,8%
Zysk brutto	5,4	4,6	16,3%	10,6	10,3	2,7%	24,3	24,8	-2,0%
Zysk netto	4,4	4,0	10,1%	8,2	7,6	7,9%	19,6	17,8	10,1%

Duży wzrost przychodów r/r, niższe marże nowych kontraktów budowlanych

Przewidujemy duży wzrost przychodów Unibepu r/r, głównie ze względu na wypełnienie portfela zamówień spółki w ramach działalności budowlanej. Przewidujemy, że przychody z działalności budowlanej wyniosą 127,5 mln PLN, z budownictwa drogowego 14 mln PLN, z działalności deweloperskiej 11,8 mln PLN, zaś z działalności pozostałej 8,3 mln PLN. Wzrostowi przychodów z działalności budowlanej będzie towarzyszyć spadek rentowności brutto na sprzedaży. Rentowność brutto Unibepu zgodnie z prognozami wyniesie 6,9% (budownictwo: 6,7%, drogi: 9%, deweloperka: 9%, pozostałe: 3%). Niższa rentowność działalności budowlanej to wynik niższych marż nowych kontraktów, zaś niska rentowność działalności deweloperskiej wynika z większego niż w Q1 2010 udziału domów w strukturze przekazania.

Przewidujemy, że koszty ogólne wyniosą w Q2 2010 5,3 mln PLN (Q1 2010: 4,9 mln PLN), zaś pozostałe koszty operacyjne netto 0,6 mln PLN. Oznacza to oczekiwany EBIT na poziomie 5,2 mln PLN, tzn. na poziomie zbliżonym do Q2 2009. Q2 2009 charakteryzował się znacznie niższymi przychodami, ale marże na finalizowanych zleceniach budowlanych były wyjątkowo korzystne. Oczekujemy, że pozostałe przychody finansowe wyniosą 0,2 mln PLN.

Podsumowując, oczekiwany wynik netto w półroczu na poziomie 8,2 mln PLN pozwala podtrzymać całoroczną prognozę zysku netto. Nie jesteśmy pewni, czy produkcja nowej fabryki domów będzie rozliczana jak produkcja (w Q2 2010 wzrost zapasów, brak przychodów), czy jak kontrakt budowlany (rozliczanie procentowego zaawansowania kontraktu). W prognozach uwzględniamy wartość oczekiwaną obu scenariuszy.

Deweloperzy



Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

Dom Development Akumuluj

 P/E 2010 44,2 EV/EBITDA 2010 32,0 **Cena bieżąca 48,16 PLN**
 P/E 2011 14,1 EV/EBITDA 2011 11,3 **Cena docelowa 50,10 PLN**

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	122,2	192,0	-36,3%	282,1	382,6	-26,3%	481,3	704,4	-31,7%
EBITDA	14,0	31,3	-55,2%	32,0	85,4	-62,5%	44,9	113,6	-60,5%
marża	11,5%	16,3%	-	11,4%	22,3%	-	9,3%	16,1%	-
EBIT	13,4	30,7	-56,2%	30,9	84,2	-63,3%	43,0	111,2	-61,3%
Zysk brutto	9,0	28,3	-68,3%	23,9	80,1	-70,2%	33,1	100,8	-67,2%
Zysk netto	7,3	22,6	-67,8%	19,1	64,2	-70,3%	26,8	80,2	-66,6%

Trudno o dobry wynik przy przekazaniu jedynie 180 mieszkań

Szacujemy, że w Q2 2010 Dom Development przekaże jedynie 180 mieszkań i 600 m2 powierzchni handlowej przy ul. Grzybowskiej. Z przekazywanych projektów największy wpływ będą miały lokale w inwestycji Grzybowska (45 mieszkań), Derby 13,16,18 (43 mieszkania), Regaty (45 mieszkań), Róża Wiatrów (15 mieszkań) oraz domy w projekcie Regaty (20 domów). Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na 26,3% (Q1 2010: 21,6%). Wzrost marży to efekt większego udziału w wyniku projektów o wyższej rentowności (Grzybowska). Zgodnie z prognozą koszty ogólne w Q2 2010 wyniosą 18,0 mln PLN (Q1 2010: 17,8 mln PLN). Zakładamy pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 0,75 mln PLN.

