



## Rynek akcji

WIG 46 811

Średnie P/E 2011 12,2

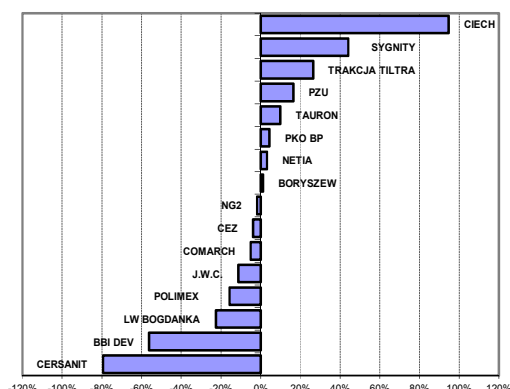
Średnie P/E 2012 10,3

Średni dzienny obrót (3 m-ce) 980 mln PLN

# Prognozy wyników kwartalnych

## II Q 2011

### Dynamika EPS wybranych spółek\*



\*liczone za okres: II kw.'10 - I kw.'11 / III kw.'10 - 2 kw.'11

### Zespół Analiz:

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

Iza Rokicka  
(+48 22) 697 47 37  
iza.rokicka@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

Gabriela Borowska  
(48 22) 697 47 36  
gabriela.borowska@dibre.com.pl

Piotr Zybala  
(48 22) 697 47 01  
piotr.zybala@dibre.com.pl

**Finanse.** W bankach prognozujemy rozszerzenie się marży odsetkowej Q/Q oraz dalszej poprawy jakości portfela kredytowego. Spodziewamy się silnego wzrostu zysku netto Q/Q od PKO BP, Pekao oraz Millennium. Z drugiej strony, rozczarowujące mogą się okazać wyniki Handlowego oraz Getin Holdingu (po wykluczeniu transakcji jednorazowej). Ponadto, oczekujemy silnych wyników w PZU oraz w Kruku.

**Paliwa.** Wyniki rafinerii zostaną wsparte przeszacowaniami zapasów, które w Orlenie szacujemy na 530 mln PLN, a w Lotosie na 110 mln PLN. Po oczyszczeniu zyski będą raczej rozczarowujące. W przypadku PGNiG dobry wynik powinien raportować segment wydobywczy.

**Energetyka.** Wyższe ceny energii oraz dalsza poprawa rentowności w dystrybucji powinna pozwolić na wypracowanie w polskich spółkach energetycznych około 10% dynamiki na poziomie EBITDA w ujęciu r/r. W CEZ-ie oczekujemy spadku wyniku netto o 16% r/r.

**Telekomunikacja.** Na poziomie operacyjnym Netia i TP zaprezentują wyniki zbliżone do 1Q, TP zaksięguje 1,2 mld PLN zysku ze sprzedaży Emitela i rezerwę z tytułu kary od KE.

**Media.** Cyfrowy Polsat rozpocznie konsolidację segmentu telewizyjnego, co podwoi wynik operacyjny spółki. Pozytywną dynamikę EBIT zanotuje też TVN.

**Informatyczne.** Dobrych wyników spodziewamy się w Asseco Poland, Sygnity, AB oraz Actionie. Słabszy kwartał zanotuje z kolei Comarch.

**Górnictwo i metale.** Słabsze dane makro, ale dzięki zaksięgowaniu dywidend od spółek portfelowych wynik netto KGHM będzie zbliżony do rekordowego 1Q. Słabych wyników należy oczekiwać w LWB.

**Przemysł.** Wyniki 2Q11 będą wyraźnie lepsze w przypadku Astarty, Centrum Klimy, Famuru, Kernela, Kopexu i Grupy Kęty. Ujemna dynamika rezultatów będzie miała miejsce w Cersanicie. Spodziewamy się niskiej dodatniej dynamiki wyników w Boryszewie i Impexmetal (liczne one-off w 2Q10). Słabe zgodnie z zapowiedziami powinny być wyniki CEDC.

**Budownictwo.** Wyniki dużych generalnych wykonawców, z wyjątkiem Budimexu i PBG, będą słabe (niskie zyski, ujemny operacyjny cash flow). Część mniejszych spółek pokaże dobre wyniki lub poprawę wyników q/q.

**Deweloperzy.** Wyniki Polnordu wyróżnią się na tle sektora (odszkodowania za grunty w Wilanowie). Deweloperzy komercyjni osiągną niższe zyski Q/Q. W BBI Development prawdopodobna jest strata netto.

**Handel.** Spodziewamy się, że pozytywnym zaskoczeniem dla rynku będą wyniki LPP i NG2, a spośród innych detalistów również Redan. Wyniki r/r będą lepsze dla LPP, NG2 i Vistuli, dzięki konsolidacji również Eurocash pokaże wzrost sprzedaży i wyniku operacyjnego. Słabsze r/r szacujemy wyniki dla NFI EMF.

## Banki



## Banki

Analityk:  
Iza Rokicka

## Getin

P/E 2011 7,5 P/BV 2011 1,52  
P/E 2012 11,2 P/BV 2012 1,34

## Redukuj

Cena bieżąca 11,84 PLN  
Cena docelowa 12,7 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	391	316	23%	751	605	24%	1 590	1 273	25%
NIM	3,09%	3,16%	-	3,06%	3,12%	-	3,11%	3,09%	-
Wynik prowizyjny	135	115	18%	288	229	26%	605	556	9%
WNDB	729	642	14%	1 428	1 193	20%	2 951	2 521	17%
Koszty operacyjne	-259	-233	11%	-529	-436	21%	-1 078	-933	15%
Wynik operacyjny*	1 145	417	174%	1 523	763	100%	2 435	1 545	58%
Saldo rezerw	-297	-293	1%	-531	-575	-8%	-903	-1 055	-14%
Zysk brutto	843	123	-	987	186	-	1 516	485	213%
Zysk netto	698	105	-	786	215	266%	1 151	421	173%

\* przed kosztami rezerw

### Powtarzalny zysk netto pod presją wysokich rezerw; marża odsetkowa powoli się poprawia

Prognozujemy, że zaraportowany zysk netto wyniesie 698 mln PLN. Zwracamy uwagę, że 608 mln PLN będzie zyskiem ze sprzedaży i rewaluacji Open Finance. W konsekwencji, skorygowany (powtarzalny) zysk netto wyniesie jedynie 90 mln PLN, czyli wzrośnie o 1% Q/Q. Ponadto, zakładamy, że potencjalny odpis badwillu z tytułu nabycia Allianz Banku poniżej wartości księgowej (ok. 90 mln PLN) będzie zneutralizowany przez konsolidację wyniku (straty) przejętego banku.

Oczekujemy, bardzo silnego przyrostu wyniku odsetkowego, +8% Q/Q oraz +23% R/R do 391 mln PLN, wynikającego częściowo z nadal mocno rosnących wolumenów, a częściowo z poprawy marży odsetkowej (+11pb. Q/Q do 3,1%). Prognozujemy, że wynik prowizyjny spadnie o 11% Q/Q do 135 mln PLN, co jest konsekwencją zmiany sposobu konsolidacji Open Finance (płasko Q/Q na bazie pro-forma). W kosztach oczekujemy spadku o 4% Q/Q do 259 mln PLN, co jest konsekwencją zmiany sposobu konsolidacji Open Finance. Na bazie pro-forma oczekujemy 9% wzrostu Q/Q, w konsekwencji wzmoczonych wydatków marketingowych oraz tworzenia rezerw na premie roczne. Uważamy, że koszty ryzyka wzrosną materialnie Q/Q (o 52pb. Q/Q do 315pb.) z powodu wysokich rezerw na kredyty hipoteczne. Prognozujemy, że saldo rezerw wzrośnie o 26% Q/Q do 297 mln PLN.



## Banki

Analityk:  
Iza Rokicka

## Handlowy

P/E 2011 12,2 P/BV 2011 1,59  
P/E 2012 10,3 P/BV 2012 1,49

## Trzymaj

Cena bieżąca 84,0 PLN  
Cena docelowa 88,3 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	353	374	-6%	700	747	-6%	1 510	1 497	1%
NIM	2,75%	3,85%	-	3,71%	3,84%	-	3,80%	3,99%	-
Wynik prowizyjny	168	166	1%	338	317	7%	714	655	9%
WNDB	601	682	-12%	1 204	1 286	-6%	2 648	2 563	3%
Koszty operacyjne	-360	-351	3%	-706	-677	4%	-1 412	-1 375	3%
Wynik operacyjny*	245	339	-28%	509	613	-17%	1 273	1 184	7%
Saldo rezerw	-25	-89	-72%	-67	-166	-60%	-144	-243	-41%
Zysk brutto	220	250	-12%	442	447	-1%	1 129	943	20%
Zysk netto	178	198	-10%	359	349	3%	903	755	20%

\* przed kosztami rezerw

### Rozczarowujące przychody oraz kurczący się zysk netto

Prognozujemy, że zysk netto spadnie o 2% Q/Q i 10% R/R do 178 mln PLN. Rozczarowuje przede wszystkim słaba strona przychodowa.

Chociaż oczekujemy 2% wzrostu Q/Q wyniku odsetkowego do 353 mln PLN, uważamy go za rozczarowujący, ponieważ jednoznacznie oznacza spadek o 6% R/R. Powodem kurczenia się marży odsetkowej jest znacząca presja na marżę kredytową wynikająca z przeceny portfela korporacyjnego oraz malejącego udziału kredytów detalicznych w strukturze portfela. Wynik prowizyjny również będzie słaby, płasko zarówno Q/Q jak i R/R. Chociaż bank agresywnie sprzedaje karty kredytowe, w krótkim terminie koszty prowizyjne takiej strategii są większe niż przychody. W końcu prognozujemy, że wynik handlowy wyniesie tylko 79 mln PLN, czyli spadnie o 8% Q/Q oraz 44% R/R. W kosztach oczekujemy wzrostu o 4% Q/Q oraz 3% R/R do 360 mln PLN. Głównym obszarem wzrostu są koszty osobowe (+7% Q/Q), a w szczególności premie. Oczekujemy, że saldo rezerw będzie jednym z niewielu pozytywnych aspektów nadchodzących wyników kwartalnych. Prognozujemy koszt ryzyka na poziomie 82pb. (-60pb. Q/Q), co przekłada się na saldo rezerw na poziomie 25 mln PLN, -40% Q/Q.



## Banki

Analitik:  
Iza Rokicka

## ING BSK

Kupuj

P/E 2011 12,0 P/BV 2011 1,72  
P/E 2012 10,5 P/BV 2012 1,55

Cena bieżąca 830,0 PLN  
Cena docelowa 960,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	448	405	10%	883	796	11%	1 788	1 628	10%
NIM	2,71%	2,62%	-	2,70%	2,62%	-	2,73%	2,62%	-
Wynik prowizyjny	252	247	2%	503	475	6%	1 060	987	7%
WNDB	720	663	9%	1 435	1 307	10%	2 927	2 683	9%
Koszty operacyjne	-420	-403	4%	-829	-798	4%	-1 662	-1 583	5%
Wynik operacyjny*	304	265	15%	618	525	18%	1 286	1 097	17%
Saldo rezerw	-45	-39	15%	-102	-87	17%	-192	-204	-6%
Zysk brutto	265	236	12%	532	456	17%	1 117	934	20%
Zysk netto	215	192	12%	427	369	16%	900	753	20%

\* przed kosztami rezerw

## Wyniki stabilne, bez zaskoczeń

Prognozujemy zysk netto na poziomie 215 mln PLN, co oznacza wzrost o 1% Q/Q oraz 12% R/R. Głównym powodem niskiej dynamiki wyniku netto Q/Q jest słaby wynik handlowy oraz płaski wynik prowizyjny.

Oczekujemy, że ING BSK zaraportuje silny przyrost wolumenów, zarówno kredytów jak i depozytów. Przyrost kredytów wynika z relatywnie wysokiej sprzedaży, a depozytów to konsekwencja kampanii promocyjnej na rachunkach oszczędnościowych. Wzrost wolumenów jest głównym czynnikiem stojącym za wzrostem wyniku odsetkowego o 3% Q/Q do 448 mln PLN. Oczekujemy, że wynik prowizyjny pozostanie płaski Q/Q na poziomie 252 mln PLN. Spadający Q/Q wynik handlowy do 20 mln PLN to konsekwencja wysokiej bazy 1Q 2011, kiedy bank sprzedał z zyskiem portfel obligacji. Prognozowany wzrost kosztów operacyjnych o 3% Q/Q do 420 mln PLN, to przede wszystkim konsekwencja podwyżek wynagrodzenia, średnio o 4,5% Q/Q. W saldzie rezerw prognozujemy 21% spadek Q/Q do 45 mln PLN, co wynika z wysokiej bazy 1Q 2011 kiedy bank jednorazowo dorezerwował portfel kredytów detalicznych.



## Banki

Analitik:  
Iza Rokicka

## Kredyt Bank

Trzymaj

P/E 2011 14,1 P/BV 2011 1,48  
P/E 2012 10,6 P/BV 2012 1,30

Cena bieżąca 17,25 PLN  
Cena docelowa 17,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	295	271	9%	580	547	6%	1 222	1 128	8%
NIM	2,56%	2,64%	-	2,60%	2,69%	-	2,75%	2,74%	-
Wynik prowizyjny	83	76	9%	163	157	4%	349	330	6%
WNDB	395	380	4%	781	765	2%	1 713	1 588	8%
Koszty operacyjne	-251	-227	10%	-483	-452	7%	-985	-928	6%
Wynik operacyjny*	155	161	-3%	320	336	-5%	775	703	10%
Saldo rezerw	-60	-141	-58%	-49	-239	-80%	-363	-472	-23%
Zysk brutto	96	20	383%	274	99	178%	415	235	77%
Zysk netto	77	14	-	211	73	188%	332	186	78%

\* przed kosztami rezerw

## Zysk operacyjny pod presją rosnących kosztów, ale rezerwy niskie

Prognozujemy zysk netto na poziomie 77 mln PLN. Spadek o 43% Q/Q wynika ze znacznego zysku jednorazowego zaksięgowania w 1Q 2011 (51,5 mln PLN). Na bazie skorygowanej oczekujemy 7% spadku Q/Q.

Spodziewamy się umiarkowanego przyrostu kredytów netto, +2% Q/Q, co częściowo wynika z umocnienia się CHF względem PLN. Z drugiej strony uważamy, że nowa kampania rachunków bieżących nie przełoży się jeszcze na przyrost salda depozytów; prognozujemy spadek oszczędności klientów o 2% Q/Q. Chociaż nie oczekujemy wzrostu sumy bilansowej, sądzimy że wynik odsetkowy wzrośnie o 3% Q/Q. Uważamy, że marża odsetkowa poprawi się marginalnie (+2pb. Q/Q do 2,6%) dzięki poszerzeniu się marży depozytowej. Prognozujemy, że wynik prowizyjny wzrośnie o 3% Q/Q do 83 mln PLN z niskiego poziomu odnotowanego w 1Q 2011. Spodziewamy się relatywnie słabego wyniku handlowego na poziomie tylko 17 mln PLN, -15% Q/Q. Uważamy, że koszty operacyjne (+8% Q/Q) będą pod relatywnie silną presją kosztów kampanii marketingowej. Dodatkowo, oczekujemy 3% wzrostu kosztów osobowych w konsekwencji podwyżek wynagrodzenia. W końcu, prognozujemy dalszą poprawę kosztu ryzyka (po wykluczeniu zdarzeń jednorazowych z 1Q 2011). Oczekujemy salda rezerw na poziomie tylko 60 mln PLN, czyli 2% poprawę Q/Q na bazie skorygowanej).



## Banki

Analityk:  
Iza Rokicka

## Millennium

Redukuj

P/E 2011 14,4 P/BV 2011 1,46  
P/E 2012 10,7 P/BV 2012 1,33

Cena bieżąca 5,31 PLN  
Cena docelowa 5,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	296	240	23%	569	474	20%	1 160	1 010	15%
NIM	2,54%	2,10%	-	2,42%	2,08%	-	2,38%	2,20%	-
Wynik prowizyjny	144	136	6%	294	284	4%	601	565	6%
WNDB	488	404	21%	929	825	13%	1 923	1 714	12%
Koszty operacyjne	-280	-269	4%	-553	-524	6%	-1 147	-1 083	6%
Wynik operacyjny*	210	134	56%	376	303	24%	779	633	23%
Saldo rezerw	-45	-47	-4%	-82	-130	-37%	-220	-225	-2%
Zysk brutto	165	88	88%	294	173	70%	559	408	37%
Zysk netto	133	70	92%	234	138	70%	447	326	37%

\* przed kosztami rezerw

### Wzrost zysku netto o 32% Q/Q dzięki silnemu wynikowi handlowemu i przecenie portfela swapów

Prognozujemy zysk netto na poziomie 133 mln LN, co oznacza wzrost o 32% Q/Q oraz 92% R/R dzięki znacznej poprawie wyniku handlowego spowodowanej dodatnią przeceną portfela swapów.

Chociaż oczekujemy silnego wzrostu portfela kredytowego, o 4% Q/Q, zwracamy uwagę, że częściowo wynika on z osłabienia się PLN względem CHF na koniec kwartału. W depozytach oczekujemy niższej dynamiki, rzędu 2% Q/Q. Ponieważ uważamy, że wraz ze wzrostem stopy międzybankowej Millennium dalej poprawi marżę depozytową, prognozujemy rozszerzenie się marży odsetkowej o 19pb. Q/Q do 2,5% oraz wzrost wyniku odsetkowego (łącznie z punktami swapowymi) o 8% Q/Q do 296 mln PLN. W wyniku prowizyjnym spodziewamy się spadku o 6% Q/Q do 144 mln PLN spowodowanego zwyczajową sezonowością wyniku (bonus z tytułu ubezpieczeń księgowany w 1Q). Prognozujemy znaczącą poprawę wyniku handlowego, o 163% Q/Q (lub 30 mln PLN Q/Q) do 48 mln PLN. W związku z wzrostem cen swapów walutowych na rynku, bank dokona pozytywnej rewaluacji części swojego portfela ( w przeciwieństwie do rewaluacji negatywnej w 1Q 2011). W kosztach spodziewamy się 3% Q/Q wzrostu, głównie w obszarze kosztów rzeczowych. Prognozujemy, że saldo rezerw wzrośnie o 21% Q/Q do 45 mln PLN (wzrost kosztu ryzyka o 7pb. Q/Q do 48pb.) w związku z większymi Q/Q odpisami na segment korporacyjny.



## Banki

Analityk:  
Iza Rokicka

## Pekao

Trzymaj

P/E 2011 13,6 P/BV 2011 1,99  
P/E 2012 12,1 P/BV 2012 1,92

Cena bieżąca 160,1 PLN  
Cena docelowa 148,2 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	1 082	1 003	8%	2 144	2 008	7%	4 571	4 104	11%
NIM	3,24%	3,07%	-	3,20%	3,04%	-	3,17%	3,10%	-
Wynik prowizyjny	620	588	5%	1 217	1 161	5%	2 554	2 368	8%
WNDB	1 872	1 762	6%	3 678	3 511	5%	7 901	7 197	10%
Koszty operacyjne	-920	-902	2%	-1 819	-1 806	1%	-3 756	-3 649	3%
Wynik operacyjny*	970	873	11%	1 884	1 735	9%	4 223	3 563	19%
Saldo rezerw	-135	-136	-1%	-269	-277	-3%	-504	-538	-6%
Zysk brutto	855	764	12%	1 656	1 505	10%	3 812	3 102	23%
Zysk netto	692	619	12%	1 340	1 222	10%	3 079	2 525	22%

\* przed kosztami rezerw

### Nareszcie szansa na dwucyfrową dynamikę zysku netto R/R

Oczekujemy, że zysk netto wzrośnie o 7% Q/Q i 12% R/R do 692 mln PLN.

Prognozujemy umiarkowany wzrost wyniku odsetkowego, +2% Q/Q, związany z niewielką poprawą marży odsetkowej, +7pb. Q/Q do 3,2%. Spodziewamy się presji na marżę kredytową, w szczególności w segmencie korporacyjnym, która zostanie więcej niż zrekompensowana przez poprawę marży depozytywnej (z powodu rosnących rynkowych stóp procentowych). Oczekujemy relatywnie mocnego wyniku prowizyjnego (+4% Q/Q do 620 mln PLN) oraz wyniku handlowego (+16% Q/Q do 170 mln PLN) dzięki zwiększonej aktywności przedsiębiorstw oraz przyspieszającej akcji kredytowej (głównie w detalu). Ponieważ oczekujemy szybszego przyrostu przychodów (+4% Q/Q) niż kosztów (+2% Q/Q), wskaźnik koszty/dochodów poprawi się o 91pb. Q/Q do 48,7%. W saldzie rezerw spodziewamy się marginalnego wzrostu z powodu zwiększonej akcji kredytowej w detalu.



## Banki

Analitik:  
Iza Rokicka

## PKO BP

Kupuj

P/E 2011 13,1 P/BV 2011 2,18  
P/E 2012 11,0 P/BV 2012 1,95

Cena bieżąca 41,4 PLN  
Cena docelowa 49,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy	1 796	1 592	13%	3 515	3 066	15%	7 220	6 516	11%
NIM	4,10%	3,95%	-	4,05%	3,81%	-	4,08%	4,00%	-
Wynik prowizyjny	802	802	0%	1 540	1 527	1%	3 278	3 143	4%
WNDB	2 688	2 461	9%	5 223	4 778	9%	10 880	10 022	9%
Koszty operacyjne	-1 112	-1 021	9%	-2 166	-2 035	6%	-4 470	-4 249	5%
Wynik operacyjny*	1 620	1 488	9%	3 147	2 820	12%	6 600	5 948	11%
Saldo rezerw	-456	-458	0%	-894	-883	1%	-1 650	-1 868	-12%
Zysk brutto	1 164	1 029	13%	2 249	1 932	16%	4 950	4 079	21%
Zysk netto	932	782	19%	1 803	1 502	20%	3 965	3 217	23%

\* przed kosztami rezerw

### Nareszcie rosnące stopy procentowe będą widoczne w poprawiającej się marży odsetkowej

Prognozujemy, że zysk netto wzrośnie o 19% R/R i 7% Q/Q do poziomu 932 mln PLN.

Oczekujemy, że dynamika przyrostu portfela kredytowego będzie większa niż tempo powiększania się bazy depozytowej, co ostatecznie doprowadzi do przekroczenia poziomu 100% wskaźnika kredytów/depozytów. Uważamy, że głównym czynnikiem wzrostu kredytów będą kredyty hipoteczne oraz korporacyjne. Co do depozytów, bank w czerwcu uplasował 250 mln CHF euroobligacji, co zmniejszyło zapotrzebowanie na pozyskiwanie nowych środków klientów. Sądzymy, że środowisko rosnących stóp procentowych sprzyjać będzie poprawie marży odsetkowej za sprawą marży depozytowej. Oczekujemy, że poszerzy się o 8pb. Q/Q do 4,1%, co przełoży się na silny przyrost wyniku odsetkowego o 4% Q/Q do 1 796 mln PLN. Prognozujemy, że wynik prowizyjny wzrośnie o 9% Q/Q do 802 mln PLN. Brak wzrostu R/R wynika ze słabszej R/R sprzedaży detalicznych kredytów nie-hipotecznych. Ogółem oczekujemy wzrostu przychodów o 6% Q/Q oraz 9% R/R do 2 732 mln PLN. Sądzymy, że przyrost kosztów operacyjnych o 6% Q/Q i 9% R/R do 1 112 mln PLN będzie w przeważającej większości wytłumaczalny przez wydatki związane z kampanią marketingową rozpoczętą w marcu tego roku. Prognozujemy, że koszty ryzyka ukształtują się na poziomie 135pb, +2pb Q/Q, co przełoży się na 4% wzrost Q/Q salda rezerw do 456 mln PLN. Uważamy, że umocnienie się CHF względem PLN mogło spowodować techniczne opóźnienia w spłacalności kredytów hipotecznych co w konsekwencji wymusiło zwiększone odpisy na ryzyko kredytowe.

