



Dom Maklerski

Prognozy kwartalne

na IV kwartał 2011 r.

Warszawa, styczeń 2012 r.

Podsumowanie

Sektor wydobywczy (str. 4)

W sektorze wydobywczym problemy z zadłużeniem w strefie euro i obawy o spowolnienie gospodarcze przełożyły się w 4 kw. na spadek cen towarów (miedź, węgiel koksowy). Osłabienie PLN i sprzedaż Polkomtela pomógł KGHM osiągnąć rekordowy zysk. Bogdanka wreszcie błysnie wynikiem dzięki skokowemu wzrostowi wydobywania. JSW pokaże średnie wyniki z powodu słabego rynku koksłu i wysokich kosztów z jednej strony oraz rozwiązania rezerw z drugiej. Natomiast NWR, mimo poprawy mixu wydobywania, zaprezentuje słabe wyniki z powodu presji na ceny i niskiego wolumenu.

Sektor energetyczny (str. 8)

W IV kwartale br. dynamika produkcji energii zwolniła do ok 2% r/r. z ponad 5% r/r po III kwartałach. Główną przyczyną były wysokie temperatury grudnia, w którym krajowe zużycie spadło o 4,5%. Po oddaniu nowego bloku w Bełchatowie utrzymują się znaczne dynamiki wzrostu produkcji w elektrowniach na węglu brunatnym (+13% r/r) kosztem elektrowni na węglu kamiennym (-3,5%).

Paliwa (str. 11)

Na wynikach spółek paliwowych w IV kw. 2011 r. cieniem kładły się wysokie ceny ropy naftowej oraz niskie marże rafineryjne. W przypadku PKN Orlen oraz Lotosu negatywny efekt wysokich cen ropy naftowej został złagodzony osłabieniem się złotówki. Kombinacja wysokich cen ropy naftowej oraz słabej złotówki ponownie będzie miała swoje odzwierciedlenie w dodatnim efekcie LIFO, który wesprze wyniki Lotosu i PKN Orlen, ale niestety osłabi znacząco wynik finansowy PGNiG, ze względu na straty w segmencie handlu gazem.

Kalendarium publikacji wyników

31 stycznia	Millennium
6 lutego	Handlowy
8 lutego	BRE
9 lutego	PKN Orlen Kredyt Bank ING BSK
15 lutego	NFI Empik
20 lutego	NG2
24 lutego	LPP
28 lutego	Oponeo.pl
29 lutego	KGHM EKO
13 marca	JSW
14 marca	NWR
20 marca	Bogdanka PGE Ciech PGNiG AmRest

Podsumowanie

Chemia (str. 14)

IV kwartał dla spółek z branży chemicznej przyniesie dalszą poprawę wyników. Wysokie ceny nawozów oraz dobre marże w segmencie chemicznym istotnie wesprą wyniki Puław. Spadające ceny kauczuków, a co za tym idzie marże osłabią kwartalny wynik Synthosu. Ciech powinien zaraportować wyniki na poziomie zbliżonym do tych z III kw. 2011 r. Perspektywy dla spółek chemicznych w 2012 r. są umiarkowane, ich wyniki będą w dużej mierze zależały od wolumenów sprzedaży oraz potencjalnego spadku marż na sprzedaży.

Banki (str. 17)

Spodziewamy się, że wyniki za IV kw. będą na przyzwoitym poziomie (nieznaczny spadek kw./kw. z uwagi na sezonowość kosztów operacyjnych i odpisów z tytułu utraty wartości). Można zaobserwować sygnały presji na marże po stronie depozytowej, co przełoży się na nieznacznie niższe / stabilne marże netto. W odniesieniu do wolumenów, trendem rynkowym jest spadek sprzedaży w segmencie kredytów hipotecznych, przyzwocie prezentuje się z kolei segment korporacyjny. Wynik prowizyjny historycznie dobry w IV kwartale w tym roku znajduje się pod presją słabej kontrybucji segmentu rynku kapitałowego. Naszym zdaniem dobre wyniki opublikuje Bank Pekao (763 mln PLN zysku netto), z uwagi na stabilną marżę odsetkową i dobrą kontrolę kosztów operacyjnych. Z kolei prognozujemy, że zysk netto Kredyt Banku wyniesie zaledwie 52 mln PLN, z powodu utworzenie 35 mln PLN rezerwy na Żagla.

Handel hurtowy i detaliczny (str. 23)

Mocny rynek i tradycyjnie silny sezonowy 4 kwartał powoduje, że spodziewamy się dobrych wyników po spółkach branży handlowej. Wśród detalistów rekordowy wynik powinien podać LPP (rekordowa sprzedaż, wysokie marże) oraz zadowolający NG2 i Amrest. Słaba kondycja branży modowej spowoduje, że NFI EMF pokaże stagnację wyniku. Ze spółek handlu hurtowego, sądzimy że solidne rezultaty pokażą Eurocash i Emperia (dla tej ostatniej spółki szacujemy wynik tylko dla dywizji detalicznej). Na drugim biegunie będzie EKO Holding, którego marże na sprzedaży znajdują się pod presją.

KGHM (Kupuj, cena docelowa: 140,00 PLN)

Data publikacji : 29.02.2012r.

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	4 753,22	4 841,45	1,9%	15 945,03	20 086,19	26,0%	16 723,09	-16,7%
EBITDA	1 781,58	4 731,40	165,6%	6 253,62	14 193,72	127,0%	5 142,83	-63,8%
EBIT	1 626,33	4 564,40	180,7%	5 638,15	13 530,50	140,0%	4 416,12	-67,4%
Zysk netto	1 324,37	3 689,72	178,6%	4 568,59	11 209,96	145,4%	3 284,79	-70,7%
Marża EBITDA	37,5%	97,7%		39,2%	70,7%		30,8%	
Marża EBIT	34,2%	94,3%		35,4%	67,4%		26,4%	
Marża netto	27,9%	76,2%		28,7%	55,8%		19,6%	
P/E				5,7	2,3		7,9	

Komentarz

- Najwyższy kwartalny wynik w historii dzięki zyskowi ze sprzedaży Polkomtela i Dialogu (łącznie 2,66 mld PLN)
- Średnia cena miedzi: USD/t 7 512; średnia cena srebra: 1 024 USD/kg; kurs USDPLN 3,29
- W dalszym ciągu wysoki wolumen miedzi (146 tys. ton) pozytywnie wpływa na sprzedaż
- Straty na hedgingu powinny w przybliżeniu zostać zrównoważone przez zyski na różnicach kursowych. W obu przypadkach szacujemy ich wartość na około 200 mln PLN
- 20 II walne Quadra FNX Mining zdecyduje o akceptacji wezwania ogłoszonego przez KGHM; do 15 III KGHM musi zdecydować o wykonaniu opcji na Abacus Mining

Artur Iwański

Prognoza wyników

mIn PLN	III kw. 2011	IV kw. 2011P	kw/kw	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	2 500,6	2 851,2	14,0%	7 288,9	10 012,0	37,4%	9 679,6	-3,3%
EBITDA	959,0	1 055,7	10,1%	2 770,5	3 238,3	16,9%	2 761,6	-14,7%
EBIT	743,6	830,3	11,7%	1 946,9	2 414,6	24,0%	1 874,6	-22,4%
Zysk netto	583,7	726,6	24,5%	1 454,2	1 812,4	24,6%	1 454,2	-19,8%
Marża EBITDA	38,4%	37,0%		38,0%	32,3%		28,5%	
Marża EBIT	29,7%	29,1%		26,7%	24,1%		19,4%	
Marża netto	23,3%	25,5%		20,0%	18,1%		15,0%	
P/E				8,0	6,4		8,0	