Pozostałe koszty finansowe netto zgodnie z prognozą wyniosą 4,5 mln PLN, co pozwoli na wygenerowanie 7,3 mln PLN wyniku netto. Zysk netto w Q1 2010 wyniósł 11,8 mln PLN, co wynikało z większej liczby przekazywanych lokali. W kolejnych dwóch kwartałach liczba przekazywanych lokali spadnie do około 170 kwartalnie, w efekcie, wyniki finansowe Q3 i Q4 nie będą lepsze od wyników Q2 2010. W efekcie, podtrzymujemy prognozę wyników w roku 2010.



Deweloperzy

 Analityk:
Maciej Stokłosa

GTC

Trzymaj

 P/E 2010 6,6 EV/EBITDA 2010 9,1 **Cena bieżąca 22,73 PLN**
 P/E 2011 6,9 EV/EBITDA 2011 8,4 **Cena docelowa 23,90 PLN**

(mln EUR)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	51,4	38,3	34,2%	88,5	83,5	6,0%	193,0	156,4	23,4%
EBITDA	49,7	-17,7	-	68,4	15,4	343,1%	274,0	-121,7	-
marża	96,7%	-46,3%	-	77,3%	18,5%	-	142,0%	-77,8%	-
EBIT	49,6	-17,8	-	68,1	15,2	347,2%	273,6	-122,1	-
Zysk brutto	35,4	-22,7	-	41,1	-1,2	-	221,7	-161,7	-
Zysk netto	27,3	-11,9	-	33,5	-9,8	-	184,3	-125,2	-

Dodatknie wyceny tylko w ograniczonym zakresie, wynik bez większych zaskoczeń

Przewidujemy przychody z najmu i utrzymania nieruchomości na poziomie 33,4 mln EUR (marża: 76,8%) oraz z działalności mieszkaniowej na poziomie 18 mln EUR (marża: 9,5%). Wzrost przychodów z najmu i utrzymania q/q (Q1 2010: 30,6 mln EUR) to efekt ukończenia nowych inwestycji oraz zakończenia wakacji czynszowych w obiektach ukończonych w poprzednich kwartałach. Zgodnie z prognozą koszty ogólne w Q2 2010 wyniosą 6 mln EUR. Zysk na wycenie wygenerowany w Q2 2010 wyniesie 28,5 mln EUR, pozostałe koszty operacyjne netto zaś 0,25 mln EUR.

Sądzymy, że w Q2 2010 wyceny nieruchomości GTC dokonane przez zewnętrzne firmy doradcze (tzw. wielka szóstka) będą wyższe, niż na koniec 2009 roku. Wygeneruje to zysk na wycenie portfela. Jednocześnie sądzymy, że firmy te nadal pozostaną stosunkowo konserwatywne w swoich założeniach - stąd wyceny na koniec Q2 2010 nie będą jeszcze obejmowały pełnego, możliwego do końca roku, spadku stóp kapitalizacji. Przyjmujemy, że w Q2 2010 GTC wygeneruje 1/6 prognozowanego zysku w 2010 roku na wycenie gotowych nieruchomości oraz nieruchomości, których budowa ukończona będzie w 2010 roku. Nie przewidujemy dodatknej wyceny kompletnie nowych projektów do rozpoczęcia w tym roku (zyski ujęte w całorocznej prognozie wyników).

Pozostałe koszty finansowe netto zgodnie z prognozą wyniosą 14,2 mln EUR, w co wliczamy dodatni wynik z tytułu udziału w zyskach jednostek stowarzyszonych (2,1 mln EUR). Prognozujemy zyski mniejszości na poziomie 1,4 mln EUR. Pomimo niskiego oczekiwanego zysku na wycenie, podtrzymujemy prognozy całoroczne.


Deweloperzy

J.W. Construction Trzymaj

 Analityk:
Maciej Stokłosa

 P/E 2010 5,8 EV/EBITDA 2010 5,7
 P/E 2011 6,7 EV/EBITDA 2011 7,8

Cena bieżąca 17,59 PLN
Cena docelowa 16,40 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	117,2	90,6	29,3%	235,4	331,2	-28,9%	776,3	713,3	8,8%
EBITDA	25,8	22,2	16,2%	57,9	76,4	-24,3%	212,0	152,9	38,7%
marża	22,0%	24,5%	-	24,6%	23,1%	-	27,3%	21,4%	-
EBIT	22,5	18,6	21,0%	51,3	69,1	-25,7%	191,7	138,9	38,0%
Zysk brutto	15,7	13,2	18,8%	37,4	57,8	-35,2%	180,4	119,2	51,3%
Zysk netto	12,7	13,9	-8,4%	30,3	49,4	-38,5%	146,1	100,4	45,5%