## Ubezpieczyciele



### Ubezpieczyciele

Analitik:  
Iza Rokicka

## PZU

P/E 2011 12,9 P/BV 2011 2,28  
P/E 2012 11,7 P/BV 2012 2,10

## Trzymaj

Cena bieżąca 371,2 PLN  
Cena docelowa 390,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Składka przypisana brutto, w tym	3 615	3 466	4%	7 592	7 271	4%	15 236	14 544	5%
Ubezpieczenia majątkowe	1 936	1 843	5%	8 032	8 022	0%	8 361	8 032	4%
Ubezpieczenia na życie	1 679	1 623	3%	6 513	6 341	3%	6 876	6 513	6%
Odszkodowania i świadczenia netto	-2 523	-2 630	-4%	-4 924	-5 105	-4%	-10 753	-10 299	4%
Koszty	-822	-876	-6%	-1 622	-1 681	-4%	-3 452	-3 515	-2%
Wynik techniczny	318	52	-	690	217	218%	925	383	142%
Wynik na działalności lokacyjnej	655	354	85%	1 129	1 263	-11%	2 291	2 782	-18%
Zysk brutto	952	459	107%	1 914	1 441	33%	3 077	3 029	2%
Zysk netto	762	362	110%	1 554	1 170	33%	2 493	2 439	2%

### Uwaga zwrócona na rentowność segmentu majątkowego oraz na wynik na działalności lokacyjnej

Prognozujemy wysoki zysk netto na poziomie 762 mln PLN, -4% Q/Q, ale +110% R/R. Nasza prognoza zakłada 80 mln PLN rozwiązań z rezerwy typu P względem 102 mln PLN przed rokiem oraz 218 mln PLN w 1Q 2011.

W segmencie życiowym oczekujemy, że przypis składki wzrośnie o 3% R/R do 1,7 mld PLN. Uważamy, że dynamika świadczeń i wypłat będzie wyższa niż przychodów, co związane jest częściowo z tworzeniem rezerw na ubezpieczenia indywidualne a częściowo z niższymi rozwiązaniami rezerwy typu P. W kosztach oczekujemy 6% spadku R/R. W konsekwencji prognozujemy wynik techniczny na poziomie 247 mln PLN, -23% R/R, ale +9% Q/Q.

W segmencie majątkowym spodziewamy się silnego 5% przyrostu R/R składki przypisanej brutto, w dalszym ciągu wynikającym głównie z podwyżek cen polis przeprowadzonych w 2010. Oczekujemy, że wskaźnik mieszany ulegnie sezonowemu pogorszeniu z 89,5% w 1Q 2011 do 93,5% w 2Q 2011, co w konsekwencji przełoży się na wynik techniczny w wysokości 129 mln PLN (względem 224 mln PLN starty w 2Q 2010 i 200 mln PLN zysku w 1Q 2011).

Oczekujemy silnego kwartału w wyniku na działalności lokacyjnej. Uważamy, że spadające rentowności obligacji spowodują pozytywną wycenę na portfelu obligacyjnym. Oczekujemy wyniku na poziomie 655 mln PLN, +38% Q/Q i +85% R/R.

## Usługi finansowe

	Finanse			Kruk			Kupuj			
				P/E 2011	10,7	P/BV 2011	2,86	Cena bieżąca	40,14 PLN	
				P/E 2012	9,3	P/BV 2012	2,21	Cena docelowa	53,0 PLN	
(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010P	zmiana	
Przychody ogółem	64,6	b.d.	b.d.	117,7	b.d.	b.d.	264,3	164,3	61%	
- zakupy wierzytelności	52,5	b.d.	b.d.	95,4	b.d.	b.d.	213,6	118,1	81%	
- inkaso	10,6	b.d.	b.d.	20,2	b.d.	b.d.	44,6	44,1	1%	
Marża pośrednia	35,3	b.d.	b.d.	63,1	b.d.	b.d.	127,5	74,7	71%	
<i>Marża pośrednia</i>	<i>54,6%</i>	<i>b.d.</i>	<i>-</i>	<i>53,6%</i>	<i>b.d.</i>	<i>-</i>	<i>48,2%</i>	<i>45,5%</i>	<i>-</i>	
Zysk operacyjny	25,3	b.d.	b.d.	43,4	b.d.	b.d.	82,6	42,6	94%	
Zysk brutto	20,6	b.d.	b.d.	34,8	b.d.	b.d.	64,4	35,6	81%	
Zysk netto	20,2	b.d.	b.d.	34,3	b.d.	b.d.	61,8	36,1	71%	

**Silne wyniki dzięki bardzo dobrej spłacalności na portfelach nabytych**

Prognozujemy zysk netto na poziomie 20,2 mln PLN, +44% Q/Q. Głównym powodem tak dynamicznego wzrostu jest utrzymująca się bardzo dobra spłacalność na nabytych portfelach.

Oczekujemy, że w 2Q 2011 Kruk wydał 249 mln PLN na zakup portfeli, co przełoży się na wzrost portfela o 72% Q/Q do 529 mln PLN. W konsekwencji prognozujemy, że spłaty z nabytych portfeli wzrosną o 21% Q/Q do 80 mln PLN, a przychody o 22% Q/Q do 52,5 mln PLN. W przychodach z inkasa spodziewamy się wzrostu o 9% Q/Q do 10,6 mln PLN spowodowanego pojawieniem się spłat na portfelach korporacyjnych. Ogółem prognozujemy wzrost przychodów o 21% Q/Q do 64,6 mln PLN. Chociaż oczekujemy aż 16% wzrostu Q/Q kosztów bezpośrednich i pośrednich (17% Q/Q dla portfeli nabytych i 9% Q/Q dla inkasa), ich dynamika pozostaje znacznie niższa niż dynamika przychodów. W konsekwencji prognozujemy wzrost marży pośredniej o 27% Q/Q do 35,3 mln PLN oraz zysku operacyjnego o 40% Q/Q do 25,3 mln PLN. Wraz ze znaczącym wzrostem portfela nabytych wierzytelności, spodziewamy się przyrostu finansowania dłużnego i w konsekwencji wzrostu kosztów finansowania o 22% Q/Q do 4,7 mln PLN. W końcu oczekujemy, że efektywna stopa podatkowa wyniesie tylko 2%.

## Paliwa, chemia



## Chemia

Analitik:  
Kamil Kliszcz

## Ciech

P/E 2011 20,4 EV/EBITDA 2011 4,4  
P/E 2012 9,2 EV/EBITDA 2012 4,1

## Akumuluj

**Cena bieżąca 19,9 PLN**  
**Cena docelowa 30,1 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	1 070,3	988,1	8,3%	2 192,3	1 950,1	12,4%	4 010,5	3 960,3	1,3%
EBITDA	90,0	100,1	-10,1%	186,8	200,7	-6,9%	420,5	382,0	10,1%
marża	8,4%	10,1%	-	8,5%	10,3%	-	10,5%	9,6%	-
EBIT	35,4	40,2	-11,9%	77,6	81,9	-5,2%	188,7	144,2	30,9%
Zysk brutto	13,6	-23,8	-	29,2	-17,6	-	81,2	52,7	54,0%
Zysk netto	-7,2	-31,0	-	-5,3	-33,8	-	49,8	20,5	-

**EBIT niższy r/r, ale o znacznie lepszej jakości**

W 2Q'2011 skonsolidowany wynik operacyjny Ciechu powinien być, podobnie jak w 1Q, zbliżony w ujęciu r/r pod względem nominalnym, ale jego jakość będzie zdecydowanie lepsza biorąc pod uwagę fakt, że rok wcześniej saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło aż 23 mln PLN. Wyraźnej poprawy (wolumeny i marża) spodziewamy się w segmencie sodowym gdzie zysk operacyjny szacujemy na 35 mln PLN vs. -5,3 mln PLN w 2Q'2010 (oczyszczone o one-offy). Będzie to niestety zneutralizowane przez ubytek około 30 mln PLN marży na TDI w segmencie organicznym. Pozytywny wpływ na wyniki będzie miał segment Agro, gdzie mimo sprzedaży Fosforów (koniec kwietnia) Spółka będzie korzystać na obsłudze tej wytwórni nawozów (dostawy i sprzedaż) oraz sprzyjającej koniunkturze dla Alwerni (EBIT segmentu szacujemy na 10 mln PLN vs. 6,2 mln PLN w 2Q'2010). Na poziomie działalności finansowej ujemne saldo może nieco lepsze niż w 1Q (-21,9 mln PLN vs. -26,7 mln PLN) ze względu na obniżenie kosztów zadłużenia które jednak częściowo może być zneutralizowane niższym saldem na pozostałych pozycjach. Spółce ostatecznie nie uda się jednak zanotować dodatniego wyniku netto z uwagi na wysokie koszty podatkowe związane zarówno z rozliczeniem transakcji z ZAP (około 16 mln PLN podatku) oraz brakiem możliwości wykorzystywania straty podatkowej z Zachemu.



## Rafinerijny

Analitik:  
Kamil Kliszcz

## Lotos

P/E 2011 9,7 EV/EBITDA 2011 6,0  
P/E 2012 5,2 EV/EBITDA 2012 4,9

## Sprzedaj

**Cena bieżąca 37,65 PLN**  
**Cena docelowa 28,40 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	7 112,9	4 747,1	49,8%	13 632,5	8 658,7	57,4%	25 514,4	19 680,5	29,6%
EBITDA	502,8	383,8	31,0%	1 036,5	595,6	74,0%	1 809,3	1 451,3	24,7%
marża	7,1%	8,1%	-	7,6%	6,9%	-	7,1%	7,4%	-
EBIT	336,2	292,4	15,0%	748,8	424,4	76,4%	1 060,3	1 061,4	-0,1%
Zysk brutto	402,4	-822,5	-	1 153,9	-821,7	-	809,2	722,0	12,1%
Zysk netto	326,0	-646,0	-	961,2	-623,1	-	505,0	679,2	-25,6%

**Slabe makro vs. zakończenie 10+ i efekt LIFO**

Ostatni kwartał nie był sprzyjający pod względem rynkowych marż przerobowych i sytuację ratował wyższy dyferencjał, ale raportowane wyniki segmentu rafinerijnego powinny być wspierane przez przeszacowania ropy (+110 mln PLN) stąd zakładamy EBIT z tego obszaru na poziomie 300 mln PLN. Zwracamy uwagę na możliwy wzrost amortyzacji w związku z oddaniem instalacji 10+ do użytkowania (na koniec 1Q jako środki trwałe w budowie klasyfikowane były aktywa o wartości 4,2 mld PLN). W segmencie wydobywczym oczekujemy poprawy wyników q/q (33 mln PLN vs. 26 mln PLN) w związku z pełną już konsolidacją Geonafy i wzrostem cen ropy. Kontrybucja segmentu detalicznego (3,5 mln PLN) będzie w naszej opinii pomijalna z uwagi na niskie marże na stacjach. W przeciwieństwie do poprzedniego kwartału nie spodziewamy się już znacznych zysków na działalności finansowej, gdzie saldo (głównie z tytułu różnic kursowych) wyniesie 66 mln PLN. Ostatecznie zysk netto powinien przekroczyć 326 mln PLN.



## Rafineryjny

Analityk:  
Kamil Kliszcz

# PGNiG

## Akumuluj

P/E 2011 14,3 EV/EBITDA 2011 6,8  
P/E 2012 10,6 EV/EBITDA 2012 4,7

Cena bieżąca 4,26 PLN  
Cena docelowa 4,83 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	4 385,1	4 129,1	6,2%	11 430,1	10 761,9	6,2%	23 212,4	21 281,2	9,1%
EBITDA	508,9	354,1	43,7%	2 077,5	1 946,9	6,7%	3 724,3	4 411,4	-15,6%
marża	11,6%	8,6%	-	18,3%	18,1%	-	16,0%	20,7%	-
EBIT	119,9	-25,2	-	1 298,9	1 201,7	8,1%	2 087,5	2 886,7	-27,7%
Zysk brutto	151,6	-19,3	-	1 394,0	1 216,6	14,6%	2 147,8	2 936,1	-26,8%
Zysk netto	121,1	-3,7	-	1 144,3	991,9	15,4%	1 713,7	2 453,7	-30,2%

### Segment wydobywczy głównym kontrybutorem

Według naszych szacunków wyniki PGNiG będą w 2Q istotnie lepsze niż przed rokiem, aczkolwiek ze względów sezonowych nie będą porównywalne z 1Q, kiedy to EBIT sięgnął 1,2 mld PLN. Głównym kontrybutorem do skonsolidowanego zysku operacyjnego będzie segment wydobywczy, który powinien wypracować EBIT na poziomie 215 mln PLN (98 mln PLN przed rokiem i 374 mln PLN w 1Q'2011). Spadek q/q to efekt tradycyjnego przestoju remontowego na kopalni Dębno (niższe wolumeny) i sezonowych premii dla pracowników. Z kolei poprawa r/r to konsekwencja wyższej taryfy (cena w sprzedaży pozataryfowej), wyższych cen ropy i wzrostu przychodów z usług poszukiwawczych. W segmencie obrotu strata operacyjna powinna być niższa niż przed rokiem (-88 mln PLN vs. -103 mln PLN) mimo nieco wyższego ujemnego spreadu na gazie z importu (-160 PLN vs. -143 PLN tys. m<sup>3</sup>) gdyż Spółka skorzysta na wyższej o 6,2% taryfie (wpływ na rentowność na gazie krajowym) oraz zaksięguje zyski z hedgingu (36 mln PLN). W segmencie dystrybucji spodziewamy się niewielkiej straty EBIT na poziomie -15 mln PLN (sezonowy spadek wolumenów). Saldo na działalności finansowej szacujemy na +32 mln PLN (około 30 mln PLN przychodów z przeszacowania długu w spółce norweskiej z uwagi na umocnienie NOK do USD) i ostatecznie zysk netto powinien sięgnąć 121 mln PLN.



## Rafineryjny

Analityk:  
Kamil Kliszcz

# PKN Orlen

## Sprzedaj

P/E 2011 11,1 EV/EBITDA 2011 5,6  
P/E 2012 10,4 EV/EBITDA 2012 5,5

Cena bieżąca 45,0 PLN  
Cena docelowa 41,6 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	25 871,6	21 068,0	22,8%	48 545,5	38 510,1	26,1%	99 520,8	83 547,4	19,1%
EBITDA	1 734,8	1 735,0	0,0%	3 627,6	2 799,9	29,6%	4 847,5	5 545,7	-12,6%
marża	6,7%	8,2%	-	7,5%	7,3%	-	4,9%	6,6%	-
EBIT	1 140,8	1 123,0	1,6%	2 479,6	1 586,9	56,3%	2 164,6	3 123,0	-30,7%
Zysk brutto	1 242,1	118,0	-	2 617,4	908,9	188,0%	2 291,5	3 070,5	-25,4%
Zysk netto	976,1	-5,0	-	2 080,6	587,9	253,9%	1 737,0	2 371,7	-26,8%

### Dobry wynik Anwilu i petrochemii plus efekt LIFO

W 2 Q'2011 wyniki Orlenu ponownie będą mocno wsparte efektem LIFO, który szacujemy na 530 mln PLN (uwzględniamy w tym transakcje na sprzedaży ropy ciężkiej i zastępowanie jej lekką, które w 1Q Orlen wyłączył z efektu LIFO i raportował oddzielnie). Zysk operacyjny segmentu rafineryjnego wyniesie więc 785 mln PLN (wg LIFO byłoby to 255 mln PLN vs. 530 mln PLN rok temu), a pogorszenie jakości r/r to efekt słabszego makro i przestojów remontowych. Słabo wypadnie też obszar detaliczny gdzie obniżone marże wpłyną na zmniejszenie EBIT r/r z 216 mln PLN na 152 mln PLN. Wsparciem dla skonsolidowanych rezultatów będzie natomiast petrochemia, zarówno jeśli chodzi o Anwil (92 mln PLN EBIT vs. 38 mln PLN rok temu) jak i część olefinową (260 mln PLN) głównie dzięki wysokim marżom przerobowym. Po uwzględnieniu kosztów ogólnego zarządu na poziomie 150 mln PLN, EBIT Grupy powinien sięgnąć 1,1 mld PLN. Na poziomie działalności finansowej saldo wyniesie około +100 mln PLN, dzięki zyskom z Polkomtela i dodatnim różnicom kursowym i ostatecznie zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej sięgnie 976 mln PLN.



## Chemia

Analityk:  
Kamil Kliszcz

## Police

P/E 2011 9,8 EV/EBITDA 2011 7,0  
P/E 2012 17,7 EV/EBITDA 2012 9,5

## Sprzedaj

Cena bieżąca 11,35 PLN  
Cena docelowa 9,70 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	630,7	502,5	25,5%	1 245,2	922,3	35,0%	2 515,6	2 022,6	24,4%
EBITDA	62,7	-4,5	-	155,0	7,2	-	168,0	79,8	110,6%
marża	9,9%	-0,9%	-	12,4%	0,8%	-	6,7%	3,9%	-
EBIT	44,7	-23,1	-	117,6	-30,9	-	94,5	5,4	-
Zysk brutto	41,3	-21,8	-	110,6	-24,1	-	86,6	5,2	-
Zysk netto	41,3	-19,7	-	108,7	-22,1	-	86,6	27,4	-

**Brak dodatniego efektu LIFO + wzrosty cen surowców**

W 2Q'2011 benchmarkowe ceny głównych produktów nawozowych Polic odnotowały tylko niewielkie wzrosty (DAP, NPK) bądź spadły (mocznik) więc Spółka nie zanotuje już tak jak to miało miejsce w 1Q tego roku dodatniego efektu LIFO. Dodatkowo obciążeniem dla marży operacyjnej będą kilkunastoprocentowe podwyżki cen głównych surowców (siarka, sól potasowa, fosforyty), które według naszych szacunków dość wyraźnie pogorszyły benchmarkowe spready w ujęciu q/q. Przy podobnych wolumenach i skali przychodów do 1Q spodziewamy się więc znacznego spadku EBIT, który może sięgnąć 44,7 mln PLN vs. 72 mln PLN kwartał wcześniej. Po pierwszym półroczu Police mimo tego będą raportować zyski przekraczające nasze roczne prognozy. Na razie nie skłania nas to jednak do korekty naszych szacunków i wyceny, gdyż podtrzymujemy opinię że druga połowa roku będzie dla sektora znacznie mniej korzystna, a spadające ceny zbóż (oczekujemy kontynuacji dotychczasowych tendencji w tym obszarze) przełożą się na korektę notowań produktów Spółki. Ujemny efekt LIFO w takim otoczeniu będzie generował straty, które mogą skonsumować część wypracowanych w 1H zysków.



## Chemia

Analityk:  
Kamil Kliszcz

## ZA Puławy

P/E 2011 6,7 EV/EBITDA 2011 4,5  
P/E 2012 10,1 EV/EBITDA 2012 5,8

## Redukuj

Cena bieżąca 100,0 PLN  
Cena docelowa 106,1 PLN

(mln PLN)	IVQ10/11P	IVQ09/10	zmiana	2010/11P	2009/10	zmiana	2011/12P	2010/11P	zmiana
Przychody	866,7	560,8	54,6%	2 861,4	2 055,9	39,2%	2 894,5	2 861,4	1,2%
EBITDA	160,5	58,8	172,8%	436,7	82,2	431,5%	351,3	436,7	-19,6%
marża	18,5%	10,5%	-	15,3%	4,0%	-	12,1%	15,3%	-
EBIT	131,9	39,6	233,6%	341,1	15,2	-	240,3	341,1	-29,5%
Zysk brutto	136,8	52,4	161,1%	358,1	46,4	-	233,3	358,1	-34,9%
Zysk netto	110,8	42,7	159,5%	287,4	35,5	-	189,0	287,4	-34,3%

**Pogorszenie q/q, ale wyniki jeszcze bardzo dobre**

W ostatnim kwartale roku obrotowego ZA Puławy powinny wypracować bardzo dobre wyniki finansowe, choć nie będą już one porównywalne do rekordowych rezultatów z poprzedniego okresu, kiedy to EBIT został wsparty przez 53 mln PLN przychodów ze świadectw pochodzenia i jednostek redukcji emisji. W segmencie nawozowym Spółka doświadczy standardowej sezonowości i kilkuprocentowych spadków cen saletry oraz mocznika, ale częściowo powinna to zrekompensować wyższymi wolumenami po uruchomieniu nowego ciągu produkcyjnego. Słabiej q/q wypadnie na pewno rentowność sprzedaży melaminy w związku z wyraźną korektą cen. W przypadku kaprolaktamu marże będą zbliżone. W tym kwartale Spółka będzie już konsolidować przejęte od Ciechu Fosfory (od maja), które na poziomie przychodów dołożą wg naszych szacunków około 50 mln PLN, a na poziomie EBIT około 4 mln PLN. Ostatecznie cały rok obrotowy Puławy zamkną zyskiem netto przekraczającym 287 mln PLN, ale zwracamy uwagę że w kontekście oczekiwanych przez nas spadków cen nawozów w najbliższych miesiącach oraz wchodzącej w życie podwyżki cen gazu w kolejnym roku powtórzenie takich rezultatów nie będzie możliwe. W naszych prognozach nie uwzględniamy ewentualnego wpływu rozliczenia akwizycji Fosforów.

## Energetyka



## Energetyka

Analitik:  
Kamil Kliszc

## CEZ

P/E 2011 10,4 EV/EBITDA 2011 6,5  
P/E 2012 10,0 EV/EBITDA 2012 6,1

## Redukuj

Cena bieżąca 142,0 PLN  
Cena docelowa 134,7 PLN

(mln CZK)	I IQ2011P	I IQ2010	zmiana	I H2011P	I H2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	45 718,6	44 797,0	2,1%	102 523,6	98 683,0	3,9%	199 551,1	198 848,0	0,4%
EBITDA	19 090,3	19 856,0	-3,9%	45 712,3	47 187,0	-3,1%	86 543,1	89 089,0	-2,9%
marża	41,8%	44,3%	-	44,6%	47,8%	-	43,4%	44,8%	-
EBIT	13 076,3	14 065,0	-7,0%	33 640,3	35 756,0	-5,9%	60 811,8	65 057,0	-6,5%
Zysk brutto	11 619,3	13 292,0	-12,6%	32 705,3	34 755,0	-5,9%	54 727,8	58 949,0	-7,2%
Zysk netto	9 411,7	11 204,0	-16,0%	26 670,7	28 659,0	-6,9%	43 643,4	47 232,0	-7,6%

## Sezonowy spadek EBIT i ujemne saldo na działalności finansowej

W 2Q'2011 utrzymana zostanie ujemna dynamika na wyniku operacyjnym w ujęciu r/r, co będzie „zastęgą” segmentu wytwarzania gdzie mimo wzrostu wolumenów, pozytywnej kontrybucji farmy wiatrowej w Rumunii i korzystania z wyższych q/q cen spotowych w Niemczech rentowność będzie infekowana przez niższe o około 8% ceny kontraktowe (po uwzględnieniu kursu EUR/CZK). EBIT w tym obszarze szacujemy na 8,9 mld CZK (10,3 mld CZK przed rokiem) przy założeniu braku zysków na prawach do emisji CO2 (średnia cena certyfikatów w 2Q była co prawda wyższa q/q o 6%, ale na zamknięciu kwartału nastąpił znaczny spadek notowań co mogło wpłynąć na wycenę otwartych pozycji CEZ). W segmencie dystrybucji oczekujemy, podobnie jak w 1Q, poprawy wyników r/r w związku z podwyżką taryf sieciowych i rekompensatami za rok 2009 (EBIT 2,6 mld CZK vs. 2,3 mld CZK). Lepiej niż przed rokiem dzięki wyższym wolumenom powinien wypaść segment wydobywczy gdzie oczekujemy zysku operacyjnego na poziomie 0,7 mld CZK vs. 0,56 mld CZK w 2Q'2010. Ostatecznie skonsolidowany EBIT Grupy ukształtuje się na poziomie 13 mld CZK, czyli 7% niżej niż przed rokiem. Ujemna dynamika na zysku netto będzie jednak większa z uwagi na ujemne saldo na działalności operacyjnej związane z kosztami podatku od darmowych uprawnień do emisji (0,9 mld CZK) oraz stracie na wycenie opcji na akcje MOL-a (-0,5 mld CZK) i braku istotnych dodatnich różnic kursowych wobec stabilizacji kursu EUR/CZK.