Komentarz

- Spodziewany spadek średniej ceny węgla koksowego o ponad 5% i koksu o prawie 10%
- Znaczący wzrost wydobycia i sprzedaży węgla (+25% kw/kw)
- Rozwiązanie rezerw na podatek od wyrobisk poprawi jednorazowo wynik o 290 mln PLN
- Słaba sytuacja w segmencie koksu i wysokie koszty wydobycie nie pozwolą cieszyć się wysoką marżą w tym kwartale
- Spodziewamy się, iż mimo zakupu WZK Vicotria za 413,9 mln PLN, JSW zakończy rok z prawie 2,5 mld PLN gotówki

Artur Iwański

Bogdanka (Kupuj, cena docelowa: 150,00 PLN)

Data publikacji : 20.03.2012r.

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	296,2	393,5	32,8%	1 230,45	1 259,3	2,3%	1 775,8	41,0%
EBITDA	77,1	147,6	91,4%	414,55	369,1	-11,0%	635,8	72,2%
EBIT	43,3	84,5	95,0%	276,47	186,2	-32,7%	363,5	95,2%
Zysk netto	38,1	65,4	71,4%	229,81	153,2	-33,3%	271,3	77,1%
Marża EBITDA	26,0%	37,5%		33,7%	29,3%		35,8%	
Marża EBIT	14,6%	21,5%		22,5%	14,8%		20,5%	
Marża netto	12,9%	16,6%		18,7%	12,2%		15,3%	
P/E				16,2	24,3		13,7	

Komentarz

- Znaczący wzrost wyprodukowanego wolumenu do 1,85 mln ton (+44% kw/kw) będzie głównym motorem poprawy wyników w 4 kw.
- Nie uwzględniamy potencjalnego pozytywnego wpływu rozwiązania rezerw z tytułu podatku od wyrobisk górniczych. Może on wynieść na poziomie netto nawet 50-60 mln PLN
- Argumenty przemawiające za inwestycją w Bogdankę pozostają w mocy: podwojenie produkcji do 2014 r. i skok marży EBIT do ponad 25%

Artur Iwański

NWR (Neutralnie, cena docelowa: 31,00 PLN)

Data publikacji : 14.03.2012r.

Prognoza wyników

mIn EUR	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	465,58	391,32	-15,9%	1 589,99	1 632,21	2,7%	1 522,34	-6,7%
EBITDA	162,14	97,36	-40,0%	464,81	465,02	0,0%	347,43	-25,3%
EBIT	113,12	53,61	-52,6%	294,54	289,00	-1,9%	172,30	-40,4%
Zysk netto	69,69	29,25	-58,0%	233,31	150,14	-35,6%	90,59	-39,7%
Marża EBITDA	34,8%	24,9%		29,2%	28,5%		22,8%	
Marża EBIT	24,3%	13,7%		18,5%	17,7%		11,3%	
Marża netto	15,0%	7,5%		14,7%	9,2%		6,0%	
P/E				6,8	10,5		17,5	

Komentarz

- Spodziewamy się spadku sprzedaży o 15% r/r z powodu znacznie niższego wolumenu sprzedaży i mimo trochę lepszych cen
- Kw/kw również oczekujemy spadku sprzedaży z powodu spadku średniej ceny węgla o 9% i pomimo polepszonej struktury sprzedaży
- Zakładamy udział węgla koksowego w sprzedanym węglu na poziomie powyżej 50%
- Na pierwszy kwartał 2012 oczekujemy dalszego spadku ceny węgla koksowego hard o kolejne 10%
- Zwiększona presja na rynku koksu pod koniec 2011r.

Artur Iwański

PGE (Kupuj, cena docelowa: 20,20 PLN)

Data publikacji : 20.03.2012r.

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	5 491,93	6 944,06	26,4%	20 476,47	27 805,01	35,8%	29 793,94	7,2%
EBITDA	1 714,77	2 012,67	17,4%	6 834,03	7 853,10	14,9%	8 738,06	11,3%
EBIT	1 111,64	1 352,67	21,7%	4 185,33	5 224,17	24,8%	5 836,40	11,7%
Zysk netto	767,49	2 765,91	260,4%	3 014,12	5 823,57	93,2%	4 987,70	-14,4%
Marża EBITDA	31,2%	29,0%		33,4%	28,2%			
Marża EBIT	20,2%	19,5%		20,4%	18,8%			
Marża netto	14,0%	39,8%		14,7%	20,9%			
P/E				12,7	6,5		7,6	

Komentarz

- Wyniki netto w IV kw. br. są znacznie lepsze r/r ze względu na sprzedaż Polkomtela. Prognozowane przychody są znacznie wyższe r/r ze względu na zmianę modelu handlu w grupie
- Oczekujemy zysku operacyjnego i EBITDA na poziomie wyższym o ok. kilkanaście procent r/r ze względu na kontrybucję segmentów dystrybucji i wytwarzania
- W segmencie wytwarzania na wynik pozytywnie wpłynie komercyjna produkcja z nowego bloku w Bełchatowie
- W segmencie dystrybucji wynik powinien być wspierany zarówno przez brak zdarzeń jednorazowych obecnych w wynikach za III kw. (rezerwy na dobrowolne odejścia)
- Marże w segmentach obrotu i sprzedaży powinny cały czas znajdować się pod presją

Stanisław Ozga

Tauron (Kupuj, cena docelowa: 5,90 PLN)

Data publikacji :

Brak

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	4 478,00	5 130,23	14,6%	15 428,88	20 297,07	31,6%	22 876,68	12,7%
EBITDA	608,00	750,00	23,4%	2 767,15	3 120,76	12,8%	3 619,73	16,0%
EBIT	271,33	392,00	44,5%	1 399,26	1 712,94	22,4%	1 969,32	15,0%
Zysk netto	157,06	262,86	67,4%	858,66	1 257,36	46,4%	1 252,77	-0,4%
Marża EBITDA	13,6%	14,6%		17,9%	15,4%			
Marża EBIT	6,1%	7,6%		9,1%	8,4%			
Marża netto	3,5%	5,1%		5,6%	6,2%			
P/E				11,0	7,5		7,5	

Komentarz

- Oczekujemy nieco niższych wolumenów w segmencie wytwarzania (r/r) ze względu na ciepły grudzień i wzrost produkcji energii w elektrowniach na węglu brunatnym
- Prognozujemy przychody z KDT w segmencie wytwarzania w 2011r na poziomie 2010r.
- Zakładamy, że kontrybucja segmentu wydobywcze powinna być na poziomie zbliżonym do III kw. br. ze względu na problemy w ZG Janina.
- W segmencie dystrybucji oczekujemy widocznych efektów cięcia kosztów, w skali podobnej jak w poprzednich kwartałach.