Wynik bez rewelacji, 350 przekazanych lokali

Przewidujemy, że z 3792 lokali pozostających do przekazania klientom na koniec Q1 2010, w Q2 2010 przekazanych zostanie jedynie 350. W efekcie, przychody spółki powinny być na poziomie ubiegłego kwartału (Q2 2010: 117,2 mln PLN, Q1 2010: 118,2 mln PLN). Z 117,2 mln PLN przychodów 109,2 mln PLN będzie pochodziło z działalności deweloperskiej, pozostała zaś część z działalności TBS i hotelarskiej. Największy wpływ na przekazania będą miały projekty: Górczewska Park (100 lokali), Lewandów I (100 lokali), Osada Wiślana (40 lokali), Osiedle Bursztynowe (30 lokali), Wiślana Aleja (27 lokali) oraz Lazurów Ustronie (25 lokali). Przewidujemy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 30,2%, tzn. nieznacznie wyższą, niż w Q1 2010 (29,3%). Wysoka marża brutto ze sprzedaży to efekt dobrej rentowności przekazywanych klientom lokali. Koszty ogólne wyniosą zgodnie z prognozą 12,2 mln PLN (Q1 2010: 10,6 mln PLN).

Zakładamy 0,6 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto oraz 6,8 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Duże koszty finansowe netto to skutek zakończenia wybranych projektów (koszty finansowe nie są przedstawione bezpośrednio w rachunku zysków i strat, nie zaś doliczane do wartości księgowej zapasów). Ostatecznie wynik netto na poziomie 12,7 mln PLN nadal jest odległy od naszej całorocznej prognozy. Prognoza ta pozostaje aktualna. W kolejnych kwartałach deweloper m.in. rozpocznie przekazywanie na większą skalę mieszkań w projektach Lewandów I i Lewandów II (łącznie 1905 lokali).


Deweloperzy

Polnord

Kupuj

 Analityk:
Maciej Stokłosa

 P/E 2010 22,6 EV/EBITDA 2010 19,9
 P/E 2011 11,4 EV/EBITDA 2011 14,2

Cena bieżąca 34,95 PLN
Cena docelowa 51,60 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	47,8	81,0	-41,0%	90,3	103,6	-12,8%	414,2	221,3	87,2%
EBITDA	5,9	9,0	-34,0%	24,3	26,2	-7,3%	60,4	106,9	-43,5%
marża	12,4%	11,1%	-	26,8%	25,3%	-	14,6%	48,3%	-
EBIT	5,4	8,4	-35,7%	23,2	25,1	-7,4%	58,5	104,9	-44,2%
Zysk brutto	6,4	4,9	30,2%	26,1	20,6	27,0%	42,3	86,0	-50,8%
Zysk netto	5,2	3,2	63,3%	20,5	15,1	35,5%	34,3	63,6	-46,1%

Słaby kwartał, znów dodatni wynik dzięki wycenie nieruchomości

Oczekujemy, że w Q2 2010 Polnord przekaże 153 mieszkania (109 mieszkań po wyważeniu udziałem Polnordu w inwestycjach). Wpłynie to na wygenerowanie prawie 48 mln PLN przychodów. Największy wpływ na przychody będą miały lokale przekazane w projektach Ostoja Wilanów (66 mieszkań), Krysztal Wilanowa (12 mieszkań), City Park (29 mieszkań) oraz Albatros (14 mieszkań). Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na 17,9% (Q1 2010: 31,3%). Niższa marża to m.in. efekt odpisu (1,3 mln PLN) oraz gorszej struktury przekazywanych lokali (bezmарżowe lokale w inwestycji w Łodzi). Oczekujemy kosztów ogólnych na poziomie 17,9 mln PLN (Q1 2010: 14,9 mln PLN). Tak duży wzrost kosztów ogólnych q/q powinien być przejściowy i wynika m.in. z przygotowania inwestycji polegającej na budowie centrum handlowego na Wilanowie.

Przewidujemy 15 mln PLN zysku na wycenie nieruchomości, z czego 5 mln PLN to wycena budynku Pol-Aqua, zaś pozostała część to wycena gruntów inwestycyjnych. Część z tych gruntów to nowe nabytki spółki, część zaś to grunty zakupione jeszcze przed sprzedażą części budowlanej spółki firmie Pol-Aqua. Zakładamy pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 0,25 mln PLN. Saldo działalności finansowej powinno być dodatnie i wynieść 1 mln PLN. Dodatnie saldo działalności finansowej to efekt głównie dodatnich różnic kursowych na pożyczkach udzielonych spółkom rosyjskim. Ostatecznie, wynik netto wyniesie naszym zdaniem nieco ponad 5 mln PLN. Pomijając wycenę gruntów, wynik netto wyniósłby około - 2,9 mln PLN.