## Energetyka

Analitik:  
Kamil Kliszc

## Enea

P/E 2011 10,8 EV/EBITDA 2011 3,4  
P/E 2012 9,1 EV/EBITDA 2012 3,0

## Akumuluj

Cena bieżąca 18,34 PLN  
Cena docelowa 21,68 PLN

(mln PLN)	I IQ2011P	I IQ2010	zmiana	I H2011P	I H2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	2 312,1	1 896,4	21,9%	4 784,3	3 917,8	22,1%	9 636,7	7 836,9	23,0%
EBITDA	361,9	328,3	10,3%	801,4	718,0	11,6%	1 527,1	1 364,6	11,9%
marża	15,7%	17,3%	-	16,7%	18,3%	-	15,8%	17,4%	-
EBIT	203,4	167,0	21,8%	486,2	393,5	23,6%	893,7	712,0	25,5%
Zysk brutto	232,5	185,6	25,3%	544,3	457,6	19,0%	926,5	813,2	13,9%
Zysk netto	188,3	145,8	29,1%	434,7	364,0	19,4%	750,5	639,3	17,4%

## Wzrost wolumenów w Koźienicach źródłem poprawy r/r

Wyniki operacyjne Enei w 2Q 2011 powinny być lepsze niż przed rokiem, głównie za sprawą segmentu wytwarzania, gdzie spodziewamy się EBIT na poziomie 110 mln PLN vs. 56,6 mln PLN w 2Q'2010. Główne powody tej poprawy to wzrost cen kontraktowych i spotowych (11% r/r i 6% q/q) oraz wyższe wolumeny w związku z mniejszym natężeniem remontów (moc dyspozycyjna wg naszych szacunków na podstawie danych PSE mogła wzrosnąć w Koźienicach r/r o 21%). Poziom produkcji we współspalaniu biomasy powinien utrzymać się na poziomie ubiegłorocznym. Sezonowego osłabienia wyników oczekujemy w obszarze dystrybucji, ale zysk operacyjny będzie naszym zdaniem lepszy r/r z uwagi na brak wysokich rezerw na świadczenia pracownicze widocznych w wynikach 2Q'2010 (63 mln PLN vs. 53 mln PLN). W segmencie obrotu, gdzie w 1Q zanotowano największe pozytywne zaskoczenie prognozujemy spadek EBIT r/r z uwagi na brak jednorazowych ruchów na rezerwach na świadczenia pochodzenia i zaostrzającą się konkurencją o klienta końcowego, która częściowo będzie tylko rekompensowana przez ugładowanie rynku i odzyskanie części marży na krótkiej pozycji handlowej (zakupy zewnętrzne energii). Na poziomie działalności finansowej nie zakładamy żadnych zaskoczeń i ostatecznie zysk netto szacujemy na 188 mln PLN.



## Energetyka

## PGE

## Akumuluj

Analitik:  
Kamil Kliszcz

P/E 2011 10,7 EV/EBITDA 2011 5,1  
P/E 2012 9,4 EV/EBITDA 2012 4,5

Cena bieżąca 22,92 PLN  
Cena docelowa 27,74 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	6 671,8	4 789,7	39,3%	13 966,0	10 110,9	38,1%	28 465,1	20 476,5	39,0%
EBITDA	1 773,6	1 602,6	10,7%	3 952,3	3 594,3	10,0%	7 706,2	6 840,5	12,7%
marża	26,6%	33,5%	-	28,3%	35,5%	-	27,1%	33,4%	-
EBIT	1 112,3	945,5	17,6%	2 631,9	2 280,8	15,4%	5 002,6	4 185,3	19,5%
Zysk brutto	1 117,1	902,6	23,8%	2 688,2	2 277,6	18,0%	5 046,0	4 276,3	18,0%
Zysk netto	883,2	600,4	47,1%	2 122,4	1 499,5	41,5%	4 009,7	3 014,1	33,0%

## Utrzymanie rocznej dynamiki EBIT z 1Q

W 2Q spodziewamy się, że dynamika wyników w ujęciu r/r nieco się poprawi relacji do 1Q mimo oczekiwanego przez nas słabszego wyniku operacyjnego w segmencie OZE (27 mln PLN vs. 76 mln PLN) związanego z wysoką bazą (powódź 2010). W obszarze wytwórczym przy rekompensatach na poziomie 156 mln PLN EBIT powinien sięgnąć 817 mln PLN vs. 656 mln PLN rok wcześniej (wyższe ceny plus wzrost wolumenów w Elektrowni Turów). W segmencie dystrybucyjnym również trendy z 1Q powinny być utrzymane i dzięki wyższej taryfie uda się wypracować 178 mln PLN zysku operacyjnego, czyli 38 mln PLN więcej niż rok wcześniej (ryzykiem dla prognozy może być niższa kwota z tytułu przyłączeń). W segmencie hurtowym spodziewamy się sezonowego spadku zysków, ale podobnie jak w 1Q wyniki powinny się poprawić r/r (47 mln PLN vs. -7 mln PLN) dzięki wysokim cenom spotowym i arbitrażowi z rynkiem niemieckim. W detalu nadal z uwagi na presję konkurencyjną marża EBIT będzie pod presją i stąd wynik pogorszy się o 19 mln PLN do poziomu 34 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej saldo (łącznie z zyskami z Polkomtela) wyniesie 4,8 mln PLN i będzie gorsze od tego z 1Q (51,5 mln PLN) z uwagi na saldo różnic kursowych (w 1Q były zyski na przeszacowaniu kredytów, a teraz lekka strata z uwagi na zobowiązania denominowane w CHF), ale lepsze niż przed rokiem (-43 mln PLN), kiedy zostało obciążone prowizjami za wcześniejszą spłatę kredytów. Ostatecznie wynik netto sięgnie 883 mln PLN, a dynamika r/r na poziomie 47% to podobnie jak w poprzednim kwartale efekt wykupionych mniejszości.



## Energetyka

## Tauron

## Kupuj

Analitik:  
Kamil Kliszcz

P/E 2011 8,9 EV/EBITDA 2011 3,7  
P/E 2012 8,1 EV/EBITDA 2012 3,4

Cena bieżąca 6,30 PLN  
Cena docelowa 9,09 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	4 809,6	3 466,0	38,8%	10 108,7	7 260,3	39,2%	20 314,1	15 428,9	31,7%
EBITDA	733,8	648,6	13,1%	1 594,4	1 471,3	8,4%	3 083,5	2 758,0	11,8%
marża	15,3%	18,7%	-	15,8%	20,3%	-	15,2%	17,9%	-
EBIT	385,8	306,7	25,8%	896,8	782,8	14,6%	1 673,6	1 399,3	19,6%
Zysk brutto	361,9	271,7	33,2%	848,6	721,5	17,6%	1 569,8	1 257,3	24,9%
Zysk netto	283,1	190,0	49,0%	665,6	481,8	38,2%	1 242,1	858,7	44,7%

## Wyższe dynamiki zysków niż w 1Q

Wyniki Tauronu w 2Q powinny kontynuować pozytywne tendencje z poprzedniego kwartału, a dodatkowo do dynamiki r/r dołoży się naszym zdaniem segment wydobywczy, gdzie w końcu Spółka uporządkowała się z uskokiem, co zwiększy wolumen i poprawi efektywność (EBIT 41 mln PLN vs. -4,4 mln PLN w 1Q'11 i -38 mln PLN w 2Q'10). W segmencie wytwarzania oczekujemy podobnego zysku operacyjnego r/r (170 mln PLN vs. 176 mln PLN) przy spadku rekompensat KDT ze 151 mln PLN do 125 mln PLN. Poprawa wyniku bez KDT-ów nastąpi dzięki wyższym cenom energii (+4% w kontraktach i +11% na spocie) i wzroście produkcji o około 11%. W obszarze OZE raczej nie uda się powtórzyć dynamiki z 1Q ze względu na wysoką bazę wolumenową (powódź 2010), ale przesunięcie księgowania części przychodów z zielonych certyfikatów z segmentu obrotu pozwoli na wypracowanie zbliżonego EBIT na poziomie 25 mln PLN. W obszarze dystrybucji wynik operacyjny szacujemy na 152 mln PLN vs. 110 mln PLN rok wcześniej (spadek zysków q/q to efekt sezonowych kosztów remontowych i sezonowego spadku wolumenu). W segmencie handlowym podobnie jak w 1Q Spółka powinna wypracować lepszy rezultat r/r (20 mln PLN vs. 12 mln PLN) dzięki ugięciu rynku i wyższemu wolumenowi eksportowemu. Ostatecznie przy saldzie na działalności finansowej zbliżonym do 1Q zysk netto powinien sięgnąć 283 mln PLN.

## Telekomunikacja



## Telekomunikacja

Analitik:  
Michał Marczak

## Netia

P/E 2011 20,1 EV/EBITDA 2011 4,7  
P/E 2012 15,8 EV/EBITDA 2012 4,2

## Trzymaj

**Cena bieżąca 5,63 PLN**  
**Cena docelowa 5,4 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	404,0	393,7	2,6%	805,2	780,7	3,1%	1 614,0	1 575,9	2,4%
EBITDA	100,6	95,3	5,6%	202,0	188,8	7,0%	381,4	368,8	3,4%
marża	24,9%	24,2%	-	25,1%	24,2%	-	23,6%	23,4%	-
EBIT	25,2	20,5	23,0%	51,2	40,0	28,0%	104,1	70,1	48,4%
Zysk brutto	28,1	22,8	23,4%	57,3	40,2	42,3%	121,5	73,6	65,1%
Zysk netto	22,8	15,6	46,5%	-0,2	29,9	-	109,3	61,2	78,6%

## Bez większych zmian

W 2Q2011 oczekujemy, że przychody Netii wzrosną do 404 mln PLN, tj. o 2,6% w ujęciu r/r. Będzie to możliwe dzięki dalszemu wzrostowi przychodów z transmisji danych (wzrost liczby abonentów dostępu do internetu do 721 tys. (+98 tys. r/r) przy jednoczesnym spadku ARPU o 3 PLN (51 PLN miesięcznie). W przypadku tradycyjnych usług głosowych oczekujemy, że tendencja spadku liczby abonentów zapoczątkowana w 1Q2011 będzie kontynuowana, przede wszystkim za sprawą spadającej liczby użytkowników WLR (-18 tys. q/q). Z jednej strony to efekt rezygnacji z usług telefonii stacjonarnej ze strony klientów indywidualnych z drugiej migracji do LLU. Marża EBITDA utrzyma się na wysokim poziomie blisko 25%. W wynikach nie zakładamy zdarzeń jednorazowych.



## Telekomunikacja

Analitik:  
Michał Marczak

## TPSA

P/E 2011 17,1 EV/EBITDA 2011 4,6  
P/E 2012 15,8 EV/EBITDA 2012 4,5

## Trzymaj

**Cena bieżąca 16,45 PLN**  
**Cena docelowa 16,1 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	3 762,0	3 987,0	-5,6%	7 491,0	7 860,0	-4,7%	20 314,1	15 428,9	31,7%
EBITDA	2 131,0	1 472,0	44,8%	3 476,0	2 887,0	20,4%	3 083,5	2 758,0	11,8%
marża	56,6%	36,9%	-	46,4%	36,7%	-	15,2%	17,9%	-
EBIT	1 150,0	507,0	126,8%	1 517,0	981,0	54,6%	1 673,6	1 399,3	19,6%
Zysk brutto	1 028,9	409,0	151,6%	1 264,9	768,0	64,7%	1 569,8	1 257,3	24,9%
Zysk netto	854,0	324,0	163,6%	1 043,0	609,0	71,3%	1 242,1	858,7	44,7%

## Znaczące zdarzenia jednorazowe

Wyniki operacyjne TP w 2Q2011 nie powinny istotnie odbiegać od wyników za 1Q, będą jednak obciążone istotnymi zdarzeniami jednorazowymi. Po pierwsze spółka zaksięguje zysk ze sprzedaży udziałów w Emitelu w kwocie 1,2 mld PLN (wartość transakcji to 1,73 mld PLN). Z drugiej strony oczekujemy, że TP powiększy rezerwę z tytułu kary nałożonej na spółkę przez KE w kwocie 505 mln PLN. Dotychczas rezerwa na ten cel opiewała na kwotę 47 mln PLN. Oba zdarzenia powinny zostać ujęte w pozostałych przychodach/kosztach operacyjnych i wpływają na poziom EBITDA. Po ich wyeliminowaniu EBITDA wyniosłaby 1 373 mln PLN, tj. -6,7% w ujęciu r/r (marża: 36,6%). Zakładany przez nas 6% spadek przychodów ze sprzedaży (r/r) jest efektem: 11% spadku przychodów telefonii stacjonarnej (spadek liczby abonentów detalicznych o 165 tys. q/q i 751 tys. r/r), niższych o 3,3% przychodach telefonii komórkowej (wyjątkowo dobry 2Q2010 napędzany wysokim ruchem związanym z powodzią i Tragedią Smoleńską) oraz niższymi o 3,1% przychodami z transmisji danych (spadek liczby użytkowników broadbandu, spadek ARPU). 2Q zapewne, podobnie jak rozczarowujące pod tym względem 4Q2010 i 1Q2011, nie przyniesie istotnej poprawy w obszarze bazy abonenckiej dostępu do internetu (zakładamy +14 tys. q/q). W telefonii mobilnej oczekujemy wzrostu liczby klientów (kart SIM) o 100 tys. q/q.

## Media



## Media

Analitik:  
Piotr Grzybowski

## Agora

P/E 2011 12,0 EV/EBITDA 2011 3,7  
P/E 2012 9,5 EV/EBITDA 2012 3,1

## Kupuj

**Cena bieżąca 16,00 PLN**  
**Cena docelowa 28,40 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	314,2	281,3	11,7%	610,0	529,4	15,2%	1268,5	1116,7	13,6%
EBITDA	39,8	43,5	-8,5%	72,0	80,0	-10,0%	185,4	167,3	10,8%
marża	12,7%	15,5%	-	11,8%	15,1%	-	14,6%	15,0%	-
EBIT	17,3	24,1	-28,2%	27,5	40,8	-32,6%	86,6	84,9	2,0%
Zysk brutto	16,6	25,5	-34,9%	26,1	44,3	-41,1%	86,7	87,9	-1,4%
Zysk netto	13,1	20,2	-35,1%	19,2	41,9	-54,2%	68,2	71,9	-5,2%

## Segment prasy wciąż pod presją

W drugim kwartale 2010 roku Agora zanotuje w ujęciu r/r spadek wyniku operacyjnego, mimo że ubiegłoroczne rezultaty nie uwzględniały konsolidacji Heliosa i były dodatkowo obciążone kosztami odpisu wymienianego systemu informatycznego na kwotę 7,7 mln PLN. Segment kinowy zanotuje według naszych prognoz 2,5 mln PLN zysku operacyjnego. Przychody reklamowe Grupy spadną w raportowanym okresie o 2,0% r/r, przy czym kontynuowana będzie migracja reklamodawców z segmentów prasy (spadek wpływów z reklamy o 15,6%) i czasopism (-14,6% r/r) do segmentu internetowego (+24,1% r/r). Dynamika przychodów reklamowych w segmencie outdooru wyniesie +2,7% r/r, w segmencie radia wpływy wzrosną o 8,0% r/r. Ponadto spodziewamy się, że przychody reklamowe w segmencie kinowym wyniosą około 2,0 mln PLN.

Oczekujemy, że koszty reprezentacji i marketingu wzrosną r/r o 5,3% do 38,0 mln PLN. Wzrost pozostałych grup kosztowych będzie przede wszystkim wynikał z konsolidacji Heliosa (poza kosztem materiałów i energii, gdzie dodatkowo widoczny będzie efekt wzrostu cen papieru). W przypadku wynagrodzeń oczekujemy, że w związku z niskim stanem wykonania celów sprzedażowych koszty te będą utrzymywane w ryzach mimo presji inflacyjnej. W rezultacie wynik operacyjny wyniesie 17,3 mln PLN. Zyski mniejszości sięgną 0,3 mln PLN, co przełoży się na 13,1 mln PLN zysku netto.



## Media

Analitik:  
Piotr Grzybowski

## Cinema City

P/E 2011 11,7 EV/EBITDA 2011 6,4  
P/E 2012 9,0 EV/EBITDA 2012 5,9

## Akumuluj

**Cena bieżąca 32,01 PLN**  
**Cena docelowa 42,90 PLN**

(mln EUR)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	59,7	46,3	28,9%	125,5	116,4	7,8%	270,9	234,5	15,5%
EBITDA	11,0	11,1	-1,1%	22,0	31,4	-29,9%	61,6	56,2	9,6%
marża	18,4%	23,9%	-	17,5%	27,0%	-	22,7%	24,0%	-
EBIT	4,8	6,4	-25,5%	9,7	21,8	-55,4%	41,2	36,4	13,1%
Zysk brutto	4,3	5,2	-17,4%	8,7	19,8	-56,2%	41,5	34,1	21,6%
Zysk netto	3,4	4,9	-30,0%	7,1	17,6	-59,9%	35,0	30,5	14,9%

## Poprawa na rynku kinowym

Cinema City odnotuje w drugim kwartale pogorszenie wyników w stosunku do ubiegłego roku. Pogorszenie to jednak wynikać będzie z uwagi na wydarzenia jednorazowe: 3,1 mln EUR zysku operacyjnego rozpoznanego w zeszłym roku na sprzedaży bułgarskich projektów deweloperskich oraz oczekiwane przez nas 0,8 mln EUR dalszych kosztów restrukturyzacji jakie Cinema City poniesie w 2Q2011 w związku z przejęciem aktywów Palace Cinema. Przychody ze sprzedaży biletów wyniosą według naszych szacunków 36,2 mln EUR, co oznacza wzrost o 39,7% w stosunku do 2Q2010. Na dynamikę tę złoży się wzrost średniej ceny biletu o 4% oraz wzrost wolumenów sprzedaży o 34,5% (do 7,76 mln biletów). Przychody z reklamy sięgną 8,1 mln EUR, a działalność barowa przyniesie 9,4 mln EUR. Ponadto dzięki dystrybucji „Piratów z Karaibów: Na nieznanym wodach” spółka osiągnie 5,3 mln EUR przychodów z działalności dystrybucyjnej. Marżą brutto na sprzedaży wzrośnie z 13,4% po korekcie o wydarzenia jednorazowe do 15,2%. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosą 4,3 mln EUR, z czego 0,8 mln EUR stanowić będą koszty przeprowadzanego w Palace Cinema programu restrukturyzacyjnego. W rezultacie wynik operacyjny okresu wyniesie 4,8 mln EUR, przy 6,4 mln EUR w ubiegłym roku.



## Media

# Cyfrowy Polsat Trzymaj

Analityk:

Piotr Grzybowski

P/E 2011 14,8

EV/EBITDA 2011 9,3

Cena bieżąca 15,85 PLN

P/E 2012 14,6

EV/EBITDA 2012 8,5

Cena docelowa 15,30 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	629,0	368,3	70,8%	1 031,7	742,3	39,0%	1 528,8	1 482,5	3,1%
EBITDA	209,6	108,7	92,8%	333,2	231,6	43,9%	449,3	406,9	10,4%
marża	33,3%	29,5%	-	32,3%	31,2%	-	29,4%	27,5%	-
EBIT	172,0	89,7	91,7%	268,0	196,6	36,3%	354,2	325,8	8,7%
Zysk brutto	88,2	82,9	6,4%	181,9	189,4	-4,0%	354,1	321,3	10,2%
Zysk netto	71,5	67,0	6,7%	147,9	153,1	-3,4%	286,8	258,5	11,0%

### Konsolidacja telewizji winduje wyniki

Wyniki jakie za drugi kwartał zaprezentuje Cyfrowy Polsat będą stały pod znakiem rozpoczęcia konsolidacji Telewizji Polsat. Konsolidowany od 20 kwietnia nowy segment działalności spowoduje niemal podwojenie wyniku operacyjnego spółki. Szacujemy, że w całym drugim kwartale, który statystycznie jest dla spółek opartych na wpływach reklamowych najlepszym okresem, Telewizja Polsat wypracuje 117,0 mln PLN EBITDA oraz 105,5 mln PLN zysku operacyjnego z czego skonsolidowane w publikowanych wynikach zostanie odpowiednio 87,5 mln PLN EBITDA oraz 79,1 mln PLN zysku operacyjnego. Skonsolidowane przychody wzrosną o 70,8%, przy czym segment telewizyjny dołoży około 236,5 mln PLN. Przychody od klientów indywidualnych pozostaną w naszej opinii stabilne q/q (po uwzględnieniu kar włączonych w pierwszym kwartale do tej Grupy wpływów) i wyniosą 379,0 mln PLN. Koszty Segmentu płatnej telewizji pozostaną stabilne w porównaniu do pierwszych trzech miesięcy roku z niewielkim wzrostem kosztu programingu (+1,5 mln PLN). Na poziomie salda na działalności finansowej spółka rozpozna wysokie koszty obsługi zadłużenia zaciągniętego w celu dokonania akwizycji Telewizji Polsatu. Szacujemy, że łączne koszty finansowe okresu sięgną 84 mln PLN, przy czym około 25 mln PLN stanowić będzie koszt odsetkowy i koszty prowizyjne zaciągniętego i spłaconego w trakcie okresu kredytu pomostowego. Ponadto spółka rozpozna ujemne różnice kursowe od zaciągniętych w maju euro obligacji, które sięgną około 18,5 mln PLN.



## Media

# TVN Trzymaj

Analityk:

Piotr Grzybowski

P/E 2011 19,3

EV/EBITDA 2011 10,2

Cena bieżąca 15,87 PLN

P/E 2012 13,8

EV/EBITDA 2012 8,1

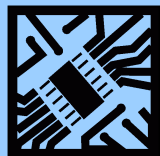
Cena docelowa 18,10 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	716,6	658,2	8,9%	1 299,0	1 206,6	7,7%	2 753,9	2 490,7	10,6%
EBITDA	238,8	226,6	5,4%	355,3	324,7	9,4%	755,7	610,7	23,7%
marża	33,3%	34,4%	-	27,4%	26,9%	-	27,4%	24,5%	-
EBIT	173,8	163,2	6,5%	226,4	203,2	11,4%	499,0	363,8	37,2%
Zysk brutto	118,9	-84,0	-	93,1	2,4	-	324,5	118,3	174,4%
Zysk netto	91,9	-98,1	-	51,5	-34,3	-	280,8	42,8	556,2%

### Poprawa na poziomie operacyjnym

Oczekujemy, że przychody reklamowe Grupy TVN wzrosną w 2Q2011 o 5,9% r/r, przy czym na dynamikę wpływ będzie miał zarówno efekt bazy obniżonej przez żałobę narodową z kwietnia 2010 roku, jak nieznaczna poprawa koniunktury w branży w relacji do pierwszego kwartału. Motorem napędowym dla wpływów z reklamy pozostanie przy tym internet, gdzie zakładamy utrzymanie 20% dynamiki wzrostu sprzedaży reklamy. Znakomita kondycja segmentu online przełoży się na wzrost EBITDA o około 7 mln PLN. Ponadto poprawy rezultatów należy oczekiwać w platformie 'n'. Mimo, iż ubiegły rok stał w segmencie płatnej telewizji pod znakiem 15 mln PLN pozytywnego wpływu wydarzeń jednorazowych to jednak dzięki wzrostowi bazy abonentów oraz wprowadzonej w kwietniu bieżącego roku podwyżki cen abonamentu, 'n' uda się wypracować 4,0 mln PLN EBITDA wobec 0,8 mln PLN EBITDA w 2Q2010. Najmniej efektywna poprawa nastąpi według nas w segmencie telewizyjnym, gdzie w związku z narastającą konkurencją ze strony Polsatu wzrost kosztów kontentu skonsumuje większość wzrostu przychodów z reklamy i w efekcie segment nadawania telewizyjnego poprawi swój wynik EBITDA za ledwie o 2 mln PLN. Na poziomie salda na działalności finansowej oczekujemy 17,4 mln PLN pozytywnego wpływu różnic kursowych. Obciążenie podatkowe szacujemy na 27,0 mln PLN.

## IT



IT

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

## AB

 P/E 2011 7,2 EV/EBITDA 2011 6,1  
 P/E 2012 8,2 EV/EBITDA 2012 6,3

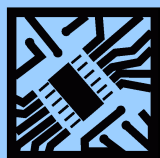
## Akumuluj

 Cena bieżąca 22,79 PLN  
 Cena docelowa 27,60 PLN

(mln PLN)	IVQ10/11P	IVQ09/10	zmiana	2010/11P	2009/10	zmiana	2011/12P	2010/11P	zmiana
Przychody	779,6	654,6	19,1%	3 543,1	2 882,1	22,9%	3 298,9	3 543,1	-6,9%
EBITDA	16,1	23,9	-32,7%	71,9	66,3	8,5%	68,4	71,9	-4,9%
marża	2,1%	3,7%	-	2,0%	2,3%	-	2,1%	2,0%	-
EBIT	13,7	22,0	-37,8%	62,8	58,3	7,8%	60,5	62,8	-3,6%
Zysk brutto	10,7	10,1	6,4%	62,4	37,5	66,4%	58,3	62,4	-6,6%
Zysk netto	8,2	7,5	9,7%	51,6	35,2	46,9%	42,8	51,6	-17,1%

## Kolejny kwartał poprawy r/r

Przychody AB wzrosną w ostatnim kwartale roku obrotowego 2010/2011 o 19,1%, przy czym motorem wzrostu, podobnie jak w ostatnich kwartałach będzie rynek polski. Marża brutto na sprzedaży wyniesie 5,4%, przy kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie 26,7 mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na poziomie -1,7 mln PLN. Nie oczekujemy przy tym, żeby spółka zaksięgowała jakiegokolwiek rezerwy na przyszłe obciążenia ze strony sieci handlowych. W rezultacie spółka zanotuje wynik operacyjny na poziomie 13,7 mln PLN. Koszty finansowe netto wyniosą według naszych szacunków 3,0 mln PLN, co pozwoli spółce osiągnąć jednocyfrowy wzrost wyniku netto (8,2 mln PLN).