Stanisław Ozga

ENEA (Kupuj, cena docelowa: 19,40 PLN)

Data publikacji :

Brak

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	2 009,22	2 490,00	23,9%	7 836,98	9 657,95	23,2%	10 208,27	5,7%
EBITDA	246,47	318,50	29,2%	1 347,50	1 613,01	19,7%	1 547,60	-4,1%
EBIT	83,57	148,50	77,7%	694,28	923,42	33,0%	877,86	-4,9%
Zysk netto	73,37	140,54	91,6%	620,75	861,88	38,8%	838,77	-2,7%
Marża EBITDA	12,3%	12,8%		17,2%	16,7%			
Marża EBIT	4,2%	6,0%		8,9%	9,6%			
Marża netto	3,7%	5,6%		7,9%	8,9%			
P/E				13,0	9,3		9,6	

Komentarz

- W segmencie wytwarzania zakładamy płaskie wolumeny r/r
- W segmencie obrotu oczekujemy pozytywnego wpływu z tytułu odwrócenia kosztu niezbilansowania energii elektrycznej
- W segmencie dystrybucji zakładamy rezerwy na poziomie znacząco niższym niż w IV kw. 2010r.

Stanisław Ozga

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	6 637,59	6 996,00	5,4%	21 281,00	23 027,00	8,2%	25 098,00	9,0%
EBITDA	1 710,38	385,70	-77,4%	4 363,00	2 937,90	-32,7%	4 487,00	52,7%
EBIT	1 344,38	19,72	-98,5%	2 886,00	1 426,20	-50,6%	2 839,00	99,1%
Zysk netto	1 120,55	49,02	-95,6%	2 456,00	1 372,00	-44,1%	2 285,00	66,5%
Marża EBITDA	25,8%	5,5%		20,5%	12,8%			
Marża EBIT	20,3%	0,3%		13,6%	6,2%			
Marża netto	16,9%	0,7%		11,5%	6,0%			
P/E				9,4	16,8		10,1	

Komentarz

- Ciepła pogoda przełożyła się na spadek wolumenu sprzedaży gazu, szacujemy, iż będzie to około 5% r/r
- Wysokie koszty zakupu importowanego gazu w zestawieniu z bieżącą taryfą nie pozwoliły na wygenerowanie dodatniej marży na sprzedaży gazu, szacujemy iż strata operacyjna w tym segmencie może wynieść około 625 mln PLN
- Wysokie ceny ropy naftowej będą sprzyjały zyskom w segmencie wydobywczym, o ile nie zostaną dokonane z końcem roku odpisy aktualizujące aktywa
- Podobnie jak w zeszłym roku PGNIG otrzyma rabat od Gazpromu, jednak będzie on mniejszy, szacujemy iż sięgnie około 20-30 mln USD; związane jest to z rozpoczęciem zakupów gazu w ramach wirtualnego rewersu (400 mln m3 w IV kw.)
- Zysk netto zostanie wsparty podatkiem odroczonym w PGNIG Norway AS

Monika Kalwasińska

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	IV kw. 2010	IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	22 931,22	29 484,00	28,6%	83 547,43	106 481,00	27,4%	92 254,00	-13,4%
EBITDA	1 342,39	1 396,00	4,0%	4 363,00	6 346,75	45,5%	5 102,00	-19,6%
EBIT	746,75	783,60	4,9%	3 122,65	3 909,65	25,2%	2 548,00	-34,8%
Zysk netto	542,02	2 279,00	320,5%	2 455,47	4 096,40	66,8%	2 138,00	-47,8%
Marża EBITDA	5,9%	4,7%		5,2%	6,0%			
Marża EBIT	3,3%	2,7%		3,7%	3,7%			
Marża netto	2,4%	7,7%		2,9%	3,8%			
P/E				6,4	3,9		7,4	

Komentarz

- Spadek marż rafineryjnych w połączeniu z postojem remontowym wpłyną negatywnie na wynik segmentu rafineryjnego
- Wzrost cen ropy naftowej oraz osłabienie się złotówki ponownie będą skutkowały dodatnim efektem LIFO (około 600 mln PLN)
- W IV kw. PKN Orlen zanotował niższą sprzedaż wolumenową w segmencie petrochemicznym oraz znaczące pogorszenie marż (609 EUR/t vs. 663 EUR/t w III kw.)
- Segment detaliczny także rozczarowuje słabymi wynikami ze względu na silną presję na spadek marż paliwowych
- Koszty finansowe związane z kosztami odsetkowymi oraz ujemnymi różnicami kursowymi wyniosą około 250 mln PLN, natomiast przychody finansowe około 2,3 mld PLN (Polkomtel), dzięki czemu wynik netto zostanie wsparty dodatnim saldem finansowym

Monika Kalwasińska

Lotos (Sprzedaj, cena docelowa: 38,25 PLN)

Data publikacji :

Brak

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	IV kw. 2010	IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	5 739,30	7 612,80	32,6%	19 681,00	28 506,90	44,8%	27 195,00	-4,6%
EBITDA	343,03	264,94	-22,8%	1 156,00	1 411,30	22,1%	1 611,00	14,2%
EBIT	229,75	154,94	-32,6%	769,42	981,30	27,5%	1 212,00	23,5%
Zysk netto	223,18	1,57	-99,3%	651,00	562,00	-13,7%	860,00	53,0%
Marża EBITDA	6,0%	3,5%		5,9%	5,0%			
Marża EBIT	4,0%	2,0%		3,9%	3,4%			
Marża netto	3,9%	0,0%		3,3%	2,0%			
P/E				4,8	5,6		3,6	

Komentarz

- IV kwartał to okres niskich marż rafineryjnych, co w połączeniu z koniecznością poniesienia kosztów związanych z likwidacją ulgi biopaliwowej skutkuje słabymi wynikami w segmencie rafineryjnym
- Wzrost cen ropy naftowej we wrześniu przełoży się na dodatni efekt LIFO (około 156 mln PLN)
- Będą one miały także pozytywne przełożenie na wyniki w segmencie wydobywczym
- Koszty finansowe związane z przeszacowaniem kredytów wyniosą około 100 mln PLN

Monika Kalwasińska

Ciech (Kupuj, cena docelowa: 23,36 PLN)

Data publikacji : 20.03.2012r.