Handel



Handel

 Analityk:
Kamil Kliszczyk

Emperia Holding Trzymaj

P/E 2010	15,9	EV/EBITDA 2010	8,3	Cena bieżąca	81,0 PLN
P/E 2011	14,3	EV/EBITDA 2011	7,2	Cena docelowa	81,6 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	1 455,7	1 397,9	4,1%	2 850,0	2 684,4	6,2%	6 051,6	5 525,7	9,5%
EBITDA	42,1	60,0	-30,0%	78,1	88,0	-11,3%	187,2	176,5	6,0%
marża	2,9%	4,3%	-	2,7%	3,3%	-	3,1%	3,2%	-
EBIT	24,4	44,0	-44,7%	43,7	57,3	-23,9%	112,5	113,2	-0,6%
Zysk brutto	20,2	34,5	-41,6%	35,6	44,1	-19,2%	95,2	92,2	3,2%
Zysk netto	15,7	29,0	-46,0%	28,1	31,6	-11,1%	77,1	69,3	11,2%

Zawyżona baza z 2009 roku

Po lepszym niż oczekiwaliśmy 1Q'10 w kolejnym kwartale Emperia powinna zanotować poprawę wyników finansowych w ujęciu r/r, ale zwracamy uwagę na konieczność skorygowania EBIT z 2Q'09 o dodatnie saldo na pozostałej działalności operacyjnej (ponad 19 mln PLN ze sprzedaży nieruchomości i innych aktywów). Oczyszczony strumień EBITDA powinien jednak wzrosnąć w naszej opinii tylko o około 5%, co będzie konsekwencją negatywnego wpływu powodzi (przede wszystkim problemy logistyczne z dowozem towarów do małych sklepów na terenach powodziowych). Nie bez znaczenia na dynamikę przychodów i zysków mógł mieć również chłodniejszy maj oraz tragedia smoleńska. Zwracamy również uwagę na fakt sygnalizowany przez Zarząd po wynikach 1Q'10, iż w 2Q'09 Spółka zaksięgowwała kilka milionów zaległych bonusów od dostawców. Na poziomie działalności finansowej saldo powinno ukształtować się na -4,5 mln PLN i ostatecznie zysk netto zbliżyć się do 16 mln PLN.



Handel

 Analityk:
Kamil Kliszczyk

Eurocash

Redukuj

P/E 2010	24,1	EV/EBITDA 2010	13,0	Cena bieżąca	22,45 PLN
P/E 2011	19,6	EV/EBITDA 2011	11,1	Cena docelowa	18,60 PLN

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana	2010P*	2009	zmiana
Przychody	1 812,6	1 713,0	5,8%	3 353,3	3 199,6	4,8%	7 395,4	6 698,3	10,4%
EBITDA	55,2	47,0	17,5%	84,7	74,7	13,4%	220,1	194,5	13,2%
marża	3,0%	2,7%	-	2,5%	2,3%	-	3,0%	2,9%	-
EBIT	42,0	34,9	20,3%	58,2	50,8	14,6%	173,7	145,2	19,7%
Zysk brutto	40,7	34,2	18,8%	55,7	47,7	16,8%	155,0	128,8	20,4%
Zysk netto	32,9	27,2	20,9%	46,4	37,7	23,0%	125,5	102,5	22,5%

*prognozy roczne nie uwzględniają finalizowanej obecnie transakcji nabycia części hurtowej CEDC

Powrót do dwucyfrowej dynamiki EBIT

Po słabszym początku roku związanym z niekorzystnymi warunkami pogodowymi i brakiem wyraźnej dodatniej dynamiki na poziomie zysku operacyjnego, w 2Q Eurocash powinien zanotować dwucyfrowy wzrost EBIT w ujęciu r/r. Odczyty sprzedaży hurtowej GUS za kwiecień i maj co prawda nie są zbyt optymistyczne, ale podobnie jak to wyglądało historycznie nie spodziewamy się, aby przychody Spółki były skorelowane z tym benchmarkiem. Zakładamy utrzymanie dotychczasowych wzrostów like for like w sieci cash&carry i Delikatesach Centrum, a dodatkowo w segmencie aktywnej dystrybucji wygasać powinien negatywny efekt spadku sprzedaży papierosów (obniżenie bazy). Dzięki zmieniającej się strukturze przychodów (coraz mniejszy udział niskomarkowych wyrobów tytoniowych) Eurocash zanotuje dodatkowo wzrost marży brutto, co ostatecznie będzie implikować poprawę EBIT w ujęciu r/r o około 20%. Na poziomie działalności finansowej nie przewidujemy jakichś istotnych pozycji odbiegających od poprzednich okresów i dlatego dynamika r/r na poziomie zysku netto również będzie zbliżona do 20%.