IT

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

## Action

 P/E 2011 10,1 EV/EBITDA 2011 7,3  
 P/E 2012 8,8 EV/EBITDA 2012 6,5

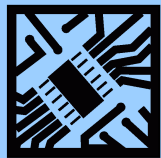
## Akumuluj

 Cena bieżąca 19,00 PLN  
 Cena docelowa 18,16 PLN

(mln PLN)	I IQ2011P	I IQ2010	zmiana	I H2011P	I H2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	564,9	487,4	15,9%	1 105,0	970,7	13,8%	2 320,1	2 160,7	7,4%
EBITDA	13,3	4,0	231,8%	27,5	17,7	55,4%	53,8	48,8	10,2%
marża	2,4%	0,8%	-	2,5%	1,8%	-	2,3%	2,3%	-
EBIT	10,4	1,0	-	21,7	11,8	83,6%	44,8	37,2	20,5%
Zysk brutto	9,4	0,0	-	19,6	9,9	98,6%	39,9	33,2	20,0%
Zysk netto	7,5	0,1	-	16,0	8,1	98,4%	32,3	26,4	22,6%

## Kwartał bez zakłóceń

Oczekujemy, że przychody Actionu wzrosną w raportowanym okresie o 15,9%. Marża brutto wyniesie według naszych szacunków 7,1%, przy kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie 30,2 mln PLN. Po skorygowaniu wyniku z pierwszego kwartału o przychody rozpoznane w pozostałej działalności operacyjnej stanowić to będzie spadek rentowności z poziomu 7,3%. O spadku rentowności zadecydują w głównej mierze czynniki sezonowe oraz brak istotnych przetargów publicznych. Saldo pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na +0,5 mln PLN (spodziewamy się, że wszelkie rozliczenia z klientami rozpoznane zostaną w podstawowej marży). W efekcie wynik operacyjny drugiego kwartału wyniesie 10,4 mln PLN. Koszty finansowe netto sięgną 1,0 mln PLN, co pozwoli spółce na wypracowanie 7,5 mln PLN zysku netto.



IT

# ASBIS

Akumuluj

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

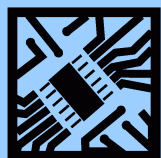
 P/E 2011 5,7 EV/EBITDA 2011 4,2  
P/E 2012 3,5 EV/EBITDA 2012 3,2

 Cena bieżąca 2,24 PLN  
Cena docelowa 4,32 PLN

(mln USD)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	301,6	269,6	11,9%	651,3	600,6	8,4%	1 490,8	1 435,1	3,9%
EBITDA	3,3	-0,3	-	7,8	2,2	246,3%	19,0	12,4	52,9%
marża	1,1%	-0,1%	-	1,2%	0,4%	-	1,3%	0,9%	-
EBIT	2,5	-1,1	-	6,2	0,8	-	16,0	9,4	69,6%
Zysk brutto	-0,2	-1,9	-	0,9	-1,7	-	9,9	2,2	345,9%
Zysk netto	-0,7	-2,1	-	0,1	-2,0	-	7,8	0,9	-

## Nie taka Białoruś straszna?

Choć Asbis zanotuje naszym zdaniem w drugim kwartale tradycyjną stratę netto, to jednak jej rozmiar będzie według nas zdecydowanie mniejszy niż w 2Q2010 oraz niż można byłoby oczekiwać w związku z przeprowadzoną na Białorusi dewaluacją tamtejszego rubla. Przychody wzrosną r/r o 11,9% do 301,6 mln USD. Spodziewamy się, że marża brutto na sprzedaży wyniesie 5,2%, przy czym negatywny wpływ dewaluacji rubla (około 0,4 mln USD) zostanie zrekomensowany przez umocnienie się innych walut europejskich w stosunku do dolara amerykańskiego. Koszty ogólne działalności szacujemy na poziomie 13,2 mln USD. W konsekwencji zysk operacyjny spółki w raportowanym okresie wyniesie 2,5 mln USD. Utrzymujące się wysokie stany kapitału obrotowego wpłynie na wysokie, sięgające 2,7 mln USD ujemne saldo na działalności finansowej. Strata netto Asbisu zmniejszy się z 2,1 mln USD do 0,7 mln USD.



IT

# Asseco Poland

Kupuj

 Analityk:  
Piotr Grzybowski

 P/E 2011 9,6 EV/EBITDA 2011 5,7  
P/E 2012 8,8 EV/EBITDA 2012 5,3

 Cena bieżąca 48,01 PLN  
Cena docelowa 65,00 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	1 136,9	761,7	49,2%	2 333,8	1 452,4	60,7%	4 641,3	3 237,7	43,4%
EBITDA	206,1	161,0	28,0%	426,7	312,3	36,6%	812,5	695,0	16,9%
marża	18,1%	21,1%	-	18,3%	21,5%	-	17,5%	21,5%	-
EBIT	167,1	132,5	26,1%	348,7	253,9	37,4%	660,0	569,0	16,0%
Zysk brutto	166,1	106,2	56,4%	346,9	240,1	44,5%	671,1	499,0	34,5%
Zysk netto	87,8	109,9	-20,1%	185,0	205,4	-9,9%	389,3	415,1	-6,2%

## Udany kwartał Formula Systems

Asseco Poland zanotuje kolejny kwartał wysokiego tempa wzrostu przychodów i zysku operacyjnego, który zawdzięczać będzie przede wszystkim konsolidacji Grupy Formula Systems. Skonsolidowane przychody wzrosną o 49,2 % r/r. Po skorygowaniu wyników o konsolidację Formula Systems skonsolidowane przychody Asseco Poland spadną o 7,8%. Główną przyczyną obniżenia sprzedaży w ramach dawnej struktury będzie spadek przychodów spółki matki, za którym stać będą mniejsze wpływy z kontraktu z PKO BP, mniejsza sprzedaż infrastruktury (w ramach wchłoniętego na początku roku Asseco Systems) oraz sezonowo niższe przychody z kontraktów z ZUS. W efekcie zysk operacyjny jednostki dominującej spadnie do 73,0 mln PLN. Asseco Business Solution przyniesie 7,5 mln PLN zysku operacyjnego, Asseco Central Europe 16,3 mln PLN EBIT, a Asseco South Eastern Europe 12,8 mln PLN. W przypadku Formula Systems spodziewamy się kontrybucji do skonsolidowanego wyniku operacyjnego na poziomie 43,0 mln PLN. Na poziomie salda na działalności finansowej oczekujemy 1,0 mln PLN kosztów finansowych netto. Zyski mniejszości szacujemy na poziomie 45,2 mln PLN.



IT

## Comarch

Trzymaj

 Analitik:  
Piotr Grzybowski

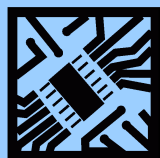
 P/E 2011 12,4 EV/EBITDA 2011 5,0  
 P/E 2012 10,5 EV/EBITDA 2012 4,2

 Cena bieżąca 66,90 PLN  
 Cena docelowa 88,00 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	168,4	174,4	-3,4%	315,9	320,1	-1,3%	803,5	761,7	5,5%
EBITDA	5,9	9,4	-37,6%	5,7	17,8	-67,9%	86,1	64,0	34,5%
marża	3,5%	5,4%	-	1,8%	5,6%	-	10,7%	8,4%	-
EBIT	-2,3	-2,3	-	-9,7	-5,4	-	47,1	23,5	100,7%
Zysk brutto	-1,2	-1,8	-	-7,1	-3,8	-	51,6	23,7	117,7%
Zysk netto	3,2	5,4	-	2,3	5,2	-55,6%	43,6	43,4	0,5%

## Kolejny słaby kwartał

W drugim kwartale 2011 roku Comarch podobnie jak w pierwszych trzech miesiącach roku nie skorzysta z potencjału wysokiego portfela kontraktów, który na moment publikacji wyników 1Q2011 był blisko 20% wyższy r/r (większość kontraktów realizowana będzie dopiero w drugim półroczu). W rezultacie skonsolidowane przychody w omawianym okresie spadną o 3,4% w ujęciu r/r, przy czym spadek przychodów wygenerowany zostanie przede wszystkim w Comarchu Software Und Berating, gdzie sprzedaż obniży się 18,0% r/r. Strata niemieckiej spółki zależnej wyniesie 1,7 mln EUR wobec 1,7 mln EUR straty w pierwszym kwartale i 1,4 mln EUR straty w 2Q2010. Nieco lepiej niż na początku roku zaprezentują się spółki zależne skupione w Comarch FIZ, które zmniejszą generowaną stratę z 2,6 mln PLN przed rokiem do 1,3 mln PLN. Jednocześnie zysk operacyjny generowany przez „starą” Grupę Comarch obniży się z 9,5 mln PLN do 9,1 mln PLN. W rezultacie na poziomie skonsolidowanym Comarch utrzyma stratę operacyjną na ubiegłorocznym poziomie 2,3 mln PLN. Strata mniejszości wyniesie według naszych szacunków 4,1 mln PLN, co przy 0,3 mln PLN rozpoznanego aktywa podatkowego przełoży się na zysk netto w wysokości 3,2 mln PLN.



IT

## Sygnity

Trzymaj

 Analitik:  
Piotr Grzybowski

 P/E 2011 15,9 EV/EBITDA 2011 6,8  
 P/E 2012 9,7 EV/EBITDA 2012 5,0

 Cena bieżąca 21,66 PLN  
 Cena docelowa 28,00 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	116,0	118,6	-2,2%	228,0	222,8	2,3%	552,0	524,0	5,3%
EBITDA	5,1	-6,7	-	11,0	-16,6	-	38,3	-7,5	-
marża	4,4%	-5,6%	-	4,8%	-7,5%	-	6,9%	-1,4%	-
EBIT	0,6	-13,7	-	2,0	-31,1	-	17,8	-34,3	-
Zysk brutto	-1,4	-15,0	-	-2,3	-34,3	-	8,5	-43,8	-
Zysk netto	-1,8	-13,7	-	-2,9	-30,7	-	4,7	-42,8	-

## EBIT znów na minimalnym plusie

Oczekujemy, że Sygnity po raz drugi w tym roku osiągnie pozytywny wynik operacyjny. Przychody spółki wzrosną q/q o 3,6%, przy niższej marży brutto na sprzedaży (19,0% vs. 20,4% w 1Q2011). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu obniżą się jednak q/q o 1,3% do 21,6 mln PLN. Szacujemy przy tym, że dzięki rozpoznaniu niższej bazy zatrudnienia w związku z redukcjami przeprowadzonymi w trakcie pierwszego kwartału spółka zaoszczędzi w relacji do pierwszych trzech miesięcy roku około 1,5 mln PLN, z czego około 0,4 mln PLN wydane zostanie na tworzenie nowego pionu SMB. W efekcie zysk operacyjny jaki Sygnity odnotuje w 2Q2011 wyniesie 0,6 mln PLN. Dzięki optymalizacji wykorzystania linii kredytowych spodziewamy się spadku kosztów finansowych do 2,0 mln PLN netto, co przełoży się na stratę netto okresu w wysokości 1,8 mln PLN.

## Górnictwo i metale



## Metale

Analityk:  
Michał Marczak

## KGHM

P/E 2011 6,0 EV/EBITDA 2011 4,1  
P/E 2012 10,0 EV/EBITDA 2012 6,4

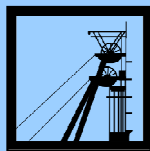
## Akumuluj

**Cena bieżąca 187,3 PLN**  
**Cena docelowa 189,6 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	4 657,0	3 925,0	18,6%	9 430,5	7 199,6	31,0%	18 649,6	15 945,0	17,0%
EBITDA	2 542,8	2 009,9	26,5%	5 131,1	3 070,6	67,1%	8 359,0	6 253,6	33,7%
marża	54,6%	51,2%	-	54,4%	42,6%	-	44,8%	39,2%	-
EBIT	2 374,9	1 858,3	27,8%	4 796,4	2 764,5	73,5%	7 725,6	5 638,1	37,0%
Zysk brutto	2 367,9	1 849,0	28,1%	4 781,4	2 747,9	74,0%	7 695,6	5 605,6	37,3%
Zysk netto	1 918,0	1 501,2	27,8%	3 876,4	2 226,6	74,1%	7 016,4	4 568,6	53,6%

## Tylko nieco słabiej niż w 1Q

Niższe ceny miedzi, ale wyższe srebra, a z drugiej strony dodatni wynik na transakcjach zabezpieczających oraz dywidendy od spółek zależnych to obraz wyników za 2Q. Średnia cena miedzi w 2Q2011 wyniosła 9 163 USD/t, tj. o 5% mniej niż w poprzednim kwartale. W tym czasie średnia cena srebra wzrosła o 20,4% do 1 251 USD/kg. Z punktu widzenia spółki niekorzystnie zachowywał się PLN, który w relacji do USD umocnił się o 4,6% (2,75) w porównaniu z 1Q. W efekcie złotówkowa cena miedzi była o blisko 10% niższa w ujęciu q/q. Po stronie produkcyjnej oczekujemy, że spółka była w stanie sprzedać 140 tys. ton miedzi (+5% q/q) oraz 255 ton srebra (-3% q/q). Przy rosnących kosztach wynagrodzeń oraz wydatków związanych z pracami przygotowawczymi koszt jednostkowy produkcji miedzi powinien ukształtować się na poziomie ok. 13 100 PLN/t, tj. będzie niższy niż w 1Q2011 o 2,9%. Pozytywny wpływ ma tu spadek cen miedzi, tj. kosztu wsadów obcych jak również wzrost cen srebra. Dodatkowo pozytywnie na wyniki operacyjne (pozostałe przychody) 2Q będzie wpływał zaksięgowanie dywidend z Polkomtela i Tauronu, łącznie w kwocie ok. 277 mln PLN.



## Górnictwo węgla

Analityk:  
Michał Marczak

## LW Bogdanka

P/E 2011 14,0 EV/EBITDA 2011 7,0  
P/E 2012 9,6 EV/EBITDA 2012 4,9

## Kupuj

**Cena bieżąca 114,2 PLN**  
**Cena docelowa 130,5 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	265,6	284,0	-6,5%	575,5	578,1	-0,4%	1 369,7	1 230,4	11,3%
EBITDA	40,6	64,5	-37,1%	84,3	126,6	-33,5%	402,5	414,5	-2,9%
marża	15,3%	22,7%	-	14,6%	21,9%	-	29,4%	33,7%	-
EBIT	3,6	64,5	-94,5%	47,3	126,6	-62,7%	244,5	276,5	-11,6%
Zysk brutto	6,6	67,0	-90,2%	51,4	132,8	-61,3%	240,1	288,2	-16,7%
Zysk netto	5,2	53,3	-90,2%	41,1	106,2	-61,3%	185,4	230,4	-19,6%

## Trudny okres cd...

To był trudny kwartał dla LWB. Podczas gdy w 1Q2011 spółka była w stanie ograniczyć wpływ słabszej jakości urobku, związanego z pracami przygotowawczymi, poprzez sprzedaż części zapasów - w 2Q2011 należy oczekiwać, że wystąpił efekt odwrotny. Przy zbliżonym potencjale wydobywczym (1,3 mln ton), oczekujemy, że spółka odbudowywała bardzo niski stan zapasów jaki miał miejsce na koniec marca (17 tys. ton), co przełożyło się na niską sprzedaż wolumenową. Oczekujemy, że jej poziom obniżył się o ok. 10% w ujęciu q/q do poziomu 1 230 tys. ton. Biorąc pod uwagę, obserwowany wzrost średnich cen węgla energetycznego realizowanych przez kopalnie śląskie spodziewamy się również, że efekt ten wystąpi również w LWB – chociaż w mniejszym zakresie (brak węgla który może być sprzedawany na rynku spotowym). Zakładamy, że średnia cena sprzedaży węgla wzrośnie w ujęciu q/q o 0,76%. Dużą niewiadomą pozostaje poziom kosztów. W naszej prognozie zakładamy, że utrzymają się one na poziomie zbliżonym do 1Q, co oznacza, że przy istotnym spadku wolumenu sprzedaży spółka wygeneruje słaby wynik operacyjny i netto. Nadal fundamentalnie istotne pozostaje to, kiedy uda się uruchomić produkcję w Polu Stefanów i kiedy spółką przywróci „normalne” relacje koszty vs. cena sprzedaży węgla (szerzej w raporcie z maja br.). 2Q może być dla inwestorów rozczarowaniem, nadal wierzymy, że tylko w krótkim okresie.

## Przemysł



## Przemysł spożywczy

Analitik:  
Jakub Szkopek

## Astarta

P/E 2011 9,0 EV/EBITDA 2011 1,2  
P/E 2012 17,1 EV/EBITDA 2012 1,7

## Sprzedaj

Cena bieżąca 85,0 PLN  
Cena docelowa 63,6 PLN

(mln UAH)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	875,3	487,2	79,7%	1 428,9	908,1	57,3%	2 164,4	2 328,2	-7,0%
EBITDA	602,2	306,1	96,7%	878,8	538,5	63,2%	944,8	1051,4	-10,1%
marża	68,8%	62,8%	-	61,5%	59,3%	-	43,7%	45,2%	-
EBIT	564,4	262,6	115,0%	801,1	455,1	76,0%	757,8	911,7	-16,9%
Zysk brutto	534,6	251,8	112,3%	757,7	443,7	70,8%	708,3	829,1	-14,6%
Zysk netto	498,3	234,0	113,0%	718,1	432,5	66,0%	675,6	834,9	-19,1%

## Duży wynik na rewaluacji aktywów biologicznych, szansa na poprawę cash flow operacyjnego

W 2Q11 ceny cukru na Ukrainie były średnio o 23,5% r/r wyższe. W naszej prognozie zakładamy, że Spółka sprzeda 57,3 tys. ton cukru (-10,4% r/r), z czego 10 tys. ton będzie przedmiotem działalności handlowej. W segmencie produkcji rolnej zakładamy, że Spółka sprzeda cały zapas kukurydzy (5 V fizycznie zniesiono ograniczenia w eksporcie kukurydzy) oraz część z pszenicy i jęczmienia (4 VI fizycznie zniesiono ograniczenie w eksporcie tych upraw). Stan magazynów na koniec 2010 roku wyniósł około 146 tys. ton zboża. Szacujemy, że wolumen sprzedaży upraw rolnych w 2Q11 wyniesie 71,8 tys. ton (+64,4% r/r). Spodziewamy się, że wolumen produkcji mleka w 2Q11 wyniesie 15,2 tys. ton (+13% r/r). Ceny mleka w 2Q11 były o 1,2% niższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Szacujemy, że wysokie ceny cukru w 1Q11 (+23,5% r/r) z nadwyżką zrekomensują wyższy koszt produkcji (w 2010 roku Astarta przetworzyła 78% buraków własnej produkcji wobec 90% rok wcześniej). W 2Q11 spodziewamy się dodatniej rewaluacji aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą (+77,7 mln UAH vs. -28,9 mln UAH w 2Q10) (w 2Q11 ceny mleka rosły). Dodatkowo dodatniej rewaluacji aktywów biologicznych związanych z uprawą zbóż (areal +25% r/r oraz wyższe od 68%-100% r/r ceny zbóż) (wartość przeszacowania w 2Q11 204,7 mln UAH vs. 163,7 mln UAH w 2Q10). Na poziomie przychodów i kosztów finansowych spodziewamy się ujemnych różnic kursowych na poziomie 4 mln UAH, związanych z przeszacowaniem portfela kredytów w USD i EUR (w 2Q11 USD/UAH +0,16% i EUR/UAH +2,54%). W 2Q11 istnieje szansa na poprawę przepływu gotówki z działalności operacyjnej, co związane jest z uchynieniem limitów w eksporcie zbóż i co za tym idzie potencjalnego zwiększenia wolumenu fizycznie sprzedanego zboża.



## Przemysł

Analitik:  
Jakub Szkopek

## Boryszew

P/E 2011 14,1 EV/EBITDA 2011 7,9  
P/E 2012 11,1 EV/EBITDA 2012 6,3

## Kupuj

Cena bieżąca 0,83 PLN  
Cena docelowa 1,2 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	953,3	718,8	32,6%	1 974,9	1 390,5	42,0%	4 112,0	3 133,8	31,2%
EBITDA	73,2	64,2	14,0%	146,6	113,6	29,1%	336,3	272,0	23,7%
marża	7,7%	8,9%	-	7,4%	8,2%	-	8,2%	8,7%	-
EBIT	49,2	46,1	6,8%	97,6	75,6	29,1%	240,2	192,3	24,9%
Zysk brutto	39,7	38,5	3,1%	81,9	61,1	34,0%	203,0	151,6	33,9%
Zysk netto	22,3	21,1	5,8%	41,0	29,5	39,2%	133,2	90,4	47,4%

## Baza 2Q10 wysoka przez zdarzenia jednorazowe

W 2Q11 spodziewamy się wzrostu sprzedaży w segmentach polimerów i poliestrów o 22,1% r/r (Elana, Elana PET, Elana Energetyka, Torlen), pozostałych produktów chemicznych o 5,1% r/r (Boryszew ERG, Elimer, Nylonbor) oraz Grupy Impexmetal o 6,8% r/r (W 2Q11 notowania aluminium były o 13,4% r/r wyższe, ołowiu o 7,9% r/r wyższe, cynku o 6,8% r/r niższe i miedzi o 20,6% r/r wyższe). Poprawa sprzedaży widoczna być powinna w NPA Skawina (+68,8% r/r), głównie za sprawą wspomnianych wzrostów cen aluminium oraz wolumenu sprzedaży o 27,7% r/r. W segmencie automotive spodziewamy się 10% wzrostu sprzedaży w porównaniu do 1Q11. Wyraźnego wzrostu wyniku EBIT oczekujemy w NPA Skawina +352,3% r/r (wzrost wolumenu, oraz marży na wytwarzaniu walcówki i przewodów aluminiowych). Szacujemy, że segment automotive wygeneruje wynik operacyjny na poziomie 5,1 mln PLN (+16,6% q/q) - niska wartość wyniku operacyjnego segmentu w 2Q11 wynika wciąż z małego obciążenia mocy produkcyjnych w zakładach w Trezzano (Włochy), Brazylii i Chin (poziom zamówień jest stopniowo odbudowywany), co powoduje, że mimo generowanych dobrych wyników oddziałów w Polsce, zagraniczne zakłady obciążają skumulowane rezultaty. Dynamika wyniku operacyjnego Grupy Boryszew w 2Q11 zniekształcona jest przez szereg czynników jednorazowych, jakie miały miejsce w 2Q10 (sprzedaż certyfikatów CO<sub>2</sub> +6,3 mln PLN, zbycie aktywów trwałych w Elanie +10,3 mln PLN). W sumie pozostała działalność operacyjna w 2Q10 wpłynęła pozytywnie na wynik w kwocie +19,3 mln PLN. W 2Q11 szacujemy, że na wynik EBIT wpływ będzie miała sprzedaż certyfikatów CO<sub>2</sub>, którego efekt szacujemy na +3,5 mln PLN. Na działalności finansowej zakładamy 1,0 mln PLN straty z tytułu różnic kursowych (transakcje hedgingowe) - aluminium w PLN spadło na przestrzeni kwartału o 7,6%, a miedź o 4,1%. Po pierwszej połowie roku, według naszych szacunków prognoza Zarządu wykonana będzie w 50,2% na poziomie przychodów, 43,5% na poziomie EBITDA i 37,9% na poziomie netto.



## Przemysł spożywczy

# CEDC

## Kupuj

Analitik:  
Gabriela Borowska

P/E 2011 12,8 EV/EBITDA 2011 9,6  
P/E 2012 9,2 EV/EBITDA 2012 8,4

**Cena bieżąca 29,1 PLN**  
**Cena docelowa 36,8 PLN**

(mln USD)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	212,2	175,6	20,9%	368,9	325,4	13,4%	982,4	711,5	38,1%
EBITDA	26,0	45,2	-42,6%	40,5	74,9	-46,0%	209,3	-6,6	-
marża	12,2%	25,8%	-	11,0%	23,0%	-	21,3%	-0,9%	-
EBIT	20,8	41,2	-49,4%	30,2	66,5	-54,6%	188,8	-23,6	-
Zysk brutto	-5,9	-90,3	-	6,7	-73,8	-	111,8	-135,3	-
Zysk netto	-5,9	-70,1	-	-4,8	-58,6	-	79,5	-104,7	-

### Zapowiadane słabe wyniki za 2Q 2011

Wyniki za 1Q 2011 nie były dobre i spółka zapowiedziała już w po wynikach 1Q 2011, że nie spodziewa się istotnej poprawy wyników do 3Q 2011. Wtedy w Rosji powinien nastąpić wzrost sprzedanych wolumenów ze względu na zakończenie procesu wydawania nowych licencji na obrót hurtowy dla klientów spółki. Z kolei 4Q 2011 powinien być znacznie lepszy ze względu na wysokie inwestycje rynkowe w 4Q 2010. Szacujemy zmianę wolumenów w Polsce i Rosji zbliżone do 1Q 2011. Kwestia wydawania licencji na sprzedaż i produkcję alkoholu w Rosji w 2Q 2011 nie była jeszcze rozstrzygnięta, dopiero w ostatnim tygodniu spółka informowała o otrzymaniu licencji dla wszystkich swoich zakładów produkcyjnych. Bardziej istotne jest jednak ilu odbiorców hurtowych kupujących od spółki otrzymało swoje licencje, a tutaj wiele spraw jest jeszcze w toku. Szacujemy, że spółka zrealizuje niższą r/r marżę brutto na sprzedaży i wyższe koszty sprzedaży i ogólnego zarządu ze względu na konsolidację Whitehall, który ma niższą rentowność oraz na niską skalę sprzedaży w Rosji. Wyniki operacyjne powinny być naszym zdaniem gorsze r/r, wyniki raportowane będą lepsze ze względu na wykazanie w raporcie za 2Q 2010 niezrealizowanych strat kursowych w kwocie -111,7 mln USD.



## Materiały budowlane

# Centrum Klima

## Kupuj

Analitik:  
Jakub Szkopek

P/E 2011 11,2 EV/EBITDA 2011 7,2  
P/E 2012 9,1 EV/EBITDA 2012 5,9

**Cena bieżąca 13,09 PLN**  
**Cena docelowa 16,9 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	24,1	22,1	9,5%	45,6	39,1	16,5%	111,3	84,5	31,7%
EBITDA	3,4	2,5	32,9%	6,3	4,6	37,3%	15,8	10,3	53,5%
marża	13,9%	11,5%	-	13,7%	11,6%	-	14,2%	12,2%	-
EBIT	2,6	2,1	20,3%	4,7	3,6	29,5%	12,6	7,9	59,4%
Zysk brutto	2,5	2,3	11,3%	4,7	3,9	20,7%	12,3	8,4	47,1%
Zysk netto	2,1	1,9	8,5%	3,7	3,2	17,2%	10,0	6,6	50,2%

### Wyniki operacyjne rosną szybciej niż przychody

W 2Q11 spodziewamy się dalszego wzrostu sprzedaży w segmencie produkcji (+24,2% r/r) w wyniku wzrostu wolumenu po otwarciu zakładu w Wieruchowie oraz cen stali o 14,7% r/r. W segmencie dystrybucji szacujemy, że przychody wzrosną o 4,5% r/r. Na poziom rentowności operacyjnej pozytywnie naszym zdaniem wpływać będzie umocnienie się złotówki do dolara (-4,6% q/q), co powoduje, że towar segmentu dystrybucji był zakupywany po niższym koszcie. Dodatkowo w segmencie produkcji pozytywnie na poziom wyników operacyjnych wpływać będzie spadek cen stali w porównaniu do 1Q11 (o 3,5% q/q), co przy stabilnych cennikach powinno przyczynić się do wzrostu rentowności. W 2Q11 spodziewamy się, że przychody będą rosły wolniej niż wyniki operacyjne, co wynika z faktu, że w 2Q10 prace budowlane wyraźnie przyspieszyły po mroźnej zimie, co miało wpływ na poziom sprzedaży i wysoką bazę kwartału.



## Materiały budowlane

Analitik:  
Jakub Szkopek

# Cersanit

## Trzymaj

P/E 2011 15,1 EV/EBITDA 2011 8,3  
P/E 2012 11,0 EV/EBITDA 2012 6,7

**Cena bieżąca 8,0 PLN**  
**Cena docelowa 10,7 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	448,2	397,5	12,8%	816,1	697,1	17,1%	1 744,2	1 531,5	13,9%
EBITDA	70,5	69,4	1,6%	125,6	123,525	1,7%	296,0	253,5	16,7%
marża	15,7%	17,5%	-	15,4%	17,7%	-	17,0%	16,6%	-
EBIT	42,2	44,2	-4,4%	69,2	69,435	-0,3%	184,3	142,0	29,8%
Zysk brutto	26,4	55,1	-52,1%	19,5	124,807	-84,4%	141,7	128,5	10,2%
Zysk netto	21,6	52,1	-58,5%	15,7	110,844	-85,8%	114,8	103,0	11,4%

### Baza 2Q10 zbyt wysoka, aby poprawić wynik

W 2Q11 zakładamy, że Spółce uda się zwiększyć wolumen sprzedaży płytek ceramicznych o 7,1% r/r, a ceramiki sanitarnej o 4,4% r/r. Szacujemy, że średnie ceny obu segmentów wzrosną o odpowiednio 7,2% r/r i 5,7% r/r (w 2Q11 w PSB ceny kategorii płytek ceramicznych, wyposażenia łazienek i kuchni były o 7,1% r/r wyższe). W segmencie artykułów około ceramicznych spodziewamy się 4,8% wzrostu r/r. Szacujemy, że w sumie przychody 2Q11 wzrosną o 12,8% r/r, co odpowiada niższej dynamice niż ta, jaką obserwowaliśmy w 1Q11 (w 1Q10 niska baza była związana z niesprzyjającymi warunkami pogodowymi w okresie zimowym; w 2Q10 nastąpiło odreagowanie sprzedaży i poprzez to baza kwartału znajduje się na wysokim poziomie). W 2Q11 szacujemy, że Spółce uda się poprawić poziom rentowności brutto ze sprzedaży do 37,8% (z 34,6% w 1Q11), na co złożą się przeprowadzone w 1Q11 podwyżki cenników (w 1Q11 wzrost cen w PSB o 3,8% q/q). Według nas, mimo wyższej sprzedaży i prawdopodobieństwie odbudowania się rentowności względem 1Q11 wynik operacyjny nadal będzie na poziomie niższym niż miało to miejsce w analogicznym okresie roku ubiegłego (-4,4% r/r). Warto zauważyć, że marża brutto ze sprzedaży w 2Q10 wynosiła aż 43,2%. Spółka według naszych wyliczeń odnotuje również ujemne różnice kursowe związane z przeszacowaniem portfela kredytów w walutach obcych, którego efekt szacujemy na -3,8 mln PLN (w 2Q10 +26,1 mln PLN). W sumie spodziewamy się ponad 50% spadku wyniku na poziomie brutto i netto.



## Przemysł elektromaszynowy

Analitik:  
Jakub Szkopek

# Famur

## Trzymaj

P/E 2011 17,4 EV/EBITDA 2011 7,5  
P/E 2012 12,2 EV/EBITDA 2012 6,8

**Cena bieżąca 3,85 PLN**  
**Cena docelowa 3,9 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	312,1	183,6	70,0%	594,3	343,5	73,0%	1 152,4	885,8	30,1%
EBITDA	70,0	38,1	83,6%	139,1	56,7	145,2%	278,0	140,6	97,7%
marża	22,4%	20,8%	-	23,4%	16,5%	-	24,1%	15,9%	-
EBIT	41,6	27,0	53,8%	80,8	37,9	113,2%	170,1	94,1	80,7%
Zysk brutto	39,8	22,2	79,1%	77,8	46,7	66,8%	135,2	103,6	30,5%
Zysk netto	31,0	17,4	78,0%	60,2	38,4	56,7%	106,5	80,0	33,1%

### Spodziewany wyraźny wzrost wyników w 2Q11

W 2Q11 spodziewamy się wyraźnego wzrostu przychodów w segmencie maszyn górniczych (+94,7% r/r), za sprawą przejścia producenta kombajnów chodnikowych – Remagu (Spółka obecna w Grupie od początku 1Q11) oraz wykonywanych umów na dostawę 118 sekcji obudowy zmechanizowanej dla KW za 27,9 mln PLN netto i wstępnych prac nad realizacją kompleksu ścianowego dla Przedsiębiorstwa Górniczego „Silesia” o wartości 70,7 mln PLN netto. Wyraźny wzrost sprzedaży zauważalny powinien być również w segmentach maszyn i urządzeń dźwigowych (wzrost z 6,0 mln PLN do 36,2 mln PLN) oraz odlewów (+52,1% r/r), co związane jest z korzystnym otoczeniem makroekonomicznym w przemyśle w 2Q11. Zakładamy, że w 2Q11 Spółka sprzeda węgiel za 43,0 mln PLN, jaki otrzymała w ramach rozliczenia obligacji z KHW. Spodziewamy się, że poprawiające się otoczenie makroekonomiczne w górnictwie węgla w Polsce będzie miało pozytywny wpływ na kształtowanie się rentowności segmentów związanych z produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa (34% rentowności brutto ze sprzedaży w segmencie maszyn górniczych i 30% dla innych urządzeń dla górnictwa). Spodziewamy się, że w 2Q11 nastąpi częściowe rozwiązanie rezerw w Remagu, jakie zostały wcześniej zawiązane w 4Q10 (całkowity efekt szacujemy na 3 mln PLN). Na poziomie przychodów i kosztów finansowych szacujemy, że Spółka zaksięguje 1,3 mln PLN dyskonta z tytułu obligacji objętych od KHW (na koniec 1Q11 wartość obligacji w portfelu wynosiła 43,0 mln PLN) oraz 0,8 mln PLN różnic kursowych z tytułu wyceny kontraktów forward (na koniec 1Q11 Spółka posiadała otwarte pozycje na sprzedaż euro wycenione na 136,3 mln PLN; na przestrzeni kwartału złotówka umocniła się do euro o 0,6%). Zakładamy, że zyski udziałowców mniejszościowych (Remag) wyniosą 0,9 mln PLN.

**Metale**

Analityk:  
Jakub Szkopek

**Impexmetal****Kupuj**

P/E 2011 10,6 EV/EBITDA 2011 7,0  
P/E 2012 8,8 EV/EBITDA 2012 5,8

**Cena bieżąca 4,75 PLN**  
**Cena docelowa 5,7 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	635,0	594,6	6,8%	1 354,4	1 159,8	16,8%	2 719,5	2 417,6	12,5%
EBITDA	47,6	47,3	0,6%	99,7	87,0	14,6%	189,6	169,0	12,2%
marża	7,5%	8,0%	-	7,4%	7,5%	-	7,0%	7,0%	-
EBIT	32,9	31,9	3,2%	70,1	55,9	25,4%	130,9	107,5	21,8%
Zysk brutto	27,9	26,7	4,4%	65,5	49,6	32,2%	107,0	96,1	11,3%
Zysk netto	22,7	19,0	19,4%	53,8	37,3	44,4%	89,7	76,9	16,6%

**Baza 2Q10 wysoka przez zdarzenia jednorazowe**

W 2Q11 notowania aluminium były o 13,4% r/r wyższe, ołowiu o 7,9% r/r wyższe, cynku o 6,8% r/r niższe i miedzi o 20,6% r/r wyższe. Pod względem wolumenu szacujemy, że ten wzrośnie o 2,5% r/r HAK i 2,3% r/r w ZM Silesia; spadku oczekujemy w Hutmenie -2,8% r/r, Dziedzicach -5,3% r/r i Baterpolu (-4,9% r/r). Mniejszy niż w 2Q10 wolumen sprzedaży w części miedziowej jest efektem spadających na przestrzeni kwartału cen głównego surowca, co skłania klientów do przesuwania zamówień na przyszłość. Z kolei w przypadku Baterpolu, niższy wolumen sprzedaży należy tłumaczyć łagodniejszą tegoroczną zimą (mniej wymienianych akumulatorów) oraz utrudnieniami w zdobyciu odpadu akumulatorowego w wyniku wejścia w życie nowej ustawy podatkowej 1 kwietnia br. regulującej handel złotem (w wyniku obowiązywania ustawy część rynku zaprzestała działalności, co zmniejszyło wolumeny dostawy – Spółka rekompensuje to przerabianiem odpadu ołowiu ze zgar). Szacujemy, że wynik operacyjny zostanie poprawiony w HAK (+25,8% r/r, +3,8% q/q), Baterpolu (+158,6% r/r, -37,0% q/q) i FŁT Polska (+21,2% r/r i -11,1% q/q). Ujemnego wyniku EBIT spodziewamy się tylko w WM Dziedzice (-0,1 mln PLN vs. 0,3 mln PLN w 2Q10). W sumie wynik operacyjny szacujemy na 32,9 mln PLN (+ 3,2% r/r), niska dynamika w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego wynika ze zdarzeń jednorazowych zanotowanych w 1Q11 (m.in. sprzedaż SM DOM w 2Q10 +9,4 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się -1,0 mln PLN ujemnych różnic kursowych z transakcji hedgingowych (aluminium w PLN spadło na przestrzeni kwartału o 7,6%, a miedź o 4,1%), względem -6,8 mln PLN różnic zanotowanych w 2Q10. Szacujemy, że zyski mniejszości w 2Q11 sięgną 0,1 mln PLN.

**Przemysł spożywczy**

Analityk:  
Jakub Szkopek

**Kernel****Akumuluj**

P/E 2011 8,6 EV/EBITDA 2011 6,7  
P/E 2012 8,8 EV/EBITDA 2012 5,8

**Cena bieżąca 70,0 PLN**  
**Cena docelowa 87,8 PLN**

(mln USD)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	2010/11P	2009/10	zmiana	2010/11P	2011/12P	zmiana
Przychody	373,7	238,5	56,7%	1 801,6	1020,5	76,5%	1801,6	1 964,1	9,0%
EBITDA	66,8	48,6	37,3%	298,2	190,7	56,4%	298,2	280,6	-5,9%
marża	17,9%	20,4%	-	16,6%	18,7%	-	16,6%	14,3%	-
EBIT	59,0	40,9	44,3%	266,0	168,2	58,2%	266,0	250,2	-6,0%
Zysk brutto	52,5	30,4	72,9%	204,2	152,6	33,9%	204,2	224,7	10,0%
Zysk netto	49,1	30,5	61,0%	213,0	153,0	39,3%	213,0	209,2	-1,8%

**Wykonanie prognozy Zarządu zapewnione**

W 2Q11 średnie ceny oleju słonecznikowego były o 67,3% wyższe r/r i -2,9% niższe q/q. Szacujemy, że w 2Q11 Spółka przetworzyła 370 tys. ton słonecznika oraz sprzedała 140,4 tys. ton oleju słonecznikowego luzem i 23,3 tys. ton oleju butelkowanego. W segmencie handlu zbożem spodziewamy się, że Kernelowi uda się zwiększyć wolumeny eksportu kukurydzy, pszenicy i jęczmienia (4 VI fizycznie zniesiono ograniczenie w eksporcie pszenicy i jęczmienia, a wolumen eksportu tych zbóż w VI wyniósł 0,96 MT; 5 V fizycznie zniesiono ograniczenia w eksporcie kukurydzy, a w VI wyeksportowano 0,5 MT). Zakładamy, że Spółce w 2Q11 udało się wyeksportować 0,3 MT zbóż. W 2Q11 na wyniki segmentu oleju luzem pozytywny wpływ nadal powinno mieć przerabianie ziaren, zakupionych na przełomie 3Q10 i 4Q10 (w tym okresie ceny ziaren słonecznika były o 26% niższe niż w 2Q11). Szacujemy, że EBITDA na tonę przerobionego słonecznika w segmencie oleju luzem w 2Q11 wyniesie 135 USD/T, wobec 129,9 USD/T w 1Q11. W przypadku oleju butelkowanego spodziewamy się, że EBITDA na tonę przerobionego słonecznika pozostanie na zbliżonym do 1Q11 poziomie (80,0 USD/T vs. 79,3 USD/T w 1Q11). W segmencie handlu zbożem marże nadal utrzymywać się będą powyżej zeszłorocznych (spodziewane 30,0 USD/T vs. 17,3 USD/T w 2Q10), co wynika z nadal utrzymującej się istotnej różnicy pomiędzy cenami eksportowymi zboża, a krajowymi (w 2Q11 cena eksportowa pszenicy była o 4,8% wyższa niż cena krajowa, natomiast cena eksportowa kukurydzy była o 22,3% wyższa niż lokalna). Wpływ działalności finansowej na wynik brutto szacujemy na poziomie -6,4 mln USD (łączny efekt przeszacowania portfela kredytów jest marginalny na poziomie -0,015 mln USD). W sumie szacujemy, że po 2Q11 prognoza na rok 2010/2011 zostanie wykonana 100,09% na poziomie przychodów, 99,4% EBITDA i 94,6% zysku netto.

**Metale**

Analityk:  
Jakub Szkopek

**Kęty**

P/E 2011 11,3 EV/EBITDA 2011 6,7  
P/E 2012 10,3 EV/EBITDA 2012 6,2

**Trzymaj**

**Cena bieżąca 117,5 PLN**  
**Cena docelowa 131,0 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	353,5	285,0	24,0%	676,1	537,2	25,8%	1 352,9	1 210,5	11,8%
EBITDA	58,3	44,1	32,2%	101,1	76,2	32,8%	205,2	185,3	10,8%
marża	16,5%	15,5%	--	15,0%	14,2%	-	15,2%	15,3%	-
EBIT	39,6	26,9	47,2%	65,8	42,1	56,4%	130,5	118,0	10,7%
Zysk brutto	35,1	24,1	45,8%	58,3	44,4	31,4%	118,7	112,3	5,8%
Zysk netto	28,2	19,3	46,1%	47,0	34,3	37,1%	96,2	89,7	7,2%

**Wynik wyraźnie lepszy niż w 2Q10**

W prognozie Zarządu na 2Q11 założono, że przychody ze sprzedaży najdynamiczniej wzrastać będą w segmencie usług budowlanych (+140 % r/r), co wynika z wykonywanych prac związanych w projektem SKY Tower. Około 20% r/r dynamika przychodów spodziewana jest w segmentach wyrobów wyciskanych (ceny aluminium w PLN w 2Q11 średnio wzrosły o 13,4% r/r) i systemów aluminiowych. 15% r/r wzrost sprzedaży zostanie osiągnięty na opakowaniach giętkich i około 10% r/r na akcesoriach budowlanych. Zarząd spodziewa się wyniku operacyjnego na poziomie 38-40 mln PLN i wyniku netto między 26, a 28 mln PLN. Nasze oczekiwania są zbliżone do oficjalnej prognozy Zarządu. Według naszych szacunków po IH'11 zakładane całoroczne wyniki Grupy Kęty zostaną wykonane w 50,0% na poziomie przychodów, 49,3% EBITDA, 50,4% na poziomie EBIT, i 48,9% na poziomie zysku netto.

**Przemysł elektromaszynowy**

Analityk:  
Jakub Szkopek

**Kopex**

P/E 2011 14,9 EV/EBITDA 2011 8,2  
P/E 2012 10,9 EV/EBITDA 2012 6,3

**Trzymaj**

**Cena bieżąca 21,4 PLN**  
**Cena docelowa 22,5 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	591,7	485,3	21,9%	1 150,8	1 118,9	2,9%	2 448,1	2 365,2	3,5%
EBITDA	66,4	32,4	104,8%	140,7	76,4	84,3%	255,5	184,6	38,4%
marża	11,2%	6,7%	-	12,2%	6,8%	-	10,4%	7,8%	-
EBIT	44,2	12,2	263,3%	94,9	35,6	166,6%	166,6	100,1	66,4%
Zysk brutto	39,1	19,1	104,6%	80,3	32,1	150,4%	140,9	56,2	150,8%
Zysk netto	27,8	12,0	132,1%	55,2	20,8	165,0%	106,6	33,3	220,5%

**Niska baza 2Q10 szansą na wysoką dynamikę wyników**

W 2Q11 Spółka prowadziła prace nad wykonaniem dwóch kompleksów dla JSW za 99,4 mln PLN netto oraz 43,9 mln PLN netto. Szacujemy, że akwizycja Ryfamy oraz coraz większe zamówienia w zakresie kombajnów i obudów zmechanizowanych przyczynią się do wzrostu przychodów ze sprzedaży segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa o 104,3% r/r. Spodziewamy się również kontynuacji wzrostu sprzedaży w segmencie urządzeń elektrycznych i elektronicznych w wyniku dobrej koniunktury na rynku rosyjskim (w 2Q11 +8,3% r/r). Szacujemy, że w 2Q11 Spółka nadal będzie wykonywać ograniczony zakres usług górniczych w Indonezji (oczekiwanie na kolejne pozwolenia), a ponadto niższa sprzedaż będzie miała miejsce na wykonywaniu szybu Bzie 1 dla JSW w związku z sygnalizowanym przez Spółkę napotkaniem źródła wody, co opóźniło przebieg prac. Szacujemy, że przychody segmentu usług górniczych spadną o 26,6% r/r. Spodziewamy się, że Spółka zaksięguje 38 mln PLN przychodów związanych ze sprzedażą węgla od KHW, oraz 71,8 mln PLN z tytułu handlu energią elektryczną. W naszych kalkulacjach zakładamy, że Spółka w 2Q11 zawiąże 5 mln PLN rezerw i odpisów. Na poziomie działalności finansowej spodziewamy się 0,6 mln PLN dyskonta z obligacji objętych od KHW, oraz 0,7 mln PLN różnic kursowych (na koniec 1Q11 Spółka posiadała otwarte pozycje na sprzedaż 8,5 mln USD i 5,1 mln EUR). Oczekujemy, że dynamika wyników 2Q11 sięgnie poziomu co najmniej 100% r/r na poziomie EBIT, EBITDA i zysku netto.



## Papierniczy

Analitik:  
Michał Marczak

# Mondi

P/E 2011 9,8 EV/EBITDA 2011 6,8  
P/E 2012 10,3 EV/EBITDA 2012 7,2

## Akumuluj

**Cena bieżąca 78,5 PLN**  
**Cena docelowa 88,7 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	706,9	567,9	24,5%	1 397,5	1 041,9	34,1%	2 579,0	2 263,7	13,9%
EBITDA	157,9	132,0	19,6%	318,1	201,3	58,0%	593,2	488,1	21,5%
marża	22,3%	23,2%	-	22,8%	19,3%	-	23,0%	21,6%	-
EBIT	120,0	92,6	29,6%	242,2	123,7	95,8%	440,6	330,7	33,2%
Zysk brutto	109,8	59,3	85,1%	222,7	75,9	193,4%	425,3	263,7	61,3%
Zysk netto	107,7	59,3	81,5%	219,2	77,1	184,4%	401,1	249,3	60,9%

### Koniunktura trwa

Popyt na papier do produkcji tektury w Europie zachodniej powrócił do poziomów sprzed kryzysu 2008-2009, w Europie środkowo-wschodniej jest o kilka procent wyższy. Mondi przewiduje, że w perspektywie najbliższych miesięcy popyt na zachodzie Europy ustabilizuje się, w średnim okresie w CEE i Rosji wzrośnie o ok. 5%. Pozytywne dane o popycie, przy stabilnym poziomie podaży pozwalają na dalszy wzrost cen papieru makulaturowego. Średnie kwartalne ceny testlinera i flutingu na rynku europejskim wzrosły w relacji q/q o 8,8%, co w połączeniu z niewielkim osłabieniem PLN w relacji do Euro daje 9,1% wzrost w polskiej walucie. W tym czasie cena makulatury denominowana w PLN wzrosła o 16,8%. Uwzględniając fakt, że na wyprodukowanie jednej tony papieru potrzeba 1,17 tony makulatury teoretyczna marża (bez pozostałych kosztów produkcji) na produkcji testlinera wyniosła blisko 1 220 PLN/t, tj. o 4,7% więcej niż w pierwszym kwartale roku. Słabiej prezentują się ceny papieru produkowanego w oparciu o wsad drzewny. Średnie ceny kraftlinera denominowane w PLN wyniosły 2 308 PLN/t tj. o 1,9% mniej niż w poprzednim kwartale. Jeszcze w 1Q spółka raportowała wzrost średnich cen drewna o ok. 10% q/q. utrzymanie się tej tendencji jest mało prawdopodobne, ale należy oczekiwać dalszego zmniejszania się marż na tym typie papieru. Wolumen produkcji i sprzedaży powinien być zbliżony do osiągniętego w 1Q, z dalszym zwiększaniem produkcji papierów makulaturowych przy ograniczeniu produkcji kraftlinera.

## Budownictwo



## Budownictwo

Analitik:  
Maciej Stokłosa

## Budimex

## Trzymaj

P/E 2011 9,4 EV/EBITDA 2011 6,1  
P/E 2012 9,0 EV/EBITDA 2012 6,1

Cena bieżąca 82,6 PLN  
Cena docelowa 90,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	1 294,0	1 146,2	12,9%	2 091,8	1 723,4	21,4%	4 865,0	4 430,3	9,8%
EBITDA	76,2	100,3	-24,0%	140,7	173,0	-18,6%	284,5	352,6	-19,3%
marża	5,9%	8,7%	-	6,7%	10,0%	-	5,8%	8,0%	-
EBIT	69,5	95,3	-27,1%	127,4	162,9	-21,8%	262,9	331,4	-20,7%
Zysk brutto	76,6	90,5	-15,3%	134,4	156,2	-13,9%	275,8	331,8	-16,9%
Zysk netto	62,1	73,2	-15,2%	108,7	126,6	-14,1%	223,4	267,4	-16,5%

## Dobry wynik w Q2 2011, operacyjny cash flow „na minusie”

Przewidujemy, że Q2 2011 przyniesie wzrost przychodów o niecałe 13% r/r, z uwagi na znacznie większy wolumen realizowanych kontraktów drogowych. Oczekujemy 1,13 mld PLN przychodów w segmencie budownictwa, 25 mln PLN przychodów z działalności deweloperskiej i 137,8 mln PLN z działalności pozostałej. Marża brutto na sprzedaży wyniesie zgodnie z prognozą 8,1% (budownictwo: 8,4%, działalność deweloperska: 14%, działalność pozostała: 4,5%).

Koszty ogólne wyniosą zgodnie z prognozą 39,6 mln PLN (Q1 2011: 37,0 mln PLN). Przewidujemy dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (+4,0 mln PLN) oraz pozostałej działalności finansowej (+7,1 mln PLN). Ostatecznie, wynik netto na poziomie 62,1 mln PLN jest niższy, niż w roku ubiegłym, co wynika z niższych przychodów segmentu deweloperskiego (Q2 2010: 129,1 mln PLN, Q2 2011: 25 mln PLN).

Operacyjne przepływy pieniężne będą naszym zdaniem ujemne i wyniosą od -30 do -50 mln PLN. Spadek gotówki netto będzie większy, gdyż uwzględnić będzie wypłaconą w Q2 2011 dywidendę (231,8 mln PLN).



## Budownictwo

Analitik:  
Maciej Stokłosa

## Elektrobudowa Trzymaj

P/E 2011 14,9 EV/EBITDA 2011 9,0  
P/E 2012 13,2 EV/EBITDA 2012 7,8

Cena bieżąca 155,9 PLN  
Cena docelowa 163,1 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	206,0	183,2	12,4%	351,1	312,6	12,3%	867,2	786,7	10,2%
EBITDA	15,2	22,3	-31,8%	22,5	31,7	-29,1%	71,8	65,3	9,9%
marża	7,4%	12,2%	-	6,4%	10,1%	-	8,3%	8,3%	-
EBIT	12,2	19,6	-37,6%	16,5	26,2	-37,2%	57,9	53,1	9,1%
Zysk brutto	12,5	19,9	-37,2%	16,3	26,2	-37,8%	61,4	54,9	11,9%
Zysk netto	10,1	15,5	-34,7%	13,6	21,4	-36,7%	49,7	45,1	10,2%

## Słabe wyniki produkcji rozdzielnic w Q2 2011, H2 2011 przyniesie poprawę

Przewidujemy, że wyniki za Q2 2011 będą relatywnie słabe. Główną przyczyną jest bardzo niskie obłożenie mocy fabryki rozdzielnic, sięgające w H1 2011 40%. Można szacować, że niewystarczające obłożenie mocy fabryki „kosztowało” Elektrobudowę około 8 mln PLN wyniku w I półroczu 2011 roku. Fabryka generuje duże koszty ogólne, przez co deficyt przychodów powoduje duże pogorszenie wyników. Druga połowa roku przyniesie zdecydowaną poprawę. Obłożenie mocy produkcyjnych w H2 2011 można szacować na 100-105%, czyli tyle, ile w ubiegłym roku. Prognoza zarządu, zakładająca 48,6 mln PLN zysku netto w 2011 roku pozostaje aktualna. Zostanie ona zrealizowana przy znacznie wyższych przychodach.

W Q2 2011 przewidujemy 206 mln PLN przychodów i rentowność brutto na sprzedaży na poziomie 8% (Q1: 5,5%, Q4: 10,5%). Koszty ogólne w Q2 2011 szacujemy na poziomie 4,4 mln PLN, pozostałe przychody operacyjne na 0,1 mln PLN, zaś pozostałe przychody finansowe na 0,3 mln PLN. Przewidywany przez nas zysk netto wyniesie 10,1 mln PLN, przez co będzie znacznie gorszy, niż w roku ubiegłym. W H2 2011 oczekujemy za to istotnej poprawy wyników r/r.

**Budownictwo****Erbud****Kupuj**

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2011 19,5

P/E 2012 7,0

EV/EBITDA 2011 10,3

EV/EBITDA 2012 4,2

**Cena bieżąca 23,85 PLN****Cena docelowa 37,6 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	368,2	339,8	8,4%	644,2	524,2	22,9%	1 281,5	1 108,1	15,6%
EBITDA	8,0	22,1	-63,6%	-5,1	31,5	-	24,8	33,0	-24,8%
marża	2,2%	6,5%	-	-0,8%	6,0%	-	1,9%	3,0%	-
EBIT	6,7	19,6	-65,9%	-7,8	27,6	-	16,6	24,9	-33,2%
Zysk brutto	5,8	19,0	-69,3%	-9,6	25,0	-	19,1	23,2	-17,4%
Zysk netto	4,7	14,6	-67,6%	-9,5	19,1	-	15,4	15,2	1,1%

**W Q2 2011 już bez straty, ale wynik niewielki; ujemny operacyjny cash flow**

Zysk netto Erbudu za Q2 2011 może być niższy, niż pierwotnie szacowaliśmy (7-9 mln PLN zysku netto). Związane jest to z niższymi, niż pierwotnie oczekiwane, marżami na kontraktach budowlanych. Nie udało się osiągnąć porozumienia w ramach budowy CH Silesia, w związku z tym całość zawiązanej w Q1 2011 rezerwy jest uzasadniona. Poprawę wyników powinien przynieść Q3 2011, 10 mln PLN zysku netto w całym 2011 roku jest realne.

Zakładamy, że przychody w Q2 2011 będą na wysokim poziomie, co związane jest z dużym portfelem zleceń (+8,4% r/r). Marżę brutto na sprzedaży przewidujemy na poziomie 5,5%. Zakładamy 13,2 mln PLN kosztów ogólnych. Marża EBIT zgodnie z prognozą wyniesie 2%. Oczekujemy 0,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych i 0,9 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Ostatecznie zysk netto w Q2 2011 powinien wynieść około 4,7 mln PLN.

W Q2 2011 Erbud zaprezentuje około 40-60 mln PLN negatywnych przepływów operacyjnych. Wynika to z wzrostu wskaźników rotacji należności, jak i zobowiązań. Wcześniejsze płatności podwykonawcom to świadoma polityka spółki, mająca na celu generowanie wyższych marż. Można szacować, że 50 mln PLN pozyskane z emisji obligacji pozwoli zwiększyć marże realizowane przez Erbud o około 1 pkt. procentowy.

**Budownictwo****Mostostal Warszawa****Kupuj**

Analityk:

Maciej Stokłosa

P/E 2011 16,9

P/E 2012 9,9

EV/EBITDA 2011 5,2

EV/EBITDA 2012 3,4

**Cena bieżąca 29,99 PLN****Cena docelowa 54,0 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	801,9	611,1	31,2%	1 351,2	1 139,2	18,6%	2 773,3	2 615,7	6,0%
EBITDA	13,0	35,9	-63,8%	22,6	68,0	-66,8%	75,4	114,0	-33,9%
marża	1,6%	5,9%	-	1,7%	6,0%	-	2,7%	4,4%	-
EBIT	3,4	28,5	-88,1%	3,4	51,3	-93,5%	38,3	77,9	-50,8%
Zysk brutto	2,6	29,2	-91,1%	6,6	56,5	-88,3%	49,3	84,4	-41,6%
Zysk netto	1,8	23,4	-92,1%	2,5	42,0	-94,1%	35,5	60,9	-41,7%

**Wynik niski, ale dodatni w Q2 2011; słaby operacyjny cash flow**

Przewidujemy, że w Q2 2011 Mostostalowi uda się wygenerować niski dodatni wynik finansowy. Ceny materiałów budowlanych w Q2 2011 nie rosły. Nie przewidujemy więc znacznego pogorszenia się budżetów realizowanych kontraktów. Oczekujemy przepływów operacyjnych w Q2 2011 na poziomie od -60 do -70 mln PLN. Słaby cash flow wynika z wydłużających się cykli obrotu należności. Na kontraktach drogowych terminy regulowania faktur wykonawcy to 45-60 dni, a małym, tanim podwykonawcom należy płacić już po 15-20 dniach.

Przewidujemy rekordowy poziom przychodów, tak na poziomie jednostkowym (597,6 mln PLN w Q2), jak i skonsolidowanym (801,9 mln PLN). Mostostal Płock wypracuje 24 mln PLN przychodów, Remak 55 mln PLN, zaś pozostałe spółki 125,3 mln PLN. Rentowność brutto na sprzedaży Grupy przewidujemy na poziomie 3,4% (Q1 2011: 2,2%). Na poziomie jednostkowym prognozujemy 2,0% rentowności, w Mostostalu Płock -1,5%, w Remaku 11%, zaś w pozostałych jednostkach 6,5%.

Zakładamy koszty ogólne na poziomie 22,0 mln PLN, 2,0 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 0,8 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. W Grupie oczekujemy 1,8 mln PLN zysku netto, w Remaku 2,7 mln PLN zysku netto, zaś w Mostostalu Płock 1,6 mln PLN straty netto.

**Budownictwo****PBG****Kupuj**

Analitik:  
Maciej Stokłosa

P/E 2011 10,8  
P/E 2012 11,0

EV/EBITDA 2011 6,4  
EV/EBITDA 2012 6,3

**Cena bieżąca 148,8 PLN**  
**Cena docelowa 167,9 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	842,8	729,3	15,6%	1 320,5	1 198,3	10,2%	2 396,1	2 740,3	-12,6%
EBITDA	90,2	86,0	4,9%	134,9	121,5	11,0%	292,3	319,4	-8,5%
marża	10,7%	11,8%	-	10,2%	10,1%	-	12,2%	11,7%	-
EBIT	79,0	73,9	6,9%	112,4	97,8	15,0%	239,5	272,7	-12,2%
Zysk brutto	75,5	74,1	1,9%	105,9	97,0	9,2%	249,9	267,6	-6,6%
Zysk netto	59,9	62,5	-4,3%	83,9	80,3	4,5%	197,5	224,3	-11,9%

**Wyniki porównywalne r/r, lepiej na poziomie EBIT**

Uważamy, że wyniki PBG rok do roku będą lepsze na poziomie przychodów i EBIT oraz porównywalne na poziomie zysku netto. Przewidujemy wzrost przychodów Grupy o 15,6% r/r. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 13,3%. Oczekiwana rentowność jest wyższa, niż w ostatnich kilku kwartałach (Q1 2011: 11,6%, Q4 2010: 11,2%, Q3 2010: 13,1%).

Prognozujemy 33,1 mln PLN kosztów ogólnych. Zakładamy, że saldo pozostałej działalności operacyjnej będzie neutralne. Oczekujemy 3,4 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Oczekujemy 3,6 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych. Liczymy na niewielki dodatni operacyjny cash flow.

W przypadku Hydrobudowy oczekujemy 486,6 mln PLN przychodów, 17,6 mln PLN EBIT i 10,8 mln PLN zysku netto. Hydrobudowa powinna być odpowiedzialna za większość dodatniego operacyjnego cash flow w Grupie PBG.

**Budownictwo****Polimex Mostostal Trzymaj**

Analitik:  
Maciej Stokłosa

P/E 2011 14,1  
P/E 2012 10,5

EV/EBITDA 2011 7,5  
EV/EBITDA 2012 6,4

**Cena bieżąca 2,99 PLN**  
**Cena docelowa 3,41 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	1 123,1	1 034,3	8,6%	2 002,8	1 806,2	10,9%	4 719,9	4 160,9	13,4%
EBITDA	52,7	72,9	-27,8%	106,4	130,6	-18,6%	279,2	300,4	-7,1%
marża	4,7%	7,0%	-	5,3%	7,2%	-	5,9%	7,2%	-
EBIT	28,9	50,3	-42,6%	58,9	82,2	-28,4%	169,2	212,7	-20,4%
Zysk brutto	11,2	41,6	-73,1%	31,5	63,2	-50,2%	117,3	155,2	-24,4%
Zysk netto	8,8	25,9	-65,9%	21,3	42,7	-50,1%	110,3	109,7	0,6%

**Zaskoczenie negatywne, słaby wynik produkcji i energetyki w Q2 2011**

Oczekujemy bardzo słabych wyników Polimexu za Q2 2011. Pomimo oczekiwanego wzrostu przychodów o 8,6% r/r, spodziewamy się znacznego pogorszenia wyniku brutto na sprzedaży (marża w Q2 2011: 8,2%, Q1 2010: 9,8%). Przyczyną tak niskiej marży jest oczekiwany słaby wynik segmentu produkcji i energetyki. W produkcji problemem okazał się wzrost cen stali i jego przełożenie na wyniki. Rynek konstrukcji stalowych jest słaby i trudno spółkom jest podnosić ceny produktów. W segmencie energetyki wynik obciążył koszt przygotowania ofert budowy nowych, dużych bloków energetycznych.

Oczekujemy 61,9 mln PLN kosztów ogólnych (Q1 2011: 57,0 mln PLN). Zakładamy 1,25 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. Pozostałe koszty finansowe netto wyniosą 17,7 mln PLN. Zakładamy 0,2 mln PLN zysków akcjonariuszy mniejszościowych.

Operacyjne przepływy pieniężne powinny wynieść zgodnie z prognozą od -50 do -80 mln PLN (skutek wydłużających się cykli obrotów należności).

**Budownictwo****Rafako****Akumuluj**

Analitik:

Maciej Stokłosa

P/E 2011 15,2

EV/EBITDA 2011 8,6

EV/EBITDA 2012 7,9

**Cena bieżąca 12,29 PLN****Cena docelowa 12,8 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	345,0	334,7	3,1%	547,1	574,5	-4,8%	1 418,2	1 135,6	24,9%
EBITDA	17,2	19,5	-12,2%	32,3	39,7	-18,7%	77,5	64,6	20,0%
marża	5,0%	5,8%	-	5,9%	6,9%	-	5,5%	5,7%	-
EBIT	14,1	16,5	-14,8%	26,1	33,8	-22,6%	63,7	52,7	20,9%
Zysk brutto	15,5	15,1	2,8%	29,4	28,4	3,5%	70,7	52,1	35,7%
Zysk netto	12,3	11,5	7,5%	23,2	21,5	7,7%	56,3	40,1	40,4%

**Wzrost przychodów i wyniku r/r, dodatni operacyjny cash flow**

Przewidujemy, że wyniki Rafako w Q2 2011 będą nieznacznie lepsze, niż w roku ubiegłym. Operacyjne przepływy pieniężne powinny być dodatnie. Uważamy, że spółka w Q2 2011 nie powinna znacząco pozytywnie zaskoczyć wynikiem - Rafako jest przed due diligence, związanym z planowanym przejęciem pakietu większościowego firmy przez PBG.

Oczekujemy wzrostu przychodów o 3,1% r/r i marży brutto na sprzedaży na poziomie 9,5%. Zakładamy koszty ogólne na poziomie 17,9 mln PLN (Q2 2011: 15,9 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto zgodnie z prognozą wyniosą 0,75 mln PLN. Zakładamy pozostałe przychody finansowe netto na poziomie 1,4 mln PLN. Przewidujemy 0,25 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych.

Wyniki spółki za I półrocze mogą wskazywać, że nasze prognozy na rok 2011 są zbyt wymagające, głównie z uwagi na wysokie założone przychody. Oczekiwania, jakie stawiamy spółce w 2013 roku, tzn. wtedy, gdy realizowane będą pierwsze duże kontrakty energetyczne, są całkowicie realne (2 mld PLN przychodów, około 80 mln PLN zysku netto). W przypadku bardzo pozytywnego rozstrzygnięcia dużych przetargów, Rafako mogłoby liczyć nawet na osiągnięcie 3 mld PLN przychodów w latach 2013-2014.

**Budownictwo****Trakcja Tiltra****Kupuj**

Analitik:

Maciej Stokłosa

P/E 2011 8,8

EV/EBITDA 2011 6,2

P/E 2012 8,0

EV/EBITDA 2012 5,5

**Cena bieżąca 2,75 PLN****Cena docelowa 3,50 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	724,4	100,1	-	802,5	150,4	433,5%	2 259,2	484,8	366,0%
EBITDA	36,8	18,4	100,3%	38,8	25,4	52,5%	173,4	53,0	227,1%
marża	5,1%	18,4%	-	4,8%	16,9%	-	7,7%	10,9%	-
EBIT	34,0	15,7	116,5%	33,0	20,2	63,6%	127,7	42,4	200,8%
Zysk brutto	25,4	15,9	59,7%	25,1	20,7	21,0%	90,2	45,6	98,1%
Zysk netto	20,4	12,8	58,5%	19,9	16,5	21,0%	72,6	36,4	99,4%

**Duża poprawa wyników r/r, głównie za sprawą akwizycji Tiltry**

Q2 2011 nie jest porównywalny r/r. Od 1 kwietnia Trakcja konsoliduje wyniki litewskiej Tiltry. Od 19 kwietnia konsolidowane jest zadłużenie, które finansuje akwizycję. Bez akwizycji Tiltry, wyniki Trakcji Polskiej byłyby następujące: 292 mln PLN przychodów, marża brutto na sprzedaży: 5,7%, 7,4 mln PLN EBIT i 6,5 mln PLN zysku netto.

Tiltra dodaje 432 mln PLN przychodów, 26,6 mln PLN EBIT i 18,3 mln PLN zysku netto. Koszty finansowe, związane z akwizycją, obniżają zysk netto o około 4,4 mln PLN.

Skonsolidowane wyniki Trakcji - Tiltry zakładają wygenerowanie 724,4 mln PLN przychodów, 8,4% marży brutto na sprzedaży, 24,3 mln PLN kosztów ogólnych. Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosą zgodnie z prognozą 2,5 mln PLN. Przewidujemy 8,5 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Oczekiwany wynik netto to 20,4 mln PLN.

W efekcie, Trakcja - Tiltra, głównie za sprawą akwizycji, będzie w Q2 2011 jedną z pierwszych spółek, które zaprezentują zdecydowaną poprawę wyników. Sama Trakcja Polska istotnie poprawi wyniki w 2012 roku (szansa na 55-60 mln PLN zysku netto), co wynika z realizacji kontraktów typu D&B.

**Budownictwo****Ulma Construcccion Akumuluj**

Analitik:  
Maciej Stokłosa

P/E 2011 11,8 EV/EBITDA 2011 4,0  
P/E 2012 12,6 EV/EBITDA 2012 4,2

**Cena bieżąca 76,2 PLN**  
**Cena docelowa 91,4 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	67,5	55,2	22,2%	116,5	95,5	22,0%	258,9	215,4	20,2%
EBITDA	36,2	25,2	43,2%	59,6	42,1	41,6%	128,8	104,2	23,6%
marża	53,6%	45,7%	-	51,2%	44,1%	-	49,8%	48,4%	-
EBIT	16,6	6,0	178,1%	20,6	4,0	416,9%	56,3	27,3	106,2%
Zysk brutto	13,4	1,9	-	14,2	-2,9	-	42,5	13,5	215,7%
Zysk netto	10,7	1,4	-	11,5	-2,6	-	34,1	10,2	233,1%

**Ponad 10 mln PLN zysku netto, prognoza całoroczna jest aktualna**

Q2 2011 zapowiada się lepiej, niż pierwotnie przewidywaliśmy w naszej najnowszej rekomendacji. Przyczyną jest wyższy, niż zakładany wolumen prac, realizowanych przy wykorzystaniu szalunków Ulmy w Q2 2011. Prognozy całoroczne, zakładające 258,9 mln PLN przychodów i 34,1 mln PLN zysku netto pozostają aktualne, zmienia się jedynie podział wyniku pomiędzy poszczególne kwartały. Wcześniej zakładaliśmy, że w H1 2011 Ulma zrealizuje 41,8% całorocznej prognozy przychodów, obecnie przewidujemy, że będzie to 45,0%.

W Q2 2011 oczekujemy 67,5 mln PLN przychodów i 46,2 mln PLN kosztów własnych sprzedaży (Q1: 40,5 mln PLN). Na duży wzrost kosztów własnych sprzedaży wpłyną m.in. wydatki na remont szalunków, poprzedzające dużą liczbę wydań sprzętu w II połowie roku. Koszty te szacujemy na 3,0 mln PLN.

Koszty ogólne przyjmujemy na poziomie 4,6 mln PLN. Pozostałe koszty operacyjne netto przewidujemy na poziomie -0,15 mln PLN, zaś pozostałe koszty finansowe netto na poziomie 3,2 mln PLN. Wynik netto na poziomie 10,7 mln PLN to najlepszy rezultat Ulmy od Q1 2008.

**Budownictwo****Unibep****Kupuj**

Analitik:  
Maciej Stokłosa

P/E 2011 11,1 EV/EBITDA 2011 8,7  
P/E 2012 5,3 EV/EBITDA 2012 5,2

**Cena bieżąca 6,35 PLN**  
**Cena docelowa 9,78 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	215,3	160,7	34,0%	355,2	286,2	24,1%	780,6	657,9	18,7%
EBITDA	7,3	6,6	11,5%	12,6	14,2	-11,6%	33,3	35,7	-6,6%
marża	3,4%	4,1%	-	3,5%	5,0%	-	4,3%	5,4%	-
EBIT	5,6	5,2	9,2%	9,2	11,5	-19,8%	26,8	29,8	-9,9%
Zysk brutto	4,7	5,8	-18,0%	7,7	10,9	-29,9%	24,3	29,4	-17,3%
Zysk netto	3,8	4,7	-19,2%	6,0	8,6	-30,4%	19,5	22,7	-14,1%

**Rok do roku słabiej, ale to tylko efekt wysokiej bazy H1 2010, dodatni operacyjny cash flow**

Przewidujemy, że wyniki Q2 2011 będą gorsze niż w roku ubiegłym, ale jest to tylko efekt wysokiej bazy ubiegłego roku (wysoka marża działalności budowlanej, większe przychody i lepsza marża z działalności deweloperskiej). Znaczna poprawa będzie widoczna na poziomie przychodów. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 5,8% (prognoza: 6,7%).

Oczekujemy 117 mln PLN przychodów generalnego wykonawstwa w kraju (marża brutto: 5,5%), 15,4 mln PLN przychodów drogownictwa (marża: 4,7%), 36,4 mln PLN przychodów generalnego wykonawstwa w Rosji (marża: 4,5%), 35,3 mln PLN przychodów produkcji (marża: 6,5%), 11,2 mln PLN przychodów działalności deweloperskiej (marża: 12,5%).

Koszty ogólne wyniosą w Q2 2011 zgodnie z prognozą 6,4 mln PLN (Q1 2011: 5,4 mln PLN). Zakładamy 0,5 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 0,9 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Wynik netto w Q2 2011 wyniesie zgodnie z prognozą 3,8 mln PLN. Kolejne kwartały będą prezentować stopniową poprawę, głównie z uwagi na oczekiwany dodatni wynik na wycenie realizowanego projektu biurowego przy ul. Grzybowskiej.

Oczekujemy pozytywnych przepływów operacyjnych w Q2 2011 na poziomie +10 mln PLN.

**Budownictwo**

Analitik:  
Maciej Stokłosa

**ZUE**

P/E 2011 11,6 EV/EBITDA 2011 6,7  
P/E 2012 11,0 EV/EBITDA 2012 5,6

**Kupuj**

**Cena bieżąca 11,03 PLN**  
**Cena docelowa 13,2 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	98,1	62,8	56,2%	144,0	91,5	57,3%	530,0	392,4	35,1%
EBITDA	7,7	11,4	-32,3%	6,1	8,0	-24,4%	39,8	32,4	22,9%
marża	7,9%	18,1%	-	4,2%	8,8%	-	7,5%	8,2%	-
EBIT	6,0	9,7	-38,2%	2,6	4,5	-41,6%	31,5	25,6	22,8%
Zysk brutto	4,7	7,0	-32,7%	1,1	1,4	-24,7%	28,2	21,1	33,5%
Zysk netto	3,7	5,2	-29,0%	1,0	1,1	-9,0%	20,9	16,8	24,2%

**I półrocze nieznacznie powyżej zera, ale to normalne, ujemny cash flow operacyjny**

Przewidujemy, że ZUE w I półroczu wygeneruje wynik netto nieznacznie powyżej zera. Nie powinno to zaskakiwać, gdyż spółka w I półroczu realizuje niskie przychody (efekt dźwigni operacyjnej). Przewidujemy, że ZUE w Q2 2011 zrealizuje jedynie 18,5% rocznej prognozy przychodów.

Marża brutto zgodnie z naszymi szacunkami wyniesie 10,2% (Q1 2010: 0,3%, Q2 2010: 20,9%, Q1 2011: -4,9%). Koszty ogólne przewidujemy na poziomie 3,8 mln PLN. Zakładamy 0,25 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto i 1,3 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Ostatecznie, wynik netto wyniesie zgodnie z prognozą 3,7 mln PLN, tzn. będzie niższy, niż w roku ubiegłym. W Q2 2010 mieliśmy jednak do czynienia z efektem wysokiej bazy (marża brutto na sprzedaży na poziomie aż 20,9%, dla porównania, w Q3 2010: 8,7%).

Prognozy całoroczne pozostają aktualne. W pozostałych kwartałach ZUE zaraportuje średnio ponad 190 mln PLN przychodów, co przy porównywalnych marżach brutto przełoży się na znacznie wyższy wynik netto. Operacyjne przepływy pieniężne w Q2 2011 wyniosą zgodnie z prognozą około -20 mln PLN i są pochodną wydłużających się cykli obrotu należności (miasta płacą wolniej).

## Deweloperzy



## Deweloperzy

## BBI Development Kupuj

Analitik:  
Piotr Zybala

P/E 2011 17,8  
P/E 2012 5,5

EV/EBITDA 2011 26,7  
EV/EBITDA 2012 9,6

Cena bieżąca 0,34 PLN  
Cena docelowa 0,53 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	6,0	46,9	-87,2%	45,1	47,5	-5,2%	53,3	66,6	-20,0%
EBITDA	-3,7	25,3	-	17,9	24,6	-27,2%	12,9	29,9	-56,8%
marża	-61,8%	54,0%	-	39,6%	51,7%	-	24,2%	44,8%	-
EBIT	-3,8	25,3	-	17,8	24,5	-27,4%	12,7	29,7	-57,2%
Zysk brutto	-4,4	25,8	-	16,5	25,1	-34,0%	12,9	25,0	-48,4%
Zysk netto	-3,5	21,1	-	13,3	20,5	-35,1%	10,0	13,5	-26,2%

## W Q2 prawdopodobna strata netto

Kilka ostatnich kwartałów pokazało, że w okresie, w którym BBI Development nie dokonuje rewaluacji inwestycji Plac Unii, spółka ponosi stratę finansową. Sądzymy, że w Q2 taki scenariusz jest bardzo prawdopodobny. Wycena dokonana w Q1 2011 była na tyle duża, że Spółka przekroczyła nasze całoroczne prognozy zysku netto. Wynik Q1 był dodatkowo wzmocniony przekazaniem mieszkań z projektu Dom na Dolnej. W Q2 liczymy na kontynuację przekazania (spodziewany przychód 8,6 mln PLN). BBI uzyska także niewielkie przychody z wyceny wierzytelności i odsetek od pożyczek. Wycena nieruchomości inwestycyjnych najprawdopodobniej przyniesie stratę szacowaną na 3 mln PLN (głównie efekt kursu walutowego). Łącznie przychody Q2 szacujemy na 6,0 mln PLN. Koszty ogólne nie powinny odbiegać mocno od średniego poziomu z ostatnich trzech kwartałów (prognoza: 4,2 mln PLN).

W pozycji pozostałych przychodów operacyjnych oczekujemy wyniku na poziomie około 1,0 mln PLN. Spółka księguje tu przychody z wynajmu pomieszczeń w Koneserze oraz przychody z usług zewnętrznych świadczonych przez spółkę Juvenes-Projekt. Wynik netto z działalności finansowej prognozujemy na -0,6 mln PLN (poziom zbliżony do wyniku Q1). Szacowana przez nas strata netto wynosi 3,5 mln PLN. Kolejne dwa kwartały 2011 r. również mogą przynieść stratę. Dodatniego wyniku finansowego spodziewalibyśmy się wraz z rozpoczęciem przekazania lokali w Rezydencji Foksal (Q1 2012).



## Deweloperzy

## Dom Development Akumuluj

Analitik:  
Piotr Zybala

P/E 2011 13,8  
P/E 2012 8,8

EV/EBITDA 2011 12,8  
EV/EBITDA 2012 6,7

Cena bieżąca 46,51 PLN  
Cena docelowa 53,5 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	117,3	142,8	-17,9%	137,5	302,7	-54,6%	625,6	513,7	21,8%
EBITDA	17,9	19,7	-8,9%	3,7	37,7	-90,2%	101,3	61,4	64,9%
marża	15,3%	13,8%	-	2,7%	12,4%	-	16,2%	12,0%	-
EBIT	17,4	19,1	-9,0%	2,6	36,5	-93,0%	98,9	59,1	67,5%
Zysk brutto	17,3	16,7	4,0%	2,3	31,6	-92,7%	101,9	51,1	99,5%
Zysk netto	14,0	13,2	6,5%	1,8	25,0	-92,8%	82,5	40,4	104,1%

## Odrobienie strat z Q1

Po bardzo słabym wyniku Q1, w którym Dom Development przekazał 20 mieszkań, w Q2 oczekujemy poprawy wyniku dzięki zakończeniu trzech projektów deweloperskich (Derby 9, Klasyków E1 oraz Saska E1 F1). Łączną liczbę przekazanych w Q2 szacujemy na 290 lokali. Na zakończonych projektach spodziewamy się uzyskania przez spółkę ponad 30% marży brutto ze sprzedaży, przy przychodach równych 117,3 mln PLN. Oczekujemy spadku kosztów sprzedaży z 8,4 mln PLN w Q1 do 6,8 mln PLN w Q2. W ostatnich dwóch latach widać było wyraźną sezonowość w kształtowaniu się kosztów sprzedaży (w Q1 były one najwyższe). Spodziewamy się 3% dynamiki kosztów ogólnego zarządu oraz 0,5 mln PLN straty na pozostałej działalności operacyjnej. Saldo działalności finansowej nie powinno wpłynąć istotnie na wynik brutto. Szacujemy, że zysk netto wyniesie 14 mln PLN, co oznaczałoby, że w całym H1 2011 Dom Development osiągnęłyby zysk 1,8 mln PLN.

Zdecydowanie wyższych przychodów oczekujemy w Q3 i Q4. W powyższych okresach zostanie oddanych do użytku kolejnych pięć projektów na ok. 800 lokali. We wszystkich starych inwestycjach Spółki na koniec Q1 znajdowało się ok. 200 gotowych mieszkań. Większość z nich stanowiły apartamenty przy ul. Grzybowskiej.

**Deweloperzy**

Analitik:  
Piotr Zybala

# Echo Investment Kupuj

P/E 2011 9,8 EV/EBITDA 2011 7,6  
P/E 2012 4,7 EV/EBITDA 2012 4,1

**Cena bieżąca 4,57 PLN**  
**Cena docelowa 6,17 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	93,8	117,7	-20,3%	179,7	231,9	-22,5%	400,1	427,8	-6,5%
EBITDA	44,5	203,2	-78,1%	172,2	141,5	21,7%	367,0	169,6	116,4%
marża	47,4%	172,6%	-	95,8%	61,0%	-	91,7%	39,7%	-
EBIT	43,6	202,3	-78,4%	170,4	139,7	22,0%	361,9	167,6	116,0%
Zysk brutto	24,6	35,7	-31,1%	93,7	71,4	31,2%	242,5	137,5	76,3%
Zysk netto	19,9	27,3	-27,0%	74,9	57,1	31,3%	196,4	146,9	33,7%

**Oczekiwana poprawa wyniku brutto ze sprzedaży i mniejsze wpływy z rewaluacji**

W Q2 spodziewamy się kontynuacji poprawy wyników operacyjnych spółki. Sądzymy, że możliwy jest ok. 9% wzrost przychodów Q/Q, za co głównie będzie odpowiadać większa liczba przekazanych mieszkań (zakończenie inwestycji Klimt House w Warszawie). Wynik brutto ze sprzedaży może wzrosnąć z 62,3 mln PLN w Q1 do 64,8 mln PLN w Q2. Tu oprócz wyższych zysków z segmentu mieszkaniowego, powinniśmy zaobserwować również wyższe przychody z czynszów w biurach Spółki (wzrost poziomu wynajmu w biurach Malta II i Oxygen). Na wyniki Q2 korzystnie wpłynie sprzedaż nieruchomości. Spodziewamy się 10,0 mln PLN z tego tytułu. Część tego zysku dotyczy sprzedaży Galerii Echo w Bełchatowie. Wynik z rewaluacji nieruchomości będzie z kolei ujemny (efekt niekorzystnych zmian kursu walutowego). Większe zyski z wyceny nieruchomości są planowane na Q3, kiedy Echo rozliczy budowę centrum handlowego w Kielcach oraz dokona aktualizacji stóp kapitalizacji. Zakładamy wzrost poziomu kosztów ogólnych o 2% Q/Q oraz niewielki dodatni wynik na pozostałej działalności operacyjnej (1,5 mln PLN).

Koszty finansowe szacujemy na ok. 35,0 mln PLN. Zmiana kursu walutowego korzystnie wpłynie na wycenę forwardów i kredytów walutowych (szacowany łączny efekt osłabienia Euro: 16,0 mln PLN). Szacowany przez nas wynik netto to 19,9 mln PLN (-27% R/R i -63% Q/Q).

**Deweloperzy**

Analitik:  
Piotr Zybala

# GTC Kupuj

P/E 2011 7,8 EV/EBITDA 2011 10,1  
P/E 2012 4,9 EV/EBITDA 2012 8,0

**Cena bieżąca 15,78 PLN**  
**Cena docelowa 23,36 PLN**

(mln EUR)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	35,6	40,8	-12,8%	76,2	77,9	-2,2%	166,9	169,0	-1,2%
EBITDA	25,8	31,1	-17,1%	79,4	49,8	59,4%	211,1	111,1	89,9%
marża	72,5%	76,2%	-	104,2%	63,9%	-	126,5%	65,8%	-
EBIT	25,7	31,0	-17,2%	79,0	49,5	59,5%	210,5	110,6	90,3%
Zysk brutto	10,4	10,5	-0,9%	48,9	16,2	202,0%	153,3	45,7	235,1%
Zysk netto	9,6	2,5	284,4%	35,8	8,7	310,8%	110,9	41,9	164,5%

**Wyniki płasko Q/Q**

W Q2 oczekujemy nieznacznego wzrostu Q/Q przychodów segmentu komercyjnego (31,2 mln EUR, +1,2% Q/Q). Nowe umowy najmu z poprzednich kwartałów powinny być głównym czynnikiem poprawiającym wynik. Przychody segmentu mieszkaniowego wciąż będą pod wpływem słabej koniunktury w krajach regionu SEE. Sądzymy, że ujemna marża na sprzedaży mieszkań, która pojawiła się w Q1, powtórzy się również w Q2. Zyski mogą pojawić się wraz z przekazaniem domów w Konstancinie, co nastąpi w kolejnych kwartałach. Całkowite przychody Q2 prognozujemy na 35,6 mln EUR (+2,4% Q/Q oraz -12,8% R/R).

Sądzymy, że prawdopodobna jest rewaluacja części nieruchomości znajdujących się w Polsce (9,5 mln EUR). Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży prognozujemy na 6,4 mln EUR (+1,1% Q/Q). Poziom kosztów finansowych również nie powinien istotnie wzrosnąć Q/Q (prognoza: 17,1 mln EUR). Sądzymy, że straty, które spółka poniosła w związku z posiadaniem udziałów w jednostkach stowarzyszonych nie powtórzą się w Q2. Spodziewamy się tu zysku w wysokości 0,5 mln EUR. Zysk netto prognozujemy na 8,4 mln EUR. Będzie on powiększony o spodziewaną stratę akcjonariuszy mniejszościowych, generowaną przez centra handlowe w Rumunii i Bułgarii. Zysk netto przypisany GTC szacujemy na 9,6 mln EUR, czyli na poziomie zbliżonym, do osiągniętego w Q1 2011.

**Deweloperzy****J.W. Construction Trzymaj**

Analitik:  
Piotr Zybala

P/E 2011 7,6  
P/E 2012 9,9

EV/EBITDA 2011 7,0  
EV/EBITDA 2012 10,0

**Cena bieżąca 13,49 PLN**  
**Cena docelowa 16,3 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	83,3	122,9	-32,2%	208,9	241,2	-13,4%	528,3	620,0	-14,8%
EBITDA	17,2	23,0	-25,3%	51,6	55,0	-6,3%	153,0	155,3	-1,5%
marża	20,6%	18,7%	-	24,7%	22,8%	-	29,0%	25,0%	-
EBIT	14,3	19,9	-28,2%	45,8	48,7	-5,8%	136,2	142,4	-4,4%
Zysk brutto	4,7	17,6	-73,1%	28,3	39,3	-28,0%	119,0	113,4	4,9%
Zysk netto	3,8	14,4	-73,4%	23,1	32,0	-27,8%	96,4	92,0	4,8%

**Przychody determinowane sprzedażą w Q1**

W Q2 J.W. Construction nie zakończyło żadnej inwestycji mieszkaniowej. W efekcie wszystkie mieszkania przekazane w tym kwartale pochodzą z bieżącej sprzedaży Spółki. W Q1 sprzedaż brutto wyniosła 256 mieszkań. Sądzymy, że niewiele mniejsza liczba lokali zostanie rozpoznana w wyniku Q2. Oczekujemy 83 mln PLN przychodów ze sprzedaży oraz solidnej ponad 30% marży brutto ze sprzedaży. Sama sprzedaż mieszkań powinna przynieść około 76 mln PLN przychodów przy 32% marży.

Spodziewamy się kosztów ogólnego zarządu i kosztów sprzedaży na poziomie zbliżonym do ostatniego kwartału oraz kosztów finansowych netto równych -9,5 mln PLN. Prognozowany przez nas zysk netto wynosi 3,8 mln PLN (-80% Q/Q oraz -78% R/R). Zdecydowanie niższe prognozy zysku w Q2 wynikają ze zmniejszającej się sprzedaży JWC przy jednoczesnym braku przekazania nowych inwestycji. Sytuacja powinna się poprawić w Q4, gdy pierwsze mieszkania z projektu Słoneczny Park trafią do klientów.

**Deweloperzy****P.A. Nova****Kupuj**

Analitik:  
Piotr Zybala

P/E 2011 15,4  
P/E 2012 15,1

EV/EBITDA 2011 13,4  
EV/EBITDA 2012 15,8

**Cena bieżąca 27,0 PLN**  
**Cena docelowa 37,4 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	39,8	38,4	3,6%	74,8	68,6	9,0%	169,3	146,5	15,6%
EBITDA	5,7	2,9	96,1%	12,3	12,8	-3,9%	29,6	27,9	5,9%
marża	14,3%	7,6%	-	16,4%	18,6%	-	17,5%	19,1%	-
EBIT	5,0	1,8	179,2%	10,9	11,1	-1,8%	27,0	25,7	4,9%
Zysk brutto	4,4	1,8	150,4%	9,4	11,0	-14,5%	21,7	24,5	-11,6%
Zysk netto	3,6	1,4	159,4%	7,9	8,9	-10,7%	17,6	20,2	-12,8%

**Wyższe przychody i niższa wartość rozliczonych kontraktów budowlanych Q/Q**

W Q2 P.A. Nova księgowała przychody z 7 kontraktów budowlanych. Spodziewamy się rozliczenia zysku z 4 spośród nich (kontrakty z Tesco w Nowym Sączu, Poznaniu, Krapkowicach i Gliwicach). Oczekujemy nieco wyższych przychodów z tytułu czynszów w Galerii Sanowa. Przychody i zyski z tego tytułu powinny rosnać także w kolejnych kwartałach. Obecnie z uwagi na to, że część czynszów uzależniona jest od obrotu, a ostatni najemcy wprowadzają się do galerii, Galeria nie osiągnęła jeszcze docelowego poziomu zysków. Sądzymy, że nastąpi to dopiero w przyszłym roku. W przyszłym roku spodziewamy się też sprzedaży Galerii. Jej wartość z pewnością będzie wyższa po ustabilizowaniu się poziomu generowanych zysków, dlatego Zarząd nie będzie się spieszyć z decyzją o sprzedaży.

Sądzymy, że w związku z rozpoczęciem prac przy budowie galerii w Kędzierzynie Koźlu koszty ogólnego zarządu wzrosną Q/Q (prognoza: 0,7 mln PLN). Zakładamy zerowe saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz niższe koszty związane z obsługą długu (Spółka renegotjowała umowy kredytowe w bankami). Szacowany przez nas zysk netto Q2 wynosi 3,6 mln PLN (-17% Q/Q).

**Deweloperzy**

Analitik:  
Piotr Zybala

**Polnord****Kupuj**

P/E 2011 8,4 EV/EBITDA 2011 9,1  
P/E 2012 4,9 EV/EBITDA 2012 4,5

**Cena bieżąca 22,2 PLN**  
**Cena docelowa 43,5 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	45,9	53,8	-14,6%	67,4	96,3	-30,1%	352,9	180,3	95,8%
EBITDA	50,1	12,3	307,0%	69,1	30,6	125,7%	91,2	50,4	80,9%
marża	109,0%	22,9%	-	102,6%	31,8%	-	25,8%	28,0%	-
EBIT	49,5	11,8	319,9%	67,9	29,6	129,5%	89,1	48,1	85,1%
Zysk brutto	44,1	16,6	165,6%	64,8	36,3	78,5%	72,7	73,1	-0,5%
Zysk netto	35,7	10,4	244,0%	51,4	25,6	100,5%	58,9	51,6	14,2%

**Wysoki zysk dzięki odszkodowaniom za drogi**

Polnord przekazał w Q2 150 mieszkań. Jest to wynik zbliżony do osiągniętego w Q2 2010 i o ponad 90 mieszkań lepszy Q/Q. Prawdopodobnie znaczny udział w przekazaniach miał drugi etap City Park w Łodzi. Na inwestycji City Park Polnord uzyskuje marże zbliżone do 0%, dlatego spodziewamy się spadku średniej marży brutto na sprzedaży w Q2 do poziomu ok. 15%. Przychody ze sprzedaży mieszkań szacujemy na ok. 46 mln PLN, natomiast zysk brutto ze sprzedaży na 7,1 mln PLN. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu prawdopodobnie utrzymają się na wysokim poziomie z Q1 2011 (prognoza: 16,6 mln PLN). Ich wyraźnego spadku oczekujemy począwszy od Q3, kiedy to powinien być widoczny efekt wprowadzonych przez Spółkę działań oszczędnościowych.

Na wynik Q2 korzystnie wpłynie sprzedaż wierzytelności z tytułu odszkodowań za grunty pod drogi. Polnord już w Q1 2011 rozpoznał część spodziewanych zysków ze sprzedaży wierzytelności. Wynik rozpoznany w Q2 powinien oscylować w okolicach 66 mln PLN. Pozostałe koszty operacyjne prognozujemy na 7 mln PLN. Pierwszy kwartał tego roku przyniósł dodatni wynik z działalności finansowej (m. in. skutek sprzedaży udziałów w dwóch spółkach). W Q2 nie spodziewamy się tego typu wydarzeń. Koszt finansowy netto szacujemy na -5,4 mln PLN. Szacujemy, że Q2 może przynieść ok. 36 mln PLN zysku netto. Spodziewamy się również wysokich dodatnich przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej.

**Deweloperzy**

Analitik:  
Piotr Zybala

**Robyg****Kupuj**

P/E 2011 13,4 EV/EBITDA 2011 14,9  
P/E 2012 4,8 EV/EBITDA 2012 4,3

**Cena bieżąca 1,86 PLN**  
**Cena docelowa 2,52 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	25,2	65,8	-61,7%	60,0	141,1	-57,5%	234,7	284,8	-17,6%
EBITDA	2,8	12,6	-78,0%	5,1	26,0	-80,4%	50,7	47,6	6,6%
marża	11,1%	19,2%	-	8,5%	18,5%	-	21,6%	16,7%	-
EBIT	2,6	12,4	-78,9%	4,7	25,6	-81,5%	49,8	46,9	6,2%
Zysk brutto	1,8	11,7	-84,8%	3,6	26,7	-86,6%	51,8	47,5	8,9%
Zysk netto	0,6	8,5	-92,7%	1,6	17,5	-91,1%	35,7	31,7	12,6%

**Niska liczba przekazanych mieszkań i wycena gruntów pod biura**

W Robygu kumulacja przekazania mieszkań szykuje się na Q4, kiedy to zostaną zakończone cztery projekty na ponad 500 mieszkań. Na koniec Q1 Spółka miała jedynie 151 mieszkań w ukończonych projektach, z czego 50 było zakontraktowanych. Sądymy, że niecałe 50 mieszkań spółka będzie w stanie pokazać w wynikach Q2. Robyg uzyska również przychody ze świadczenia usług budowlanych na rzecz Robyg Ogród Jelonki. Łączne przychody okresu szacujemy na 25,2 mln PLN, a zysk brutto ze sprzedaży na 5,2 mln PLN. Koszty ogólnego zarządu wzrosną w stosunku do Q1 z uwagi na rozliczanie programu motywacyjnego. W kolejnych okresach program motywacyjny powinien wiązać się z coraz mniejszymi kosztami, lecz jeszcze w Q2 może wpłynąć na podniesienie kosztów ogólnego zarządu do szacowanych przez nas 5,0 mln PLN.

W Q2 oczekujemy pokazania zysku z wyceny gruntów, na których Spółka będzie budować park biurowy Wilanów Office Center. Grunty zostały przejęte poniżej obecnych stawek rynkowych. Sądymy, że rewaluacja na poziomie ok. 5 mln PLN jest prawdopodobna.

Pozostałe koszty operacyjne szacujemy na 0,3 mln PLN. Koszty finansowe netto równe 0,8 mln PLN. Zysk netto w Q2 powinien być zbliżony do osiągniętego w Q1. Nasze prognozy przewidują 0,6 mln PLN

## Handel



## Handel

Analitik:  
Gabriela Borowska

## Eurocash

P/E 2011 19,6 EV/EBITDA 2011 10,8  
P/E 2012 13,8 EV/EBITDA 2012 8,0

## Kupuj

Cena bieżąca 28,91 PLN  
Cena docelowa 37,0 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	2 509,1	1 764,4	42,2%	4 588,5	3 305,0	38,8%	13 895,0	7 834,2	77,4%
EBITDA	62,1	52,4	18,7%	94,8	81,9	15,8%	411,0	236,5	73,8%
marża	2,5%	3,0%	-	2,1%	2,5%	-	3,0%	3,0%	-
EBIT	44,1	38,8	13,7%	58,7	55,1	6,6%	319,6	176,8	80,8%
Zysk brutto	37,2	38,4	-3,0%	46,9	53,4	-12,1%	237,0	149,7	58,3%
Zysk netto	32,6	33,5	-2,4%	41,4	46,9	-11,7%	202,0	131,3	53,8%

## Konsolidacja i przesunięcie świąt

Na sprzedaż spółki i dynamikę r/r wpłynie konsolidacja spółek dystrybucyjnych Premium Distributors, które nie były konsolidowane w wynikach za 2Q 2010. Spodziewamy się, że dodatkowo na wyniki sprzedażowe pozytywnie wpłynie efekt przesunięcia świąt wielkanocnych: zwiększona sprzedaż przed świętami w 2010 wchodziła w wyniki 1Q, w tym roku wchodzi w 2Q. Szacujemy zbliżoną rentowność EBITDA na wszystkich segmentach działalności, jednak na procentowe zmniejszenie rentowności EBITDA powinna wpłynąć konsolidacja Premium Distributors, która zmniejszy ją z 3,0% bez uwzględniania spółek dystrybucyjnych do 2,5% z uwzględnieniem tego segmentu. Szacujemy zwiększenie sprzedaży o 42,2% r/r i EBITDA o 18,7%. Szacujemy saldo pozostałej działalności operacyjnej na -3,0 mln PLN. Na niższą dynamikę zysku netto od zysku operacyjnego wpłynie saldo działalności finansowej, w tym głównie odsetki od kredytu zaciągniętego na sfinansowanie zakupu spółek dystrybucyjnych. W sumie koszty finansowe od kredytów i zobowiązań szacujemy na 6,9 mln PLN.



## Handel

Analitik:  
Gabriela Borowska

## LPP

P/E 2011 18,0 EV/EBITDA 2011 10,2  
P/E 2012 15,2 EV/EBITDA 2012 9,0

## Akumuluj

Cena bieżąca 2 225 PLN  
Cena docelowa 2 300 PLN

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	579,1	481,6	20,3%	1 079,6	906,1	19,2%	2 393,8	2 062,3	16,1%
EBITDA	105,1	63,7	65,0%	139,5	95,2	46,4%	398,1	311,4	27,8%
marża	18,2%	13,2%	-	12,9%	10,5%	-	16,6%	15,1%	-
EBIT	79,5	39,8	99,9%	90,3	48,2	87,3%	292,9	215,8	35,7%
Zysk brutto	73,9	50,5	46,2%	93,0	49,7	87,2%	274,9	195,3	40,8%
Zysk netto	58,0	37,9	53,3%	72,2	33,1	118,2%	217,4	154,5	40,8%

## Rekordowy wynik spośród 2Q

Wyniki sprzedażowe LPP i marża brutto na sprzedaży są już znane (spółka raportuje miesięczne dane). W sumie 2Q 2011 wygenerował sprzedaż wyższą r/r o 20%. Przez efekt niskiej bazy w kwietniu 2010 (żałoba narodowa i zamknięte centra handlowe) sprzedaż w kwietniu 2011 wzrosła o 42%. W kolejnych miesiącach dynamika już się wygładzała i w maju i czerwcu wyniosła odpowiednio 17% i 8%. Jest to naszym zdaniem wynikiem dwóch rzeczy: (i) kończy się efekt niskiej bazy oraz (ii) dzięki wysokim dodatnim LFL spółka nie musi prowadzić wyprzedaży i dlatego realizuje niższe dynamiki sprzedaży a wyższą marżę brutto na sprzedaży. Z tego drugiego powodu spółka w kolejnych miesiącach raportowała coraz wyższą marżę brutto na sprzedaży w porównaniu do 2010 i ostatecznie marża brutto za 2Q 2011 wyniosła około 60,3% wobec 55,7% w 2Q 2010. Szacujemy wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w przeliczeniu na m2 na poziomie wzrostu średniej sprzedaży na m2 (12% r/r). Szacujemy saldo pozostałej działalności operacyjnej na poziomie -8 mln PLN ze względu na fakt, że 1H roku zawiera zwykle elementy premiowe. Wynik operacyjny po kosztach pozostałych szacujemy na 79,5 mln PLN (wzrost o 99,9% r/r). Wynik na poziomie netto, bez szacowania wpływu różnic kursowych szacujemy na poziomie 58,0 mln PLN. W porównywalnym 2Q 2010 różnice kursowe zwiększyły wynik o 7,3 mln PLN.

**Handel**

Analitik:  
Gabriela Borowska

**NFI EMF**

P/E 2011 20,3 EV/EBITDA 2011 8,5  
P/E 2012 16,2 EV/EBITDA 2012 7,1

**Trzymaj**

**Cena bieżąca 17,0 PLN**  
**Cena docelowa 19,0 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	707,5	645,3	9,6%	1 337,7	1 245,1	7,4%	3 281,2	2 908,2	12,8%
EBITDA	48,7	59,8	-18,6%	63,1	80,1	-21,2%	265,0	246,1	7,7%
marża	6,9%	9,3%	-	4,7%	6,4%	-	8,1%	8,5%	-
EBIT	21,6	33,9	-36,1%	9,1	31,4	-71,2%	153,3	141,6	8,3%
Zysk brutto	9,4	18,3	-48,5%	-2,4	8,6	-	117,9	100,2	17,7%
Zysk netto	7,1	7,6	-6,1%	-4,7	-0,9	-	87,3	74,8	16,8%

**Moda i uroda znów popsują wyniki**

Spodziewamy się, że NFI EMF pokaże przyzwoite ale gorsze od branży wyniki na wszystkich segmentach poza modą i urodą, gdzie rynek rosyjski bardzo negatywnie wpłynie na sprzedaż. Spodziewamy się dodatnich LFL w segmencie Empik, Smyk oraz w szkołach językowych na poziomie w zależności od segmentu 2-5%. W Empiku i Smyku sprzedaż była w 2Q 2011 wspierana przez sezonowość i przesunięcie świąt wielkanocnych na 2Q. Pozostała sprzedaż, czyli segment mody i urody powinien naszym zdaniem podobnie jak w 1Q 2011 pokazać negatywne dynamiki sprzedaży. Tyczy się to głównie rynku rosyjskiego, gdzie na negatywne LFL wpłynęło podniesienie cen detalicznych w sklepach marek popularnych, w tym w marce Peacocks, która odpowiada za ok.. 40% obrotu w Rosji. W pozostałej działalności operacyjnej może wystąpić około 5,0 mln PLN związane z odszkodowaniami od centrów handlowych. Nie szacujemy wyceny instrumentów finansowych. W sumie 2Q 2011 będzie słabszy r/r. Spodziewamy się porównywalnej rentowności brutto na sprzedaży r/r we wszystkich segmentach poza modą i urodą. W rezultacie dobrego kwartału w segmentach Empik, Smyk i Szkoły Językowe oraz słabego dla segmentu moda i uroda (w tym głównie segmentu odzieżowego w Rosji) spodziewamy się na poziomie operacyjnym wyników słabszych r/r o -36,1% i na poziomie wyniku netto zbliżonych r/r (zmiana -6,1% r/r).

**Handel**

Analitik:  
Gabriela Borowska

**NG2**

P/E 2011 14,9 EV/EBITDA 2011 10,2  
P/E 2012 12,5 EV/EBITDA 2012 8,5

**Akumuluj**

**Cena bieżąca 56,0 PLN**  
**Cena docelowa 66,0 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	298,3	244,6	22,0%	483,2	440,3	9,8%	1 179,1	1 028,6	14,6%
EBITDA	65,2	43,8	48,9%	69,2	58,7	17,9%	213,6	151,3	41,2%
marża	21,9%	17,9%	-	14,3%	13,3%	-	18,1%	14,7%	-
EBIT	59,8	38,7	54,8%	57,9	47,8	21,0%	188,9	129,1	46,3%
Zysk brutto	56,6	36,3	56,0%	52,9	43,4	21,7%	178,8	122,6	45,8%
Zysk netto	45,6	47,7	-4,4%	39,4	52,8	-25,4%	144,2	117,9	22,4%

**Prawie 50 mln PLN netto**

Wyniki sprzedażowe NG2 za 2Q 2011 są już znane ponieważ spółka raportuje miesięczną sprzedaż. Przychody za 2Q 2011 były około 22% wyższe r/r głównie dzięki sprzedaży za kwiecień i maj 2011. Oba miesiące w 2010 były sprzedażowo słabe (-18% r/r) ze względu na zdarzenia jednorazowe (żałoba narodowa, powódzie). Czerwiec 2010 był już udanym sprzedażowo miesiącem (wzrost 26% r/r) i przez tą wyższą bazę sprzedaż za czerwiec 2011 pokazała ostatecznie płaską dynamikę. Spodziewamy się rentowności zbliżonej r/r na segmencie detalicznym i na hurcie, co przy większym udziale sprzedaży detalicznej powinno skutkować w wyższej r/r marży brutto na sprzedaży (+0,9pp). Spodziewamy się kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w sumie na poziomie 114,5 mln PLN (wzrost 14% r/r) w tym jest 1,5 mln PLN kosztów programu motywacyjnego, które nie były uwzględniane w 2Q 2010 (wtedy w koszty weszło około 300 tys. PLN). Nie szacujemy różnic kursowych (w NG2 zaliczane są w pozostałe przychody i koszty operacyjne). Na poziomie wyniku operacyjnego spodziewamy się 59,8 mln PLN. Wynik netto będzie naszym zdaniem wyższy r/r o 55% na poziomie porównywalnym. W 2Q 2010 spółka rozpoznała aktywo z tytułu podatku odroczonego, co podwyższyło raportowany wynik netto o 18,3 mln PLN i na poziomie raportowanym wynik netto będzie niższy o -4,4%.

**Handel**

Analitik:  
Gabriela Borowska

**Vistula**

P/E 2011 16,5 EV/EBITDA 2011 8,0  
P/E 2012 8,1 EV/EBITDA 2012 6,3

**Trzymaj**

**Cena bieżąca 1,53 PLN**  
**Cena docelowa 2,1 PLN**

(mln PLN)	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IH2011P	IH2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Przychody	96,4	87,1	10,7%	175,4	163,6	7,2%	405,2	359,1	12,8%
EBITDA	12,3	11,9	4,0%	19,3	20,1	-3,7%	49,6	44,7	11,0%
marża	12,8%	13,6%	-	11,0%	12,3%	-	12,3%	12,5%	-
EBIT	8,7	7,9	10,1%	12,0	11,9	1,5%	34,1	28,8	18,4%
Zysk brutto	2,4	1,5	56,3%	-0,1	0,9	-	12,8	7,5	70,9%
Zysk netto	2,0	1,1	85,4%	0,0	1,1	-	10,3	6,1	70,9%

**Wynik lepszy r/r bez zdarzeń jednorazowych**

Szacujemy, że Vistula będzie miała bardzo dobre wyniki sprzedażowe w segmencie odzieżowym, w którym spodziewamy się 13% dynamiki r/r (Vistula, Wólczanka, Deni Cler i sprzedaż pozostała) wobec zbliżonej r/r powierzchni sprzedaży (szacujemy wzrost powierzchni segmentu odzieżowego na 1%). Spodziewamy się również zbliżonej r/r rentowności brutto na sprzedaży w tym segmencie. Gorzej naszym zdaniem sytuacja wygląda w segmencie jubilerskim i tu dopatrujemy się kilku czynników wpływających negatywnie na wyniki segmentu: (i) wysokie ceny złota, które nie do końca da się przełożyć na ostatecznego klienta, przez co spółka realizuje niższą marżę brutto na sprzedaży, (ii) słaba sprzedaż na m2, która jest wynikiem ceny złota i niskiego popytu na dobra luksusowe oraz (iii) słabe zatowarowanie salonów sprzedaży W. Kruk, przez co również sprzedaż na średni m2 jest niższa. Spodziewamy się wzrostu sprzedaży w salonach W. Kruk w sumie o 7% r/r przy takim samym wzroście powierzchni handlowej. Szacujemy niższą marżę brutto na sprzedaży segmentu jubilerskiego na poziomie 53,5% wobec 54,3% w 2Q 2010). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu szacujemy wyższe r/r głównie przez zwiększenie powierzchni oraz przez wyższą sprzedaż. Wynik operacyjny powinien być wyższy r/r o 10,1% a wynik netto 85% wyższy r/r (w 2Q 2010 spółka miała wysoką efektywną stopę podatku na poziomie ponad 30%).

**Terminy publikacji raportów**

Spółka	2Q2011		1H2011
	jednostkowy	skonsolidowany	skonsolidowany
AB			2011-08-29*
ACTION			2011-08-31
AGORA	2011-08-12	2011-08-12	2011-08-19
ASBIS			2011-08-10
ASSECO POLAND			2011-08-26
ASTARTA			2011-08-23
BBI DEVELOPMENT			2011-08-31
BORYSZEW			2011-08-30
BUDIMEX			2011-08-31
CEDC			2011-08-09
CENTRUM KLIMA			2011-08-30
CERSANIT			2011-08-31
CEZ		2011-08-09	2011-08-31
CIECH			2011-08-30
CINEMA CITY			2011-08-31
COMARCH			2011-08-31
CYFROWY POLSAT			2011-08-31
DOM DEVELOPMENT			2011-08-25
ECHO INVESTMNET			2011-08-31
ELEKTROBUDOWA			2011-08-31
ENEA			2011-08-29
ERBUD			2011-08-30
EUROCASH			2011-08-26
FAMUR			2011-08-31
GETIN			2011-08-30
GTC			2011-08-22
HANDLOWY	2011-08-09	2011-08-09	2011-08-31
IMPEXMETAL			2011-08-23
ING BSK			2011-08-04
J.W.C.			2011-08-30
KERNEL			2011-08-29**
KĘTY			2011-08-10
KGHM	2011-08-12	2011-08-12	2011-08-31
KOPEX			2011-08-31
KREDYT BANK			2011-08-09
KRUK			2011-08-30
LOTOS			2011-08-25
LPP			2011-08-29
LW BOGDANKA			2011-08-31
MILLENNIUM			2011-07-26
MONDI			2011-08-04
MOSTOSTAL WAR.			2011-08-31
NETIA			2011-08-04
NFI EMPIK			2011-08-29
NG2			2011-08-29
PA. NOVA			2011-08-30
PBG			2011-08-31
PEKAO			2011-08-03
PGE			2011-08-31
PGNiG			2011-08-31
PKN ORLEN		2011-07-26***	2011-08-05
PKO BP			2011-08-11
POLICE			2011-08-17
POLIMEX MOSTOSTAL			2011-08-31
POLNORD			2011-08-31
PZU			2011-08-25
RAFAKO			2011-08-31
ROBYG			2011-08-25
SYGNITY			2011-08-31
TAURON			2011-08-18
TPSA			2011-07-27
TRAKCJA POLSKA			2011-08-31
TVN	2011-08-11	2011-08-11	2011-08-11
ULMA CP			2011-08-31
UNIBEP			2011-08-31
VISTULA			2011-08-31
ZA PUŁAWY	2011-08-29****	2011-08-29****	2011-10-04****
ZUE			2011-08-31

Źródło: Spółki; \* Publikacja raportu za Q42010/2011; \*\* Publikacja raportu za 4Q2011; \*\*\* Szacunki wybranych danych finansowych i operacyjnych za 2Q2011; \*\*\*\* Publikacja raportu za 4Q2010/2011; \*\*\*\*\* Publikacja raportu za rok obrotowy 2010/2011

## Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2011	P/E 2012	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012
<b>Banki</b>										
GETIN	Redukuj	2011-06-01	13,86	12,70	11,84	7,3%	7,5	11,2		
HANDLOWY	Trzy maj	2011-01-18	93,00	88,30	84,00	5,1%	12,2	10,3		
ING BSK	Kupuj	2011-05-20	833,00	960,00	830,00	15,7%	12,0	10,5		
KREDYT BANK	Trzy maj	2011-06-03	17,60	17,00	17,25	-1,4%	14,1	10,6		
MILLENNIUM	Redukuj	2011-03-03	5,59	5,00	5,31	-5,8%	14,4	10,7		
PEKAO	Trzy maj	2011-03-03	164,00	148,20	160,10	-7,4%	13,6	12,1		
PKO BP	Kupuj	2011-05-23	42,99	49,00	41,40	18,4%	13,1	11,0		
<b>Ubezpieczyciele</b>										
PZU	Trzy maj	2011-06-03	391,00	390,00	371,20	5,1%	12,9	11,7		
<b>Usługi finansowe</b>										
KRUK	Kupuj	2011-06-22	39,70	53,00	40,14	32,0%	10,7	9,3		
<b>Paliwa, Chemia</b>										
CIECH	Akumuluj	2011-07-05	23,29	30,10	19,90	51,3%	20,4	9,2	4,3	3,9
LOTOS	Sprzedaj	2011-01-18	38,49	28,40	37,65	-24,6%	9,7	5,2	6,0	4,9
PGNiG	Akumuluj	2011-07-06	4,40	4,83	4,26	13,4%	14,7	10,9	7,5	5,1
PKN ORLEN	Sprzedaj	2011-03-16	50,00	41,60	45,00	-7,6%	11,1	10,4	6,4	6,2
POLICE	Sprzedaj	2011-04-07	12,80	9,70	11,35	-14,5%	9,8	17,7	6,3	8,0
ZA PUŁAWY	Redukuj	2011-06-03	126,00	106,10	100,00	6,1%	10,1	9,9	5,8	5,5
<b>Energetyka</b>										
CEZ	Redukuj	2011-05-17	151,50	134,70	142,00	-5,1%	10,7	10,2	7,5	7,1
ENEA	Akumuluj	2011-05-17	18,88	21,68	18,34	18,2%	10,8	9,1	3,7	3,7
PGE	Akumuluj	2011-05-17	24,15	27,74	22,92	21,0%	10,7	9,4	5,8	5,4
TAURON	Kupuj	2011-05-17	6,33	9,09	6,30	44,3%	8,9	8,1	4,0	3,9
<b>Telekomunikacja</b>										
NETIA	Trzy maj	2011-01-18	5,15	5,40	5,63	-4,1%	20,1	15,8	4,7	4,2
TPSA	Trzy maj	2011-04-05	17,75	16,10	16,45	-2,1%	17,1	15,8	4,6	4,5
<b>Media</b>										
AGORA	Kupuj	2011-06-03	20,29	28,40	16,00	77,5%	12,0	9,5	3,7	3,1
CINEMA CITY	Akumuluj	2011-03-03	36,06	42,90	32,01	34,0%	11,7	9,0	6,4	5,2
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2010-12-17	17,30	15,30	15,85	-3,5%	14,8	14,6	9,3	8,5
TVN	Trzy maj	2011-04-05	18,40	18,10	15,87	14,1%	19,3	13,8	10,2	8,1
<b>IT</b>										
AB	Akumuluj	2011-01-18	25,42	27,60	22,79	21,1%	7,2	8,2	6,1	6,3
ACTION	Akumuluj	2011-01-18	16,65	18,16	19,00	-4,4%	10,1	8,8	7,3	6,5
ASBIS	Akumuluj	2011-01-18	3,80	4,32	2,24	92,9%	5,7	3,5	4,2	3,2
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	48,01	35,4%	9,6	8,8	5,7	5,3
COMARCH	Trzy maj	2011-01-18	88,95	88,00	66,90	31,5%	12,4	10,5	5,0	4,2
SYGNITY	Trzy maj	2011-06-09	27,29	28,00	21,66	29,3%	54,7	11,8	6,8	5,0
<b>Górnictwo i Metale</b>										
KGHM	Akumuluj	2011-05-13	180,20	189,60	187,30	1,2%	5,3	8,6	4,1	6,4
LW BOGDANKA	Kupuj	2011-05-13	108,40	130,50	114,20	14,3%	21,0	9,4	9,8	4,9
<b>Przemysł</b>										
ASTARTA	Sprzedaj	2011-01-18	101,00	63,6	85,00	-25,2%	9,0	17,1	1,2	1,7
BORYSZEW	Kupuj	2011-07-01	0,91	1,2	0,83	44,6%	14,1	11,1	7,9	6,3
CEDC	Kupuj	2011-07-21	29,10	36,8	29,10	26,5%	9,5	9,2	9,7	8,4
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-07-05	14,60	16,9	13,09	29,1%	11,2	9,1	7,2	5,9
CERSANIT	Trzy maj	2011-07-05	9,80	10,7	8,00	33,8%	15,1	11,0	8,3	6,7
FAMUR	Trzy maj	2011-05-25	3,70	3,9	3,85	1,3%	17,4	12,2	7,5	6,8
IMPEXMETAL	Kupuj	2011-03-18	4,67	5,7	4,75	20,0%	10,6	8,8	7,0	5,8
KERNEL	Akumuluj	2011-02-28	79,25	87,8	70,00	25,4%	8,6	8,8	6,7	5,8
KĘTY	Trzy maj	2011-05-02	131,20	131,0	117,50	11,5%	11,3	10,3	6,7	6,2
KOPEX	Trzy maj	2011-07-05	23,11	22,5	21,40	5,1%	14,9	10,9	8,2	6,3
MONDI	Akumuluj	2011-07-05	80,50	88,7	78,50	13,0%	9,8	10,3	6,8	7,2
<b>Budownictwo</b>										
BUDIMEX	Trzy maj	2011-05-20	100,00	90,00	82,60	9,0%	9,4	9,0	6,1	6,1
ELEKTROBUDOWA	Trzy maj	2011-07-20	155,50	163,10	155,90	4,6%	14,9	13,2	9,3	8,1
ERBUD	Kupuj	2011-05-20	29,70	37,60	23,85	57,7%	19,5	7,0	10,3	4,2
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-05-20	34,00	54,00	29,99	80,1%	16,9	9,9	5,2	3,4
PBG	Kupuj	2011-05-20	142,00	167,90	148,80	12,8%	10,8	11,0	6,9	7,0
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzy maj	2011-07-05	3,32	3,41	2,99	14,0%	14,1	10,5	7,5	6,4
RAFAKO	Akumuluj	2011-07-05	12,51	12,80	12,29	4,1%	15,2	14,0	8,6	7,9
TRAKCJA TILTRA	Kupuj	2011-05-20	2,71	3,50	2,75	27,3%	8,8	8,0	6,2	5,5
ULMA CP	Akumuluj	2011-06-09	83,00	91,40	76,20	19,9%	11,8	12,6	4,0	4,2
UNIBEP	Kupuj	2011-05-20	6,56	9,78	6,35	54,0%	11,1	5,3	8,7	5,2
ZUE	Kupuj	2011-07-05	9,95	13,20	11,03	19,7%	11,6	11,0	6,7	5,6
<b>Deweloperzy</b>										
BBI DEVELOPMENT	Kupuj	2011-03-08	0,44	0,53	0,34	55,9%	17,8	5,5	26,8	9,6
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	2011-07-05	47,89	53,50	46,51	15,0%	13,8	8,8	12,8	6,7
ECHO	Kupuj	2011-04-05	4,94	6,17	4,57	35,0%	9,8	4,7	10,0	7,0
GTC	Kupuj	2011-05-27	19,25	23,36	15,78	48,0%	7,8	4,9	10,0	8,0
J.W.C.	Trzy maj	2011-05-06	15,45	16,30	13,49	20,8%	7,6	9,9	7,0	10,0
PA NOVA	Kupuj	2011-05-17	30,76	37,40	27,00	38,5%	15,4	15,1	13,4	15,8
POLNORD	Kupuj	2011-01-07	32,20	43,50	22,20	95,9%	8,3	4,9	13,1	7,1
ROBYG	Kupuj	2011-01-07	1,86	2,52	1,86	35,5%	13,4	4,8	15,9	4,7
<b>Handel</b>										
EUROCASH	Kupuj	2011-02-04	30,50	37,03	28,91	28,1%	21,1	15,9	11,6	9,2
LPP	Akumuluj	2010-12-03	2 140,00	2 300,00	2 225,00	3,4%	17,9	15,1	10,2	8,9
NFI EMPIK	Trzy maj	2011-05-27	18,20	19,00	17,00	11,8%	20,3	16,2	8,6	7,1
NG2	Akumuluj	2011-06-10	59,80	66,00	56,00	17,9%	14,9	12,5	10,2	8,5
VISTULA	Trzy maj	2011-03-03	2,10	2,10	1,53	37,3%	16,5	8,1	8,0	6,3

## Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BORYSZEW	Kupuj	Akumuluj	1,20	2011-07-01
CEDC	Kupuj		36,80	2011-07-21
CENTRUM KLIMA	Kupuj	Akumuluj	16,90	2011-07-05
CERSANIT	Trzymaj	Redukuj	10,70	2011-07-05
CIECH	Akumuluj	Trzymaj	30,10	2011-07-05
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	Kupuj	53,50	2011-07-05
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	Akumuluj	163,10	2011-07-20
KOPEX	Trzymaj	Akumuluj	22,50	2011-07-05
KRUK	Kupuj		53,00	2011-06-22
MONDI	Akumuluj	Trzymaj	88,70	2011-07-05
PGNiG	Akumuluj	Trzymaj	4,83	2011-07-06
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	Akumuluj	3,41	2011-07-05
RAFAKO	Akumuluj	Kupuj	12,80	2011-07-05
ZUE	Kupuj	Akumuluj	13,20	2011-07-05

## Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	4	4	24	13	23	0	2	7	6	15
procent	5,9%	5,9%	35,3%	19,1%	33,8%	0,0%	6,7%	23,3%	20,0%	50,0%

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

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36  
[gabriela.borowska@dibre.com.pl](mailto:gabriela.borowska@dibre.com.pl)  
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25  
[michal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:michal.stepkowski@dibre.com.pl)

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68  
[pawel.majewski@dibre.com.pl](mailto:pawel.majewski@dibre.com.pl)

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Assecos BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Assecos BS, Rubikon Partners NFI, Assecos Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

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

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 9 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 10 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Przegląd Miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

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.*