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	1 026,00	1 077,30	5,0%	3 960,32	4 232,70	6,9%	4 017,00	-5,1%
EBITDA	107,89	87,05	-19,3%	384,70	353,40	-8,1%	394,00	11,5%
EBIT	49,01	32,05	-34,6%	146,90	134,30	-8,6%	174,00	29,6%
Zysk netto	87,56	8,55	-90,2%	20,60	19,10	-7,3%	87,00	355,5%
Marża EBITDA	10,5%	8,1%		9,7%	8,3%			
Marża EBIT	4,8%	3,0%		3,7%	3,2%			
Marża netto	8,5%	0,8%		0,5%	0,5%			
P/E				47,0	50,7		11,1	

Komentarz

- Segment sodowy skorzysta na osłabieniu złotówki, jednak kw/kw wynik w nim będzie słabszy ze względu na brak zdarzeń jednorazowych
- Ze względu na wzrost kosztów zakupu antracytu Ciech będzie przesuwał się ponownie w kierunku zakupów koksu, który jest znacznie bardziej wydajny w procesie produkcji
- W segmencie organicznym ceny TDI ustabilizowały się na niskich poziomach, spadały ceny EPI oraz żywic, marże jednak zostały zachowane ze względu na obniżki cen surowców
- W IV kw. w segmencie organicznym zostanie rozliczony rabat uzyskany od dostawców aminy, co zmniejszy straty w organice

Monika Kalwasińska

ZA Puławy (Kupuj, cena docelowa: 124,48 PLN)

Data publikacji :

Brak

Prognoza wyników

mIn PLN	II kw. 10/11	II kw. 11/12P	r/r	I-II kw. 10/11	I-II kw. 11/12	r/r	2011/2012P	r/r
Przychody	644,80	1 011,66	56,9%	1 097,10	1 832,60	67,0%	3 078,00	-
EBITDA	40,50	240,50	493,8%	10,10	379,70	3659,4%	446,00	-
EBIT	-4,80	213,50	-	-30,40	325,70	-	330,00	-
Zysk netto	17,15	174,50	917,8%	-21,30	274,30	-	275,00	-
Marża EBITDA	6,3%	23,8%		0,9%	20,7%			
Marża EBIT	-0,7%	21,1%		-2,8%	17,8%			
Marża netto	2,7%	17,2%		-1,9%	15,0%			
P/E				-	6,0		6,0	

Komentarz

- Sprzyjająca koniunktura na rynku nawozów oraz brak postojów remontowych pozwolą na wypracowanie bardzo dobrych wyników w segmencie agro
- Puławy w II kw. 2011/2012 roku obrotowego realizowały większość sprzedaży na rynku krajowym, zwłaszcza sprzedaż saletry amonowej i mocznika
- Zrealizowano mniejszą sprzedaż RSM ze względu na sezonowość oraz zmniejszenie eksportu
- W segmencie chemicznym nastąpiła korekta cen kaprolaktamu oraz melaminy, ale ponieważ spadały także ceny podstawowych surowców poziom korzystnych marż został zachowany

Monika Kalwasińska

Synthos (Rekomendacja zawieszona)

Data publikacji : 20.03.2012r.

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	1 014,82	1 471,49	45,0%	3 860,70	5 488,53	42,2%	-	-
EBITDA	249,88	259,56	3,9%	702,62	1 169,42	66,4%	-	-
EBIT	163,64	222,56	36,0%	565,70	1 028,51	81,8%	-	-
Zysk netto	137,82	191,72	39,1%	476,20	877,83	84,3%	-	-
Marża EBITDA	24,6%	17,6%		18,2%	21,3%			
Marża EBIT	16,1%	15,1%		14,7%	18,7%			
Marża netto	13,6%	13,0%		12,3%	16,0%			
P/E				14,0	7,6			

Komentarz

- Szacujemy, iż wyniki będą słabsze kw/kw ze względu na dalszy spadek marż w segmencie kauczuków związany ze spadkami ich cen pod koniec 2011 r.
- IV kwartał to sezonowo słaby kwartał dla segmentu polistyrenów, ze względu na to, iż odbiorcą jest branża budowlana, oczekujemy gorszego wyniku kw/kw
- Brak wsparcia ze strony zdarzeń jednorazowych spowoduje, iż zysk netto nie będzie już tak pozytywnym zaskoczeniem jak w III kwartale 2011r.

Monika Kalwasińska

Pekao (Kupuj, cena docelowa: 172,00 PLN)

Data publikacji :

Brak

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	III kw. 2011	IVkw. 2011P	r/r	kw/kw	I-IVkw.2010	I-IVkw.2011P	r/r	2012P	r/r
Wynik odsetkowy	1 065	1 166	1 206	13%	3%	4 104	4 559	11%	4 770	5%
Wynik z opłat i prowizji	617	612	617	0%	1%	2 368	2 471	4%	2 522	2%
Przychody ogółem	1 869	2 001	2 010	8%	0%	7 228	7 771	8%	8 053	4%
Koszty operacyjne	-931	-930	-945	1%	2%	-3 656	-3 701	1%	-3 861	4%
Wynik operacyjny	938	1 070	1 065	14%	0%	3 571	4 070	14%	4 192	3%
Saldo rezerw	-129	-138	-146	13%	6%	-538	-553	3%	-643	16%
Wynik przed opodatkowaniem	777	950	944	21%	-1%	3 102	3 579	15%	3 613	1%
Wynik netto	645	766	763	18%	0%	2 525	2 894	15%	2 921	1%
%										
Marża odsetkowa	3,55	3,86	3,84			3,53	3,72		3,66	
Koszty / Dochody	49,8	46,5	47,0			50,6	47,6		47,9	
Koszty ryzyka	0,60	0,60	0,61			0,66	0,61		0,64	
P/E						15,58	13,60		13,47	

Komentarz

- Dobre wyniki za IV kwartał (763 mln PLN), 2 894 mln w całym 2011P
- Stabilna marża odsetkowa, dobra kontrolna kosztów operacyjnych i umiarkowane poziomy odpisów w IV kw.
- Dywidenda za 2011 prawdopodobna, jeżeli UniCredit pozyska kapitały (wskaźnik wypłaty 50%, DPS 5,52 PLN, stopa dywidendy 3,7%)
- Defensywna ekspozycja preferowana na 2012 (płynny bilans, dobra jakość portfela kredytów, wysoki wskaźnik pokrycia odpisami, silna pozycja rynkowa zarówno w segmencie detalicznym jak korporacyjnym)
- 2 921 mln PLN zysku netto w 2012P, ROE 13,3%

Jaromir Szortyka

BRE Bank (Neutralnie, cena docelowa: 261,00 PLN)

 Data publikacji : **08.02.2012r.**
Prognoza wyników

mln PLN	IV kw. 2010	III kw. 2011	IVkw. 2011P	r/r	kw/kw	I-IVkw.2010	I-IVkw.2011P	r/r	2012P	r/r
Wynik odsetkowy	503	548	561	11%	2%	1 811	2 158	19%	2 194	2%
Wynik z opłat i prowizji	200	219	223	12%	2%	746	858	15%	883	3%
Przychody ogółem	844	934	923	9%	-1%	3 125	3 583	15%	3 661	2%
Koszty operacyjne	-455	-438	-454	0%	4%	-1 617	-1 730	7%	-1 842	6%
Wynik operacyjny	390	496	469	20%	-6%	1 507	1 853	23%	1 820	-2%
Saldo rezerw	-126	-111	-122	-3%	10%	-635	-406	-36%	-579	43%
Wynik przed opodatkowaniem	264	385	347	31%	-10%	873	1 448	66%	1 241	-14%
Wynik netto	234	307	274	17%	-11%	642	1 124	75%	949	-16%
%										
Marża odsetkowa	2,52	2,67	2,65			2,39	2,57		2,52	
Koszty / Dochody	53,8	46,9	49,2			51,8	48,3		50,3	
Koszty ryzyka	0,85	0,69	0,72			1,09	0,62		0,82	
P/E						17,25	9,85		11,67	

Komentarz

- Stabilna marża i przyzwoite wolumeny podtrzymują wynik odsetkowy w IV kw. (561 mln PLN)
- Wyższe koszty operacyjne (454 mln PLN) i saldo rezerw (122 mln PLN) z uwagi na sezonowość w IV kwartale
- Wynik w 2012 pod presją zwiększonych odpisów; duży portfel hipotek walutowych (41% całości portfela) oraz finansowanie od Commerzbanku jako główne ryzyka
- Obecne poziomy wskaźników (P/E 11,7x i P/BV 1,2x na 2012) wydają się atrakcyjne pod względem historycznym, naszym zdaniem odzwierciedlają jednak potencjalne ryzyka
- Nowa strategia spółki na przełomie marca i kwietnia

Jaromir Szortyka

Handlowy (Neutralnie, cena docelowa: 74,90 PLN)

Data publikacji : 06.02.2012r.