Terminy publikacji raportów

Spółka	II kw. 2010 jednostkowy	II kw. 2010 skonsolidowany	1H 2010 skonsolidowany
AB	30.08.10*	30.08.10*	
ACTION			31.08.10**
AGORA	12.08.10	12.08.10	20.08.10
ASBIS			11.08.10
ASSECO POLAND			27.08.10
ASTARTA			27.08.10
BUDIMEX			31.08.10
BZWBK			28.07.10
CENTRUM KLIMA			31.08.10
CERSANIT			31.08.10
CEZ	10.08.10	10.08.10	31.08.10
CIECH			31.08.10
CINEMA CITY			31.08.10
COMARCH			31.08.10
CYFROWY POLSAT			26.08.10
DOM DEVELOPMENT			24.08.10
ELEKTROBUDOWA			31.08.10
EMPERIA HOLDING			31.08.10
ENEA			31.08.10
ERBUD			31.08.10
EUROCASH			27.08.10
FAMUR			31.08.10
GETIN			31.08.10
GTC			31.08.10
HANDLOWY	06.08.10	06.08.10	31.08.10
ING BSK			11.08.10
J.W. CONSTRUCTION			26.08.10
KĘTY	28-30.06.10***	28-30.06.10***	12.08.10
KGHM	13.08.10	13.08.10	31.08.10
KOMPUTRONIK			30.11.10
KOPEX			31.08.10
KREDYT BANK	05.08.10	05.08.10	27.08.10
LOTOS			26.08.10
LW BOGDANKA			31.08.10
MILLENNIUM			27.07.10
MONDI			11.08.10
MOSTOSTAL WARSZAWA			31.08.10
NETIA	05.08.10	05.08.10	05.08.10
PBG			31.08.10
PEKAO			04.08.10
PGE			31.08.10
PGNiG			31.08.10
PKN ORLEN	29.07.10****	29.07.10****	31.08.10
PKO BP			26.08.10
POLICE			20.08.10
POLIMEX MOSTOSTAL			31.08.10
POLNORD			31.08.10
PZU			31.08.10
RAFAKO			31.08.10
SYGNITY			31.08.10
TELEKOMUNIKACJA POLSKA			28.07.10
TRAKCJA POLSKA			27.08.10
TVN	12.08.10	12.08.10	12.08.10
ULMA CONSTRUCCION POLSKA			31.08.10
UNIBEP			31.08.10
ZA PUŁAWY	02.09.10*****	02.09.10*****	15.11.10*****

Źródło: Spółki; * Publikacja raportu kwartalnego za 4Q 2009/2010; ** Publikacja raportu półrocznego za 1H 2010; *** Wstępne prognozy kwartalne za 2Q 10; **** Szacunki wybranych kwartalnych danych finansowych i operacyjnych za 2Q 2010; ***** Publikacja raportu rocznego za rok 2009/2010; ***** Publikacja raportu kwartalnego za 1Q 2010/2011

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2010
AB	Akumuluj	18,80	16,69	2010-05-06	16,90	9,7
ACTION	Akumuluj	18,49	18,50	2010-07-05	17,10	11,8
AGORA	Trzymaj	24,70	22,88	2010-05-27	24,76	19,6
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,36	2010-05-10	4,65	10,1
ASSECO POLAND	Kupuj	70,60	57,00	2010-04-06	57,60	13,1
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	58,00	2010-05-11	57,50	4,7
BUDIMEX	Redukuj	78,30	90,40	2010-07-05	89,90	12,5
BZWBK	Trzymaj	200,50	194,00	2010-04-07	216,50	14,2
CENTRUM KLIMA	Kupuj	14,65	13,47	2010-05-06	12,00	14,4
CERSANIT	Trzymaj	13,43	13,15	2010-06-04	14,00	15,5
CEZ	Trzymaj	131,87	140,40	2010-03-03	133,90	9,9
CIECH	Kupuj	39,20	24,60	2010-06-02	27,00	9,7
CINEMA CITY	Trzymaj	39,90	39,00	2010-07-16	39,00	16,9
COMARCH	Trzymaj	93,10	83,90	2010-07-05	81,00	17,0
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,03	14,28	2010-03-25	15,79	12,6
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	48,16	2010-07-05	44,80	44,2
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	168,00	2010-03-12	171,00	16,2
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	81,00	2010-03-09	77,50	15,9
ENEA	Kupuj	21,24	18,01	2010-06-02	18,17	12,2
ERBUD	Akumuluj	54,60	50,90	2010-07-05	50,00	12,5
EUROCASH	Redukuj	18,60	22,45	2010-05-06	20,61	24,1
FAMUR	Trzymaj	2,03	1,92	2010-05-28	2,00	16,2
GETIN	Trzymaj	10,34	9,74	2010-05-06	10,19	12,8
GTC	Trzymaj	23,90	22,73	2010-05-28	23,80	6,6
HANDLOWY	Kupuj	87,10	74,20	2010-06-02	75,00	15,3
ING BSK	Trzymaj	749,00	799,50	2010-04-07	766,00	15,4
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	16,40	17,59	2010-07-09	16,10	5,8
KĘTY	Trzymaj	100,71	103,20	2010-07-06	103,00	13,2
KGHM	Trzymaj	96,10	93,85	2010-05-27	93,70	5,6
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	13,80	2009-12-08	11,39	15,1
KOPEX	Trzymaj	18,46	18,70	2010-05-28	18,90	17,3
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,50	2010-04-07	14,60	32,7
LOTOS	Redukuj	26,50	30,90	2010-04-07	31,40	10,2
LW BOGDANKA	Kupuj	80,70	77,50	2010-05-19	72,45	14,2
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,67	2010-04-27	4,84	19,2
MONDI	Trzymaj	67,30	74,00	2010-06-02	67,90	18,9
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	76,80	67,20	2010-05-06	68,30	12,5
NETIA	Trzymaj	4,30	4,88	2009-11-06	4,36	50,7
PBG	Redukuj	194,00	220,00	2010-06-02	213,40	14,6
PEKAO	Trzymaj	172,80	160,50	2010-03-05	165,50	15,8
PGE	Kupuj	27,90	21,30	2010-03-30	23,00	11,7
PGNiG	Kupuj	4,32	3,45	2010-06-14	3,45	12,1
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	38,45	2010-04-08	39,40	10,6
PKO BP	Trzymaj	40,10	38,62	2010-03-17	39,07	15,6
POLICE	Trzymaj	5,50	4,98	2010-06-02	5,39	
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	5,16	4,57	2010-06-02	4,44	13,5
POLNORD	Kupuj	51,60	34,95	2010-06-02	37,70	22,6
PZU	Trzymaj	358,80	368,00	2010-05-11	312,50	14,1
RAFAKO	Kupuj	14,00	12,88	2010-07-05	11,95	17,4
SYGNITY	Kupuj	18,20	12,95	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	16,10	15,20	2010-04-23	16,35	17,7
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,05	2010-05-06	4,14	15,5
TVN	Trzymaj	16,69	16,44	2010-05-19	18,00	19,5
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	82,20	70,30	2010-07-05	73,00	14,8
UNIBEP	Akumuluj	9,00	7,99	2010-05-14	7,90	13,8
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	68,50	2010-01-06	80,90	15,9

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Akumuluj	Trzymaj	18,49	2010-07-05
BUDIMEX	Redukuj	Sprzedaj	78,30	2010-07-05
CINEMA CITY	Trzymaj		39,90	2010-07-16
COMARCH	Trzymaj	Redukuj	93,10	2010-07-05
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	Trzymaj	50,10	2010-07-05
ERBUD	Akumuluj	Trzymaj	54,60	2010-07-05
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	Trzymaj	16,40	2010-07-09
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	100,71	2010-07-06
RAFAKO	Kupuj	Trzymaj	14,00	2010-07-05
ULMA CONSTRUCCION PL	Akumuluj	Trzymaj	82,20	2010-07-05

Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	1	4	28	11	12	0	0	8	3	8
procent	1,8%	7,1%	50,0%	19,6%	21,4%	0,0%	0,0%	42,1%	15,8%	42,1%

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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, 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 Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

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

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoapaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputeronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sflinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima.

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia 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 rekomendacją.

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.