Prognoza wyników

mln PLN	IV kw. 2010	III kw. 2011	IVkw. 2011P	r/r	kw/kw	I-IVkw.2010	I-IVkw.2011P	r/r	2012P	r/r
Wynik odsetkowy	372	357	358	-4%	0%	1 497	1 410	-6%	1 456	3%
Wynik z opłat i prowizji	175	156	161	-8%	3%	655	654	0%	663	1%
Przychody ogółem	603	608	616	2%	1%	2 560	2 411	-6%	2 491	3%
Koszty operacyjne	-351	-359	-365	4%	2%	-1 375	-1 439	5%	-1 495	4%
Wynik operacyjny	252	249	251	0%	1%	1 184	972	-18%	997	3%
Saldo rezerw	-13	-16	-24	80%	43%	-243	-97	-60%	-128	32%
Wynik przed opodatkowaniem	240	233	228	-5%	-2%	943	875	-7%	869	-1%
Wynik netto	195	183	179	-8%	-2%	755	694	-8%	695	0%
%										
Marża odsetkowa	4,64	4,55	4,57			5,28	4,62		4,57	
Koszty / Dochody	58,2	59,0	59,3			53,7	59,7		60,0	
Koszty ryzyka	0,38	0,47	0,65			1,84	0,70		0,84	
P/E						12,35	13,43		13,41	

Komentarz

- Stabilny wynik odsetkowy (358 mln PLN), brak potencjału do dużej poprawy wyniku prowizyjnego (161 mln PLN)
- Koszty operacyjne wyższe z uwagi na efekt IV kwartału, ale zawierają się w komunikowanym przedziale 350-370 mln (365 mln PLN)
- Przyzwoity zysk netto w IV kw. (179 mln PLN) na poziomie zbliżonym do III kw. Cały rok na poziomie 694 mln PLN zysku netto
- Niższa dywidenda (wskaźnik wypłaty 50% zamiast oczekiwanych 100%) za 2011 obciążą ROE (10,5% w 2012P), nadwyżka kapitału (ok. 1,5 mld PLN) pozostaje
- Obecne poziomy wskaźników (P/E 2012 13.4x) należą do jednych z najwyższych w sektorze

Jaromir Szortyka

ING BŚ (Kupuj, cena docelowa: 93,50 PLN)

Data publikacji : 09.02.2012r.

Prognoza wyników

mln PLN	IV kw. 2010	III kw. 2011	IVkw. 2011P	r/r	kw/kw	I-IVkw.2010	I-IVkw.2011P	r/r	2012P	r/r
Wynik odsetkowy	457	477	488	7%	2%	1 628	1 860	14%	2 012	8%
Wynik z opłat i prowizji	256	261	264	3%	1%	987	1 035	5%	1 050	1%
Przychody ogółem	680	717	772	13%	8%	2 679	2 946	10%	3 130	6%
Koszty operacyjne	-390	-422	-439	13%	4%	-1 583	-1 689	7%	-1 790	6%
Wynik operacyjny	290	295	333	15%	13%	1 097	1 257	15%	1 340	7%
Saldo rezerw	-61	-27	-64	5%	136%	-204	-186	-9%	-271	46%
Wynik przed opodatkowaniem	241	277	279	16%	1%	934	1 112	19%	1 111	0%
Wynik netto	192	220	223	16%	1%	753	890	18%	900	1%
%										
Marża odsetkowa	3,12	2,95	2,90			2,87	2,91		2,86	
Koszty / Dochody	57,4	58,8	56,9			59,1	57,3		57,2	
Koszty ryzyka	0,70	0,27	0,61			0,61	0,47		0,60	
P/E						13,82	11,70		11,57	

Komentarz

- Wyższe saldo rezerw z tytułu utraty wartości (zakładając brak większych rozwiązań odpisów oraz efekt sezonowy) w IV kw.
- Spadek marży odsetkowej netto kw./kw. spowodowany wyższym oprocentowaniem kont oszczędnościowych
- ING BSK top pickiem wśród banków na 2012 z uwagi na defensywny charakter (płynny bilans, dobra pozycja kapitałowa, elastyczność po stronie depozytowej, silna pozycja w segmencie korporacyjnym)
- Dobra jakość portfela (duże korporacje, kredyty hipoteczne w PLN i dobra jakość w pożyczkach konsumenckich), wskaźnik NPL na poziomie 3,9% na koniec III kw.

Jaromir Szortyka

Millennium (Kupuj, cena docelowa: 4,22 PLN)

Data publikacji : 31.01.2012r.

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	III kw. 2011	IVkw. 2011P	r/r	kw/kw	I-IVkw.2010	I-IVkw.2011P	r/r	2012P	r/r
Wynik odsetkowy	253	301	305	21%	2%	927	1 149	24%	1 188	3%
Wynik z opłat i prowizji	145	139	142	-3%	2%	565	576	2%	593	3%
Przychody ogółem	472	488	489	4%	0%	1 716	1 890	10%	1 964	4%
Koszty operacyjne	-284	-285	-294	3%	3%	-1 083	-1 135	5%	-1 193	5%
Wynik operacyjny	188	203	195	4%	-4%	633	756	19%	771	2%
Saldo rezerw	-47	-47	-53	12%	12%	-225	-180	-20%	-229	27%
Wynik przed opodatkowaniem	141	157	144	2%	-9%	408	575	41%	542	-6%
Wynik netto	112	125	114	2%	-9%	326	452	39%	428	-5%
%										
Marża odsetkowa	2,35	2,60	2,59			2,16	2,50		2,45	
Koszty / Dochody	60,1	58,5	60,1			63,1	60,0		60,8	
Koszty ryzyka	0,50	0,46	0,49			0,62	0,44		0,51	
P/E						14,33	10,34		10,90	

Komentarz

- Marża odsetkowa nieznacznie niższa w IV kwartale, spadek sprzedaży hipotek, wynik odsetkowy stabilny (305 mln PLN)
- Umiarkowany wzrost kosztów operacyjnych i poziomu odpisów w kw./kw.
- Umiarkowany wynik netto za IV kw. (114 mln PLN, na poziomie II kwartału.)
- Póki co, dobra jakość portfela hipotecznego (wskaźnik NPL w segmencie 0,9%, wobec średniej w sektorze 2,3%)
- Spółka mocno przeceniona, potencjał do wzrostu kursu, pomimo stosunkowo słabych fundamentów

Jaromir Szortyka

Kredyt Bank (Neutralnie, cena docelowa: 10,24 PLN)

 Data publikacji : **09.02.2012r.**
Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	III kw. 2011	IVkw. 2011P	r/r	kw/kw	I-IVkw.2010	I-IVkw.2011P	r/r	2012P	r/r
Wynik odsetkowy	297	298	297	0%	-1%	1 128	1 179	5%	1 202	2%
Wynik z opłat i prowizji	89	79	84	-6%	6%	330	324	-2%	332	3%
Przychody ogółem	412	392	388	-6%	-1%	1 632	1 598	-2%	1 674	5%
Koszty operacyjne	-241	-264	-260	8%	-1%	-928	-1 013	9%	-1 075	6%
Wynik operacyjny	170	128	128	-25%	0%	703	585	-17%	599	2%
Saldo rezerw	-111	-50	-62	-44%	23%	-472	-146	-69%	-280	91%
Wynik przed opodatkowaniem	59	79	67	13%	-15%	235	443	89%	323	-27%
Wynik netto	56	61	52	-9%	-15%	186	334	80%	255	-24%
%										
Marża odsetkowa	2,95	2,90	2,88			2,96	2,88		2,81	
Koszty / Dochody	58,6	67,3	67,1			56,9	63,4		64,2	
Koszty ryzyka	1,54	0,68	0,81			1,67	0,49		0,88	
P/E						14,30	7,96		10,43	

Komentarz

- 35 mln PLN rezerwy na potencjalne zobowiązanie z tytułu odsprzedaży Żagla przez KBC utworzonej w IV kw.
- Dobra sprzedaż hipotek w IV kwartale; spadek marży odsetkowej; koszty osobowe niższe kw./kw. z uwagi na efekty jednorazowy w poprzednim kwartale
- Najlepsze fundamenty w grupie analizowanych przez nas banków (ROE 2012P 8%)
- Wyzwania po stronie przychodowej przy wysokim poziomie kosztów operacyjnych (C/I 64%) oraz wyższym odpisom z tytułu utraty wartości, spowodują spadek zysku w 2012
- Obecne, niskie poziomy wyceny (P/E 10.4x i P/BV 0.9x na 2012P) uwzględniają potencjalne ryzyka

Jaromir Szortyka

LPP (Kupuj, cena docelowa: 2 368,23 PLN)

Data publikacji : 24.02.2012r.

Prognoza wyników

mln PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	630	788	25,1%	2 079	2 491	19,8%	2 820	13%
Zysk brutto na sprzedaży	371	480	29,5%	1 133	1 429	26,1%	1 537	8%
EBIT	117	188	60,9%	201	364	81,1%	322	-12%
Zysk netto	90	147	62,6%	139	286	105,9%	253	-12%
Marża brutto na sprzedaży	58,9%	61,0%		54,5%	57,4%			
Marża EBIT	18,6%	23,9%		9,7%	14,6%			
Marża netto	14,3%	18,7%		6,7%	11,5%			
P/E				25,5	12,4		14,1	

Komentarz

- Sprzedaż mocno do góry – z raportowanych wyników miesięcznych wynika, że w 4 kwartale 2011 LPP osiągnął rekordową sprzedaż 788 mln PLN, 25% więcej r/r
- Dobra marża brutto – marża brutto wyniosła 61%, zgodnie z raportami miesięcznymi, co zaowocowało wzrostem zysku brutto na sprzedaży o 29,5% r/r
- Zysk operacyjny silnie rośnie – oczekujemy, że dzięki niskim kosztom sprzedaży i zarządu, EBIT wzrósł do 188 mln PLN, o 60,9% r/r
- Zysk netto rekordowy – nie spodziewamy się wysokich kosztów finansowych (w tym F/X), dlatego oczekujemy, że zysk netto wzrósł o 62,6% r/r, do 147 mln PLN

Włodzimierz Giller

Prognoza wyników

mln PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	512	748	45,9%	2 011	2 590	28,8%	3 173	23%
Zysk brutto na sprzedaży	43	84	94,5%	170	274	60,9%	345	26%
EBIT	15	49	228,7%	69	136	96,5%	196	45%
Zysk netto	10	29	185,4%	40	88	119,0%	115	31%
Marża brutto na sprzedaży	8,5%	11,3%		8,5%	10,6%			
Marża EBIT	2,9%	6,6%		3,4%	5,2%			
Marża netto	2,0%	3,9%		2,0%	3,4%			
P/E				33,4	15,3		11,6	

Komentarz

- Sprzedaż mocno do góry – dzięki konsolidacji hiszpańskiej sieci Tagliatella spodziewamy się, że sprzedaż Amrestu wzrośnie o 49% r/r. Rok temu Tagliatella nie była częścią grupy
- Marża brutto rośnie – dzięki konsolidacji wysokomarżowej Tagliatelli, spodziewamy się wzrostu marży brutto na sprzedaży o 2,8pp r/r (podobnie jak miało to miejsce w 3 kwartale). Spowoduje to, że zysk brutto na sprzedaży prawie podwoi się r/r
- Silny wzrost zysku netto r/r – Spodziewamy się umiarkowanej inflacji cen żywności i minimalnie negatywnego jej wpływu na marżę, ale dzięki stabilnym innym pozycjom kosztowych oraz wyższej marży brutto, oczekujemy wzrostu marż operacyjnych. Wpłynie to pozytywnie na wysokość zysku netto, który naszym zdaniem zwiększy się do 29,6 mln PLN z 10,8 mln PLN w zeszłym roku

Włodzimierz Giller

NFI Empik (Neutralnie, cena docelowa: 8,88 PLN)

Data publikacji : 15.02.2012r.

Prognoza wyników

mln PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	1 008	1 104	9,5%	2 908	3 176	9,2%	3 362	6%
Zysk brutto na sprzedaży	426	454	6,7%	1 257	1 355	7,8%	1 433	6%
EBIT	108	106	-1,7%	142	116	-18,2%	122	5%
Zysk netto	77	78	2,2%	75	76	1,3%	62	-18%
Marża brutto na sprzedaży	42,2%	41,1%		43,2%	42,7%			
Marża EBIT	10,7%	9,6%		4,9%	3,7%			
Marża netto	7,6%	7,1%		2,6%	2,4%			
P/E				12,4	12,3		15,0	

Komentarz

- Umiarkowany wzrost sprzedaży – przewidujemy, że sprzedaż w 4 kwartale wzrośnie o 10% r/r, przy czym dwucyfrowy wzrost spółka będzie zawdzięczała głównie Empikowi i Smykowi oraz szkołom językowym. Tylko 5% wzrost przewidujemy dla dywizji modowej, choć tendencja spadków LFL najprawdopodobniej została tu zahamowana w 4 kwartale
- Zysk operacyjny w stagnacji – ze względu na wyższe koszty czynszów r/r związane z osłabieniem złotego, przy niewielkim wzroście LFL, spodziewamy się stagnacji zysku operacyjnego w 4 kwartale
- Zysk netto stabilnie r/r – spółka zwykle tworzy lub rozwiązuje rezerwy w 4 kwartale, lub też urealnia wartość aktywów, zatem prognozowanie zysku netto obarczone jest sporym ryzykiem. Sądzymy jednak, że przy braku istotnych czynników jednorazowych, wynik netto powinien być podobny do desztorocznego

Włodzimierz Giller

Prognoza wyników

mln PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	321	366	13,9%	1 029	1 093	6,2%	1 240	13%
Zysk brutto na sprzedaży	177	210	19,0%	559	615	10,0%	698	13%
EBIT	55	89	63,1%	132	167	26,5%	189	13%
Zysk netto	45	71	58,7%	120	129	7,5%	147	14%
Marża brutto na sprzedaży	54,9%	57,3%		54,3%	56,3%			
Marża EBIT	17,0%	24,3%		12,8%	15,3%			
Marża netto	13,8%	19,3%		11,7%	11,8%			
P/E				14,9	13,8		12,1	

Komentarz

- Sprzedaż rośnie o 13,9% - zgodnie z zaraportowanymi już danymi miesięcznymi, sprzedaż wzrosła o ok. 13,9% r/r. Wzrost był mniejszy od oczekiwań Zarządu, ze względu na ciepłą pogodę
- Marże solidne – pomimo niewielkiego przyrostu sprzedaży, sądzimy, że spółka utrzymała wysokie marże brutto, podobnie jak to miało miejsce w 3 kwartale. Zapasy utrzymywane są ciągle na wysokich poziomach, nie widzimy aktywności wyprzedazowej
- Zysk netto solidny – zakładamy, że koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w przeliczeniu na m2 będą zachowywały się stabilnie, co przełoży się na solidny zysk netto. Spodziewamy się, że spółka osiągnie ponad 70 mln PLN zysku, o 59% więcej r/r

Włodzimierz Giller

Eurocash (Neutralnie, cena docelowa: 31,14 PLN)

Data publikacji : 29.02.2012r.

Prognoza wyników

mln PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	2 298	2 630	14,5%	7 792	9 991	28,2%	15 768	58%
Zysk brutto na sprzedaży	270	297	9,9%	801	991	23,7%	1 577	59%
EBIT	74	72	-2,6%	170	181	6,0%	327	81%
Zysk netto	48	47	-2,3%	128	129	0,7%	193	49%
Marża brutto na sprzedaży	11,8%	11,3%		10,3%	9,9%			
Marża EBIT	3,2%	2,7%		2,2%	1,8%			
Marża netto	2,1%	1,8%		1,6%	1,3%			
P/E				31,4	31,2		20,8	

Komentarz

- Wzrost sprzedaży o 14,5% r/r - zarówno z powodu wzrostu sprzedaży LFL, jak i rozwoju sieci sklepów franczyzowych Delikatesy Centrum i abc, spodziewamy się wzrostu sprzedaży o 14,5% r/r. Oczekujemy, że przyrosty LFL w Cash & Carry osiągną ponownie wartość dwucyfrową (tak jak w 3 kwartale 2011)
- Marża lekko niższa – podobnie jak w 3 kwartale, oczekujemy lekko niższej marży brutto na sprzedaży, ze względu na inflację cen żywności i rosnącą konkurencję
- Zysk netto płasko r/r – ze względu na możliwe dodatkowe koszty (finalizacja przejęcia spółki Tradis) oczekujemy zysku operacyjnego i netto na podobnym poziomie jak w 4 kwartale 2010

Włodzimierz Giller

Emperia (Kupuj, cena docelowa: 129,90 PLN)

Data publikacji :

Brak

Prognoza wyników

mln PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	1 532	480	-68,7%	5 916	6 252	5,7%	6 632	6%
Zysk brutto na sprzedaży	250	50	-80,0%	1 009	1 042	3,2%	1 105	6%
EBIT	49	12	-75,7%	138	124	-9,6%	135	9%
Zysk netto	36	11	-69,8%	99	86	-12,7%	96	12%
Marża brutto na sprzedaży	16,3%	10,4%		17,1%	16,7%			
Marża EBIT	3,2%	2,5%		2,3%	2,0%			
Marża netto	2,4%	2,3%		1,7%	1,4%			
P/E				17,9	20,5		18,4	

Komentarz

- Nasze przewidywania dotyczą tylko części detalicznej, gdyż Tradis został zdekonsolidowany po sprzedaży w grudniu 2011
- Spodziewamy się, że dywizja detaliczna (sieć sklepów Stokrotka i Delima) osiągnie sprzedaż na poziomie ok. 480 mln PLN. Oczekujemy, że marża brutto wyniesie około 20%, co po odjęciu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu da zysk operacyjny na poziomie 11,5 mln PLN. Zysk będzie podobny do 3 kwartału 2011, kiedy wyniósł 10,2 mln PLN w dywizji detalicznej
- Oczekujemy zysku netto na poziomie 10,4 mln PLN (9,1 mln PLN w 3 kwartale 2011). Wyniki Emperii za 4 kwartał 2011 mają nieduże znaczenie, gdyż obecnie najistotniejsza dla wyceny spółki jest cena, za jaką zostanie sprzedana dywizja detaliczna

Włodzimierz Giller

Prognoza wyników

mln PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r	2012P	r/r
Przychody	333	422	27,0%	1 254	1 507	20,2%	1 646	9%
Zysk brutto na sprzedaży	83	92	10,0%	301	322	7,0%	374	16%
EBIT	7	5	-27,4%	31	17	-46,8%	37	124%
Zysk netto	4	3	-23,1%	21	9	-58,1%	24	173%
Marża brutto na sprzedaży	25,1%	21,7%		24,0%	21,4%			
Marża EBIT	2,0%	1,1%		2,5%	1,1%			
Marża netto	1,2%	0,7%		1,7%	0,6%			
P/E				9,3	22,1		8,1	

Komentarz

- Sprzedaż mocno do góry – ze względu na konsolidację spółki dystrybucyjnej Rovita, zakupionej w połowie 2011 roku, skonsolidowana sprzedaż EKO Holding powinna wzrosnąć o 27% r/r. Organiczny wzrost sprzedaży powinien osiągnąć tempo około 10%
- Marże brutto niższe r/r – tendencja presji na marże brutto najprawdopodobniej była kontynuowana w 4 kwartale, choć spółka sygnalizowała, że w październiku i listopadzie presja słabła. Kluczowe dla wyników jest jednak zachowanie się dywizji detalicznej w miesiącu grudniu. Zakładamy, że marże brutto w 4 kwartale 2011 były niższe o 3pp r/r
- Spadek zysku netto r/r – w związku z niższą marżą brutto, zakładamy spadek zysku operacyjnego i netto r/r (odpowiednio o 27% i 23%)

Włodzimierz Giller

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r
Przychody	62,46	69,73	11,6%	144,30	174,61	21,0%
EBITDA	6,95	6,23	-10,4%	12,77	14,00	9,6%
EBIT	5,65	4,64	-17,8%	9,09	8,08	-11,0%
Zysk netto	4,37	3,68	-15,8%	7,16	6,39	-10,7%
Marża EBITDA	11,1%	8,9%		8,8%	8,0%	
Marża EBIT	9,0%	6,7%		6,3%	4,6%	
Marża netto	7,0%	5,3%		5,0%	3,7%	
P/E				15,5	17,3	

Komentarz

- Po dobrych wynikach pierwszej połowy roku, jego druga część niestety przyniosła pogorszenie sytuacji Oponeo.pl. Wysokie przychody III kw. okupione zostały znaczącym spadkiem marży, a brak opadów śniegu w IV kw. przyczynił się do dalszego spadku zysku, który narastająco po 4 kwartałach szacujemy na poziomie 6,4 mln PLN w porównaniu do 7,2 mln PLN w ubiegłym roku
- Pomimo prognozowanych, nienajlepszych wyników IV kw., rozwój spółki w dalszym ciągu należy oceniać pozytywnie. W skali roku Oponeo.pl odnotowało umiarkowany wzrost przychodów z rynku krajowego (ok. 9%) oraz silny, kilkudziesięcioprocentowy wzrost przychodów ze sklepów zagranicznych
- Sprzedaż zagraniczna rozwija się bardzo dynamicznie. W całym roku 2011 r. stanowiła 32% przychodów krajowych, a w ostatnim kwartale mogła sięgnąć powyżej 45%. W obecnej chwili spółka działa już na głównych rynkach Europy Zachodniej, a w najbliższym czasie zamierza wejść na rynek turecki

Przemysław Smoliński

Netmedia (Kupuj, cena docelowa: 9,95 PLN)

Data publikacji :

Brak

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r
Przychody	33,60	33,28	-1,0%	131,89	132,95	0,8%
EBITDA	1,06	0,70	-33,3%	8,87	4,46	-49,7%
EBIT	0,86	0,50	-41,9%	8,02	3,64	-54,6%
Zysk netto*	1,95	1,41	-27,6%	5,85	5,90	0,8%
Marża EBITDA	3,1%	2,1%		6,7%	3,4%	
Marża EBIT	2,6%	1,5%		6,1%	2,7%	
Marża netto	5,8%	4,2%		4,4%	4,4%	
P/E				8,4	8,3	

* z wyłączeniem zdarzeń o charakterze jednorazowym

Komentarz

- Wyniki Netmedia w IV kw. 2011 r. będą nieco słabsze niż w IV kw. 2010 r., w którym zanotowano bardzo wysokie wpływy z jednostek stowarzyszonych. Choć pod względem biznesowym spółka w dalszym ciągu rozwija się dynamicznie, to jednak w ostatnim roku nie miało to przełożenia na jej wyniki finansowe
- Pomimo spowolnienia gospodarczego Netmedia zanotowała wzrost w głównych segmentach działalności turystycznej. Narastająco od początku roku wzrosła zarówno liczba rezerwacji pokoi hotelowych, jak i liczba sprzedanych biletów lotniczych
- Dynamicznie rozwijają się spółki zależne Finder i IAP oraz działalność turystyczna na rynku rumuńskim. W minionych miesiącach Netmedia zaangażowała się w kolejne inwestycje portfelowe zarówno w sektorze turystycznym jak i nieruchomości
- Licząc na wzrost cen i popytu na usługi hotelowe w związku z EURO 2012, Netmedia znacząco zwiększyła swoją bazę hotelową oraz aktywnie uczestniczy w projekcie Polish Pass realizowanym z PL.2012

Przemysław Smoliński

Travelplanet.pl (Kupuj, cena docelowa: 16,09 PLN)

Data publikacji :

Brak

Prognoza wyników

mIn PLN	IV kw. 2010	IV kw. 2011P	r/r	I-IV kw. 2010	I-IV kw. 2011	r/r
Przychody	2,64	2,81	6,2%	16,85	17,21	2,2%
EBITDA	-1,32	-0,71	-	-1,40	-0,07	-
EBIT	-1,79	-1,10	-	-3,19	-1,56	-
Zysk netto	-1,30	-1,10	-	-2,82	-1,52	-
Marża EBITDA	-50,0%	-25,3%		-8,3%	-0,4%	
Marża EBIT	-67,7%	-39,3%		-18,9%	-9,1%	
Marża netto	-49,1%	-39,1%		-16,8%	-8,8%	
P/E				-	-	

Komentarz

- Po udanym III kw. 2011 r. oraz zapowiedziach zamknięcia roku 0,5 mln PLN na plusie, IV kw. może przynieść rozczarowanie. W pierwszej połowie grudnia spółka odwołała bowiem roczne prognozy, sugerując słaby wynik ostatniego kwartału ubiegłego roku
- Choć w IV kw. prognozujemy stratę, to jednak warto zwrócić uwagę, że zarówno w ujęciu kwartał do kwartału, jak i narastająco po 4 kwartałach będzie ona mniejsza niż w ubiegłym roku. W całym roku 2011 szacujemy stratę netto na poziomie 1,5 mln PLN w porównaniu do 2,8 mln PLN straty w 2010 r.
- Na polepszenie wyniku spółki wpłynęło zmniejszenie nacisku na promocję marki, w zamian za wzmocnienie działań prosprzedażowych. Spółka m.in. zmodernizowała stronę internetową i zautomatyzowała proces sprzedaży przez internet oraz zoptymalizowała kampanie SEM
- Choć w najbliższym czasie trudno spodziewać się znaczącego polepszenia wyników Travelplanet.pl, to jednak pomimo niedotrzymania prognoz na 2011 r., generalnie zmiany wydają się iść w dobrym kierunku

Przemysław Smoliński

PKO Dom Maklerski

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

tel. (0-22) 521-80-00, fax (0-22) 521-79-46

e-mail: infodm@pkobp.pl

Biuro Analiz Rynkowych

Dyrektor Sektor Wydobyczy, Materiały Budowlane	Artur Iwański (022) 521 79 31 artur.iwanski@pkobp.pl
Przemysł Paliwowy, Chemiczny, Spożywczy	Monika Kalwasińska (022) 521 79 41 monika.kalwasinska@pkobp.pl
Sektor Energetyczny, Deweloperski	Stanisław Ozga (022) 521 79 13 stanislaw.ozga@pkobp.pl
Sektor Finansowy	Jaromir Szortyka (022) 580 39 47 jaromir.szortyka@pkobp.pl
Handel, Media, Telekomunikacja, Informatyka	Włodzimierz Giller (022) 521 79 17 wlodzimierz.giller@pkobp.pl
Analiza Techniczna, E-commerce	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Analiza Techniczna	Paweł Małmyga (022) 521 65 73 pawel.malmyga@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski (0-22) 521 79 19 wojciech.zelechowski@pkobp.pl	Piotr Dedecjus (0-22) 521 91 40 piotr.dedecjus@pkobp.pl
Dariusz Andrzejak (0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl	Paweł Kochut (0-22) 521-82-14 pawel.kochut@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki (0-22) 521 91 33 krzysztof.kubacki@pkobp.pl	Maciej Kałuża (0-22) 521 91 50 maciej.kaluz@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn (0-22) 521 82 10 tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl	Igor Szczepaniec (0-22) 521 65 41 igor.szczepaniec@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki (0-22) 521 82 13 tomasz.zabrocki@pkobp.pl	Marcin Borciuch (0-22) 521 82 12 marcin.borciuch@pkobp.pl
Magdalena Kupiec (0-22) 521 91 50 magdalena.kupiec@pkobp.pl	

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

KUPOJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych) metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi, wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelem zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja nie stanowi rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajeniu w okresie siedmiu następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z docho- waniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozda- nia finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. DM może świad- czyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego. Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finan- sowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że przedmio- tową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporz- dzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), a w przypadku klientów detalicz- nych również na podstawie pisemnej umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyj- nych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym.