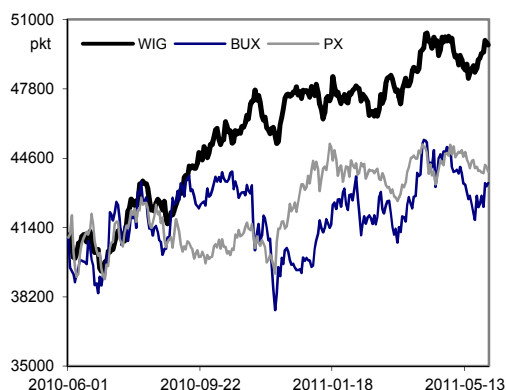


3 czerwca 2011


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	49 825
Średnie P/E 2011	13,6
Średnie P/E 2012	11,3
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 020 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



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.kliszcz@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 Zybała
(48 22) 697 47 01
piotr.zybała@dibre.com.pl

Komentarz makroekonomiczny
Makroekonomiści BRE Banku

Opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny

Czerwiec 2011

Rynek akcji

Jeśli w najbliższych tygodniach na rynkach finansowych „nie wybuchnie prawdziwa bomba” (i nie jest nią Grecja) a na rynek zaczną napływać pierwsze pozytywne zaskoczenia (po obniżeniu oczekiwań w efekcie ostatnich danych) w wakacje czeka nas silna fala wzrostowa bo wśród wielu giełdowych powiedzonek funkcjonuje również hasło „summer rally”.

Ze spółek

Banki. Naszymi preferowanymi ekspozycjami są ING BSK oraz PKO BP, najatrakcyjniej wyceniane w grupie porównawczej. Zalecamy redukowanie Getin Holdingu oraz Millennium, jako podmiotów najbardziej narażonych na wyższe ceny swapów walutowych związanych z umocnieniem CHF względem PLN.

Paliwa. Struktura wyników zaprezentowanych przez PGNiG powinna trwale zmienić profil inwestycyjny Spółki i poprawić sentyment inwestorów. Nadal uważamy, że otoczenie makro nie sprzyja generowaniu przepływów pieniężnych przez rafinerie.

Energetyka. Najlepszą ekspozycję na pozytywne trendy w sektorze stanowi Tauron, który udowodnił to wysokimi dynamikami wolumenów w 1Q. Zalecamy redukowanie akcji CEZ, któremu po wypłacie dywidendy będzie brakowało wsparcia z uwagi na oczekiwane słabe wyniki.

Telekomunikacja. Po niekorzystnej decyzji UKE ws. dopłaty do usługi powszechnej akcje TP posiadają jedynie walor defensywny, przy zakładanym przez nas wzroście rynku powinny zachowywać się gorzej od rynku. Netia prawdopodobnie rozpocznie skup akcji własnych, co może „windować” kurs do 7 PLN - okazja do wyjścia z inwestycji.

Media. Po znaczącej przecenie ostatnich tygodni podnosimy naszą rekomendację na Agorę do kupuj. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla Cinema City. Jednocześnie zalecamy neutralne nastawienie do spółek z segmentu telewizyjnego.

IT. Najatrakcyjniejszym obecnie podmiotem w branży wydaje się największa spółka sektora: Asseco Poland. Pozytywnie postrzegamy też mimo ostatnich wzrostów akcje Sygnyty. Wśród dystrybutorów wciąż najlepszymi inwestycjami są naszym zdaniem AB i Action.

Górnictwo i metale. Globalne banki inwestycyjne znów agresywnie rekomendują kupno surowców, co przy spadających zapasach zapewne przełoży się na nowe szczyty na Cu i akcjach KGHM. W kontekście oferty JSW akcje NWR nie są atrakcyjną inwestycją.

Przemysł. Dobre wyniki 1Q11, to szansa na wzrosty wartości akcji Impexmetal. Zapowiadane debiuty ukraińskich spółek w okresie wakacyjnym mogą wpłynąć na spadek notowań Astarty i Kernela.

Budownictwo. Zalecamy przeważanie sektora. Liczymy na pozytywne wiadomości w okresie wakacyjnym (energetyka, fundusze UE) oraz poprawę wyników mniejszych spółek już w Q2 2011.

Deweloperzy. Zalecamy przeważanie sektora deweloperskiego. Sektor ma walory defensywne. Liczymy na wzrost sprzedaży na rynku pierwotnym i spadek stóp kapitalizacji dla obiektów komercyjnych.

Handel. Spółki handlowe mają za sobą kolejny udany miesiąc. Dane o sprzedaży detalicznej i sprzedaży miesięcznej ze spółek wskazują na udany 2Q 2011.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Agora (Kupuj), Rafako (Kupuj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Centrum Klimat (Akumuluj), Kredyt Bank (Trzymaj), Mondi (Trzymaj), PGNiG (Trzymaj), PZU (Trzymaj), ZA Puławy (Redukuj).

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	6
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	9
4. Statystyki rekomendacji	10
5. Banki	11
5.1. Getin	13
5.2. Handlowy	14
5.3. ING BSK	15
5.4. Kredyt Bank	16
5.5. Millennium	18
5.6. Pekao	19
5.7. PKO BP	20
6. Ubezpieczyciele.....	22
6.1. PZU.....	22
7. Paliwa, chemia	24
7.1. Ciech	25
7.2. Lotos	27
7.3. PGNiG	28
7.4. PKN Orlen	30
7.5. Police.....	31
7.6. ZA Puławy	32
8. Energetyka	33
8.1. CEZ	34
8.2. Enea	35
8.3. PGE.....	36
8.4. Tauron	37
9. Telekomunikacja	38
9.1. Netia	38
9.2. TP SA	39
10. Media	40
10.1. Agora	40
10.2. Cinema City	42
10.3. Cyfrowy Polsat.....	44
10.4. TVN	46
11. IT	48
11.1. AB.....	48
11.2. Action.....	50
11.3. ASBIS	51
11.4. Asseco Poland	52
11.5. ComArch.....	54
11.6. Sygnity.....	56
12. Górnictwo i metale	58
12.1. KGHM	58
12.2. LW Bogdanka	59
13. Przemysł.....	61
13.1. Astarta	63
13.2. Boryszew	65
13.3. Centrum Klima	67
13.4. Cersanit	68
13.5. Famur	70
13.6. Impexmetal	72
13.7. Kernel	74
13.8. Kęty.....	76
13.9. Kopex	77
13.10. Mondi	79
14. Budownictwo	80
14.1. Budimex	81
14.2. Elektrobudowa	83
14.3. Erbud	84
14.4. Mostostal Warszawa.....	85
14.5. PBG	86
14.6. Polimex Mostostal	88
14.7. Rafako	90
14.8. Trakcja Polska	91
14.9. Ulma Construcccion Polska	91
14.10. Unibep	93
14.11. ZUE.....	94



15. Deweloperzy	95
15.1. BBI Development	96
15.2. Dom Development	97
15.3. Echo Investment	98
15.4. GTC	100
15.5. J.W. Construction	102
15.6. P.A. Nova	103
15.7. Polnord	104
15.8. Robyg	105
16. Handel	106
16.1. Eurocash	112
16.2. LPP	114
16.3. NFI EMF	116
16.4. NG2	118
16.5. Vistula	121

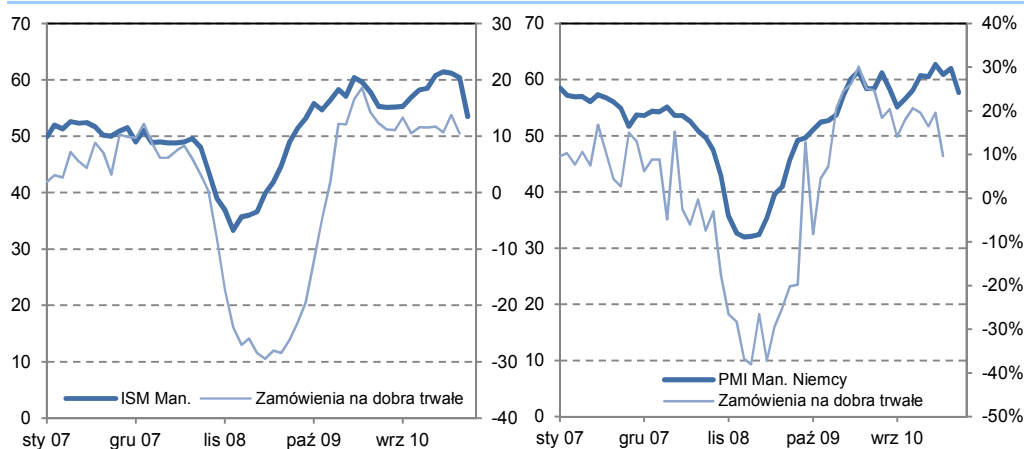
Rynek akcji

W maju na światowe rynki finansowe wróciła niepewność, powszechnie można było usłyszeć maksymę „sell in May and go away”, z całą siłą przypomniawszy o sobie Grecja, agencje ratingowe wyprzedzały się w obniżaniu ratingów dla kolejnych gospodarek – już nie tylko małych krajów ale także światowych potentatów: Japonii i USA, a dane makro (wskaźniki wyprzedzające, bieżące dane z rynku pracy, inflacja) powszechnie rozczarowywały. Efekt? W maju S&P500 spadł o 1,35%, DAX o 2,94% a WIG20 o 0,33%. Ceny surowców po słabych ostatnich kilku tygodniach również znów zwyżkują. Naszym zdaniem świadczy to o sile rynku, który prawdopodobnie dyskontuje już drugie półrocze, w którym makroekonomiści spodziewają się przyspieszenia światowego wzrostu a właściwie odwrócenia spadkowych trendów na wskaźnikach wyprzedzających. Na naszym lokalnym podwórku, wbrew wcześniejszym oczekiwaniom maj i czerwiec nie przynoszą wysypu ofert na rynku pierwotnym, które przesuwają się na okres powakacyjny. Z dużych ofert pozostaje jedynie JSW, chociaż tu duża część akcji trafi zapewne w ręce inwestorów zagranicznych. Jak na razie zaskakująco dobre wykonanie budżetu (po kwietniu -21,6 mld PLN, tj. 3,3 mld PLN nadwyżki ws. plan) może dawać nadzieję, że w drugim półroczu Skarb Państwa ograniczy podaż akcji jedynie do PKO BP (będzie tu pomagać m.in. wyższa inflacja). Dużą słabość wykazują tylko największe rynki wschodzące: Chiny (-5,77%), Rosja (-7,0%), Brazylia (-2,29%). Polska, z dużym udziałem w WIG20 spółek z sektora utilities i telekomunikacji, na tym tle traktowana jest jako rynek defensywny. Naszym zdaniem, jeśli w najbliższych tygodniach na rynkach finansowych nie wybuchnie prawdziwa „bomba” (i nie jest nią Grecja, której gro dług wykupił już ECB), a na rynek zaczną napływać pierwsze pozytywne zaskoczenia (po obniżeniu oczekiwań w efekcie ostatnich danych), w wakacje czeka nas silna fala wzrostowa ... bo wśród wielu giełdowych powiedzonek funkcjonuje również hasło „summer rally”.

Dane makro nie pomagają

W minionym miesiącu niemal wszystkie istotne dane makro z rynku amerykańskiego czy strefy Euro okazały się słabsze niż oczekiwania analityków. Na czoło wysuwają się przede wszystkim spadki wartości wskaźników wyprzedzających dla przemysłu. Dotyczy to zarówno ISM w USA, który obniżył się do 53,5 punktów z 60,4 w kwietniu (spadek potwierdzają wskaźniki lokalne dla Chicago, NY, Richmond, Philadelphia) jak również PMI w Europie (Eurozone 54,8 z 58 w kwietniu). Przy okazji przemysłu słabsze okazały się również zamówienia na dobra trwałe w USA -3,6% m/m vs. -2,0% oczekiwanych (ale podwyższono wzrost w kwietniu z +2,5% do +4,4%, 30% spadek zamówień w przemyśle lotniczym). Makroekonomiści tłumaczą to dosyć gwałtowne załamanie, że w dużej mierze jest ono efektem przerw w dostawach komponentów z Japonii (spadek eksportu w kwietniu o 12,7% m/m), co szczególnie silnie dotknęło przemysł samochodowy i elektroniczny. Wszystko wskazuje na to, że sytuacja w Japonii powoli normuje się (produkcja przemysłowa w marcu -15,5% m/m, w kwietniu +1,0% m/m) i w kolejnych miesiącach dostawcy powrócą na rynek, co również powinno pozytywnie wpływać na zachowanie ISM/PMI w drugim półroczu.

ISM i zamówienia w przemyśle amerykańskim (LS) oraz w strefie EURO (PS)

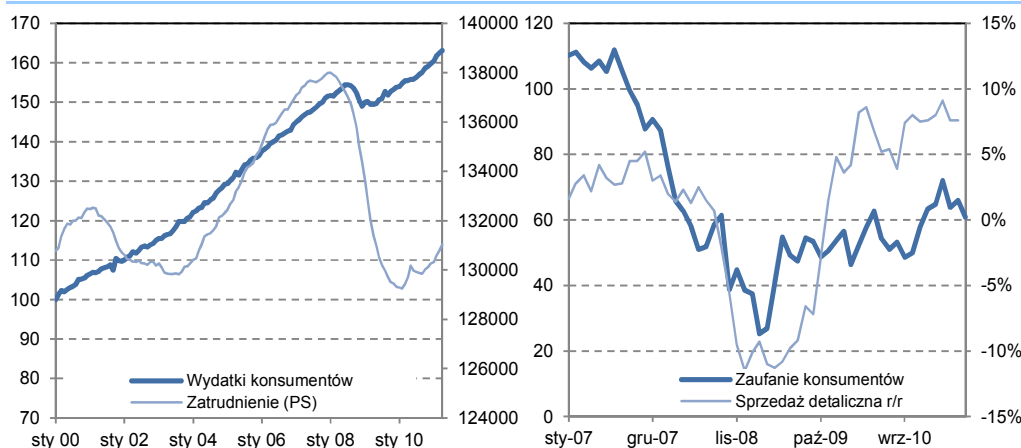


Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

Oprócz przemysłu dosyć gwałtownie obniżyły się nastroje konsumentów amerykańskich, co opisuje spadek wskaźnika Conference Board z 66 do 60,8 a także słabszy niż pierwotnie oczekiwano odczyt PKB za 1Q2011 w obszarze konsumpcji (+2,2%). Duży wpływ na te dane mają wysokie ceny ropy, co ogranicza sprzedaż samochodów i paliwa – istotnych składowych

zagregowanej konsumpcji. Do tego dochodzą niejednoznaczne dane z rynku pracy, gdzie liczba nowych bezrobotnych utrzymuje się na poziomie 410-420 tys. (dane tygodniowe) a z drugiej strony liczba nowych miejsc pracy (non-farm payrolls) to poziom ponad 200 tys. miesięcznie – pozwalający już na wzrost zatrudnienia (od początku roku +768 tys.). W naszej opinii pomimo, że wolniejszy od oczekiwań trend poprawy na rynku pracy a w efekcie dalszego wzrostu konsumpcji będzie utrzymany. Sentyment badany przez Conference Board – mimo spadku w ostatnich trzech miesiącach – znajduje się w trendzie wzrostowym. Sentyment badany przez Uniwersytet Michigan w maju wzrósł do 74,3 z 69,8 w kwietniu nie potwierdzając danych Conference Board.

Wydatki amerykańskich konsumentów na tle poziomu zatrudnienia (tys. LS) i zaufanie konsumentów (Conference Board) na tle dynamiki sprzedaży detalicznej (r/r)

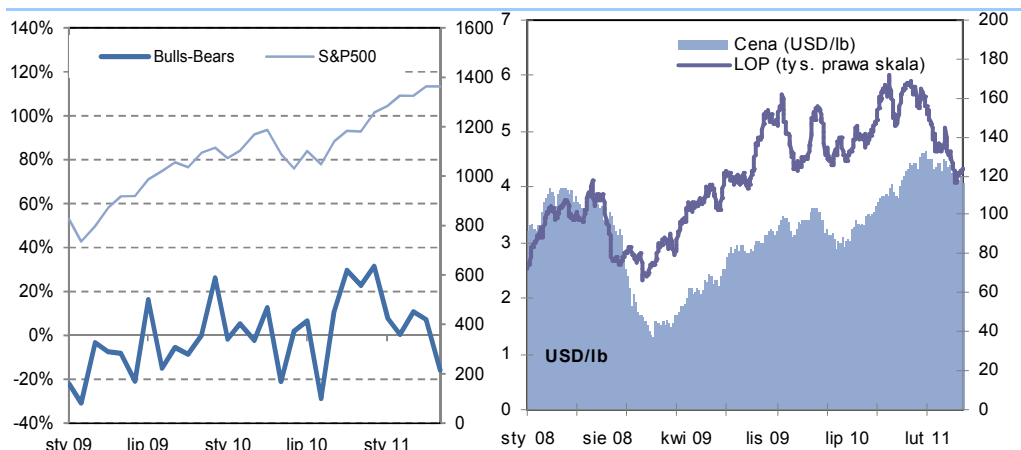


Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

Sentyment bardzo słaby

Na koniec maja 25,6% ankietowanych inwestorów w USA pozostawała optymistycznie nastawiona do rynku akcji (zachowanie się indeksu S&P500), 41,4% zakładała spadki a 33% przyjmowało pozycję neutralną. To najbardziej niedźwiedzie badanie rynku od sierpnia 2010, kiedy rynek ustanowił lokalne dno korekty spadkowej. Wycofanie inwestorów widać również bardzo dobrze na przykładzie rynków surowcowych. Liczba otwartych pozycji na kontrakty na miedź na giełdzie COMEX obniżyła się do najniższego poziomu od połowy 2009 roku. Naszym zdaniem tak słaby sentyment stwarza dobrą podstawę do kontynuacji trendu wzrostowego.

Różnica między udziałem byków i niedźwiedzi dla S&P500 (LS) i cena miedzi na tle liczby otwartych pozycji na giełdzie COMEX



Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

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

Makroekonomia

PKB w 1Q2011

Dynamika PKB w I kwartale wyniosła 4,4% (dokładnie tyle co konsensus rynkowy) i uplasowała się na poziomie zbliżonym do IV kwartału 2010. Popyt krajowy odnotował dynamikę na poziomie 4,5% r/r (poprzednio 6,3% - głównie dzięki zmianom zapasów oraz konsumpcji publicznej). Patrząc na tempo wzrostu w ujęciu odsezonowanym, momentum gospodarki pozostaje bardzo dobre – 1,0% k/k to nawet więcej niż odnotowano w poprzednim kwartale (0,8%). Kompozycja PKB również nie jest zaskoczeniem – tendencje cykliczne kontynuowane są z dość dużą regularnością. Konsumpcja prywatna spowolniła w stosunku do poprzedniego kwartału tylko nieznacznie (3,9% wobec 4,0%), godne uwagi przyspieszenie odnotowały inwestycje (6,0% wobec 1,6% w poprzednim kwartale). Spożycie publiczne uplasowało się na niskim poziomie (konsolidacja + limity wydatkowe) 1,5% (w porównaniu do prawie 4% dynamiki odnotowanej w całym 2010 roku). Kontrybucja zmian zapasów odnotowała 0,9pp. (2,3pp. poprzednio) zaś kontrybucja eksportu netto uplasowała się na poziomie -0,1pp. (poprzednio -1,7pp.). Patrząc od strony wartości dodanej zauważalne jest przede wszystkim przyspieszenie w budownictwie (14,1% wobec 6,8% w poprzednim kwartale), odzwierciedlające po części efekt bazy z ubiegłego roku, a po części cykliczne zachowanie budownictwa, wspomagane inwestycjami publicznymi. Wartość dodana w przemyśle podniosła się o 7,8% r/r (6,5% poprzednio). Wartość dodana w usługach rynkowych odnotowała identyczne tempo wzrostu jak przed kwartałem (3,3%); usługi nierynkowe zanotowały dynamikę bliską zera (podobnie zresztą jak przed kwartałem).

Najnowsze dane o PKB – mimo braku spektakularnych niespodzianek – należy określić jako pozytywne, wspierające scenariusz kontynuacji cyklicznego ożywienia w gospodarce polskiej, zwłaszcza że gospodarka rozwija się wciąż bardzo dynamicznie mimo znacznego ubytku konsumpcji publicznej. Dane wskazują na kontynuację cyklu inwestycyjnego oraz dalsze wzrosty konsumpcji indywidualnej (patrz rynek pracy, rosnące zatrudnienie i spadki stopy bezrobocia). Kompozycja PKB będzie zmierzała w kierunku wyższej konsumpcji prywatnej (docelowo w całym roku około 4,1%) oraz wyższej dynamiki inwestycji (docelowo w całym roku w granicach 7-9%). W kolejnych kwartałach należy się jednak spodziewać cyklicznego zmniejszenia kontrybucji zmian zapasów oraz negatywnych kontrybucji eksportu netto (wszystko za sprawą rosnącego popytu krajowego: inwestycji i konsumpcji). Szacujemy, że w całym roku dynamika PKB wyniesie około 4,3%. Nie uważamy, że sam headline będzie miał wpływ na członków RPP. Niemniej jednak kompozycja (widoczne odbicie w inwestycjach, „uporczywe” wzrosty konsumpcji mimo zawirowań na sprzedaży detalicznej) świadczy wyraźnie o sile polskiej gospodarki i tym samym stawia pod znakiem zapytania hamowanie popytu krajowego oczekiwane w dalszej połowie roku (po bardzo dobrych danych o PMI z Japonii również problemy z łańcuchem dostaw trapiące gospodarki najwyższej rozwinięte wydają się rozwiązywalne w perspektywie najbliższych tygodni). Tym samym uważamy, że RPP zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych w czerwcu, a następnie będzie obserwować zachowanie sfery realnej i bazowych wskaźników cenowych (będzie to także okres, w którym inflacja headline osiągnie punkt przegięcia, co zwykle łączyło się ze złagodzeniem retoryki Rady). Cykl podwyżek stóp procentowych może zostać wznowiony późnym latem (na jesieni) nawet na spadającym wskaźniku inflacji z uwagi na uporczywe wzrosty inflacji bazowej.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w kwietniu wzrosła o 18,6% w ujęciu rocznym, bijąc konsensus rynkowy o ponad 3 punkty procentowe. Wysoki odczyt nie jest zaskoczeniem biorąc pod uwagę nagromadzenie efektów bazowych (zarówno efekty żałoby po katastrofie w Smoleńsku, jak i zmiany w kalendarzu Świąt Wielkanocnych – ten ostatni efekt jednak dotyczyć powinien głównie żywności). Solidny wzrost notujemy także po stronie sprzedaży po wyłączeniu żywności, paliw i samochodów, co powinno stanowić o sile trendów na konsumpcji indywidualnej. Podtrzymujemy nasze wcześniejsze stwierdzenia, że spowolnienie sprzedaży detalicznej (czy też w dalszej kolejności – konsumpcji prywatnej), to na razie wyłącznie mit. Perspektywy dla sprzedaży detalicznej ze względu na poprawę sytuacji na rynku pracy (wzrost wynagrodzeń, zatrudnienia oraz spadek stopy bezrobocia, która pozostaje istotnym proxy dla dochodu trwałego gospodarstw domowych) pozostają dobre. W kolejnych miesiącach oczekujemy dynamiki sprzedaży na poziomach zbliżonych do 10% r/r (należy zwrócić uwagę, że hamowanie to efekt odwrócenia efektów bazowych – uczulamy czytelników na ten fakt, aby niepotrzebnie nie przyciemniać strukturalnej siły konsumpcji).

Produkcja przemysłowa

W kwietniu dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 6,6% r/r z 7,0% zanotowanych w marcu. Na obniżenie dynamik produkcji miała przede wszystkim wpływ niższa liczba dni roboczych w ujęciu rocznym. Wzrost odsezonowanej dynamiki rocznej (do 8,7% r/r) w stosunku do tej z marca sugeruje, że nie mamy do czynienia z wygasaniem trendu

wzrostowego w przemyśle. Oceniamy jednocześnie, że wyższa baza z poprzedniego roku może przełożyć się na utrzymanie jednocyfrowych wzrostów produkcji przemysłowej w kolejnych miesiącach. Nie oczekujemy jednak – co wydaje się dziś konsensusem zarówno w RPP, jak i wśród ekonomistów – wyraźnego ograniczenia wzrostu gosp. w II połowie roku.

Wzrosty rok do roku odnotowano w 25 z 34 sekcji, w tym najsilniej wzrosła produkcja w sekcjach takich jak produkcja mebli, wyrobów z metali, pojazdów, pozostałych surowców niemetalicznych. Spadki nastąpiły m.in. w sekcjach produkcja maszyn i urządzeń, elektroniki, komputerów. Taka struktura sugeruje, również wchodzenie w okres wysokiej bazy statystycznej powstałej w momencie rozkwitu eksportu do gospodarki niemieckiej.

Produkcja budowlana w kwietniu ukształtowała się na poziomie 15,6% wyższym niż przed rokiem. Spadek dynamiki widoczny był w szczególności w obrębie budynków (1,1%) oraz w pewnym stopniu również budów specjalistycznych (21,0%). Na wysokim poziomie utrzymuje się tylko budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej (36,5%). Dane z pewnością stanowią rozczarowanie – dodatnie efekty bazy związane z mroźną zimą wygasły. Perspektywy dla budownictwa w nadchodzących miesiącach pozostają umiarkowanie dobre, jednak można się spodziewać dynamik nieco poniżej 20%.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 3,9% w ujęciu rocznym (wobec naszej prognozy na poziomie 4,1%). W ujęciu miesięcznym liczba pracowników zwiększyła się o 5 tys. co jest wynikiem dość skromnym jak na kwiecień i obecną fazę cyklu koniunkturalnego. Mamy uzasadnione obawy, że przyczyną niskiego wzrostu jest trudno wytłumaczalne zachowanie sekcji „administrowanie i działalność wspierająca”, w której pracę utraciło w ubiegłym miesiącu ponad 10 tys. osób. Zwykle takie rozszady w obrębie tej kategorii miały charakter chochlika statystycznego i były „nadrabiane” już w kolejnym miesiącu. Wydaje nam się, że tym razem do korekty nie doszło, gdyż 5-6 tys. osób to właśnie nasza prognoza obejmująca przetwórstwo przemysłowe, budownictwo i handel. Więcej wniosków będziemy w stanie wysnuć po lekturze bardziej szczegółowych danych (w Biuletynie Statystycznym). Już teraz ryzykujemy jednak twierdzenie, że rynek pracy pozostaje w bardzo dobrej kondycji – strukturalne załamanie zatrudnienia miałyby również konsekwencje dla dynamiki płac; tymczasem w tej kategorii odnotowaliśmy pozytywną niespodziankę.

W kwietniu dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 5,9% z 4,0% zanotowanych w marcu. Odczyt tym bardziej imponujący, że w kwietniu mieliśmy do czynienia z negatywną różnicą w liczbie dni roboczych. Tylko częściowo ten skok w wynagrodzeniach tłumaczony może być przez wypłatę premii i zaległych podwyżek w górnictwie miedzi. Podtrzymujemy również naszą opinię, że w kolejnych miesiącach dynamika wynagrodzeń ukształtuje się na poziomie 5-6%, a więc powyżej poziomu wskazywanego przez Prezesa NBP jako neutralnego z punktu widzenia perspektyw inflacyjnych.

Inflacja

Roczny wskaźnik inflacji za kwiecień wzrósł do poziomu 4,5% r/r z 4,3% zanotowanych w marcu. Oczekiwania analityków kształtowały się na poziomie 4,4% r/r. W kwietniu inflacja rosła już pod wpływem wzrostu cen zarówno żywności i paliw, jak i cen w części popytowej koszyka. Ceny żywności wzrosły w kwietniu o 0,8% m/m, paliw o 2,6% m/m. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła o 0,3% m/m (2,1% r/r z 2,0% zanotowanych w marcu). Istotne wzrosty miesięczne zanotowano w takich kategoriach jak odzież i obuwie (1,2% m/m), restauracje i hotele (0,5% m/m) zdrowie (0,4% m/m). Odnosimy wrażenie, że wzrost inflacji w coraz większym stopniu odzwierciedla wzrost cen usług, co oznaczałoby, że istnieją przesłanki do utrzymania inflacji na podwyższonym poziomie w średnim okresie. Przechodząc do perspektyw krótkoterminowych, oceniamy, że kolejny miesiąc może przynieść dalszy wzrost wskaźnika rocznego (do poziomu 4,6-4,8%). Prawdopodobnie w dalszych miesiącach zmniejszy się tempo wzrostu cen żywności i paliw, a większą kontrybucję do wzrostu inflacji CPI będzie miała inflacja bazowa. Coraz bardziej niepokojąca struktura wzrostu inflacji będzie skutkować kontynuacją zacieśnienia monetarnego przez RPP.

Rachunek obrotów bieżących

W marcu doszło do rozszerzenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 1376 mln EUR – zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Poprzednie dane zostały poddane nieznacznej rewizji w kierunku wyższego deficytu (na przestrzeni ostatnich 15 miesięcy -126 mln EUR, głównie luty), wynikającego z nieznacznie wyższego deficytu na rachunku handlowym. Kompozycja rachunku bieżącego nie jest zaskakująca biorąc pod uwagę wskazania naszych modeli ekonometrycznych, niemniej jednak z punktu widzenia wcześniej publikowanych danych GUS stanowi sporą niespodziankę. Dotyczy to przede wszystkim eksportu i importu, które według danych GUS powinny odnotować dużo wyższe od naszych prognoz wzrosty (z większym przyspieszeniem w zakresie importu). Tak się jednak nie stało i już 3 miesiąc z rzędu import porusza się (obserwując jego zachowanie przy pomocy filtra r/r) niemal równo z eksportem, notując nieznaczne przyspieszenie. Spodziewamy się kontynuacji tego zjawiska w najbliższych miesiącach. Powolne przyspieszenie importu względem eksportu spowodowało powiększenie deficytu w obrotach towarowych do 715 mln EUR z 331 mln EUR w lutym. Dość wysoko uplasowało się saldo usług (46% powyżej lutego), niemniej jednak jego skala

kontrybucji do całego deficytu na rachunku bieżącym jest niewielka. Saldo dochodów uplasowało się na podobnym poziomie jak w lutym, odnotowano pomniejszenie salda transferów, zgodnie z rytmem wpłat i wypłat środków UE.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących osiągnie 5-6% PKB w 2011 roku za sprawą pogarszającego się salda wymiany handlowej, coraz większych transferów księgowanych na rachunku kapitałowym (zamiast na bieżącym) a także rewizji salda błędów i opuszczeń (wydaje nam się, że wpływ z tego tytułu wyniesie minimum +1pp. do stosunku deficytu na rachunku bieżącym do PKB). Choć deficyt będzie notował trwałą tendencję wzrostową, wyraźne zmiany obserwujemy także w strukturze jego finansowania – w ciągu trzech miesięcy inwestycje bezpośrednie w Polsce znalazły się na poziomie 4,5 mld EUR, co jest wynikiem rekordowym. Z uwagi na strukturę finansowania, premia za ryzyko kraju, którego deficyt znajduje się na poziomie powyżej 5% PKB, może ujawniać się bardzo powoli (lub wcale...), zaś dostosowanie kursu do nowych poziomów równowagi (wynikających głównie z realnymi przepływami gotówkowymi w ramach importu i eksportu) przebiegać będzie bardzo gradualnie. Niemniej jednak uważamy, że wysoki deficyt będzie przeszkodą dla aprecjacji złotego, którego kurs (EUR/PLN) będzie utrzymywał się w okolicach 4.

Budżet

Deficyt budżetu po kwietniu wyniósł 21,6 mld PLN – poniżej planu opiewającego na 24,9 mld PLN. Jest to już 4 z kolei miesiąc, w którym wykonanie było lepsze od harmonogramu (o blisko 3,3 mld PLN). Po stronie wydatków wykonanie idzie lepiej (czytaj wolniej) niż w poprzednim roku na całym agregacie (34,8% planu wobec 35,4% rok wcześniej). Jest to przede wszystkim zasługa niższych kosztów obsługi długu krajowego oraz niższej dotacji do FUS. Obsługa długu zagranicznego okazała się z drugiej strony dużo wyższa (60,7% wobec 50,0% rok wcześniej), podobnie jak dotacja do Funduszu Emerytalno-Rentowego oraz subwencje ogólne dla jednostek samorządu terytorialnego. W zakresie wydatków wykonanie okazało się o 2,2 mld PLN niższe od harmonogramu. Prosta arytmetyka wskazuje, że wykonanie dochodów było o 1,1 mld PLN lepsza od planu. Po stronie poszczególnych grup dochodowych widać wyraźne przyspieszenie dochodów z CIT i PIT. Solidną dynamikę odnotowały również wpływy z VAT (dla odmiany prezentujemy ich dynamikę roczną; warto odnotować znaczne wygaszenie zmienności). Choć to wykonanie wydatków odpowiada w 2/3 za mniejsze wykonanie całego deficytu, poprawa ma de facto charakter cykliczny (dotyczy to głównie niższych kosztów obsługi zadłużenia krajowego, zaś z biegiem czasu powinno się także odbijać na wydatkach socjalnych), który będzie się wzmacniał w nadchodzących miesiącach. Cały rok możemy zakończyć z deficytem w okolicach 30 mld PLN. MinFin poinformował również, że od początku roku zrealizowano ponad 50% potrzeb pożyczkowych. Ten fakt w połączeniu z rosnącymi dochodami budżetu oraz coraz bardziej zaawansowaną konsolidacją fiskalną mógłby przełożyć się na mniejsze emisje w kolejnych miesiącach. Tak jednak wcale nie musi się stać. Profil zadłużenia (duże wykupy obligacji w przyszłym roku) sugeruje, że Ministerstwo będzie dążyć do wcześniejszego zrolowania długu zapadającego w 2012 roku zwiększając emisję już w kolejnych miesiącach.

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
Banki										
GETIN	Redukuj	2011-06-01	13,86	12,70	14,00	-9,3%	8,8	13,2		
HANDLOWY	Trzy maj	2011-01-18	93,00	94,00	97,45	-3,5%	14,1	12,0		
ING BSK	Kupuj	2011-05-20	833,00	975,00	860,00	13,4%	12,4	10,9		
KREDYT BANK	Trzy maj	2011-06-03	17,60	17,40	17,60	-1,1%	14,4	10,9		
MILLENNIUM	Redukuj	2011-03-03	5,59	5,00	5,54	-9,7%	15,0	11,2		
PEKAO	Trzy maj	2011-03-03	164,00	148,20	168,50	-12,0%	14,4	12,8		
PKO BP	Kupuj	2011-05-23	42,99	49,00	44,00	11,4%	13,9	11,7		
Ubezpieczyciele										
PZU	Trzy maj	2011-06-03	391,00	390,00	391,00	-0,3%	13,5	12,4		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzy maj	2011-04-08	29,20	30,10	25,47	18,2%	26,1	11,8	5,0	4,5
LOTOS	Sprzedaj	2011-01-18	38,49	28,40	46,50	-38,9%	12,0	6,4	6,7	5,4
PGNiG	Trzy maj	2011-06-03	4,36	4,40	4,36	0,9%	14,8	12,3	7,2	5,6
PKN ORLEN	Sprzedaj	2011-03-16	50,00	41,60	53,00	-21,5%	13,1	12,3	7,1	6,9
POLICE	Sprzedaj	2011-04-07	12,80	9,70	13,97	-30,6%	12,1	21,7	7,5	9,6
ZA PUŁAWY	Redukuj	2011-06-03	126,00	106,10	126,00	-15,8%	12,7	12,5	7,2	6,9
Energetyka										
CEZ	Redukuj	2011-05-17	151,50	134,70	152,80	-11,8%	11,6	11,1	7,9	7,5
ENEA	Akumuluj	2011-05-17	18,88	21,68	19,72	9,9%	11,6	9,8	4,1	4,1
PGE	Akumuluj	2011-05-17	24,15	27,74	24,80	11,9%	11,6	10,2	6,2	5,8
TAURON	Kupuj	2011-05-17	6,33	9,24	6,59	40,2%	9,3	8,5	4,2	4,1
Telekomunikacja										
NETIA	Trzy maj	2011-01-18	5,15	5,40	5,80	-6,9%	20,7	16,2	4,9	4,4
TPSA	Trzy maj	2011-04-05	17,75	17,60	18,35	-4,1%	19,1	17,6	5,1	5,0
Media										
AGORA	Kupuj	2011-06-03	20,29	28,90	20,29	42,4%	15,2	12,1	4,9	4,1
CINEMA CITY	Akumuluj	2011-03-03	36,06	42,90	36,40	17,9%	13,4	10,3	7,4	6,0
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2010-12-17	17,30	15,30	16,90	-9,5%	15,8	15,6	10,0	9,1
TVN	Trzy maj	2011-04-05	18,40	18,10	17,32	4,5%	21,1	15,0	10,8	8,6
IT										
AB	Akumuluj	2011-01-18	25,42	27,60	24,90	10,8%	7,9	9,0	6,6	6,8
ACTION	Akumuluj	2011-01-18	16,65	18,16	20,00	-9,2%	10,7	9,2	7,6	6,8
ASBIS	Akumuluj	2011-01-18	3,80	4,32	3,20	35,0%	8,2	5,1	5,2	4,0
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	52,70	23,3%	10,5	9,7	6,2	5,7
COMARCH	Trzy maj	2011-01-18	88,95	88,00	88,15	-0,2%	16,3	13,9	7,0	5,9
SYGNITY	Kupuj	2011-05-18	21,50	28,00	25,50	9,8%	64,4	13,9	8,0	5,9
Górnictwo i Metale										
KGHM	Akumuluj	2011-05-13	180,20	204,50	188,90	8,3%	6,1	10,1	4,1	6,4
LW BOGDANKA	Kupuj	2011-05-13	108,40	130,50	118,20	10,4%	14,5	10,0	7,2	5,0
Przemysł										
ASTARTA	Sprzedaj	2011-01-18	101,00	63,6	84,80	-25,0%	9,0	17,3	1,2	1,6
BORYSZEW	Akumuluj	2011-04-07	1,05	1,2	1,05	14,3%	17,9	14,0	9,4	7,6
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	2011-06-03	15,70	16,9	15,70	7,6%	13,4	10,9	8,6	7,1
CERSANIT	Redukuj	2011-05-02	12,27	10,7	11,50	-7,0%	21,7	15,8	10,9	8,8
FAMUR	Trzy maj	2011-05-25	3,70	3,9	3,88	0,5%	17,5	12,3	7,6	6,8
IMPEXMETAL	Kupuj	2011-03-18	4,67	5,9	5,34	10,5%	11,9	9,9	7,6	6,4
KERNEL	Akumuluj	2011-02-28	79,25	87,8	81,35	7,9%	10,9	10,3	8,0	6,9
KĘTY	Trzy maj	2011-05-02	131,20	135,0	130,40	3,5%	12,5	11,4	7,3	6,7
KOPEX	Akumuluj	2011-05-25	20,33	22,5	22,90	-1,7%	16,0	11,7	8,6	6,7
MONDI	Trzy maj	2011-06-03	87,85	88,7	87,85	1,0%	11,0	11,5	7,5	8,1
Budownictwo										
BUDIMEX	Trzy maj	2011-05-20	100,00	90,00	93,00	-3,2%	10,6	10,1	7,1	7,0
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2011-03-03	158,00	178,60	156,30	14,3%	14,1	12,5	8,8	7,7
ERBUD	Kupuj	2011-05-20	29,70	37,60	26,05	44,3%	21,3	7,6	11,4	4,7
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-05-20	34,00	54,50	32,60	67,2%	18,4	10,8	5,9	3,9
PBG	Kupuj	2011-05-20	142,00	167,90	139,20	20,6%	10,1	10,3	6,5	6,5
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	2011-05-20	3,09	3,41	3,06	11,4%	14,5	10,7	7,6	6,5
RAFAKO	Kupuj	2011-06-03	10,80	13,40	10,80	24,1%	13,4	12,3	7,3	6,6
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	2011-05-20	2,71	3,50	3,01	16,3%	9,6	8,8	6,6	5,8
ULMA CP	Trzy maj	2011-03-03	83,20	85,90	83,50	2,9%	13,3	18,4	4,4	4,9
UNIBEP	Kupuj	2011-05-20	6,56	9,78	6,82	43,4%	11,9	5,7	9,2	5,4
ZUE	Akumuluj	2011-05-20	11,62	13,20	11,29	16,9%	11,9	11,2	6,8	5,7
Deweloperzy										
BBi DEVELOPMENT	Kupuj	2011-03-08	0,44	0,53	0,41	29,3%	21,5	6,6	29,6	10,3
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2011-01-07	41,49	53,50	46,50	15,1%	13,8	8,8	12,8	6,7
ECHO	Kupuj	2011-04-05	4,94	6,17	5,30	16,4%	11,3	5,4	10,9	7,4
GTC	Kupuj	2011-05-27	19,25	23,36	19,55	19,5%	9,7	6,1	11,0	8,6
J.W.C.	Trzy maj	2011-05-06	15,45	16,30	15,35	6,2%	8,6	11,3	7,6	10,7
PA NOVA	Kupuj	2011-05-17	30,76	37,40	30,00	24,7%	17,1	16,8	14,4	16,6
POLNORD	Kupuj	2011-01-07	32,20	43,50	27,85	56,2%	10,5	6,1	14,4	8,0
ROBYG	Kupuj	2011-01-07	1,86	2,59	2,04	27,0%	14,7	5,2	16,8	5,0
Handel										
EUROCASH	Kupuj	2011-02-04	30,50	37,40	28,71	30,3%	21,0	15,8	11,5	9,1
LPP	Akumuluj	2010-12-03	2 140,00	2 300,00	2 320,00	-0,9%	18,7	15,7	10,6	9,3
NFI EMPIK	Trzy maj	2011-05-27	18,20	19,00	17,70	7,3%	21,1	16,8	8,8	7,4
NG2	Akumuluj	2011-02-23	59,55	63,00	58,50	7,7%	15,3	12,7	10,8	8,9
VISTULA	Trzy maj	2011-03-03	2,10	2,10	1,88	11,7%	20,3	10,0	8,8	6,9

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ASSECO POLAND	Kupuj	Kupuj	65,00	2011-05-27
BUDIMEX	Trzymaj	Redukuj	90,00	2011-05-20
CEZ	Redukuj	Trzymaj	134,70	2011-05-17
ENEA	Akumuluj	Trzymaj	21,68	2011-05-17
ERBUD	Kupuj	Akumuluj	37,60	2011-05-20
FAMUR	Trzymaj	Sprzedaj	3,90	2011-05-25
GETIN	Redukuj	Redukuj	12,70	2011-06-01
GTC	Kupuj	Akumuluj	23,36	2011-05-27
ING BSK	Kupuj	Akumuluj	975,00	2011-05-20
J.W.C.	Trzymaj	Akumuluj	16,30	2011-05-06
KGHM	Akumuluj	Trzymaj	204,50	2011-05-13
KOPEX	Akumuluj	Redukuj	22,50	2011-05-25
LW BOGDANKA	Kupuj	Akumuluj	130,50	2011-05-13
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	Kupuj	54,50	2011-05-20
NFI EMPIK	Trzymaj		19,00	2011-05-27
PA NOVA	Kupuj	Kupuj	37,40	2011-05-17
PBG	Kupuj	Trzymaj	167,90	2011-05-20
PGE	Akumuluj	Akumuluj	27,74	2011-05-17
PKO BP	Kupuj	Kupuj	49,00	2011-05-23
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	Akumuluj	3,41	2011-05-20
SYGNITY	Kupuj	Akumuluj	28,00	2011-05-18
TAURON	Kupuj	Kupuj	9,24	2011-05-17
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	Trzymaj	3,50	2011-05-20
UNIBEP	Kupuj	Kupuj	9,78	2011-05-20
ZUE	Akumuluj	Kupuj	13,20	2011-05-20

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	Kupuj	Akumuluj	28,90	2011-06-03
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	Kupuj	16,85	2011-06-03
KREDYT BANK	Trzymaj	Akumuluj	17,40	2011-06-03
MONDI	Trzymaj	Akumuluj	88,70	2011-06-03
PGNiG	Trzymaj	Kupuj	4,40	2011-06-03
PZU	Trzymaj	Akumuluj	390,00	2011-06-03
RAFAKO	Kupuj	Akumuluj	13,40	2011-06-03
ZA PUŁAWY	Redukuj	Trzymaj	106,10	2011-06-03

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	4	5	24	12	21	0	2	8	7	12
procent	6,1%	7,6%	36,4%	18,2%	31,8%	0,0%	6,9%	27,6%	24,1%	41,4%

Banki

MinFin przygotowało projekt podatku bankowego – prasa

Parkiet doniósł, że Ministerstwo Finansów przygotowało już projekt ustawy wprowadzającej podatek bankowy. Mają nim być obciążone banki krajowe, oddziały zagranicznych instytucji kredytowych oraz SKOKi. Szacunkowe wpływy z podatku mają wynieść 500-700 mln PLN. Środki mają być przekazywane na specjalny Fundusz Stabilizacyjny, który będzie państwowym funduszem celowym. Podstawą opodatkowania w przypadku banków krajowych mają być pasywa banku pomniejszone o wartość kapitałów własnych oraz suma środków gwarantowanych. Zgodnie z informacjami dziennika, projekt powinien trafić do konsultacji międzyresortowych i społecznych w najbliższych tygodniach. Szacujemy, że wartość podatku bankowego może wynieść 4-5% zysku netto polskiego sektora bankowego za 2011. Wśród banków przez nas analizowanych najprawdopodobniej najmniej ucierpi PKO BP (ok. 0,9-1,3% zysku netto za 2011) oraz Pekao (1,6-1,1% zysku netto). Z drugiej strony banki, które potencjalnie mogą ucierpieć najbardziej to Kredyt Bank (10,8-15,1% zysku netto za 2011), oraz Millennium (3,7-5,1% zysku netto).

Najprawdopodobniej podatek bankowy nie zostanie wprowadzony przez obecny parlament – Premier

Premier, Donald Tusk, powiedział, że projekt ustawy o podatku bankowym najprawdopodobniej nie zostanie zatwierdzony przez parlament obecnej kadencji. W kolejce czeka jeszcze ok. 200 projektów ustaw a zostało jedynie siedem-osiem posiedzeń parlamentu przed końcem kadencji.

Kwietniowe statystyki sektora bankowego dla depozytów i kredytów

NBP opublikował statystyki dla sektora bankowego za kwiecień 2011. Po silnym wzroście w marcu depozyty zmniejszyły się o 2,0% M/M (YTD +1,9%) w konsekwencji znacznego spadku depozytów niemonetarnych instytucji finansowych (o 16 mld PLN M/M do 40 mld PLN). W naszej opinii wynika to z rozliczenia transakcji wezwania na akcje BZ WBK przeprowadzonego przez Santander. Skorygowany wzrost depozytów wyniósłby ok. 0,5% M/M. Depozyty korporacyjne wzrosły o 0,4% M/M (-6,1% YTD), a depozyty detaliczne pozostały na niezmiennym poziomie (+3,0% YTD).

Kredyty ogółem przyrosły o 0,7% M/M (+1,6% YTD), pomimo umocnienia się PLN M/M. Kredyty korporacyjne były silniejsze niż detaliczne wzrastając o 1,8% M/M (+4,7% YTD). Kredyty detaliczne pozostały praktycznie na niezmiennym poziomie M/M (+0,6% YTD). W ramach kredytów detalicznych, kredyty mieszkaniowe zwiększyły się o 0,2% M/M (1,1% YTD), a kredyty nie-mieszkaniowe pozostały na niezmiennym poziomie M/M (płasko YTD).

Z powodu spadku depozytów oraz wzrostu kredytów, wskaźnik kredyty/depozyty pogorszył się 275pb. M/M do 102,4%.

Kwietniowe statystyki odnośnie jakości kredytów w sektorze

Udział kredytów z utratą wartości w kwietniu 2011 zmniejszył się nieznacznie M/M o 7pb. do 8,3%. Wskaźnik poprawił się w segmencie detalicznym (-13pb. M/M do 7,4%), ale stabilizował się w segmencie korporacyjnym (na poziomie 12,3%). W ramach kredytów detalicznych, jakość kredytów mieszkaniowych pogorszyła się nieznacznie (-3pb. M/M do 2,05), podczas gdy poprawiła się jakość kredytów nie-mieszkaniowych (-32pb. M/M do 14,4%).

Czterech chętnych na zakup DZ Banku

Puls Biznesu doniósł, że jest potencjalnych czterech chętnych na zakup polskiego DZ Banku. Są wśród nich Bank Polskiej Spółdzielczości (BPS), Leszek Czarnecki, Alior Bank oraz IDMSA. Z informacji dziennika wynika, że najbardziej zdeterminowany jest BPS, któremu zależy na zdobyciu licencji bankowej. Sprzedający oczekuje wyceny na poziomie wskaźnika P/BV 1,0-1,3x. Wartość kapitałów własnych na koniec 2010 wyniosła 364 mln PLN, co daje wycenę na poziomie 360-470 mln PLN. DZ Bank ma centralę w Warszawie oraz cztery oddziały.

BOŚ zamierza przeprowadzić emisję akcji po publikacji wyników za 1H 2011

Parkiet doniósł że BOŚ przygotowuje się do emisji akcji. Prezes BOŚ, Mariusz Klimczak, zapowiada że podniesienie kapitału wyniesie przynajmniej 150 mln PLN (wtedy spółka nie wypłacałaby dywidendy w najbliższych latach), ale maksymalnie może sięgnąć nawet 500 mln PLN (wtedy spółka wypłacałaby dywidendy z zysków). Emisja akcji miałaby nastąpić w drugiej połowie roku, na bazie sprawozdań finansowych za 1H 2011. Ostatnio bank przeprowadził emisję obligacji podporządkowanych o wartości 100 mln PLN oraz emisję euroobligacji na kwotę 250 mln PLN.

Lokaty jednodniowe tylko do końca 2011

Rząd przyjął założenia do projektu ustawy zmieniającej zasady zaokrąglania w naliczaniu podatku od zysków z kapitałów pieniężnych. Zmiany mają wejść od początku 2012 i mają przynieść budżetowi państwa ok. 380 mln PLN zysku rocznie. W istniejących przepisach jest luka, która dopuszcza tzw. lokaty jednodniowe. Klienci wykorzystują zasadę zaokrąglania



podstawy opodatkowania do 1 PLN i podatku również do 1 PLN. W nowych przepisach podatek ma być zaokrąglany do 0,01 PLN (a nie 1 PLN).

Banki sprzedały 12,3 mld PLN kredytów hipotecznych w 1Q 2011

Związek Banków Polskich poinformował, że w 1Q 2011 banki udzieliły kredyty hipoteczne o wartości 12,3 mld PLN względem 12,2 mld PLN w 4Q 2010 oraz 9,8 mld PLN w 1Q 2010 (płasko Q/Q i +25% R/R). Ponadto, ZBP prognozuje, że akacja kredytowa w całym 2011 będzie się kształtować na poziomie 45-50 mld PLN względem 48,7 mld PLN osiągniętych w 2010.



Getin (Redukuj)

Cena bieżąca: 14 PLN

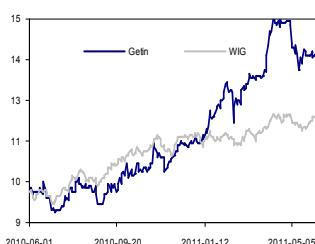
Cena docelowa: 12.7 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-01

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	977.5	1 273.5	30.3%	1 589.5	24.8%	1 967.1	23.8%	Liczba akcji (mln)	712.4
Marża odsetkow a	2.9%	3.1%		3.1%		3.3%		MC (cena bieżąca)	9 973.8
WNDB	2 020.3	2 521.3	24.8%	2 950.9	17.0%	3 445.4	16.8%	Free float	44.3%
Wynik operacyjny*	1 187.6	1 544.9	30.1%	2 434.8	57.6%	2 068.5	-15.0%		
Zysk brutto	357.6	485.2	35.7%	1 516.3	212.5%	1 148.1	-24.3%		
Zysk netto	276.1	421.1	52.5%	1 150.7	173.3%	775.5	-32.6%		
ROE	7.4%	10.2%		22.7%		12.7%		Zmiana ceny: 1m	-2.0%
P/E	36.1	23.7		8.9		13.2		Zmiana ceny: 6m	26.1%
P/BV	2.6	2.3		1.8		1.6		Zmiana ceny: 12m	1.3%
DPS	0.0	0.0		0.0		0.0		Max (52 tyg.)	15.3
Dyild (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	9.3

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą 9-miesięczną cenę docelową na walory Getin Holdingu na poziomie 12,7 PLN i rekomendujemy redukowanie ekspozycji. Po rozczarowujących wynikach za 1Q 2011, które ujawniły słabość marży kredytowej oraz utrzymujący się problem jakości kredytów hipotecznych, zrewidowaliśmy w dół nasze dotychczasowe prognozy zysku netto (o 17% na 2011 oraz o 8-9% na 2012-2013). Choć Getin oferuje wyższą dynamikę zysków w latach 2011-2012, obecna wycena dyskontuje znacznie więcej. Spółka notowana jest na wskaźniku P/E 18,8x na 2011 oraz 13,2x na 2012, odpowiednio z 34% z 14% premią do sektora.

Zysk netto tylko na poziomie 89 mln PLN, znacząco poniżej prognoz

Zysk netto za 1Q 2011 wyniósł 89 mln PLN i spadł o 41% Q/Q oraz 20% R/R. Wynik okazał się o 34% poniżej naszych oczekiwań (135 mln PLN) oraz 21% poniżej oczekiwań rynkowych (113 mln PLN). Powodem rozczarującego wyniku jest silny spadek wyniku prowizyjnego oraz wyższe niż prognozowane saldo rezerw.

Getin Holding utrzymuje bardzo silne tempo wzrostu bilansu. Kredyty wzrosły o 5% Q/Q (dzięki mocnemu przyrostowi kredytów korporacyjnych oraz leasingu – po 17% Q/Q oraz kredytów hipotecznych o 5% Q/Q), a depozyty o 7% Q/Q (za sprawą 29% przyrostu oszczędności wobec jednostek budżetowych oraz 6% wzrostu depozytów detalicznych). Choć wynik odsetkowy przyrósł znacząco Q/Q, o 4% do 360 mln PLN, marża odsetkowa zaważyła się o 12pb. Q/Q do 2,98%. Powodem spadku marży był większy ubytek na marżowości aktywów odsetkowych (-52pb. Q/Q do 3,7%) niż poprawa marżowości pasywów odsetkowych (+38pb. Q/Q do -1,1%). Wynik prowizyjny był rozczarujący i spadł o 19% Q/Q (lub o 38 mln PLN) do 152 mln PLN. W naszej opinii nie jest to spadek czysto sezonowy, lecz również zmiana w strukturze produktowej sprzedawanych przez spółki grupy. Ponieważ wyłączenia konsolidacyjne w wyniku prowizyjnym wzrosły o 27 mln PLN Q/Q, uważamy, że Getin Noble Banku znowu (po przerwie w 4Q 2010) w znacznej mierze sprzedawał produkty dostarczane przez TU Europę. Wynik prowizyjny segmentu usług bankowych spadł jedynie o 5 mln PLN Q/Q. Koszty operacyjne były utrzymane pod kontrolą, płasko Q/Q na poziomie 270 mln PLN. Z powodu 8% spadku Q/Q przychodów ogółem oraz płaskich Q/Q kosztów ogółem, wskaźnik koszty/dochodów wzrósł o 350pb. do 41,6%. Saldo rezerw okazało się wyższe niż nasza prognoza, +5% Q/Q do 235 mln PLN. Oznacza to, że koszt ryzyka ukształtował się na poziomie 265pb., czyli spadł o 4pb. Q/Q. Powodem wyższych rezerw były przede wszystkim kredyty hipoteczne.

Zysk netto ze sprzedaży Open Finance wyniesie 608 mln PLN

Getin Holding poinformował, że w wynikach za 2Q 2011 wykazę transakcję sprzedaży akcji Open Finance. W konsekwencji zaksięguje 608 mln PLN zysku dla akcjonariuszy spółki. Począwszy od 2Q 2011 Getin Holding będzie konsolidował 45,78% udziału w Open Finance według metody praw własności.

Getin Holding nabył 100% akcji Allianz Banku

Getin Holding poinformował, że nabył 100% akcji Allianz Banku. Przekazał sprzedającemu kwotę 158,8 mln PLN na poczet ceny nabycia. Ostateczna cena nabycia akcji Banku zostanie określona jako wartość aktywów netto pomniejszona o uzgodnione przez strony pozycje w oparciu o sprawozdanie finansowe banku sporządzone na dzień zamknięcia transakcji. Według wstępnych szacunków Getin Holdingu ostateczna cena będzie niższa od wyżej wymienionej kwoty. W takim przypadku nadpłacona kwota zostanie zwrócona przez sprzedającego w terminie do dnia 11 lipca 2011.



Handlowy (Trzymaj)

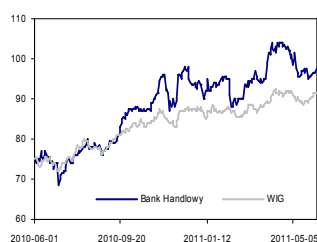
Cena bieżąca: 97.45 PLN Cena docelowa: 94 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 505.4	1 497.5	-0.5%	1 510.2	0.8%	1 606.5	6.4%	Liczba akcji (m ln)	130.7
Marża odsetkow a	3.8%	4.0%		3.8%		3.8%		MC (cena bieżąca)	12 732.8
WNDB	2 418.4	2 563.4	6.0%	2 647.9	3.3%	2 822.8	6.6%	Free float	25.0%
Wynik operacyjny*	1 200.6	1 184.4	-1.4%	1 273.0	7.5%	1 401.6	10.1%		
Zysk brutto	655.3	942.6	43.8%	1 129.1	19.8%	1 331.5	17.9%		
Zysk netto	504.4	754.8	49.6%	903.3	19.7%	1 065.2	17.9%		
ROE	8.5%	11.9%		13.4%		14.9%		Zmiana ceny: 1m	-0.9%
P/E	25.2	16.9		14.1		12.0		Zmiana ceny: 6m	1.6%
P/BV	2.1	2.0		1.8		1.7		Zmiana ceny: 12m	29.9%
DPS	0.0	3.8		5.7		4.8		Max (52 tyg.)	104.0
Dyield (%)	0.0	3.9		5.9		5.0		Min (52 tyg.)	68.5

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj na walory Handlowego z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 94,0 PLN. Uważamy, że dopóki Handlowy jest notowany z atrakcyjną dywidendą za 2010 (5,9% yieldu, 5,72 PLN na akcję), kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie. W naszej opinii, istnieje ryzyko, że w momencie odcięcia się praw do dywidendy (14 czerwca), kurs może zareagować negatywnie, odzwierciedlając słabe wyniki za 1Q 2011.

Zysk netto na poziomie 181 mln PLN zgodny z oczekiwaniami, ale gorszej jakości

Handlowy zaraportował zysk netto za 1Q 2011 na poziomie 181 mln PLN, -7% Q/Q, ale +20% R/R. Wynik netto okazał się zgodny z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami, odpowiednio na poziomie 178 mln PLN i 183 mln PLN.

Bank wykazał silny wzrost kredytów, +4% Q/Q. Wynikało to z bardzo mocnego przyrostu kredytów korporacyjnych, +11% Q/Q (nadal nie ma popytu na kredyt inwestycyjny). Saldo kredytów detalicznych spadło o 4% Q/Q, po równo w kredytach kartowych oraz gotówkowych. Z drugiej strony saldo depozytów znacząco się pomniejszyło, o 15% Q/Q. W opinii Zarządu banku, wynika to ze zwyczajowej sezonowości w ciągu roku.

W naszej opinii przychody banku są lekko rozczarowujące, +1% Q/Q, ze względu na bardzo słaby wynik odsetkowy. Wynik odsetkowy zmniejszył się o 7% Q/Q do 347 mln PLN z powodu spadku przychodów odsetkowych z tytułu dłużnych papierów wartościowych. Wynik prowizyjny i handlowy był zgodny z naszymi oczekiwaniami i wyniósł odpowiednio 170 mln PLN (-3% Q/Q) oraz 86 mln PLN (+22% Q/Q). Relatywnie słabe przychody zostały zrekomensowane przez niższe koszty (-2% Q/Q), w szczególności w zakresie kosztów rzeczowych (-9% Q/Q). Saldo rezerw było nieco niższe niż nasza prognoza i wyniosło 42 mln PLN (+221% Q/Q).

WZA zatwierdziło dywidendę za 2010

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Handlowego zatwierdziło dywidendę za 2010 w wysokości 5,72 PLN na akcję. Dzień dywidendy został ustalony na 16 czerwca, a dzień wypłaty dywidendy na 29 lipca.

Powołanie Członka Rady Nadzorczej

Handlowy poinformował, że w dniu 1 czerwca 2011 jego Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy powołało Marca Luet'a na Członka Rady Nadzorczej banku na trzyletnią kadencję.



ING BSK (Kupuj)

Cena bieżąca: 860 PLN

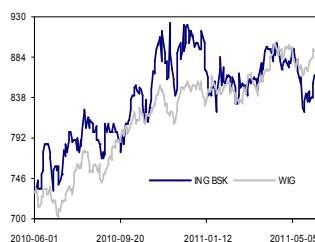
Cena docelowa: 975 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 402.5	1 627.6	16.0%	1 787.9	9.8%	1 904.6	6.5%	Liczba akcji (mIn)	13.0
Marża odsetkow a	2.2%	2.6%		2.7%		2.8%		MC (cena bieżąca)	11 188.6
WNDB	2 488.3	2 682.5	7.8%	2 927.7	9.1%	3 104.3	6.0%	Free float	25.0%
Wynik operacyjny*	990.7	1 096.5	10.7%	1 286.4	17.3%	1 412.9	9.8%		
Zysk brutto	738.3	934.1	26.5%	1 117.1	19.6%	1 277.3	14.3%		
Zysk netto	595.1	753.1	26.6%	900.7	19.6%	1 029.8	14.3%		
ROE	13.1%	14.3%		15.1%		15.6%		Zmiana ceny: 1m	-3.6%
P/E	18.8	14.9		12.4		10.9		Zmiana ceny: 6m	-4.4%
P/BV	2.3	2.0		1.8		1.6		Zmiana ceny: 12m	17.2%
DPS	0.0	0.0		15.0		27.7		Max (52 tyg.)	922.0
Dyild (%)	0.0	0.0		1.7		3.2		Min (52 tyg.)	733.0

* przed kosztami rezerw



W naszej opinii obecna wycena rynkowa banku nie dyskontuje w pełni możliwości dalszego zdobywania udziałów w rynku kredytów detalicznych oraz konsekwentnej zmiany struktury aktywów bilansu - wzrostu udziału kredytów w aktywach. Uważamy, że obecny konsensus rynkowy nie doszacowuje średnioterminowego potencjału wzrostu marży odsetkowej, wyniku odsetkowego i zysku netto. ING BSK jest notowany na atrakcyjnym poziomie wskaźnika P/E, 12,4x na 2011 i 10,9x na 2012 - odpowiednio 18% i 9% poniżej średniej dla spółek porównawczych. Podtrzymujemy naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 975 PLN oraz rekomendację kupuj.

ING spodziewa się niższych rezerw w segmencie detalicznym w 2Q 2011

W trakcie konferencji powynikowej, Wiceprezes ING BSK, Mirosław Boda, poinformował, że saldo rezerw w 1Q 2011 w segmencie detalicznym było zawyżone jednorazowo o ok. 10 mln PLN z tytułu korekty modelu. W konsekwencji, bank spodziewa się niższych rezerw w kolejnych kwartałach.

ING nie spodziewa się dalszego wzrostu marży odsetkowej

W trakcie konferencji powynikowej, Wiceprezes ING BSK, Mirosław Boda, poinformował, że bank nie spodziewa się dalszej poprawy marży odsetkowej. Po stronie marży kredytowej Zarząd zwrócił uwagę na ciągłą presję na marże kredytów hipotecznych, które obecnie są głównym produktem kredytowym sprzedawanym przez bank. Po stronie marży depozytowej, bank wskazał, że należy się spodziewać, że sektor zacznie podwyższać oprocentowanie lokat terminowych w ślad za podwyżkami stóp procentowych, czego jeszcze nie robiono w 1Q 2011.

ING BSK wypadł z indeksów MSCI Poland i MSCI EME

Z powodu relatywnie niskiej płynności ING BSK został usunięty z indeksu MSCI Poland oraz MSCI EME na zamknięciu sesji w dniu 31 maja 2011 (efektywnie od 1 czerwca 2011). Udział banku w indeksach wyniósł odpowiednio ok. 1,56% oraz ok. 0,24%.

ING BSK zamierza przeprowadzić split w stosunku 1:10

ING BSK poinformował, że zamierza przeprowadzić procedurę splitu akcji w stosunku 1:10. Zarząd podjął decyzję o wystąpieniu do KNF z wnioskiem o zgodę na stosowną zmianę statutu banku. W dalszej kolejności bank zwoła Walne Zgromadzenie, które w formie uchwały dokona zmiany statutu. Bank umotywował swoją decyzję zwiększeniem dostępności akcji ING BSK dla większego grona inwestorów, zwłaszcza inwestorów indywidualnych oraz zwiększeniem płynności banku na GPW. Propozycja Zarządu została pozytywnie zaopiniowana przez Radę Nadzorczą banku. Spółka zakłada, że pierwsze notowanie akcji po splicie odbędzie się pod koniec bieżącego roku. Informacja pozytywna z punktu widzenia tradingowego, ponieważ poprawi płynność akcji po splicie.



Kredyt Bank (Trzymaj)

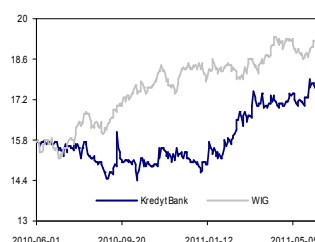
Cena bieżąca: 17.6 PLN Cena docelowa: 17.4 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 061.2	1 127.8	6.3%	1 222.2	8.4%	1 312.5	7.4%	Liczba akcji (mln)	271.7
Marża odsetkow a	2.7%	2.7%		2.7%		2.7%		MC (cena bieżąca)	4 781.2
WNDB	1 530.4	1 588.4	3.8%	1 712.8	7.8%	1 834.9	7.1%	Free float	19.7%
Wynik operacyjny*	848.1	703.5	-17.1%	775.5	10.2%	841.9	8.6%		
Zysk brutto	46.7	234.7	403.0%	414.8	76.7%	550.5	32.7%		
Zysk netto	34.6	185.9	438.0%	331.8	78.5%	440.4	32.7%		
ROE	1.3%	6.9%		11.1%		13.0%		Zmiana ceny: 1m	1.1%
P/E	138.3	25.7		14.4		10.9		Zmiana ceny: 6m	14.7%
P/BV	1.8	1.7		1.5		1.3		Zmiana ceny: 12m	12.7%
DPS	0.0	0.0		0.4		0.0		Max (52 tyg.)	17.9
Dyld (%)	0.0	0.0		2.1		0.0		Min (52 tyg.)	14.4

* przed kosztami rezerw



Obniżamy naszą rekomendację do trzymaj z akumuluj, utrzymując naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 17,4 PLN. W naszej opinii, obecna wycena banku na P/E 14,4x na 2011 dyskontuje potencjał wzrostu zysków w 2011 (+78% R/R do 332 mln PLN) związany ze spadkiem salda rezerw (-23% R/R). Chociaż dostrzegamy ryzyko spekulacyjnego wzrostu kursu związanego z doniesieniami prasowymi o potencjalnej deinvestycji KBC ze swoich aktywów w Polsce, z drugiej strony zwracamy uwagę na zagrożenie związane z wprowadzeniem podatku bankowego. Wśród banków przez nas analizowanych, Kredyt Bank jest najbardziej narażony na ryzyko redukcji zysków, ok. 11-15% za 2011, z tytułu wprowadzenia podatku bankowego.

Zysk netto na poziomie 134 mln PLN, lepszy od prognoz nawet bez transakcji jednorazowej

Kredyt Bank zraportował zysk netto za 1Q 2011 na poziomie 134 mln PLN, +135% Q/Q oraz +125% R/R. Zgodnie z informacją wcześniej przekazaną przez bank, wynik netto został zawyżony przez 52 mln PLN zysku z tytułu sprzedaży wierzytelności detalicznych. Skorygowany zysk netto wyniósł 83 mln PLN (+45% Q/Q oraz +39% R/R) i był o 15% wyższy niż nasza prognoza na poziomie 72 mln PLN (która nie uwzględniała jednorazowego zysku). Powodem pozytywnego zaskoczenia były niższe niż oczekiwane saldo rezerw, po skorygowaniu o transakcję sprzedaży wierzytelności wyniosło 69 mln PLN, podczas gdy nasze oczekiwania były na poziomie 85 mln PLN. W naszej opinii wyniki 1Q 2011 potwierdzają naszą opinię, że znacząca poprawa wyników banku w tym i następnym roku będzie związana ze znacznym spadkiem salda rezerw.

Przychody ogółem wzrosną w 2011 R/R – Prezes

Prezes Kredyt Bank, Maciej Bardan, poinformował, że w 2011 bank planuje wzrost przychodów ogółem R/R. Prezes zaznaczył, że strategia banku wiąże się z kosztami, z utartą przychodów z segmentu consumer finance oraz dużych przedsiębiorstw. W 2010 przychody ogółem wyniosły 1 632 mln PLN. W 1Q 2011 ukształtowały się na poziomie 397 mln PLN, -1% R/R, przy czym bank „utracił” ok. 35 mln PLN R/R przychodów w segmencie consumer finance oraz kilka dodatkowych mln PLN w segmencie przedsiębiorstw. Nasz obecna prognoza zakłada 8% R/R w przychodach ogółem do 1 770 mln PLN.

Kredyt Bank przekazał pierwszą transzę wierzytelności do BEST

Kredyt Bank poinformował, że dokonał przeniesienia na rzecz BEST III NSFIZ pakietu wierzytelności A w związku z zapłatą przez BEST płatności na poczet ostatecznej ceny. Informacja neutralna, przekazanie pakietu wierzytelności B ma nastąpić do 26 października 2011.

KBC chce opracować strategię ewentualnej sprzedaży Kredyt Banku

Parkiet doniósł, że belgijski KBC zatrudnił bank inwestycyjny Goldman Sachs, aby ten opracował strategię ewentualnej sprzedaży Kredyt Banku. Według źródeł dziennika, to jeszcze nie jest zlecenie znalezienia kupca, ale raczej przygotowanie scenariusza sprzedaży. W naszej wycenie banku na poziomie 17,4 PLN na akcję nie przyjęliśmy żadnej premii na konto potencjalnego przejęcia.

Kredyt Bank chce podwoić sprzedaż kont osobistych

Dyrektor Kredyt Banku, Tomasz Molenda, poinformował, że bank chce podwoić w okresie nadchodzącej kampanii sprzedaż kont osobistych z obecnego poziomu 5-6 tys. miesięcznie. Kampania ma rozpocząć się pod koniec maja i potrwać ok. 2 miesiące. Cała kampania repositionowania wizerunku banku ma potrwać dwa lata.



Walne zatwierdziło dywidendę za 2010 na poziomie 0,37 PLN na akcję

Kredyt Bank poinformował, że jego Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy zatwierdziło dywidendę za 2010 na poziomie 0,37 PLN na akcję. Dzień dywidendy został ustalony na 14 czerwca, a dzień płatności 30 czerwca. Informacja neutralna, zgodna z wcześniejszą rekomendacją Zarządu. Wartość dywidendy jest równoważnością 58% zysku netto spółki za 2010. Stopa dywidendy wynosi 2,1%.

Zmiany w składzie Rady Nadzorczej

Kredyt Bank poinformował, że Drik Mampaey, Członek Rady Nadzorczej, zrezygnował z pełnionej funkcji z dniem 25 maja z powodu innych zobowiązań zawodowych. Jednocześnie Kredyt Bank podał, że jego Walne Zgromadzenie powołało z dniem 25 maja pana Guy Libot na Członka Rady Nadzorczej.

KBC może wprowadzić modyfikacje do swojego planu strategicznego

KBC poinformował w komunikacie odpowiadając na doniesienia prasowe, że realizuje plan strategiczny przyjęty w listopadzie 2009. Z drugiej strony, proaktywnie analizuje możliwości wprowadzenia do niego pewnych zmian - przy jednoczesnym zapewnieniu dotrzymania zobowiązania podjętego wobec Komisji Europejskiej w zakresie ograniczenia profilu ryzyka oraz spłaty długu rządowego. KBC podało, że otrzymuje różnego rodzaju oferty, propozycje, sugestie i przygląda się tym rozwiązaniom alternatywnym. W środę dziennik De Tijd podał, że KBC chce podnieść kapitał o około 2 mld EUR i spłacić otrzymaną pomoc rządową. Dziennik podał, że belgijska grupa planuje sprzedać Kredyt Bank i Wartę zamiast planowanej wcześniej sprzedaży w ofercie publicznej pakietu mniejszościowego czeskiego banku CSOB.



Millennium (Redukuj)

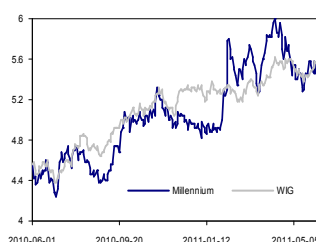
Cena bieżąca: 5.54 PLN Cena docelowa: 5 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	691.1	1 009.8	46.1%	1 159.8	14.9%	1 344.4	15.9%	Liczba akcji (mIn)	1 213.1
Marża odsetkow a	1.5%	2.2%		2.4%		2.5%		MC (cena bieżąca)	6 720.7
WNDB	1 434.2	1 714.3	19.5%	1 923.1	12.2%	2 145.9	11.6%	Free float	34.5%
Wynik operacyjny*	431.0	633.0	46.9%	779.0	23.1%	929.9	19.4%		
Zysk brutto	1.9	407.8		559.2	37.1%	752.2	34.5%		
Zysk netto	1.5	326.0		447.4	37.3%	601.8	34.5%		
ROE	0.1%	9.5%		10.5%		13.0%		Zmiana ceny: 1m	0.0%
P/E	3 146.8	20.6		15.0		11.2		Zmiana ceny: 6m	10.1%
P/BV	1.7	1.6		1.5		1.4		Zmiana ceny: 12m	27.1%
DPS	0.0	0.0		0.1		0.1		Max (52 tyg.)	6.0
Dyid (%)	0.0	0.0		1.8		2.7		Min (52 tyg.)	4.2

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj na walory Millennium oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 5,0 PLN. Po rozczarowujących wynikach za 1Q 2011, uważamy, że obecny konsensus rynkowy na zyski w 2011 na poziomie 450 mln PLN ma bardzo ograniczone możliwości rewizji w górę. Millennium razem z Getin Holding ma największy udział walutowych kredytów hipotecznych w CHF w portfelu kredytowym. 6% umocnienie się CHF do PLN od końca 1Q 2011 może negatywnie wpłynąć na koszt refinansowania swapów, a przez to negatywnie oddziaływać na marżę odsetkową w 2Q 2011.

Millennium liczy na spadek salda rezerw w tym roku

Prezes Millennium, Bogusław Kott, powiedział, że Millennium liczy na spadek salda rezerw w tym roku R/R. W 2011 Millennium zawiązało 225 mln PLN rezerw, co przełożyło się na 64 pb. kosztu ryzyka. W naszych prognozach na 2011 zakładamy koszt ryzyka na poziomie 57 pb., co przekłada się na saldo rezerw w wysokości 220 mln PLN (-2% R/R).

Millennium cały czas zainteresowane emisją euroobligacji

Prezes Millennium, Bogusław Kott, powiedział, że Millennium cały czas jest zainteresowane emisją euroobligacji. Z drugiej strony zaznacza, że obecna sytuacja na rynku długu jest niesprzyjająca i najprawdopodobniej nie poprawi się w tym roku. W naszej opinii, przez emisję euroobligacji bank chce zredukować swoje uzależnienie od rynku swapów walutowych.



Pekao (Trzymaj)

Cena bieżąca: 168.5 PLN Cena docelowa: 148.2 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	3 802.3	4 103.7	7.9%	4 570.6	11.4%	4 886.7	6.9%	Liczba akcji (mln)	262.4
Marża odsetkowa	2.9%	3.1%		3.2%		3.2%		MC (cena bieżąca)	44 207.8
WNDB	7 062.5	7 191.2	1.8%	7 901.1	9.9%	8 431.6	6.7%	Free float	40.8%
Wynik operacyjny*	3 467.0	3 550.2	2.4%	4 222.6	18.9%	4 602.4	9.0%		
Zysk brutto	2 997.5	3 101.5	3.5%	3 812.1	22.9%	4 276.9	12.2%		
Zysk netto	2 411.7	2 525.2	4.7%	3 079.1	21.9%	3 457.4	12.3%		
ROE	14.1%	13.1%		14.9%		16.1%		Zmiana ceny: 1m	-3.4%
P/E	18.3	17.5		14.4		12.8		Zmiana ceny: 6m	-9.9%
P/BV	2.4	2.2		2.1		2.0		Zmiana ceny: 12m	7.7%
DPS	0.0	2.9		6.8		10.0		Max (52 tyg.)	196.5
Dywid (%)	0.0	1.7		4.0		5.9		Min (52 tyg.)	153.0

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj na walory Pekao. Bank jest wyceniany neutralnie na tle sektora, na 2011 P/E na poziomie 14,4x, 3% dyskonta do średniej dla spółek porównywalnych. Uważamy, że Pekao może być wymieniane jako jeden z potencjalnych kupców Kredyt Banku, jeżeli prasowe informacje o jego sprzedaży się potwierdzą. W takiej sytuacji może pojawić się opcja efektywniejszego wykorzystania nadwyżkowego kapitału, jaki utrzymuje Pekao.

1Q 2011 zgodnie z oczekiwaniami, zysk wyniósł 648 mln PLN

Pekao zaraportował zysk netto za 1Q 2011 na poziomie 648 mln PLN, +1% Q/Q oraz +8% R/R. Wynik netto okazał się zgodny z oczekiwaniami zarówno naszymi jak i rynkowymi, odpowiednio na poziomie 639 mln PLN i 646 mln PLN. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ukształtowały się zarówno, przychody ogółem, koszty ogółem oraz saldo rezerw. W ramach przychodów słabszy niż oczekiwany wynik odsetkowy (płasko Q/Q) oraz handlowy (-16% Q/Q) został zrekomensowany przez wyższy niż oczekiwany wynik prowizyjny (-3% Q/Q). W ramach kosztów, skokowy wzrost w amortyzacji (+10% Q/Q) został zneutralizowany przez płaskie Q/Q koszty rzeczowe.

UniCredit ma plany organicznego wzrostu w regionie, ale może rozważyć akwizycję

Wiceprezes i Dyrektor Generalny UniCredit, Roberto Nicastro, powiedział w wywiadzie dla PAP, że chociaż grupa chce zachować pozycję lidera w Europie Środkowo-Wschodniej, nie oznacza to, że musi dokonywać strategicznych akwizycji. Grupa ma plany organicznego wzrostu w każdym kraju regionu, w którym prowadzi działalność. Z drugiej strony zaznaczył, że bank ma otwarte oczy i jeśli któryś ze strategicznych inwestorów zdecyduje się wycofać z tego rynku, UniCredit może rozważyć zakup. Pytany o potencjalne zainteresowanie kupnem od KBC akcji Kredyt Banku odmówił komentarza.



PKO BP (Kupuj)

Cena bieżąca: 44 PLN

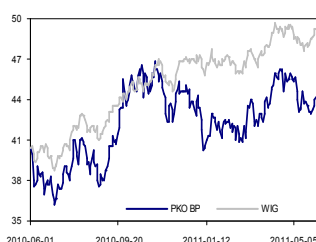
Cena docelowa: 49 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-23

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	5 051.2	6 516.2	29.0%	7 220.3	10.8%	8 128.4	12.6%	Liczba akcji (mln)	1 250.0
Marża odsetkow a	3.5%	4.0%		4.1%		4.2%		MC (cena bieżąca)	55 000.0
WNDB	8 607.0	10 021.9	16.4%	10 879.9	8.6%	11 949.3	9.8%	Free float	48.8%
Wynik operacyjny*	4 624.0	5 948.4	28.6%	6 600.3	11.0%	7 362.3	11.5%		
Zysk brutto	2 943.3	4 079.2	38.6%	4 949.8	21.3%	5 869.4	18.6%		
Zysk netto	2 305.5	3 216.9	39.5%	3 964.6	23.2%	4 700.9	18.6%		
ROE	13.4%	15.4%		17.6%		18.7%		Zmiana ceny: 1m	-3.0%
P/E	23.9	17.1		13.9		11.7		Zmiana ceny: 6m	-2.8%
P/BV	2.7	2.6		2.3		2.1		Zmiana ceny: 12m	17.3%
DPS	1.0	1.9		1.1		1.6		Max (52 tyg.)	46.8
Dyield (%)	2.3	4.3		2.5		3.6		Min (52 tyg.)	36.2

* przed kosztami rezerw



W naszej opinii wyniki za 1Q 2011, mimo że były poniżej naszych i rynkowych oczekiwań, dowiodły, że PKO BP jest beneficjentem rosnących rynkowych stóp procentowych po stronie marży depozytowej. W konsekwencji podtrzymujemy nasze stanowisko, że bank poprawi swoją marżę odsetkową w środowisku wyższych stóp procentowych, chociaż nastąpi to z opóźnieniem z powodu presji na marżę kredytową. PKO BP jest drugim po ING BSK najtańszym bankiem, notowanym na wskaźniku 2011 P/E na poziomie 13,9x. Oznacza to 7% dyskonta do średniej dla spółek porównywalnych, pomimo że obecna cena nadal zawiera 2,5% yieldu dywidendowego. Podtrzymujemy naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 49 PLN oraz rekomendację kupuj.

Zarząd rekomenduje dywidendę na poziomie 1,1 PLN na akcję

PKO BP poinformował, że Zarząd banku zarekomendował dywidendę za 2010 na poziomie 1,1 PLN na akcję. Oznacza to, że stopa wypłaty dywidendy wyniosłaby 43% skonsolidowanego zysku, a stopa dywidendy 2,5%. Propozycja Zarządu jest zgodna z naszymi oczekiwaniami oraz oficjalną polityką dywidendową spółki. Ostateczna decyzja zostanie podjęta na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy, które najprawdopodobniej odbędzie się w czerwcu.

Zysk netto 8% poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie tylko 871 mln PLN

Zysk netto PKO BP za 1Q 2011 wyniósł 871 mln PLN (płasko Q/Q, ale +21% R/R). Wynik okazał się o 11% gorszy od naszych oczekiwań (980 mln PLN) oraz 8% gorszy od oczekiwań rynkowych (947 mln PLN). Rozczarowująca okazała się strona przychodowa (słaby wynik zarówno odsetkowy jak i prowizyjny) oraz wyższy niż oczekiwany poziom salda rezerw (+3% Q/Q). Z drugiej strony, koszty operacyjne okazały się lepsze od oczekiwań, przede wszystkim za sprawą kosztów osobowych.

Kredyty wzrosły o 1% Q/Q, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Za wzrost odpowiedzialny był segment korporacyjny (+4% Q/Q); segment detaliczny odnotował płaski wynik Q/Q (hipoteki wzrosły o 1% Q/Q, ale konsumpcyjne spadły o 1% Q/Q). Depozyty wzrosły nieco szybciej, +2% Q/Q, na konto 2% wzrostu w depozytach detalicznych (szczególnie rachunków bieżących, +4% Q/Q). Wynik odsetkowy był rozczarowujący, spadając o 1% Q/Q do 1 719 mln PLN. Marża odsetkowa skorygowała się o 10pb. Q/Q do 4,02% z powodu większego spadku marżowości aktywów odsetkowych (-32pb. Q/Q do 2,60%) niż poprawy marżowości pasywów odsetkowych (+24pb. Q/Q do 1,28%). Wynik prowizyjny również był niezadowolający, -10% Q/Q do 737 mln PLN. Za spadek odpowiadają karty (-13% Q/Q), ubezpieczenia (-17% Q/Q) oraz fundusze inwestycyjne (-12% Q/Q). Koszty operacyjne były lepsze od oczekiwań, -9% Q/Q do 1 054 mln PLN, w szczególności koszty osobowe, które poprawiły się o 9% Q/Q. Mimo relatywnie słabej strony przychodowej, spadek przychodów ogółem był mniejszy niż spadek kosztów ogółem, co doprowadziło do poprawy wskaźnika kosztów/dochodów o 277pb. Q/Q do 40,8%. Saldo rezerw było wyższe niż oczekiwania i wzrosło o 3% Q/Q do 438 mln PLN. Przełożyło się to na koszt ryzyka w wysokości 133pb., płasko Q/Q. Za wzrost rezerw odpowiada segment detaliczny (+121% Q/Q), w szczególności wysokie rezerwy na hipoteki. Pozytywnie zaskoczyły rezerwy na segment korporacyjny (-51% Q/Q).

PKO BP oczekuje tylko stabilizacji marży odsetkowej R/R

Bartosz Drabinkowski, Wiceprezes banku odpowiedzialny na finanse, poinformował, że bank spodziewa się stabilizacji marży odsetkowej, z możliwością jej niewielkiej poprawy pod koniec roku. Przyznał, że chociaż mamy rosnące środowisko stóp procentowych, ich efekt jest rozłożony w czasie. Z drugiej strony presja konkurencyjna rośnie, szczególnie na marżę kredytową.

Wzrost zysku za 2011 na poziomie 30% jest zbyt odważnym założeniem – Zarząd

Bartosz Drabinkowski poinformował, że Zarząd spodziewa się że wyniki banku w 2011 wzrosną istotnie, ale dynamika zysku netto powinna być jednak niższa niż 30% R/R. Wiceprezes ocenia, że bank funkcjonuje w dość stabilnym, pozytywnym środowisku. Oznacza to, że należy spodziewać się że inne banki będą aktywizowały swoją działalność, więc będzie to środowisko trudniejsze dla PKO BP. Zaznacza, że efekt rosnących stóp procentowych jest odłożony w czasie oraz że należy spodziewać się płaskiego (lub nawet rosnącego) salda odpisów w 2011. W naszych prognozach zakładamy wzrost zysku netto o 23% R/R do 4,0 mld PLN.

Koszty operacyjne wzrosną w 2011 – Zarząd

Bartosz Drabinkowski poinformował, że w 2011 należy spodziewać się wzrostu kosztów, zarówno osobowych jak i rzeczowych. Wzrost kosztów rzeczowych będzie związany m.in. z kampanią nowych kont oraz projektem modernizacji wizerunku banku. Wiceprezes zapowiedział, że celem banku jest nadal wyższy wzrost przychodów niż kosztów. W naszych prognozach zakładamy 5% wzrost kosztów operacyjnych w 2011. Przy prognozie wzrostu przychodów o 9%, otrzymujemy wskaźnik koszty/dochodów na poziomie 40,4% (-129pb. R/R).

Przychody mają przyrastać szybciej niż koszty

PKO BP chce, by w kolejnych kwartałach dynamika przychodów była wyższa od dynamiki kosztów. Motorem wzrostu przychodów w 2011 ma być wynik odsetkowy, a czynnikiem wzrostu tego ostatniego kredyty, w szczególności hipoteczne oraz segmentu małych i średnich firm.

Rewizja strategii średnioterminowej w 4Q 2011

Zbigniew Jagiełło, Prezes PKO BP, zapowiedział że bank planuje zrewidować swoją strategię na lata 2010-2012 w 4Q 2011. Obecna strategia zakłada, że w 2012 poziom wskaźnika koszty/dochodów wyniesie poniżej 45%, a zwrot na kapitale własnym powyżej 16%.

Saldo kredytów korporacyjnych przyrosło o 3% od końca marca

Wiceprezes PKO BP, Jarosław Myjak, poinformował, że portfel kredytów korporacyjnych wzrósł o 0,8 mld PLN do 30,7 mld PLN pomiędzy 31 marca a 10 maja 2011. Oznacza to przyrost salda o 3%.

S&P podtrzymało rating dla PKO BP

Agencja Ratingowa S&P podtrzymała rating "A-pi" (oparty o publicznie dostępne informacje) dla PKO BP. Rating odzwierciedla przekonanie analityków S&P, że bank będzie w dalszym ciągu korzystał z silnego wsparcia polskiego rządu, pomimo planowanego zmniejszenia zaangażowania Skarbu Państwa w PKO BP o 10%. Transakcja ta jest planowana na wrzesień 2011, a w jej efekcie udział państwa w akcjonariacie PKO BP spadnie do 41% z 51% obecnie.

Rada Nadzorcza powołała Wiceprezesa odpowiedzialnego za ryzyko i windykację

PKO BP poinformowało, że w dniu 16 maja 2011 Rada Nadzorcza banku podjęła uchwałę powołującą Andrzeja Kołatkowskiego na stanowisko Wiceprezesa Zarządu, któremu będą podlegały sprawy z zakresu ryzyka i windykacji na wspólną kadencję Zarządu Banku, która rozpocznie się z dniem odbycia Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia zatwierdzającego sprawozdanie finansowe banku za 2010, pod warunkiem uzyskania zgody Komisji Nadzoru Finansowego. Andrzej Kołatkowski pracuje w PKO BP od 2003 na stanowisku dyrektora Departamentu Ocen Ryzyka Kredytowego, a od września 2009 zajmuje stanowisko Dyrektora Zarządzającego kierującego Pionem Ryzyka Bankowego.

Ubezpieczyciele



PZU (Trzymaj)

Cena bieżąca: 391 PLN

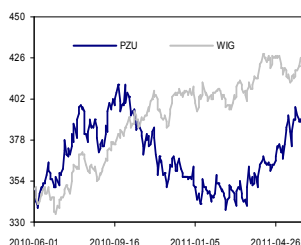
Cena docelowa: 390 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

Podstawowe dane (mln PLN)

(mln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana		
Składka brutto:	14 362.7	14 544.5	1.3%	15 236.4	4.8%	16 017.6	5.1%	Liczba akcji (mln)	86.4
majątkowa	8 023.7	8 031.9	0.1%	8 360.6	4.1%	8 798.1	5.2%	MC (cena bieżąca)	33 763.7
życiowa	6 340.8	6 512.5	2.7%	6 512.5	0.0%	6 875.7	5.6%	Free float	54.8%
Wynik techniczny	17 961.6	17 078.7	-4.9%	17 480.8	2.4%	18 374.1	5.1%		
Zysk brutto	4 565.8	3 029.4	-33.6%	3 077.4	1.6%	3 371.2	9.5%		
Zysk netto	3 762.9	2 439.2	-35.2%	2 492.7	2.2%	2 730.7	9.5%		
ROE	24.0%	20.3%		18.7%		18.6%		Zmiana ceny: 1m	5.4%
P/E	9.0	13.8		13.5		12.4		Zmiana ceny: 6m	6.5%
P/BV	3.0	2.6		2.4		2.2		Zmiana ceny: 12m	15.0%
DPS	0.0	158.6		26.0		17.3		Max (52 tyg.)	411.0
Dywid (%)	0.0	40.6		6.6		4.4		Min (52 tyg.)	337.5



Obniżamy naszą rekomendację na walory PZU do trzymaj (poprzednio akumuluj), ponieważ cena rynkowa osiągnęła naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 390 PLN. PZU jest notowany na wskaźniku 2011 P/E na poziomie 13,5x, czyli 29% powyżej średniej dla porównywalnych spółek z Europy Zachodniej. Z drugiej strony zwracamy uwagę, że spółka jest nadal wyceniana z atrakcyjną dywidendą za 2010 (26 PLN na akcję), której yield wynosi 6,6%.

Zysk netto zawyżony przez transakcję jednorazową, wynik skorygowany bliski naszej prognozy

Zysk netto PZU za 1Q 2011 wyniósł 791 mln PLN, +40% Q/Q, ale -2% R/R. Na wyniki miała wpływ znacząca transakcja jednorazowa, rozpoczęcie konsolidacji grupy Armatura. Jednorazowy wpływ na wynik netto wyniósł 119 mln PLN. Skorygowany zysk netto wyniósłby 672 mln PLN i byłby 4% wyższy niż nasza prognoza 648 mln PLN. Ponadto spółka uwolniła rezerwę typu P w większej skali niż oczekiwaliśmy (218 mln PLN wg 150 mln PLN naszej prognozy). W konsekwencji, uważamy, że wyniki były mocne, bliskie naszej prognozie.

Wynik techniczny poprawił się o 78% Q/Q oraz o 126% R/R do 372 mln PLN. Wynik techniczny z całkowitym wykluczeniem wpływu uwalniania rezerw typu P wyniósłby 154 mln PLN względem 85 mln PLN w 4Q 2010 (+81% Q/Q) oraz względem -58 mln PLN w 1Q 2010. Powodem poprawy wyniku technicznego R/R jest wzrost składki zarobionej netto (+4% R/R) oraz jednoczesny spadek odszkodowań i świadczeń netto (-3% Q/Q). Powodem poprawy wyniku Q/Q jest spadek kosztów (-18% Q/Q), zarówno akwizycji, jak i rzeczowych. Wynik z działalności lokacyjnej zmniejszył się zgodnie z oczekiwaniami o 20% Q/Q oraz 48% R/R.

Nowa, agresywniejsza polityka dywidendowa

PZU przedstawiło swoje założenia odnośnie nowej polityki dywidendowej. Główne założenia to: (1) ma kształtować się w przedziale 50-100% skonsolidowanego zysku grupy wg MSR, (2) nie może przewyższać zysku jednostkowego PZU SA wg PSA, (3) nie może prowadzić do obniżenia marginesu wypłacalności poniżej 250%, (4) nie może spowodować obniżenia siły finansowej grupy PZU poniżej poziomu odpowiadającego ratingowi AA według metodologii agencji S&P oraz (5) powinna uwzględniać dodatkowe potrzeby kapitałowe PZU w perspektywie 12 miesięcy od momentu przyjęcia przez Zarząd skonsolidowanego sprawozdania finansowego grupy za dany rok. Powyższa uchwała obowiązuje do dnia wejście w życie w Polsce Dyrektywy Wypłacalność II. Nowa polityka dywidendowa spółki jest znacznie bardziej „agresywna” od poprzedniej (w granicach 25-45% skonsolidowanego zysku). W naszej opinii rynek oceni ten krok pozytywnie. Co do terminu obowiązywania, uważamy, że w momencie wejścia w życie rozwiązań Dyrektywy Wypłacalność II spółka dokona weryfikacji/ sprawdzenia głównych założeń.

Zarząd rekomenduje dywidendę za 2010 na poziomie 26 PLN na akcję (92% zysku)

Zgodnie z założeniami nowej polityki dywidendowej spółki, Zarząd PZU zaproponował dywidendę za 2010 na poziomie 26 PLN na akcję. Oznacza to, że stopa dywidendy wynosi 92%, a stopa dywidendy 6,6%. Rekomendacja Zarządu została już pozytywnie zaopiniowana przez Radę Nadzorczą. Ostateczna decyzja zostanie podjęta przez Walne Zgromadzenie spółki. W naszych prognozach spodziewaliśmy się dywidendy na poziomie 11,79 PLN na akcję, czyli na poziomie 42% skonsolidowanego zysku netto.

JP Morgan sprzedał większość swoich akcji PZU – Reuters

Reuters poinformował powołując się na dwa niezależne anonimowe źródła rynkowe, że od 16 lutego 2011 (kiedy wygaś lock-up na akcje JP Morgana) JP Morgan sprzedał większość ze swoich 3,6 mln akcji (przynajmniej 2 mln akcji). Zakładając, że powyższa informacja jest prawdziwa, oznacza to, że udział JP Morgana spadł z 4,2% do przynajmniej 1,9%.

Wygaś lock-up na akcje Skarbu Państwa

Zgodnie z doniesieniami prasowymi, skończył obowiązywać *lock-up* (zakaz sprzedaży akcji) na akcje posiadane przez Skarb Państwa (45,2%). W ramach średnioterminowego planu prywatyzacyjnego rządu, Skarb Państwa zamierza obniżyć swój udział w kapitale PZU do poziomu 25%+. Niemniej jednak, Minister Skarbu, Aleksander Grad, zapowiedział, że w tym roku nie należy spodziewać się oferty publicznej PZU czy sprzedaży akcji. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy PZU, które ograniczyło prawo głosu innych akcjonariuszy niż Skarb Państwa do 10%, odbyło się 1 czerwca.

PZU porozumiało się ze związkami zawodowymi w sprawie restrukturyzacji zatrudnienia

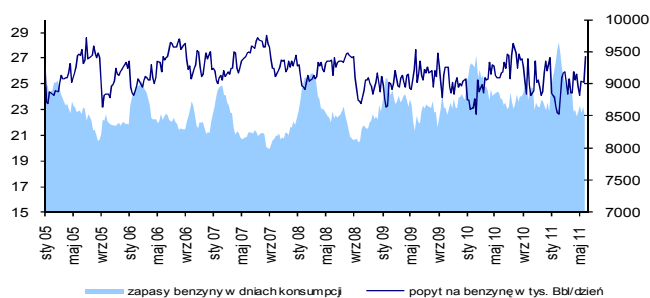
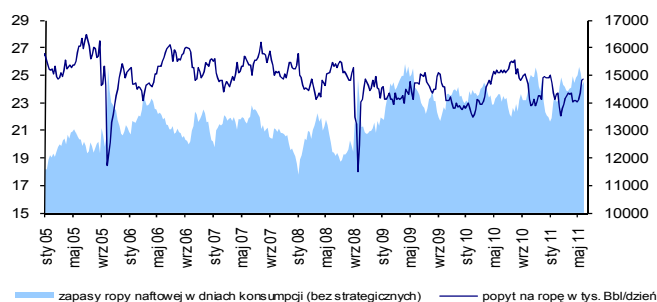
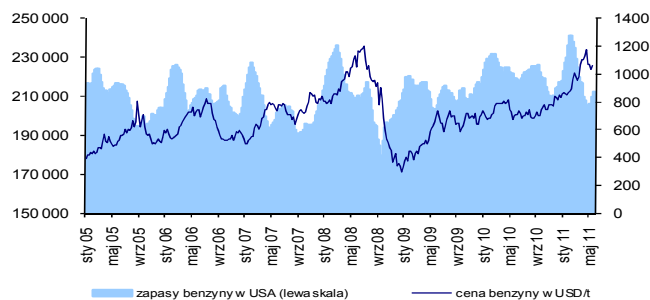
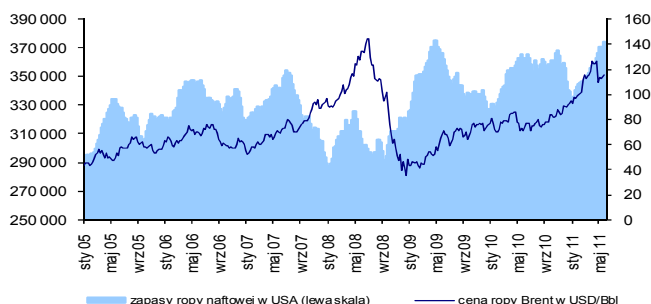
PZU poinformowało, że podpisało porozumienie ze związkami zawodowymi działającymi w PZU i PZU Życie określając warunki restrukturyzacji zatrudnienia w 2011. Zgodnie z zapisami porozumienia proces zwolnień grupowych w ramach restrukturyzacji zatrudnienia rozpocznie się 13 czerwca i zakończy 10 października 2011. W PZU oraz w PZU Życie restrukturyzacją polegającą na zmianie warunków pracy lub zwolnieniach objętych będzie 3 303 pracowników. Natomiast do 1 199 pracowników otrzyma wypowiedzenia definitywne. Wielkość wypłaty świadczeń na rzecz pracowników zwalnianych w ramach kolejnego etapu restrukturyzacji zatrudnienia została oszacowana i odniesiona w ciężar utworzonej w tym celu rezerwy w 2010.

Paliwa, chemia

Zapasy ropy i benzyny w górę, popyt na minusie r/r

Zapasy ropy w USA w maju wzrosły o prawie 2% do najwyższego poziomu od 2 lat, mimo zwiększenia przerobu w amerykańskich rafineriach (średni wskaźnik CUR 84,3% vs. 82,8% w kwietniu), gdyż import netto zwiększył się o 3,7% m/m, co może być sygnałem, że na światowym rynku nie ma problemów z zaopatrzeniem w surowiec. Popyt na paliwa ogółem w maju był niższy w ujęciu r/r o 5%, a ujemne dynamiki notowano zarówno w przypadku średnich destylatów (-5%), jak i benzyny (-0,5%). Zapasy tego ostatniego paliwa w maju wzrosły o 3,8% z uwagi na nadpodaż i brak sezonowego skoku konsumpcji. Rezerwy średnich destylatów w tym okresie zostały zmniejszone o 3,5%, co zbliżyło je do 5-letniej średniej. Wszystko wskazuje na to, że jeśli w najbliższych tygodniach nie pojawi się wzrost konsumpcji paliw, a rafinerie będą próbowały konsekwentnie zwiększać poziom wykorzystania mocy (w tym okresie powinien on sięgać 90%) to można oczekiwać dalszego nadbudowania zapasów i obniżenia marż przerobowych. Wyraźnie bowiem oczekiwania odzwierciedlane przez ceny ropy czy benzyny nie korespondują ze słabą kondycją największego rynku paliwowego.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



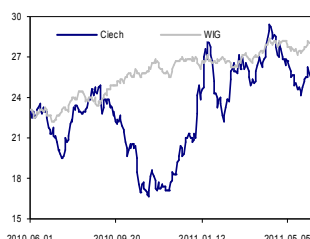
Ciech (Trzymaj)

Cena bieżąca: 25.47 PLN Cena docelowa: 30.1 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-08

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 684.2	3 960.3	7.5%	4 010.5	1.3%	3 998.3	-0.3%	Liczba akcji (mln)	51.0
EBITDA	358.3	382.0	6.6%	420.5	10.1%	443.9	5.6%	MC (cena bieżąca)	1 299.0
marża EBITDA	9.7%	9.6%		10.5%		11.1%		EV (cena bieżąca)	2 107.6
EBIT	128.2	144.2	12.4%	188.7	30.9%	205.3	8.8%	Free float	35.6%
Zysk netto	-92.3	20.5		49.8	143.2%	110.5	122.0%		
P/E		34.8		26.1		11.8		Zmiana ceny: 1m	-4.7%
P/CE	5.2	2.8		4.6		3.7		Zmiana ceny: 6m	39.0%
P/BV	0.9	0.8		1.3		1.2		Zmiana ceny: 12m	12.7%
EV/EBITDA	6.4	5.7		5.0		4.5		Max (52 tyg.)	29.5
Dyield (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	16.6



Skonsolidowane wyniki kwartalne nie odbiegały co prawda od oczekiwań, ale nie przyniosły kolejnego impulsu do wzrostu notowań. Niepokój inwestorów wzbudził słaby rezultat segmentu organicznego obniżonego w ujęciu r/r o 30 mln PLN przez słabe marże na TDI. Wysokie ceny surowców ropopochodnych niestety na razie nie pozwalają na większy optymizm w przypadku tego produktu, który częściowo neutralizuje pozytywne tendencje w sodzie i żywicach. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację inwestycyjną. Pozytywnymi katalizatorami mogą być kolejne dezinvestycje oraz ewentualny wykup elektrociepłowni w Niemczech.

Wyniki operacyjne za 1Q zgodne z oczekiwaniami

W 1Q'2011 Ciech wygenerował 42 mln PLN zysku operacyjnego przy lekko ujemnym saldzie na pozostałej działalności operacyjnej (-6 mln PLN). Zgodnie z oczekiwaniami dobre wyniki wygenerował segment sodowy (34 mln PLN vs. 25 mln PLN oczekiwań i 17,5 mln PLN rok wcześniej), nawet po uwzględnieniu dodatkowego rozliczenia uprawnień do emisji na około 4 mln PLN. Słabiej od oczekiwań wypadł natomiast obszar organiczny (6,8 mln PLN vs. 15,5 mln PLN prognozy i 28,8 mln PLN przed rokiem), gdzie większym problemem niż zakładaliśmy okazał się spadek marż na TDI. Segment agrochemiczny poprawił rezultat r/r (14 mln PLN vs. 6,9 mln PLN), ale w mniejszym stopniu niż zakładaliśmy (16 mln PLN). Połowa tego wyniku została przypisana do sprzedanych do ZAP Fosforów Gdańskich, natomiast pozostała część wynikająca z obsługi sprzedaży i dostaw do tej fabryki nawozowej nadal księgowana była w spółce matce. Rozczarowujące wyniki podał segment krzemianowy (0,1 mln PLN EBIT vs. 4,6 mln PLN rok wcześniej), który wcześniej przyzwyczaił do stabilnych rezultatów. Spółka tłumaczy to wyższymi kosztami generowanymi przez testową produkcję nowych wyrobów (odpadowość, koszty pakowania). Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło 26,6 mln PLN vs. zakładane 34,8 mln PLN. Korzystniejszy wynik w tym obszarze częściowo tłumaczy zysk na rozliczeniu kontraktu IRS w spółce niemieckiej na około 6 mln PLN, pozostała część odchylenia to być może niższe koszty finansowania lub różnice kursowe. Ten pozytywny efekt został jednak zneutralizowany przez wysoki podatek w kwocie 11,6 mln PLN (efektywna stopa 74%), co ma związek z rozliczeniem transakcji sprzedaży Fosforów (zysk pojawił się tylko na sprawozdaniu jednostkowym) i ostatecznie zysk netto uplasował się poniżej prognoz.

Udział w przetargu na ZCH Rudniki

Ciech znalazł się wśród 8 spółek, które złożyły oferty na akcje ZCH Rudniki w procesie prywatyzacji. Wśród innych oferentów znalazły się m.in. Luvena, PCC, Rhodia Operations oraz Dr. Woellner. MSP sprzedaje 85% akcji tej spółki, a pozostałe 15% zostanie przekazane pracownikom. Termin zawarcia umowy sprzedaży został przewidziany na 3-4Q 2011 roku. Rudniki produkują m.in. szkliwo sodowe oraz szkło. W 2010 roku spółka wypracowała 16,2 mln PLN zysku netto przy sprzedaży 90,7 mln PLN, a w 2009 roku było to odpowiednio 4,6 mln PLN i 93,3 mln PLN. Rudniki to spółka zbliżona profilem działalności do Vitrosilliconu i stąd zapewne decyzja Ciechu o złożeniu oferty. Wydaje się jednak, że obecnie Ciech raczej powinien rozważać sprzedaż swojego segmentu krzemianowego niż jego wzmacnianie. Na razie trudno ocenić tę decyzję bo nie znamy zaproponowanej ceny, jak również szczegółowych danych finansowych ZCH Rudniki (zaprezentowany poziom zysku netto za 2010 w porównaniu do 2009 wydaje się być zawyżony jakimiś jednorazowymi czynnikami tym bardziej że implikowana marża jest znacznie wyższa niż w Vitrosilliconie).

Transakcja aportowa z MSP

Ciech podpisał z resortem skarbu porozumienie dotyczące nabycia resztówek w Zachemie (5,15%), Organice-Sarżyna (5,06%) oraz ZCH Alwernia (25,01%). W zamian za te pakiety zostaną wyemitowane nowe akcje Ciechu (1,885 mln akcji stanowiących 3,7% aktualnej liczby akcji) po cenie emisyjnej 23,5 PLN. Implikowana wartość poszczególnych pakietów przy tych



parametrach wynosi odpowiednio 6,5 mln PLN, 19,5 mln PLN i 18,3 mln PLN. Trudno szczegółowo ocenić parametry tych transakcji z uwagi na brak miarodajnych danych finansowych dotyczących tych spółek (głównie z uwagi na transakcje między nimi a spółką matką i alokacja części marży w Ciechu). Skala emisji nie jest znacząca. Wątpliwości może jedynie budzić cena emisyjna, która jest niższa od bieżącego kursu i średniej z ostatnich 6-miesięcy.



Lotos (Sprzedaj)

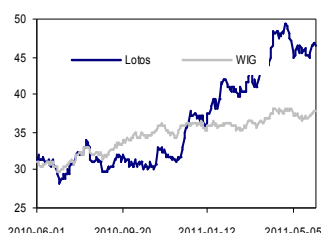
Cena bieżąca: 46.5 PLN

Cena docelowa: 28.4 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	14 321.0	19 680.9	37.4%	25 514.4	29.6%	26 803.0	5.1%	Liczba akcji (mln)	129.9
EBITDA	704.6	1 155.8	64.0%	1 809.3	56.5%	2 109.9	16.6%	MC (cena bieżąca)	6 039.1
marża EBITDA	4.9%	5.9%		7.1%		7.9%		EV (cena bieżąca)	12 040.3
EBIT	419.8	769.1	83.2%	1 060.3	37.9%	1 310.9	23.6%	Free float	46.8%
Zysk netto	900.8	651.0	-27.7%	505.0	-22.4%	941.4	86.4%		
P/E	6.7	9.3		12.0		6.4		Zmiana ceny: 1m	2.2%
P/CE	5.1	5.8		4.8		3.5		Zmiana ceny: 6m	46.7%
P/BV	0.9	0.8		0.8		0.7		Zmiana ceny: 12m	48.3%
EV/EBITDA	16.2	10.4		6.7		5.4		Max (52 tyg.)	49.4
Dyid (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	28.4



Wyniki Lotosu za 1Q były zgodne z naszymi oczekiwaniami i nie zmieniamy naszej rekomendacji inwestycyjnej. Zwracamy uwagę, że w 2Q ze względu na zmianę polityki rachunkowości nie można oczekiwać znaczącego pozytywnego wpływu umocnienia złotego względem USD zarówno na poziomie EBIT (operacyjne różnice kursowe przesunięte do działalności finansowej), jak i zysku brutto (część różnic kursowych na kredycie przesunięta do zmian w kapitale). Otoczenie makro w rafinerii nadal nie jest sprzyjające, a dodatkowo niepokojące są doniesienia o kolejnym przesunięciu rozpoczęcia produkcji na projekcie Yme. Utrzymujemy również nasze negatywne zdanie co do powodzenia procesu prywatyzacji.

EBIT zgodny z oczekiwaniami, one-off na działalności finansowej

Skonsolidowany wynik operacyjny Lotosu w 1Q'2011 wyniósł 412 mln PLN, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami, aczkolwiek jego struktura jest nieco inna niż prognozowaliśmy. Słabiej od założeń wypadł segment wydobywczy (EBIT 23,6 mln PLN vs. zakładane 39 mln PLN), mimo iż wpływ konsolidacji przejętej litewskiej spółki Geonafra był wyższy od szacowanego (14,9 mln PLN vs. 10 mln PLN). Wolumen sprzedaży ropy z polskiego szelfu był zgodny z oczekiwaniami (około 30 tys. ton), więc ten słaby rezultat może dziwić w kontekście wysokich cen surowca. Gorzej od oczekiwań wypadł również segment detaliczny (-12,8 mln PLN vs. zakładane -8 mln PLN) co jest związane z rynekową presją na marże na stacjach. Segment rafineryjny przy przerobieniu ropy na poziomie 2,2 mln ton wypracował 404 mln PLN zysku operacyjnego przy efekcie LIFO 278 mln PLN (zakładane 282 mln PLN). EBIT LIFO segmentu wyniósł więc 126 mln PLN vs. oczekiwane 107 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej saldo sięgnęło aż 340 mln PLN vs. oczekiwane 140 mln PLN. Spółka co prawda zgodnie z naszymi oczekiwaniami ze względu na rachunkowość zabezpieczeń część zysków na przeszacowaniu kredytów księgowała w kapitałach (165 mln PLN), ale i tak dodatnie różnice kursowe wyniosły 141 mln PLN, w tym 124 mln PLN na kredytach walutowych (oczekiwaliśmy 85 mln PLN). Dodatkowo Lotos przeszacował wartość udziałów w litewskiej Goenafcie na kwotę 124 mln PLN. Ostatecznie więc zysk netto wyniósł 635 mln PLN znacząco przekraczając nasze prognozy.

Dalsze opóźnienie na Yme

Operator złoża Yme, spółka Talisman, zapowiedziała kolejne przesunięcie terminu rozpoczęcia wydobycia na tym polu z 3Q'2011 na koniec 4Q'2011. Lotos wyraził zaniepokojenie tą informacją (tym bardziej że polski koncern dowiedział się o tym z konferencji wynikowej Talismana za 1Q'2011) i analizuje pod kątem biznesowym i prawnym możliwości zabezpieczenia swoich interesów, gdyż ma wątpliwości co do należytego prowadzenia projektu przez operatora. Kolejne negatywna informacja dotycząca tego projektu, który dość istotnie miał wzmocnić tegoroczne wyniki Lotosu. Skłania nas do obniżenia prognoz EBITDA 2011 o 340 mln PLN, EBIT o 174 mln PLN i zysku netto o 38 mln PLN.

Przesunięcie terminu wyboru ofert

Ministerstwo Skarbu przesunęło z 13 maja na 10 czerwca termin podjęcia decyzji w sprawie złożonych przez inwestorów ofert na kupno akcji Lotosu. Zmiana spowodowana jest potrzebą szczegółowej analizy ofert pod względem struktury finansowania i docelowego wzmocnienia dostępu Spółki do surowców. Nie podano ilu inwestorów zgłosiło chęć kupna rafinerii. Podtrzymujemy naszą opinię, iż ze względów politycznych trudno przypuszczać, aby Lotos został sprzedany któremuś z koncernów rosyjskich. W tym kontekście nie spodziewamy się pełnej prywatyzacji Spółki.



PGNiG (Trzymaj)

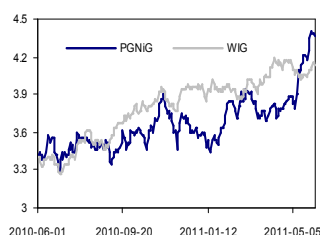
Cena bieżąca: 4.36 PLN

Cena docelowa: 4.4 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 290.4	21 281.2	10.3%	23 126.7	8.7%	23 926.7	3.5%	Liczba akcji (mIn)	5 900.0
EBITDA	2 830.0	4 411.4	55.9%	4 097.1	-7.1%	5 097.1	24.4%	MC (cena bieżąca)	25 724.0
marża EBITDA	14.7%	20.7%		17.7%		21.3%		EV (cena bieżąca)	29 651.2
EBIT	1 333.8	2 886.7	116.4%	2 453.4	-15.0%	3 193.0	30.1%	Free float	27.5%
Zysk netto	1 202.0	2 453.7	104.1%	1 733.7	-29.3%	2 088.4	20.5%		
P/E	21.4	10.5		14.8		12.3		Zmiana ceny: 1m	12.1%
P/CE	9.5	6.5		7.6		6.4		Zmiana ceny: 6m	16.3%
P/BV	1.2	1.1		1.1		1.0		Zmiana ceny: 12m	28.6%
EV/EBITDA	9.4	6.0		7.2		5.6		Max (52 tyg.)	4.4
Dyield (%)	0.6	1.8		3.0		2.7		Min (52 tyg.)	3.3



Wyniki PGNiG za 1Q potwierdziły, że uwaga inwestorów powinna skupiać się na segmentach wydobywczym i dystrybucji (plus magazyny, które obecnie klasyfikowane są w segmencie obrotu), a więc ośrodkach gdzie obecnie skoncentrowane jest generowanie przepływów pieniężnych i gdzie dostrzegamy najciekawsze perspektywy na kolejne lata. W krótkim terminie ryzykiem jest przedłużające się postępowanie taryfowe, ale naszym zdaniem wybór Prezesa URE (zakończenie stanu tymczasowości) powinno sprzyjać ostatecznym decyzjom. Ważny będzie poziom taryfy ustalonej na 4Q, gdyż w 2Q i 3Q ze względu na sezonowy spadek popytu i sposób ustalania ceny w kontrakcie jamalskim wpływ strat na gazie importowanym nie będzie znaczący. Jednocześnie zwracamy uwagę, że negatywny wpływ restrykcyjnej polityki URE będzie częściowo neutralizować hedging towarowy oraz dyskonto w kontrakcie księgowane w 4Q. W związku ze zbliżeniem się notowań do naszej ceny docelowej obniżamy rekomendację do trzymaj.

Wyniki 1Q znacznie powyżej oczekiwań, zaskoczenie w wydobywaniu

Wyniki kwartalne PGNiG okazały się znacznie lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego praktycznie na wszystkich segmentach operacyjnych. Obszar wydobywania wygenerował EBIT na poziomie 375 mln PLN vs. zakładane 296 mln PLN i 241 mln PLN w 1Q'2010, mimo znacznie wyższych niż zakładaliśmy odpisów na nietrafione odwierty (86 mln PLN vs. prognoza 50 mln PLN). Lepszy rezultat tego obszaru to efekt wyższej niż zakładaliśmy dźwigni na cenie ropy, wzroście przychodów z usług poszukiwawczych (+45 mln PLN r/r) oraz wyższej sprzedaży gazu poza taryfą. Zysk operacyjny segmentu obrotu wyniósł 258 mln PLN vs. zakładane 104 mln PLN, a różnica w dużej mierze jest związana z rozwiązaniem odpisów na należności od klientów na 122 mln PLN. Ważnym aspektem w tym segmencie w kontekście wyników w kolejnych kwartałach jest bardzo dobry rezultat osiągnięty na hedgingu towarowym. Spółka podała, że łącznie zysk na pozycjach otwartych i zamkniętych wyniósł 259 mln PLN. Wynik był rozliczany zgodnie z przyjętą rachunkowością zabezpieczeń. Na rachunku zysków i strat efekt ten jest widoczny w obniżeniu r/r pozycji kosztów pozostałych w ujęciu rodzajowym (poprawa salda o 189 mln PLN- w tym około 37 mln PLN poprawy r/r to hedging, a pozostała część to wspomniane odpisy na należności). W segmencie dystrybucji mimo 3% spadku wolumenów udało się utrzymać wynik z ubiegłego roku dzięki obniżeniu kosztów operacyjnych (mimo wzrostu amortyzacji o 19 mln PLN), podczas gdy my zakładaliśmy jego spadek (raportowane 549 mln PLN vs. zakładane 485 mln PLN). Ostatecznie więc EBIT wyniósł 1,18 mld PLN vs. zakładane 885 mln PLN (bez rozwiązania odpisów na należności wynik wyniósłby 1,06 mld PLN i byłby wyższy od prognoz o 19%). Na poziomie działalności finansowej rezultaty PGNiG zostały dodatkowo wsparte przez różnice kursowe na przeszacowaniu kredytu spółki norweskiej denominowanego w USD (+62 mln PLN).

Inwestycje w magazyny

Zarząd PGNiG zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami potwierdził, że w perspektywie 2015 roku rozbuduje pojemności magazynowe z 1,6 mld m³ do 3,0 mld m³ kosztem około 3,5 mld PLN, z czego 1,5 mld PLN zamierza pozyskać z UE. Do tej pory wydatki kwalifikowane do unijnego wsparcia wyniosły 372 mln PLN, ale Spółka otrzymała dopiero 107 mln PLN. Przypominamy, że system taryfowy zapewnia pełny zwrot z tych nakładów poprzez korygowanie WRA o inwestycje netto. W przypadku PGNiG oznaczać to będzie wzrost regulacyjnej bazy aktywów do poziomu ponad 6 mld PLN (obecnie szacujemy je na 3,1 mld PLN), co przy aktualnym poziomie WACC przyjmowanym przez URE oznaczałoby roczny EBIT z działalności magazynowej bliski 600 mln PLN. Przy tych kalkulacjach należy jednak wziąć jeszcze pod uwagę oczekiwane bądź już przyznane dofinansowanie z UE, gdyż dotowana część wydatków nie będzie uwzględniana w inwestycjach netto zwiększających WRA. Spółka może jednak liczyć na pełne pokrycie przychodami taryfowymi odpisów amortyzacyjnych (wartość aktywa po koszcie inwestycji łącznie z dotacją). Pierwszy pozytywny wpływ inwestycji



magazynowych na EBIT powinien pojawić się już w tym roku w związku z oddaniem do użytku magazynu Bonikowo o pojemności 0,2 mld m³. Znaczący skok zysków (około 150-200 mln PLN) pojawi się w 2012 roku po planowanym ukończeniu nowych pojemności w Strachocinie (z 0,15 mld m³ do 0,33 mld m³) i Wierzchowicach (z 0,6 mld m³ do 1,2 mld m³). Według naszych szacunków w perspektywie 2015 roku dodatkowy popyt na pojemność magazynową potrzebną na wypełnienie obowiązku ustawowego sięgnie ponad 0,7 mld m³, a dodatkowe 0,4 mld m³ będzie potrzebne do utrzymania aktualnego cyklu obrotu zapasów operacyjnych z uwagi na klasyczną sezonowość sprzedaży.



PKN Orlen (Sprzedaj)

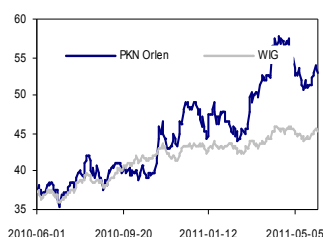
Cena bieżąca: 53 PLN

Cena docelowa: 41.6 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-16

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	67 928.0	83 547.4	23.0%	99 520.8	19.1%	96 665.0	-2.9%	Liczba akcji (mln)	427.7
EBITDA	3 665.0	5 545.7	51.3%	4 847.5	-12.6%	4 933.3	1.8%	MC (cena bieżąca)	22 668.6
marża EBITDA	5.4%	6.6%		4.9%		5.1%		EV (cena bieżąca)	34 370.6
EBIT	1 097.0	3 123.0	184.7%	2 164.6	-30.7%	2 191.6	1.2%	Free float	72.5%
Zysk netto	1 308.7	2 371.7	81.2%	1 737.0	-26.8%	1 843.5	6.1%		
P/E	17.3	9.6		13.1		12.3		Zmiana ceny: 1m	-1.4%
P/CE	5.8	4.7		5.1		4.9		Zmiana ceny: 6m	14.3%
P/BV	1.2	1.0		1.0		1.0		Zmiana ceny: 12m	41.5%
EV/EBITDA	9.7	6.0		7.1		6.9		Max (52 tyg.)	57.9
Dyid (%)	0.0	0.0		2.2		1.6		Min (52 tyg.)	35.5



W dalszym ciągu notowania Orlenu są bardziej skorelowane z cenami ropy niż z czynnikami realnie wpływającymi na wartość generowanych przepływów pieniężnych, które obecnie utrzymują się na znacznie niższych poziomach niż przed rokiem. Zwracamy uwagę, że słaby operacyjny cash flow widoczny w 1Q może również wystąpić w 2Q, gdyż nadal Spółka nie poinformowała o rolowaniu umowy biletowej, która zapadła 1 kwietnia (konieczność odkupienia ropy za 1,2 mld PLN). Tym samym poziom długu netto będzie się zwiększał, co sygnalizowaliśmy już wcześniej (przesunięcie kredytów do innych zobowiązań). Utrzymujemy negatywną rekomendację, zwracając uwagę inwestorów na obserwowany w ostatnich tygodniach spadek dyferencjału Ural/Brent (z rekordowych 4 USD/Bbl w kwietniu do 1,7 USD/Bbl), jedynego parametru w sektorze rafineryjnym, który zaskakiwał in plus.

Unipetrol zainteresowany zakupem udziałów w CR od ENI

Prezes Unipetrolu Piotr Chelmiński zapowiedział, że Spółka jest zainteresowana odkupieniem od ENI 32,4% udziałów w Ceskiej Rafinerii, w której Unipetrol posiada już 51,2% pakiet. Moce przerobowe rafinerii wchodzących w skład CR wynoszą około 8,8 mln ton rocznie, a zysk netto spółki w 2010 rok osiągnął około 70 mln PLN (jest to typowa rafineria przerobowa, więc poziom zysków nie odzwierciedla jej prawdziwej wartości). Według rynkowych doniesień przedział wyceny pakietu ENI może sięgnąć 440-600 mln USD, a biorąc pod uwagę dzisiejszą wycenę rynkową aktywów rafineryjnych Orlenu cena może być bliższa górnemu ograniczeniu z tego przedziału (wartość księgowa pakietu wg bilansu Unipetrolu jest szacowana na 1 mld PLN).

CFO o wynikach za 2Q

Wiceprezes Sławomir Jędrzejczyk powiedział, że wynik operacyjny w 2Q powinien być wyższy niż w 1Q, kiedy wyniósł 1,3 mld PLN. Orlen zamierza zrealizować sprzedaż Anwilu na przełomie tego i przyszłego roku. Kwestia przyszłości Możejek ma być analizowana na najbliższym posiedzeniu Rady Nadzorczej. Tymczasem prasa spekuluje, że cena do uzyskania za Polkomtela może być niższa od wcześniejszych spekulacji mówiących o 18 mld PLN, bo jak się okazuje mogą to być wartości EV, od których należy odjąć dług netto, który na koniec 2010 roku wynosił 2,8 mld PLN. Trudno komentować zapowiedzi dotyczące EBIT w 2Q, gdyż wiele będzie zależało jaką część tego zysku stanowią będą przeszacowania zapasów i transakcje konwersji ropy ciężkiej na lekką w związku z remontami (w 1Q było to dodatkowe 200 mln PLN).

Dane makro w maju

Marża rafineryjna w maju wzrosła do 2,4 USD/Bbl, natomiast dyferencjał Ural/Brent obniżył się do 2,6 USD/Bbl. Marża petrochemiczna wzrosła do 821 EUR/t. Po uwzględnieniu kursu USD/PLN zagregowana marża rafineryjna Orlenu (cracki+dyferencjał) wzrosła m/m o 22%, ale w ujęciu r/r była niższa o 44%. Średnia dla 2Q (kwiecień-maj) była wyższa w relacji do 1Q o 0,7%. Marża petrochemiczna była w przeliczeniu na PLN wyższa r/r o 9%. Zwracamy uwagę, że benchmarki podawane przez Orlen nie uwzględniają pełnych zużyć własnych oraz bazują na uproszczonej strukturze uzysków.



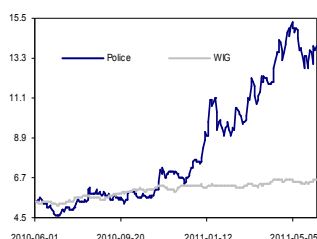
Police (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 13.97 PLN Cena docelowa: 9.7 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 486.6	2 022.6	36.1%	2 515.6	24.4%	2 212.8	-12.0%	Liczba akcji (mln)	75.0
EBITDA	-327.9	79.8		168.0	110.6%	124.0	-26.2%	MC (cena bieżąca)	1 047.8
marża EBITDA	-22.1%	3.9%		6.7%		5.6%		EV (cena bieżąca)	1 260.5
EBIT	-409.4	5.4		94.5	1639.1%	52.7	-44.2%	Free float	31.8%
Zysk netto	-422.9	27.4		86.6	215.8%	48.2	-44.4%		
P/E		38.2		12.1		21.7		Zmiana ceny: 1m	-6.9%
P/CE		10.3		6.5		8.8		Zmiana ceny: 6m	107.0%
P/BV	2.0	1.9		1.6		1.5		Zmiana ceny: 12m	160.1%
EV/EBITDA		16.1		7.5		9.6		Max (52 tyg.)	15.3
Dywid (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	4.6



W maju akcje Polic traciły na wartości mimo zaprezentowania bardzo dobrych wyników za 1Q, co należy uznać za realizację zysków po skokowych wzrostach z poprzednich miesięcy. Podtrzymujemy naszą opinię, że marży obserwowanych w branży nawozowej na początku roku nie uda się powtórzyć w drugim półroczu, zarówno ze względu na presję surowcową jak i oczekiwane spadki cen produktów wraz z korektą na rynku zbóż. Zarząd Spółki w raporcie za 1Q kontekście kolejnych okresów, jako potencjalne ryzyka wymienił m.in. wzrost cen fosforytów w 2Q o 16% (przy stabilnych na razie cenach DAP) oraz możliwą negatywną decyzję KE w sprawie utrzymania cel importowych na nawozy potasowe z Białorusi i Rosji (lipiec). Taki scenariusz nie tylko oznaczałby spadek marż, ale również w krótkim terminie ujemny efekt LIFO, który dodatkowo obciążałby wyniki. Tymczasem Spółka nadal posiada wysokie zadłużenie i spore zaległości inwestycyjne oraz remontowe. W tym kontekście utrzymujemy negatywną rekomendację.

Wyniki 1Q powyżej oczekiwań

Police w 1Q'2011 osiągnęły wyniki lepsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu. Na poziomie przychodów rezultat był co prawda gorszy niż zakładaliśmy (efekt niższych o 7% wolumenów w segmencie nawozowym), ale wysoka marża brutto na sprzedaży (17,5% vs. 16,2% w 4Q) pozwoliła na wypracowanie ponad 30% wyższego zysku operacyjnego. Przy stabilnych marżach benchmarkowych na DAP i NPK w ujęciu q/q, lepsza rentowność może wynikać z korzystniejszych cen krajowych i dodatniego efektu LIFO w otoczeniu rosnących cen produktów. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -1,8 mln PLN, na co złożyły się ujemne różnice kursowe oraz aktualizacja wartości należności. Na działalności finansowej wynik był nieco korzystniejszy niż zakładaliśmy (-5,5 mln PLN vs. -6,6 mln PLN), co miało związek z zaksięgowaniem 2,1 mln PLN zysku na transakcjach pochodnych. Podobnie jak w poprzednim kwartale zyski z jednostek konsolidowanych metodą praw własności sięgnęły 1,9 mln PLN. Police w 1Q'2011 wygenerowały 46 mln PLN przepływów z działalności operacyjnej, co przy nadal bardzo niskim poziomie capex (5,8 mln PLN) pozwoliło na obniżenie zadłużenia netto o 35 mln PLN do 192 mln PLN (bez uwzględniania zobowiązań przeterminowanych wobec PGNiG).



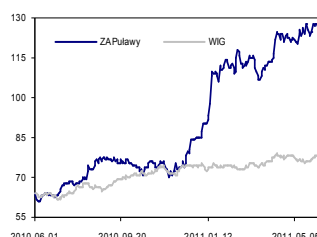
ZA Puławy (Redukuj)

Cena bieżąca: 126 PLN Cena docelowa: 106.1 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009/10	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 055.9	2 587.8	25.9%	2 894.5	11.8%	2 949.2	1.9%	Liczba akcji (mln)	19.1
EBITDA	82.2	246.6	200.1%	351.3	42.5%	357.7	1.8%	MC (cena bieżąca)	2 408.5
marża EBITDA	4.0%	9.5%		12.1%		12.1%		EV (cena bieżąca)	2 529.7
EBIT	15.2	161.5	963.7%	240.3	48.8%	239.9	-0.2%	Free float	29.0%
Zysk netto	35.5	130.8	268.1%	189.0	44.5%	193.4	2.3%		
P/E	67.8	18.4		12.7		12.5		Zmiana ceny: 1m	3.6%
P/CE	23.5	11.2		8.0		7.7		Zmiana ceny: 6m	70.0%
P/BV	1.5	1.4		1.3		1.2		Zmiana ceny: 12m	105.9%
EV/EBITDA	28.2	10.0		7.2		6.9		Max (52 tyg.)	128.1
Dyield (%)	6.5	0.8		2.7		3.9		Min (52 tyg.)	61.2



Rekordowe wyniki ZAP w 1Q stanowiły dodatkowe wsparcie dla notowań akcji w maju, podobnie jak kolejna fala wzrostów cen na rynku rolnym w związku ze spekulacjami o negatywnym wpływie warunków pogodowych na tegoroczne zbiory w USA i Europie Zachodniej. W naszej opinii obecna sytuacja to dobry moment na realizację zysków i dlatego obniżamy naszą rekomendację do redukuj z trzymaj. W kolejnych kwartałach problemem mogą być spodziewane podwyżki cen gazu, a także zakładana przez nas mocniejsza korekta na rynku zbóż. Naszym zdaniem zniesione zakazy eksportowe na Ukrainie i w Rosji oraz wzrost podaży ziarna po zbiorach zwiększą istotnie płynność tego rynku. Negatywną informacją podaną przez Spółkę w raporcie za 1Q jest także zapowiedź możliwej korekty cen kontraktowych dla melaminy (-15%) w związku z uporaniem się nowych mocy w Katarze i Trynidadzie z problemami technicznymi i wzrostem podaży.

Wyniki znacznie powyżej oczekiwań, nawet bez ERU

W 3Q'2010/11 ZA Puławy wygenerowały rekordowe zyski przebijając istotnie nasze prognozy i rynkowy konsensus. Na poziomie operacyjnym wynik został co prawda wsparty wyższymi przychodami z ERU i świadectw pochodzenia (53,1 mln PLN vs. zakładane 25 mln PLN), ale i tak oczyszczony EBIT był znacznie wyższy od naszych szacunków (186 mln PLN vs. 115 mln PLN). Powodów takiego odchylenia upatrujemy w znacznie wyższych przychodach, zarówno jeśli chodzi o produkty nawozowe (+47 mln PLN), jak i chemiczne (+33 mln PLN). W pierwszym przypadku miało to zapewne związek z wyższą krajową sprzedażą saletry (+8% r/r w ujęciu wolumenowym) kosztem mniej marżowego RSM-u, natomiast w drugim zaważyło wyższe wykorzystanie mocy przerobowych w melaminie (+19% r/r). Po stronie kosztowej Spółka zanotowała niższe wydatki w kategorii podatki i opłaty (-5 mln PLN w relacji do prognozy) i pozostałe (-10 mln PLN), gdzie księgowane są przede wszystkim koszty remontowe. Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło +4,9 mln PLN vs. zakładane 4 mln PLN i ostatecznie zysk netto sięgnął 198 mln PLN. Na poziomie przepływów operacyjnych Spółka wygenerowała 202 mln PLN gotówki (ujemne saldo na kapitale obrotowym przez wyraźny wzrost należności, zapewne po części z ERU), ale przy bardzo niskim poziomie capex (24,5 mln PLN i 143 mln PLN po trzech kwartałach przy prognozie Zarządu 331 mln PLN- odchylenie na rachunku CF może jednak wynikać nie z braku realizacji inwestycji, ale odroczenia płatności na kolejne okresy). Ostatecznie więc kwartał zamknął się pozycja gotówkową netto na bilansie 246 mln PLN.

Energetyka

Popyt na energię w kwietniu +3,7% r/r

Według danych PSE zapotrzebowanie na energię w kwietniu wzrosło r/r o 3,7% vs. +2,4% zanotowane w lutym i +1,5% w całym 1Q'2011. Maksymalny popyt w szczycie wieczornym był wyższy r/r o 4%. W relacji do rekordowych odczytów z 2008 roku, średnia konsumpcja była w kwietniu niższa o około 2,6%. Na zwiększonym zapotrzebowaniu podobnie jak w poprzednim miesiącu najbardziej korzystały elektrownie na węgiel kamienny, które zwiększyły produkcję r/r o 10%. W przypadku bloków na węgiel brunatny dynamika była znacznie mniejsza (+2,2%), ale w dużej mierze jest to efekt bazy (wyłączenie pod koniec roku jednej instalacji w Elektrowni Turów). Kwiecniowe dane z PSE można uznać za pozytywne dla spółek z sektora, gdyż utrzymanie się tych tendencji może wspierać zarówno segmenty wytwórcze jak i dystrybucyjne. Najbardziej na koniunkturalnym wzroście popytu skorzysta w naszej opinii Tauron ze względu na lokalizację aktywów, co potwierdziły już wyniki za 1Q gdzie spółka raportowała wyraźnie wyższe dynamiki wolumenów niż Enea czy PGE.



CEZ (Redukuj)

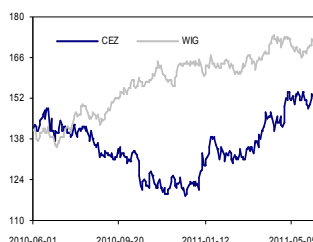
Cena bieżąca: 152.8 PLN

Cena docelowa: 134.7 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(mIn CZK)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	196 352.0	198 848.0	1.3%	199 551.1	0.4%	206 813.9	3.6%	Liczba akcji (mIn)	538.0
EBITDA	91 075.0	89 089.0	-2.2%	86 543.1	-2.9%	92 144.4	6.5%	MC (cena bieżąca)	82 204.8
marża EBITDA	46.4%	44.8%		43.4%		44.6%		EV (cena bieżąca)	111 090.8
EBIT	68 199.0	65 057.0	-4.6%	60 811.8	-6.5%	65 781.5	8.2%	Free float	29.3%
Zysk netto	51 547.0	47 232.0	-8.4%	43 643.4	-7.6%	45 821.8	5.0%		
P/E	9.9	10.8		11.6		11.1		Zmiana ceny: 1m	0.9%
P/CE	6.8	7.1		7.3		7.0		Zmiana ceny: 6m	24.3%
P/BV	2.5	2.3		2.1		2.0		Zmiana ceny: 12m	45.0%
EV/EBITDA	7.1	7.4		7.9		7.5		Max (52 tyg.)	154.1
Dywid (%)	5.2	5.6		5.3		4.7		Min (52 tyg.)	118.7



Od początku roku akcje CEZ wzrosły o ponad 27%, co w dużej mierze było pochodną decyzji o wyłączeniu niemieckich elektrowni atomowych, które przełożyło się na wzrost notowań energii i uprawnień do emisji. Czeski koncern oczywiście na tym skorzysta, ale ze względu na politykę zabezpieczeń i umocnienie korony względem euro wymierny tego efekt pojawi się naszym zdaniem dopiero w roku 2013. Tymczasem na lata 2011 i 2012 Spółka jest wyceniana z 20-30% premią do grupy porównywalnej na wskaźnikach P/CE i EV/EBITDA. Przy uspokojeniu nastrojów na EEX (obserwujemy lekką korektę poprzednich skokowych wzrostów) i po wypłacie zapowiadanej dywidendy może więc naszym zdaniem zabraknąć paliwa do utrzymania pozytywnego sentymentu na akcjach CEZ i dlatego zalecamy ich redukowanie.

Wyniki lekko powyżej oczekiwań

W 1Q'2011 roku CEZ wypracował wyniki operacyjne lekko powyżej naszych oczekiwań, ale ich struktura nie odbiega od prognoz. Segment wytwarzania energii wygenerował EBIT na poziomie 13,6 mld CZK vs. zakładane 12,9 mld CZK, a różnica to przede wszystkim wyższy wynik na handlu uprawnieniami emisyjnymi (1,3 mld CZK podczas gdy my zakładaliśmy tylko 0,5 mld CZK). Spadek wyniku r/r (-1,8 mld CZK) to efekt obniżenia efektywnej ceny sprzedaży energii w elektrowniach. Zgodnie z oczekiwaniami poprawę rezultatów zanotował natomiast obszar dystrybucji (4,9 mld CZK vs. 4,4 mld CZK w 1Q'2010 i 5 mld CZK nasza prognoza), gdzie Spółka odczuła pozytywny efekt korekcyjnych przychodów zatwierdzonych przez regulatora za rok 2009. Wsparły one EBIT kwotą 1,1 mld CZK, ale w kontekście całego roku należy pamiętać że przychody dystrybucji są rozliczane proporcjonalnie, a sezonowo wyższe koszty zakupu energii z OZE pojawiają się w miesiącach letnich. Pozytywnie zaskoczył segment wydobywczy, gdzie dzięki wzrostowi produkcji węgla o 20% r/r EBIT wyniósł prawie 1 mld CZK vs. zakładane przez nas 0,7 mld CZK. Na poziomie działalności finansowej zgodnie z oczekiwaniami pojawiła się pozycja podatku od darmowych uprawnień CO2 (1,1 mld CZK), ale została ona w większym niż oczekiwaliśmy stopniu zneutralizowana przez przeszacowanie opcji na akcję MOL-a (+1,6 mld CZK vs. zakładane 0,7 mld CZK) i ostatecznie saldo było korzystniejsze o 0,3 mld CZK i różnica na zysku netto wyniosła 8%. Negatywne zaskoczenie pojawiło się na poziomie przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, gdzie wygenerowano tylko 5 mld CZK vs. 19 mld CZK rok temu, co było efektem ruchów na kapitale obrotowym. Dług netto wzrósł q/q jednak tylko o 1 mld CZK, gdyż capex w tym okresie był niewielki (9 mld CZK). Zarząd podtrzymał swoje roczne prognozy (spadek na EBITDA wyniósł r/r -2,6% vs. -5% zakładane na cały rok) mając zapewne na uwadze wspomnianą sezonowość w dystrybucji.



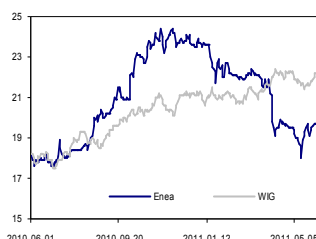
Enea (Akumuluj)

Cena bieżąca: 19.72 PLN Cena docelowa: 21.68 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 153.5	7 836.9	9.6%	9 636.7	23.0%	10 336.7	7.3%	Liczba akcji (mln)	441.4
EBITDA	1 167.0	1 364.6	16.9%	1 527.1	11.9%	1 746.3	14.4%	MC (cena bieżąca)	8 705.2
marża EBITDA	16.3%	17.4%		15.8%		16.9%		EV (cena bieżąca)	6 307.6
EBIT	505.6	712.0	40.8%	893.7	25.5%	1 102.4	23.4%	Free float	21.8%
Zysk netto	513.6	639.3	24.5%	750.5	17.4%	889.1	18.5%		
P/E	16.9	13.6		11.6		9.8		Zmiana ceny: 1m	1.6%
P/CE	7.4	6.7		6.3		5.7		Zmiana ceny: 6m	-16.9%
P/BV	0.9	0.9		0.8		0.8		Zmiana ceny: 12m	11.8%
EV/EBITDA	5.4	4.3		4.1		4.1		Max (52 tyg.)	24.4
Dywid (%)	2.3	1.9		2.1		2.4		Min (52 tyg.)	17.6



Fiasko prywatyzacji spowodowało szybką przecenę akcji Enei o prawie 25%, co znacząco poprawiło atrakcyjność walutową tej Grupy, szczególnie w połączeniu z bardzo dobrymi wynikami za 1Q pozwalającymi na formułowanie bardziej optymistycznych oczekiwań na cały bieżący rok. Spółka jest obecnie wyceniana średnio (P/CE i EV/EBITDA) z około 20% dyskontem do grupy porównawczej i choć ze względu na strukturę aktywów nie stanowi najlepszej ekspozycji na oczekiwany wzrost cen energii w Polsce (brak integracji pionowej wytwarzania) to uważamy, że może być w średnim terminie ciekawą inwestycją. Utrzymujemy rekomendację akumuluj.

Duże pozytywne zaskoczenie w segmencie obrotu w 1Q

Wyniki Grupy ENEA w 1Q'2011 okazały się znacznie lepsze od naszych szacunków i rynkowego konsensusu, a odchylenie na poziomie EBIT sięgnęło 28%. Głównym powodem takiego pozytywnego zaskoczenia jest wynik segmentu obrotu, który był istotnie wyższy niż w analogicznym okresie roku poprzedniego (78 mln PLN vs. 55 mln PLN) podczas gdy my w związku z zaostrzającą się konkurencją oczekiwaliśmy spadku marży w tym obszarze (EBIT 6 mln PLN). Spółka w komentarzu tłumaczy ten wynik m.in. zmianami na rezerwach na świadectwa pochodzenia (-30 mln PLN r/r). W segmencie wytwarzania zaskoczeniem była niższa r/r o 5% produkcja, ale i tak EBIT obszaru był lepszy niż oczekiwaliśmy (106 mln PLN vs. 95 mln PLN) dzięki wyższemu udziałowi współspalania biomasy (+15 mln PLN dodatkowej marży r/r) i wzroście sprzedaży energii (trading). W obszarze dystrybucji wynik był nieco gorszy niż zakładaliśmy (127 mln PLN vs. 135 mln PLN) z uwagi na mniejszą dynamikę na wolumenach (tylko +1,5%). Saldo na działalności finansowej wyniosło +29 mln PLN i było nieco niższe niż zakładaliśmy (+35 mln PLN) i ostatecznie odchylenie na poziomie netto sięgnęło +19%. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły 272 mln PLN, co przy nakładach inwestycyjnych 340 mln PLN wpłynęło na obniżenie stanu gotówki netto do 2,7 mld PLN.

Przejęcie udziałów w Elektrociepłowni Białystok

Enea przejęła od SNET pakiet 69,58% akcji w Elektrociepłowni Białystok, w której Enea posiada 30,3% akcji kupionych za 173 mln PLN. Nie podano ceny transakcji. W 2010 roku EBITDA elektrociepłowni wyniosła 80,5 mln PLN, a zysk netto 48 mln PLN, co przy wycenie implikowanej przez wcześniejszą transakcję zakupu pakietu mniejszościowego od MSP (569 mln PLN) oznaczałoby 7,0 EV/EBITDA i 11,8 P/E. Elektrociepłownia posiada moc cieplną 469 MWt i elektryczną 203 MWe. W blokach spala też 270 tys. ton biomasy, co pozwala na generację zielonych certyfikatów.



PGE (Akumuluj)

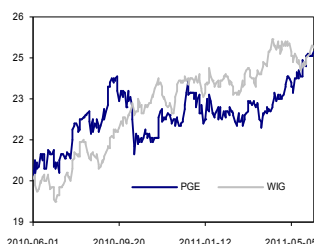
Cena bieżąca: 24.8 PLN

Cena docelowa: 27.74 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	21 623.4	20 476.5	-5.3%	28 465.1	39.0%	26 906.2	-5.5%	Liczba akcji (mln)	1 869.8
EBITDA	7 983.4	6 840.5	-14.3%	7 706.2	12.7%	8 768.7	13.8%	MC (cena bieżąca)	46 370.6
marża EBITDA	36.9%	33.4%		27.1%		32.6%		EV (cena bieżąca)	48 048.2
EBIT	5 344.7	4 185.3	-21.7%	5 002.6	19.5%	5 803.3	16.0%	Free float	30.7%
Zysk netto	3 370.7	3 014.1	-10.6%	4 009.7	33.0%	4 545.2	13.4%		
P/E	12.7	15.4		11.6		10.2		Zmiana ceny: 1m	4.4%
P/CE	7.1	8.2		6.9		6.2		Zmiana ceny: 6m	10.2%
P/BV	1.4	1.3		1.2		1.1		Zmiana ceny: 12m	18.1%
EV/EBITDA	6.0	6.9		6.2		5.8		Max (52 tyg.)	24.8
Dyid (%)	2.9	3.4		2.6		4.3		Min (52 tyg.)	20.7



Akcje PGE zachowywały się w ostatnim miesiącu lepiej od pozostałych polskich spółek energetycznych, czemu sprzyjały spekulacje dotyczące ceny sprzedaży Polkomtela i zapowiedź wypłaty 65 groszy dywidendy z zysku za rok 2010. Po dobrych wynikach za 1Q'2011 te pozytywne tendencje powinny się utrzymać, tym bardziej że pojawia się realna szansa na wyższy niż dotychczas oczekiwano wzrost cen energii w kontraktach na rok 2012. W pozytywnym scenariuszu można ponadto liczyć na wypłatę dywidendy zaliczkowej, która mogłaby sięgnąć nawet 1,2 PLN/akcję. Zagrożeniem dla notowań w dalszym ciągu pozostaje kwestia podaży akcji ze strony MSP (lock-up kończy się w lipcu). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

1Q lepiej od oczekiwań, bez one-offów

PGE wypracowała w 1Q'2011 1,5 mld PLN zysku operacyjnego, co kształtuje się około 12% powyżej naszych prognoz i konsensusu rynkowego. W ujęciu segmentowym zaskoczenie in plus pojawiło się w segmencie wytwarzania, gdzie mimo zbliżonych do oczekiwań przychodów z KDT (170 mln PLN vs. 175 mln PLN) Spółka wygenerowała EBIT w wysokości 1,13 mld PLN, podczas gdy my szacowaliśmy go na 1,05 mld PLN. Prawdopodobnie nie doszacowaliśmy efektu wyższych cen sprzedaży, gdyż wolumen był zbliżony do prognoz (+0,5% r/r). Lepiej od oczekiwań wypadł również segment dystrybucji, gdzie zysk operacyjny wyniósł 252 mln PLN vs. 208 mln PLN prognozy i 172 mln PLN rok wcześniej. Tak znacząca poprawa r/r została wypracowana mimo lekkiego spadku wolumenów (-0,5%), co oznacza że główne czynniki odpowiedzialne za wzrost przychodów o 5,5% (+70 mln PLN) to wyższa taryfa i opłaty przyłączeniowe. Zwiększenie marży zapewniły dodatkowo oszczędności kosztowe. W segmencie energii odnawialnej nie było większych zaskoczeń, ale lepiej od oczekiwań wypadł obszar handlu hurtowego (50,8 mln PLN vs. 23,7 mln PLN), gdzie prawdopodobnie pojawiła się dodatkowa marża na obrocie giełdowym oraz segment detaliczny gdzie EBIT sięgnął 57,7 mln PLN vs. zakładane 25,9 mln PLN i 82 mln PLN rok wcześniej (przy wzroście wolumenów tylko o 1%). Po uwzględnieniu korzystniejszego o 40 mln PLN salda na działalności finansowej (efekt wyższego zysku z Polkomtela i nieco niższych kosztów finansowych) zysk netto sięgnął 1,2 mld PLN.



Tauron (Kupuj)

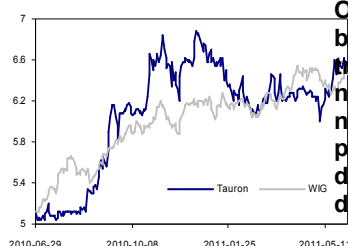
Cena bieżąca: 6.59 PLN

Cena docelowa: 9.24 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 694.6	15 428.9	12.7%	20 314.1	31.7%	21 394.0	5.3%	Liczba akcji (mln)	1 752.5
EBITDA	2 641.8	2 758.0	4.4%	3 083.5	11.8%	3 374.5	9.4%	MC (cena bieżąca)	11 549.3
marża EBITDA	19.3%	17.9%		15.2%		15.8%		EV (cena bieżąca)	12 821.1
EBIT	1 320.8	1 399.3	5.9%	1 673.6	19.6%	1 884.5	12.6%	Free float	59.6%
Zysk netto	774.4	858.7	10.9%	1 242.1	44.7%	1 363.9	9.8%		
P/E	13.2	13.5		9.3		8.5		Zmiana ceny: 1m	8.7%
P/CE	4.9	5.2		4.4		4.0		Zmiana ceny: 6m	0.3%
P/BV	0.9	0.8		0.7		0.7		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	5.1	4.3		4.2		4.1		Max (52 tyg.)	6.9
Dyid (%)	0.6	0.0		2.2		3.2		Min (52 tyg.)	5.0



Oferta pakietu akcji ze strony MSP na kilka miesięcy popsuła sentyment do Tauronu, ale bardzo dobre wyniki za 1Q'2011 powinny naszym zdaniem odwrócić ten niekorzystny trend. Ponownie zwracamy uwagę, że Spółka nawet po wyłączeniu rekompensat KDT jest notowana z ponad 30% dyskontem do grupy porównawczej, a jednocześnie stanowi najlepszą zbilansowaną ekspozycję na główne oczekiwane pozytywne tendencje w polskim sektorze energetycznym (w 1Q potwierdziła to odbiegającymi od konkurencji dynamikami wolumenów). Ponadto w tym roku może zrealizować ciekawe budujące dodatkową wartość dla akcjonariuszy akwizycje. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki za 1Q powyżej konsensusu, zgodne z naszymi oczekiwaniami

Wyniki Tauronu za 1Q'2011 okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami (poza przychodami gdzie ugiędownienie handlu miało wyższy wpływ niż szacowaliśmy) i wyższe od rynkowego konsensusu. Ich jakość również nie budzi zastrzeżeń. W ujęciu segmentowym bardzo dobry rezultat wypracował segment dystrybucji (167 mln PLN vs. 116 mln PLN rok temu i 172 mln PLN naszej prognozy), co było rezultatem wysokiego wzrostu wolumenów (+3,7% vs. wzrost całego rynku na poziomie +1,5%), który potwierdza dobrą ekspozycję Spółki na poprawę koniunktury w gospodarce (kwestia lokalizacji sieci), a także prowadzonej restrukturyzacji kosztowej. W segmencie wytwarzania EBIT wyniósł 209 mln PLN vs. zakładane 211 mln PLN przy przychodach z rekompensat KDT na poziomie 73,5 mln PLN (rok temu 73,6 mln PLN). Wzrost wyniku r/r (185 mln PLN w 1Q'2010) należy wiązać z wyższym o 11% wolumenem produkcji. Znacznie lepszy wynik w ujęciu r/r raportował segment OZE, który wypracował 34 mln PLN zysku operacyjnego vs. 14 mln PLN rok wcześniej. W tym wypadku czynnikiem poprawy, obok wyższej o 10% produkcji (sprzyjające warunki hydrologiczne) były zmiany księgowania przychodów z zielonych certyfikatów w części elektrowni wodnych, które do września 2010 były zaliczane do segmentu obrotu. Po skorygowaniu o tę zmianę prezentacyjną wyniki 1Q'2010 wyniosłyby 27 mln PLN. Podobnie należy podejść więc do interpretacji wyników segmentu obrotu, które w 1Q'2011 wyniosły 92 mln PLN vs. 100 mln PLN rok wcześniej. Po korekcie ubiegłorocznego wyniku o wspomniane certyfikaty, baza odniesienia wynosiłaby 88 mln PLN. Poprawa rezultatów w tym obszarze jest dużym zaskoczeniem (zakładaliśmy 48 mln PLN) w kontekście rosnącej konkurencji. Niższe marże zostały jednak zrekomensowane wyższym wolumenem (+7,7%). Słabiej od oczekiwań wypadł natomiast segment wydobywania (-4 mln PLN vs. zakładane 16 mln PLN i 43 mln PLN w 1Q'2010), czego powodem obok uskoku tektonicznego, z którym uporano się dopiero w styczniu były inne problemy w pracach podziemnych obniżające produkcję (-15% r/r). Na poziomie działalności finansowej nie odnotowaliśmy zaskoczeń i ostatecznie zysk netto sięgnął 382 mln PLN przy zakładanym spadku alokacji do mniejszości.

Telekomunikacja



Netia (Trzymaj)

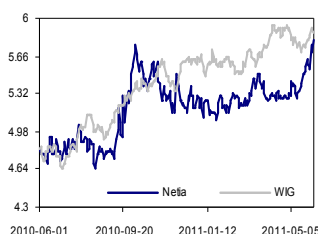
Cena bieżąca: 5.8 PLN

Cena docelowa: 5.4 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 505.9	1 575.9	4.7%	1 614.0	2.4%	1 685.0	4.4%	Liczba akcji (mIn)	389.3
EBITDA	312.8	368.8	17.9%	381.4	3.4%	398.2	4.4%	MC (cena bieżąca)	2 258.2
marża EBITDA	20.8%	23.4%		23.6%		23.6%		EV (cena bieżąca)	1 858.8
EBIT	14.2	70.1	392.7%	104.1	48.4%	132.0	26.8%	Free float	55.0%
Zysk netto	88.7	61.2	-31.0%	109.3	78.6%	139.0	27.2%		
P/E	25.5	36.9		20.7		16.2		Zmiana ceny: 1m	9.4%
P/CE	5.8	6.3		5.8		5.6		Zmiana ceny: 6m	10.5%
P/BV	1.2	1.2		1.3		1.3		Zmiana ceny: 12m	21.1%
EV/EBITDA	6.4	5.3		4.9		4.4		Max (52 tyg.)	5.8
Dyid (%)	0.0	0.0		3.3		4.8		Min (52 tyg.)	4.7



WZA dopuściło możliwość skupu akcji przez rynek, co otwiera drogę do „pompowania” kursu. Spółka, jeśli nie sfinalizuje akwizycji Dialogu – decyzja w czerwcu – przeznaczy na ten cel 350 mln PLN, z maksymalną ceną kupna na poziomie 8 PLN za akcję. W tej sytuacji, ze względu na czynnik płynnościowy, cena docelowa na najbliższy rok powinna zostać przesunięta w okolice 7 PLN za akcję. Nadal uważamy jednak, że wzrost powinno wykorzystać się do zamykania pozycji.

WZA uchwaliło skup akcji własnych

WZA odrzuciło poprawkę zgłoszoną przez ING OFE, która dotyczyła sposobu nabywania akcji w ramach skupu akcji własnych. Dotychczas w punkcie tym znajdował się zapis, że skup będzie odbywał się w drodze wezwania na akcje lub skupu akcji na rynku - transakcje pakietowe są zabronione. Propozycje ING sprowadza się do ograniczenia metody skupu jedynie do wezwania i przedłużenia mandatu jaki ma Zarząd z roku na dwa lata. Przyjęcie propozycji przez WZA oznaczałoby, że spółka mogłaby ogłosić wezwanie po cenie jak najniższej, co kreuje wartość dla akcjonariuszy długoterminowych i ucina spekulację. WZA dopuściło jednak możliwość skupu akcji przez rynek. Spółka przeznaczy na ten cel 350 mln PLN, z maksymalną ceną kupna na poziomie 8 PLN za akcję.



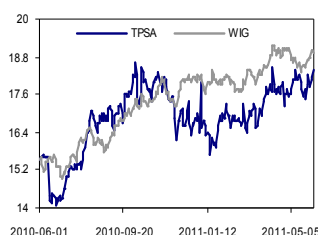
TP SA (Trzymaj)

Cena bieżąca: 18.35 PLN Cena docelowa: 17.6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 560.0	15 616.2	-5.7%	15 483.4	-0.9%	15 395.2	-0.6%	Liczba akcji (mIn)	1 335.6
EBITDA	6 246.0	4 734.0	-24.2%	5 787.3	22.3%	5 874.1	1.5%	MC (cena bieżąca)	24 509.2
marża EBITDA	37.7%	30.3%		37.4%		38.2%		EV (cena bieżąca)	29 336.6
EBIT	2 096.0	947.0	-54.8%	2 059.9	117.5%	2 204.4	7.0%	Free float	45.0%
Zysk netto	1 280.0	166.4	-87.0%	1 283.5	671.2%	1 394.6	8.7%		
P/E	19.1	147.3		19.1		17.6		Zmiana ceny: 1m	4.1%
P/CE	4.5	6.2		4.9		4.8		Zmiana ceny: 6m	7.4%
P/BV	1.5	1.7		1.7		1.8		Zmiana ceny: 12m	17.0%
EV/EBITDA	4.6	6.2		5.1		5.0		Max (52 tyg.)	18.7
Dyid (%)	8.2	8.2		8.2		8.2		Min (52 tyg.)	14.1



Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji TP. Wyniki za 1Q2011 nadal nie przyniosły poprawy w obszarze szerokopasmowego dostępu do internetu. Z drugiej strony spółka wypłaca dywidendę z DY na poziomie 8,3%. Negatywnie dla TP rozstrzyga się również kwestia dopłaty do usługi powszechnej, chociaż spółka zastrzega, że odwoła się od decyzji UKE. Jedynym pozytywnem pozostaje defensywny charakter inwestycji w akcje TP, co przy rosnących obawach o perspektywę gospodarki może kreować popyt na jej akcje.

Mini-dopłata do usługi powszechnej

UKE przyznała TP zaledwie 67 mln PLN z tytułu dopłaty do usługi powszechnej, TP wniosowała o ponad 800 mln PLN, audytor wyliczył należność TP na ponad 530 mln PLN. Chyba w najczarniejszych scenariuszach nie można było przypuszczać, że TP otrzyma zaledwie nieco ponad 8% kwoty, o którą zabiegała. Skala „cięcia” oddaje jak nadal różne jest rozumienie zagadnień rynku przez obie strony (UKE uznała jedynie wydatki związane z budkami telefonicznymi i udogodnieniami dla niepełnosprawnych). TP zapewne będzie odwoływać się od decyzji Regulatora. Informacja negatywna. W naszej prognozie nie zakładaliśmy wpływu dopłaty na wyniki, ale rynek mógł oczekiwać zdecydowanie wyższej kwoty.

Media



Agora (Kupuj)

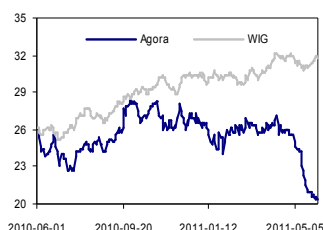
Cena bieżąca: 20.29 PLN Cena docelowa: 28.9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana		
Przychody	1 110.1	1 116.7	0.6%	1 268.5	13.6%	1 345.4	6.1%	Liczba akcji (mln)	50.9
EBITDA	134.1	167.3	24.8%	185.4	10.8%	202.4	9.2%	MC (cena bieżąca)	1 033.5
marża EBITDA	12.1%	15.0%		14.6%		15.0%		EV (cena bieżąca)	911.7
EBIT	52.9	84.9	60.5%	86.6	2.0%	103.3	19.2%	Free float	49.9%
Zysk netto	38.3	71.9	87.7%	68.2	-5.2%	85.7	25.7%		
P/E	27.0	14.4		15.2		12.1		Zmiana ceny: 1m	-18.8%
P/CE	8.6	6.7		6.2		5.6		Zmiana ceny: 6m	-25.4%
P/BV	0.9	0.8		0.8		0.8		Zmiana ceny: 12m	-17.7%
EV/EBITDA	6.3	5.8		4.9		4.1		Max (52 tyg.)	28.5
Dyid (%)	0.0	2.5		3.3		3.3		Min (52 tyg.)	20.3



Chociaż wyniki Agory okazały się zbliżone do rynkowych oczekiwań to inwestorzy negatywnie zareagowali na obniżenie prognoz Zarządu dotyczących rynku reklamowego. Złe odebrana została też struktura wyniku (spadek wyniku EBITDA o 38% r/r w segmencie prasy). Zwracamy jednak uwagę, że spadek ten miał miejsce w bardzo niesprzyjającym otoczeniu makroekonomicznym (duża słabość rynku reklamowego, która odbiła się na wynikach wszystkich spółek mediowych) i mimo to skonsolidowany wynik EBITDA obniżył się jedynie o 11,8%. Podtrzymujemy tezę, że w momencie poprawy koniunktury na rynku reklamowym spadek EBITDA segmentu będzie z nawiązką rekompensowany przez poprawę w pozostałych segmentach (ze szczególnym uwzględnieniem outdooru, kina i internetu). Spadek notowań jaki miał miejsce po publikacji zepchnął wycenę do poziomu 4,9xEV/EBITDA 2011. W związku z powyższym podnosimy naszą rekomendację do kupuj.

Wyniki 1Q2011— słabo w prasie, pozytywna niespodzianka w kinie

Wyniki Agory za pierwszy kwartał były zbliżone do naszych oczekiwań na poziomie operacyjnym oraz słabsze na poziomie netto, przy czym odchylenie na poziomie netto jest wypadkową wyższego od zakładanego przez nas obciążenia podatkowego (2,4 mln PLN vs. 1,8 mln PLN prognozy) oraz większego wpływu na generowane wyniki ze strony Heliosa, co przełożyło się na 1,0 mln PLN zysków mniejszości (zakładaliśmy 0,2 mln PLN). To właśnie Helios należy uznać za głównego bohatera publikacji. Osiągnięty przez niego zysk operacyjny w wysokości 8,0 mln PLN stanowi olbrzymie pozytywne zaskoczenie biorąc pod uwagę, że w ubiegłym roku w ciągu całego pierwszego półrocza aktywa kinowe wypracowały 9,3 mln PLN zysku EBIT (mimo takich produkcji jak *Alicja w Krainie Czarów* i *Avatar*). Pozytywnie należy też ocenić rezultaty osiągnięte przez segment internetu, który wypracował 3,0 mln PLN zysku EBITDA. Na drugim biegunie znalazł się segment prasowy, który przy większym od naszych oczekiwań spadku przychodów reklamowych (13,9% r/r wobec oczekiwanych -10,4%) zanotował spadek wyniku EBITDA aż o 38,1% (z 45,7 mln PLN do 28,3 mln PLN). Lepiej poradził sobie segment czasopism, który mimo spadku wpływów z reklamy o 8,5% zanotował zdecydowanie mniejszy spadek EBITDA (o 8,1% do 3,4 mln PLN). AMS zanotował mimo spadku wartości segmentu reklamy zewnętrznej wzrost przychodów reklamowych o 1,4%, co pozwoliło osiągnąć spółce zysk EBITDA na poziomie 2,6 mln PLN. W segmencie radiowym Agora odnotowała wzrost przychodów z reklamy aż o 12%, jednak z uwagi na większe nakłady jakie w tym segmencie poniesiono na reprezentację i reklamę wynik EBITDA zmalał z 1,7 mln PLN do 0,0 mln PLN.

W ujęciu skonsolidowanym przychody reklamowe spadły o 0,9% r/r, tj. minimalnie mocniej od naszych założeń (-0,6% r/r).

Po stronie kosztowej nieco mocniejszy od naszych oczekiwań był wzrost kosztów wynagrodzeń (77,3 mln PLN przy 75,0 mln PLN oczekiwań), co zostało jednak zrekomensowane przez niższe od zakładanych koszty reprezentacji i reklamy (26,1 mln PLN wobec 28,0 mln PLN prognozy). Ostatecznie wynik operacyjny wyniósł 10,2 mln PLN (przy 10,9 mln PLN naszych oczekiwań), a wynik netto na skutek wspomnianych wyżej czynników sięgnął 6,1 mln PLN (vs. 7,7 mln PLN prognozy).

Wyniki sprzedaży dzienników w marcu

Rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* spadło o 8,2%. W tym samym czasie rozpowszechnianie płatne *Faktu*, *Gazety Codziennej* spadło o 9,1%, *Rzeczpospolitej* spadło o 4,9%, *Super Expressu* wzrosło o 2,0%, a *Dziennika*, *Gazety Prawnej* zmniejszyło się o 2,2%. Wyniki rozpowszechniania *Gazety Wyborczej* oceniamy jako słabe. Po okresie złągodzenia negatywnych dynamik sprzedaży w marcu tempo spadków ponownie przyspieszyło. Dodatkowo



bardzo słabo wyglądała sprzedaż kioskowa, która w marcu spadła aż o 13,5%, mimo że rok wcześniej również mieliśmy do czynienia z drastycznymi spadkami (-18,2% r/r), a zatem baza odniesienia i tak była niska. Olbrzymie problemy przeżywa *Dziennik. Gazeta Prawna*. Mimo, że utrzymał rozpowszechnianie na poziomie przekraczającym 100 tys. kopii, to jednak odbyło się to dzięki wzrostowi innych form rozpowszechniania (ich udział w rozpowszechnianiu płatnym sięgnął aż 22,0%).

Rekomendacja Zarządu w sprawie dywidendy

Zarząd Agory zarekomenduje Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy wypłatę dywidendy za rok obrotowy 2010 w wysokości 0,50 zł na akcję. Proponowany dzień ustalenia prawa do dywidendy to 15 lipca 2011 roku, a dzień wypłaty dywidendy to 3 sierpnia 2011 roku. Wysokość dywidendy jest zgodna z oczekiwaniami rynku (minimalny poziom wypłaty z zysku przewidziany polityką dywidendową).

Znakomite otwarcie *Piratów z Karaibów*

W ciągu pierwszego weekendu wyświetlania czwarta część *Piratów z Karaibów: Na nieznanych wodach* sprzedała 307 tys. biletów, co jest najlepszym tegorocznym wynikiem. Dotychczasowym rekordzistą pod względem weekendowego otwarcia był film *Och Karol 2*, który sprzedał 266 tys. biletów w pierwszy weekend emisji, a łącznie obejrzało go około 1,7 mln widzów. Bardzo dobre otwarcie daje *Piratom* szanse na pobicie tego wyniku. Co więcej w odróżnieniu od *Och Karol 2* w przypadku *Piratów z Karaibów* stosunkowo mocna powinna być sprzedaż biletów 3D, przez co wpływ filmu na wyniki generowane przez operatorów kinowych powinien być większy. W odniesieniu do Cinema City sukces *Piratów z Karaibów* będzie miał wpływ też na wynik z segmentu dystrybucji (producentem filmu jest wytwórnia Disneya, której spółka jest oficjalnym dystrybutorem).



Cinema City (Akumuluj)

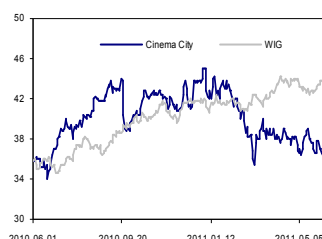
Cena bieżąca: 36.4 PLN

Cena docelowa: 42.9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn EUR)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	211.6	240.6	13.7%	270.9	12.6%	317.9	17.4%	Liczba akcji (mln)	51.2
EBITDA	46.5	57.7	24.0%	61.6	6.7%	75.5	22.6%	MC (cena bieżąca)	1 863.7
marża EBITDA	22.0%	24.0%		22.7%		23.7%		EV (cena bieżąca)	1 809.6
EBIT	30.2	38.2	26.6%	41.2	7.6%	53.3	29.6%	Free float	17.6%
Zysk netto	24.4	33.2	35.7%	35.0	5.5%	45.5	30.0%		
P/E	19.1	14.2		13.4		10.3		Zmiana ceny: 1m	-1.1%
P/CE	11.4	8.9		8.5		6.9		Zmiana ceny: 6m	-14.8%
P/BV	2.6	2.2		1.9		1.7		Zmiana ceny: 12m	0.6%
EV/EBITDA	11.8	8.1		7.4		6.0		Max (52 tyg.)	45.1
Dyid (%)	0.0	0.0		0.0		14.9		Min (52 tyg.)	34.0



Cinema City negatywnie zaskoczyło wynikami 1Q2011 ze względu na bardzo wysokie koszty akwizycji i restrukturyzacji aktywów przejętych od Palace Cinema. Dodatkowo pierwsze miesiące roku stały pod znakiem słabego sentymentu w stosunku do branży kinowej wywołanego niską frekwencją oraz niedużym udziałem biletów na seanse 3D w miksie sprzedażowym. Wzmocniło to obawy, że seanse 3D są jedynie przejściową modą i w dłuższej perspektywie czasu ich znaczenie spadnie, a wraz z nim obniży się rentowność działalności kinowej. Naszym zdaniem niska sprzedaż biletów 3D w pierwszym kwartale wynikała z relatywnie słabszego repertuaru. Dobre majowe otwarcie *Piratów z Karaibów: Na nieznanych wodach* zdaje się potwierdzać, że słaby 1Q2011 był tylko przejściowym spowolnieniem. Choć skala ubytku wyniku jakiego spółka doświadczyła w pierwszym kwartale może być trudna do odrobienia w kolejnych okresach to jednak lepsza koniunktura w kolejnych miesiącach będzie w naszej opinii wpływać na poprawę sentymentu do spółki. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Gorzej od oczekiwań, wysokie koszty akwizycji i restrukturyzacji

Wyniki Cinema City za pierwszy kwartał 2011 roku okazały się dużo słabsze od naszych oczekiwań. Głównym wpływem na odchylenie od naszych prognoz były znacząco wyższe od naszych oczekiwań koszty związane z przejęciem Palace Cinema i jego późniejszą restrukturyzacją. Zgodnie z danymi ze sprawozdania koszty te sięgnęły w 1Q2011 2,4 mln EUR, podczas gdy zakładaliśmy ich wpływ na poziomie około 0,5 mln EUR. Z pominięciem kosztów akwizycji i restrukturyzacji wyniki Cinema City okazały się minimalnie gorsze od naszych prognoz.

Na poziomie przychodów osiągnięcia spółki okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami (65,8 mln EUR wobec oczekiwanych 65,3 mln EUR). Przychody ze sprzedaży biletów spadły przy tym o 11,1% do poziomu 40,9 mln EUR (vs. 40,8 mln EUR naszej prognozy). Przychody z działalności barowej zmniejszyły się o 1,5% do 12,8 mln EUR wobec oczekiwanych przez nas 13,7 mln EUR. Działalność dystrybucyjna przyniosła 4,4 mln EUR przychodów (wobec oczekiwanych 4,9 mln EUR). Niższe od oczekiwań wpływy z działalności barowej i dystrybucyjnej zostały zrekompensowane przez duży wzrost przychodów reklamowych (+27,6% r/r do poziomu 7,0 mln EUR vs. 5,3 mln EUR naszych szacunków).

Marża brutto zrealizowana w omawianym okresie ukształtowała się na poziomie 16,5% (oczekiwaliśmy 18,2%), co przełożyło się na 10,9 mln EUR zysku brutto na sprzedaży (vs. zakładane przez nas 11,9 mln EUR). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 6,0 mln EUR lub 3,6 mln EUR bez uwzględnienia kosztów restrukturyzacyjnych, wobec oczekiwanych przez nas 4,2 mln EUR. W konsekwencji zysk operacyjny wyniósł 4,4 mln EUR lub 7,3 mln EUR po korekcie wobec zakładanych przez nas 7,7 mln EUR.

Saldo na działalności finansowej wyniosło -0,5 mln EUR wobec prognozowanych -0,8 mln EUR. Przełożyło się to na 3,6 mln EUR zysku netto (6,0 mln EUR zysku bez kosztów restrukturyzacji) wobec 6,1 mln EUR naszej prognozy.

Wywiad z Prezesem Greidingerem

W wywiadzie dla *Parkietu* Prezes Cinema City Mooky Greidinger wypowiedział się m.in. na temat restrukturyzacji prowadzonej w Palace Cinema. Zgodnie z wypowiedzią Prezesa dzięki intensyfikacji działań restrukturyzacja powinna zająć około 6 miesięcy, wobec wcześniej planowanych 8-10 miesięcy. Koszty przejęcia i restrukturyzacji poniesione w 1Q2011 mocno obciążyły wyniki, a w 2Q2011 należy spodziewać się dodatkowych 0,5 mln EUR kosztów z tego tytułu. Dlatego też należy oczekiwać, że w bieżącym roku przejęte aktywa tylko w minimalnym stopniu przełożą się na poprawę wyników Grupy.

Przejęcie funkcji operatora dla trzech multipleksów na Węgrzech

Cinema City poinformowało o zawarciu z SEGECE (spółką prawa francuskiego zależną od Klepierre SA), umowy najmu dla trzech kin, łącznie z 17 ekranami, działających pod marką



Palace Cinemas na Węgrzech: Palace Cinemas Duna Plaza w Budapeszcie (7 ekranów z 1 682 miejscami), Palace Cinemas Nyir Plaza w Nyiregyhaza (6 ekranów ze 1003 miejscami) i Palace Cinemas Kaposvar Plaza (4 ekrany z 634 miejscami). Prowadzenie tych kin zostanie przejęte od spółki Palace Mozi Szorakoztato Kft. Przejęcie kin dodatkowo wzmacnia pozycję spółki na Węgrzech. W tej chwili brak jest informacji na temat zyskowności przejętych do prowadzenia aktywów. Wcześniej spółka informowała jednak, że z Grupy Palace Cinema przejęła najbardziej rentowne obiekty, a pozostałe kina pozostawały nierentowne.

Znakomite otwarcie *Piratów z Karaibów*

W ciągu pierwszego weekendu wyświetlania czwarta część *Piratów z Karaibów: Na nieznanach wodach* sprzedała 307 tys. biletów, co jest najlepszym tegorocznym wynikiem. Dotychczasowym rekordzistą pod względem weekendowego otwarcia był film *Och Karol 2*, który sprzedał 266 tys. biletów w pierwszy weekend emisji, a łącznie obejrzało go około 1,7 mln widzów. Bardzo dobre otwarcie daje *Piratom* szanse na pobicie tego wyniku. Co więcej w odróżnieniu od *Och Karol 2* w przypadku *Piratów z Karaibów* stosunkowo mocna powinna być sprzedaż biletów 3D, przez co wpływ filmu na wyniki generowane przez operatorów kinowych powinien być większy. W odniesieniu do Cinema City sukces *Piratów z Karaibów* będzie miał wpływ też na wynik z segmentu dystrybucji (producentem filmu jest wytwórnia Disneya, której spółka jest oficjalnym dystrybutorem).



Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16.9 PLN

Cena docelowa: 15.3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 266.1	1 482.5	17.1%	1 528.8	3.1%	1 578.9	3.3%	Liczba akcji (mln)	268.3
EBITDA	327.4	406.9	24.3%	449.3	10.4%	479.2	6.6%	MC (cena bieżąca)	4 534.7
marża EBITDA	25.9%	27.5%		29.4%		30.3%		EV (cena bieżąca)	4 475.2
EBIT	285.5	325.8	14.1%	354.2	8.7%	358.3	1.2%	Free float	14.0%
Zysk netto	237.9	258.5	8.6%	286.8	11.0%	290.7	1.3%		
P/E	19.1	17.5		15.8		15.6		Zmiana ceny: 1m	5.6%
P/CE	16.2	13.4		11.9		11.0		Zmiana ceny: 6m	5.0%
P/BV	13.7	10.1		8.1		6.9		Zmiana ceny: 12m	13.7%
EV/EBITDA	13.8	11.1		10.0		9.1		Max (52 tyg.)	17.4
Dyld (%)	4.4	3.4		4.0		4.2		Min (52 tyg.)	13.4



Cyfrowy Polsat pozytywnie zaskoczył wynikami pierwszych trzech miesięcy roku. Dodatkowo w drugim kwartale (od 22 kwietnia) rozpocznie się konsolidacja nabytej Telewizji Polsat. Zakupiony segment telewizyjny działalności posiada według nas największy potencjał do generowania pozytywnych zaskoczeń w tym roku. Bieżący rok upłynie pod znakiem rosnącego zasięgu stacji tematycznych Polsatu jak również zwiększającego się udziału w widowni głównego kanału. Wpływać to będzie pozytywnie na generowane przez segment przychody reklamowe i przychody licencyjne, co stworzy pozytywny momentum na generowanych wynikach. Z drugiej jednak strony po wygaśnięciu impulsu płynącego z poszerzonego zasięgu stacji Polsatu, podobnie jak obecnie TVN zmagając się będą z coraz większą konkurencją ze strony niezależnych stacji tematycznych. Dobra koniunktura tego roku może zostać wykorzystana przez głównego akcjonariusza do częściowego upłynnienia powiększonego po ostatniej transakcji pakietu udziałów w spółce. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 1Q2011

Wyniki Cyfrowego Polsatu okazały się lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Jednocześnie spółka dokonała zmian w sposobie prezentacji danych co utrudnia ich porównywalność z poprzednio raportowanymi. Przychody okresu wyniosły aż 402,8 mln PLN, co jest osiągnięciem o 7,7% lepszym od naszych oczekiwań. Spółka nie zaprezentowała przy tym wyodrębnionych przychodów z abonamentu. Biorąc pod uwagę zgodny z naszymi prognozami wzrost ARPU (+1,9% r/r vs. oczekiwane +2,0%) oraz nieznacznie większy przyrost liczby abonentów (+5,4 tys. w pakiecie familijnym vs. 5 tys. według prognozy i +28,0 tys. w pakiecie mini vs. 20 tys. prognozy) wpływy z tego tytułu mogły sięgnąć według naszych szacunków 265,0 mln PLN przy zakładanych przez nas 363,5 mln PLN.

Po stronie kosztowej niższa okazała się grupa inne koszty, która wyniosła 26,8 mln PLN (przy oczekiwanych 35,0 mln PLN). Wysokie okazały się pozostałe koszty operacyjne, które sięgnęły 28,1 mln PLN, przy czym główny wpływ na ich wysokość miały koszty utworzenia odpisów aktualizujących, które wyniosły 20,2 mln PLN. W konsekwencji powyższych czynników wynik operacyjny 1Q2011 wyniósł 96,0 mln PLN i okazał się o 16,8% wyższy od naszych założeń (82,2 mln PLN). Saldo na działalności finansowej wyniosło -2,4 mln PLN. Przełożyło się to na 76,4 mln PLN zysku netto wobec 65,8 mln PLN naszych oczekiwań.

Emisja euroobligacji

Cyfrowy Polsat wyemitował obligację o wartości 350 mln EUR. Odsetki od obligacji Spółki będą naliczane na poziomie 8,16% rocznie i będą płatne w okresach półrocznych z dołu w dniach 20 maja i 20 listopada, począwszy od dnia 20 listopada 2011 r. Wykup obligacji nastąpi w dniu 20 maja 2018 r. w drodze zapłaty kwoty pieniężnej równej wartości nominalnej. W dowolnym momencie przed dniem 20 maja 2014 r. może umorzyć jednorazowo całość obligacji lub ich część w trybie większej liczby operacji, po cenie umorzenia równej 100% wartości nominalnej umarzanych obligacji powiększonej o odpowiednią premię na dzień umorzenia. W 2014 r. cena umorzenia będzie wynosić 105,344%, w 2015 r. cena umorzenia będzie wynosić 103,563%, w 2016 r. cena umorzenia będzie wynosić 101,781%, a po tych terminach cena umorzenia będzie wynosić 100%. Konstrukcja długu będzie bardzo podobna do zadłużenia jakie obecnie posiada TVN, a zatem obligacje denominowane w EUR przy stałym kuponie z możliwością wcześniejszego wykupu. Daje to spółce szanse osiągnięcia korzyści przy umocnieniu złotego oraz wzroście rynkowych stóp procentowych.

Umowa w kwestii dystrybucji kanałów tematycznych

Cyfrowy Polsat i TVN podpisały porozumienie na mocy którego od początku maja do dystrybucji za pośrednictwem platformy 'n' wchodzi kanały Telewizji Polsat: Polsat, Polsat HD, Polsat News, Polsat Cafe, Polsat Play, TV Biznes, Polsat JimJam, a w dalszej perspektywie również

Polsat Sport News. Jednocześnie Cyfrowy Polsat kontynuować będzie dystrybucję kanałów Grupy TVN: TVN, TVN 7, TVN24, TVN Turbo, TVN Meteo i TVN Style, a także rozpocznie udostępnianie kanałów TVN CNBC i Telezakupy Mango oraz kanału TVN w wersji HD i HD+1. Umowa będzie obowiązywać do 30 kwietnia 2015 roku. Porozumienie jest naszym zdaniem korzystne dla obydwu stron. Poszerzenie dystrybucji swoich kanałów tematycznych da Cyfrowemu Polsatowi wymierne korzyści płynące z opłat subskrypcyjnych oraz potencjału wzrostu przychodów reklamowych (efekt oczekiwanego wzrostu oglądalności). Z kolei platforma 'n' wzmacnia swoją pozycję konkurencyjną dzięki znaczącemu poszerzeniu oferty. Istotne znaczenie dla TVN ma też poszerzenie dystrybucji kanału TVN CNBC. W krótkim okresie na nowej umowie finansowo bardziej skorzysta Cyfrowy Polsat, gdyż jego kanały tematyczne będą miały z pewnością wyższe opłaty licencyjne niż TVN CNBC. Korzyści dla TVN ujawniać się będą w dłuższym okresie dzięki możliwym nowym pozyskaniom klientów. Ważnym z punktu widzenia Cyfrowego Polsatu aspektem umowy jest wyłączenie z porozumienia kanałów sportowych. Stanowią one istotny element przewagi konkurencyjnej polsatowskiej platformy cyfrowej i z tego punktu widzenia zatrzymanie monopolu na ich dystrybucję odczytujemy jako dobre posunięcie.

Wstępne ratingi S&P i Moody's dla emisji obligacji

Cyfrowy Polsat poinformował o zamiarze niepublicznej oferty stałokuponowych niepodporządkowanych obligacji zabezpieczonych (ang. fixed rate senior secured notes) o łącznej wartości nominalnej 350 mln EUR. Obligacje te mają posłużyć do spłaty kredytu pomostowego, który zapada pod koniec marca 2012 roku. Jednocześnie S&P i Moody's wydały ratingi dla planowanej emisji. S&P wydał tymczasowy rating dla planowanej emisji na poziomie Ba3 oraz rating kredytowy dla spółki również na poziomie Ba3. Moody's wydało rating kredytowy dla spółki na poziomie BB- oraz taki sam tymczasowy rating dla planowanej emisji. Zarząd od dłuższego czasu zapowiadał emisję obligacji z przeznaczeniem na refinansowanie kredytu pomostowego. W odniesieniu do obydwu przyznanych ratingów to znajdują się one nieco poniżej inwestycyjnego poziomu, co może ograniczać część instytucji w ewentualnym zakupie papierów dłużnych spółki.

Wyniki oglądalności za kwiecień: kontynuacja umocnienia Polsatu

Całodobowa oglądalność kanału TVN spadła w kwietniu z 16,0% do 15,8%. W skali całej Grupy oglądalność spadła z 23,0% do 21,4% (poza spadkiem oglądalności w kanale głównym znacząco pogorszyły się też udziały w oglądalności TVN24: z 4,3% do 3,0%- efekt zeszłorocznej żałoby narodowej i zwiększonej konsumpcji mediów informacyjnych). W tym samym czasie oglądalność kanałów Grupy Polsatu wzrosła z 17,6% do 21,2% (sam główny kanał polsatowski poprawił oglądalność z 13,0% do 15,1%). Oglądalność Grupy TVP spadła z 39,5% do 37,0%, przy czym oglądalność TVP1 spadła z 19,0% do 17,7%, a TVP2 wzrosła z 13,6% do 13,7%. Podobne tendencje widoczne są również w grupie komercyjnej widzów, gdzie bardzo mocny wzrost udziałów zanotował Polsat (+4,0pp. w skali Grupy), przy osłabieniu pozycji TVP (-3,3pp. w skali grupy) i TVN (-1,3pp. w skali Grupy). Kolejne miesiące mogą naszym zdaniem przynieść dalsze umocnienie Polsatu, który skorzysta na wejściu do dystrybucji swoich kanałów tematycznych poprzez platformę 'n'. Po bardzo dobrym marcu dosyć mocno udziały w widowni straciła telewizja publiczna. Jest to o tyle zaskoczeniem, że stanowiący otwarcie ramówki marzec zwykle stanowi wyznacznik dla udziałów oglądalności w kwietniu i maju. Ponadto ciężko tu dopatrzeć się jakiegokolwiek efektu zeszłorocznej żałoby (ewentualne preferowanie telewizji publicznej przy wyborze kanałów), gdyż kwiecień 2010 również stał pod znakiem znacznego spadku oglądalności kanałów TVP.



TVN (Trzymaj)

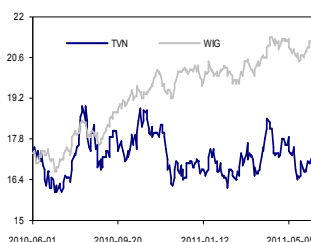
Cena bieżąca: 17.32 PLN

Cena docelowa: 18.1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 123.4	2 493.8	17.4%	2 753.9	10.4%	3 058.3	11.1%	Liczba akcji (mln)	341.9
EBITDA	794.8	610.7	-23.2%	755.7	23.7%	915.7	21.2%	MC (cena bieżąca)	5 921.3
marża EBITDA	37.4%	24.5%		27.4%		29.9%		EV (cena bieżąca)	8 168.2
EBIT	612.1	363.8	-40.6%	499.0	37.2%	664.6	33.2%	Free float	43.7%
Zysk netto	420.8	42.8	-89.8%	280.8	556.2%	394.5	40.5%		
P/E	14.0	138.4		21.1		15.0		Zmiana ceny: 1m	-0.5%
P/CE	9.8	20.4		11.0		9.2		Zmiana ceny: 6m	2.0%
P/BV	4.6	5.5		4.4		3.6		Zmiana ceny: 12m	1.2%
EV/EBITDA	9.8	13.8		10.8		8.6		Max (52 tyg.)	18.9
Dyield (%)	4.5	1.8		0.0		1.4		Min (52 tyg.)	16.0



TVN mocno rozczarował strukturą osiągniętych wyników za pierwsze trzy miesiące 2011 roku. Relatywna słabość TVN w segmencie telewizji widoczna w publikacji (po raz pierwszy od wielu lat udział w telewizyjnych przychodach reklamowych spadł aż o 1,2 pp.) utrzyma się co najmniej przez następne dwa kwartały, czyli do wyczerpania impulsu w postaci poszerzonego zasięgu kanałów Telewizji Polsat. Ponadto wysoki churn w platformie cyfrowej 'n' (6,9% jedynie za pierwsze trzy miesiące roku) oraz wygenerowanie straty EBITDA znacząco zmniejsza szanse segmentu płatnej telewizji na osiągnięcie zakładanej przez Zarząd rentowności na poziomie EBITDA. W najbliższym czasie przedstawimy aktualizację raportu uwzględniając skorygowane założenia dotyczące platformy 'n' i segmentu nadawania telewizyjnego. Z tego też względu obserwowana w ostatnich dwóch miesiącach przecena akcji nie stanowi naszym zdaniem wyraźnej okazji inwestycyjnej. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 1Q2011

Wyniki TVN za pierwszy kwartał 2011 roku okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie operacyjnym oraz nieznacznie słabsze na poziomie wyniku netto. Ogólny obraz wyników należy odebrać jako pesymistyczny. Spółka zaskoczyła wzrostem przychodów reklamowych zaledwie o 0,9% (w tym 2,5% spadkiem w segmencie telewizyjnym). Nadal stratę EBITDA notował segment płatnej telewizji (-2,5 mln PLN straty EBITDA vs. oczekiwane przez nas 2,5 mln PLN zysku EBITDA). Jedynym segmentem, który zaskoczył pozytywnie i pozwolił na osiągnięcie konsensusowych prognoz był internet, którego EBITDA wzrosła o 42% do 19,5 mln PLN, a przychody o 12% (w tym 22% wzrost przychodów gotówkowych z reklamy graficznej).

Po stronie kosztowej w ujęciu rodzajowym zwraca uwagę wzrost kosztów kontentu (+12,0 mln PLN r/r vs. +7,5 mln PLN według naszej prognozy). Spółce udało się natomiast nieco zaoszczędzić na wynagrodzeniach (63,7 mln PLN - o około 5% niższe od naszych założeń, najprawdopodobniej na skutek niskich bonusów sprzedażowych związanych z niskim stopniem realizacji planów sprzedaży reklamy). Na saldzie finansowym zaskoczeniem są dużo wyższe koszty związane z różnicami kursowymi (mimo pozytywnego wpływu zastosowanego kontraktu forward (37 mln PLN zarobionych na transakcji)).

Podsumowując, wyniki choć nie odchylają się mocno od konsensusu są negatywną przesłanką dla całorocznych oczekiwań rynkowych. Ważnym elementem sprawozdania jest też obniżenie przez Zarząd spółki oczekiwań w odniesieniu do wzrostu rynku reklamowego do średnich wartości jednocyfrowych.

Umowa w kwestii dystrybucji kanałów tematycznych

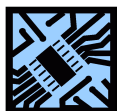
Cyfrowy Polsat i TVN podpisały porozumienie na mocy którego od początku maja do dystrybucji za pośrednictwem platformy 'n' wchodzi kanały Telewizji Polsat: Polsat, Polsat HD, Polsat News, Polsat Cafe, Polsat Play, TV Biznes, Polsat JimJam, a w dalszej perspektywie również Polsat Sport News. Jednocześnie Cyfrowy Polsat kontynuować będzie dystrybucję kanałów Grupy TVN: TVN, TVN 7, TVN24, TVN Turbo, TVN Meteo i TVN Style, a także rozpocznie udostępnianie kanałów TVN CNBC i Telezakupy Mango oraz kanału TVN w wersji HD i HD+1. Umowa będzie obowiązywać do 30 kwietnia 2015 roku. Porozumienie jest naszym zdaniem korzystne dla obydwu stron. Poszerzenie dystrybucji swoich kanałów tematycznych da Cyfrowemu Polsatowi wymierne korzyści płynące z opłat subskrypcyjnych oraz potencjału wzrostu przychodów reklamowych (efekt oczekiwanego wzrostu oglądalności). Z kolei platforma 'n' wzmacnia swoją pozycję konkurencyjną dzięki znaczącemu poszerzeniu oferty. Istotne znaczenie dla TVN ma też poszerzenie dystrybucji kanału TVN CNBC. W krótkim okresie na nowej umowie finansowo bardziej skorzysta Cyfrowy Polsat, gdyż jego kanały tematyczne będą miały z pewnością wyższe opłaty licencyjne niż TVN CNBC. Korzyści dla TVN ujawniać się będą w dłuższym okresie dzięki możliwym nowym pozyskaniom klientów. Ważnym z punktu widzenia Cyfrowego Polsatu aspektem umowy jest wyłączenie z porozumienia kanałów

sportowych. Stanowią one istotny element przewagi konkurencyjnej polsatowskiej platformy cyfrowej i z tego punktu widzenia zatrzymanie monopolu na ich dystrybucję odczytujemy jako dobre posunięcie.

Wyniki oglądalności za kwiecień: kontynuacja umocnienia Polsatu

Całodobowa oglądalność kanału TVN spadła w kwietniu z 16,0% do 15,8%. W skali całej Grupy oglądalność spadła z 23,0% do 21,4% (poza spadkiem oglądalności w kanale głównym znacząco pogorszyły się też udziały w oglądalności TVN24: z 4,3% do 3,0% - efekt zeszłorocznej żałoby narodowej i zwiększonej konsumpcji mediów informacyjnych). W tym samym czasie oglądalność kanałów Grupy Polsatu wzrosła z 17,6% do 21,2% (sam główny kanał polsatowski poprawił oglądalność z 13,0% do 15,1%). Oglądalność Grupy TVP spadła z 39,5% do 37,0%, przy czym oglądalność TVP1 spadła z 19,0% do 17,7%, a TVP2 wzrosła z 13,6% do 13,7%. Podobne tendencje widoczne są również w grupie komercyjnej widzów, gdzie bardzo mocny wzrost udziałów zanotował Polsat (+4,0pp. w skali Grupy), przy osłabieniu pozycji TVP (-3,3pp. w skali grupy) i TVN (-1,3pp. w skali Grupy). Kolejne miesiące mogą naszym zdaniem przynieść dalsze umocnienie Polsatu, który skorzysta na wejściu do dystrybucji swoich kanałów tematycznych poprzez platformę 'n'. Po bardzo dobrym marcu dosyć mocno udziały w widowni straciła telewizja publiczna. Jest to o tyle zaskoczeniem, że stanowiący otwarcie ramówki marzec zwykle stanowi wyznacznik dla udziałów oglądalności w kwietniu i maju. Ponadto ciężko tu dopatrzeć się jakiegokolwiek efektu zeszłorocznej żałoby (ewentualne preferowanie telewizji publicznej przy wyborze kanałów), gdyż kwiecień 2010 również stał pod znakiem znacznego spadku oglądalności kanałów TVP.

IT



AB (Akumuluj)

Cena bieżąca: 24.9 PLN

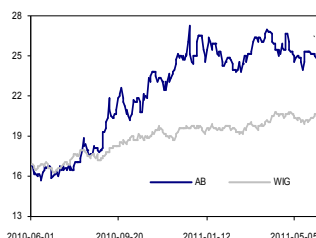
Cena docelowa: 27.6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2008/09	2009/10	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana		
Przychody	2 839.7	2 882.1	1.5%	3 071.7	6.6%	3 298.9	7.4%	Liczba akcji (mln)	15.5
EBITDA	81.9	63.7	-22.1%	71.6	12.4%	66.2	-7.6%	MC (cena bieżąca)	384.9
marża EBITDA	2.9%	2.2%		2.3%		2.0%		EV (cena bieżąca)	469.6
EBIT	76.5	58.3	-23.8%	66.1	13.4%	60.5	-8.4%	Free float	45.8%
Zysk netto	27.0	35.2	30.4%	48.6	38.3%	42.8	-12.0%		
P/E	14.7	10.9		7.9		9.0		Zmiana ceny: 1m	-0.3%
P/CE	12.3	9.5		7.1		7.9		Zmiana ceny: 6m	0.2%
P/BV	1.5	1.4		1.2		1.0		Zmiana ceny: 12m	52.8%
EV/EBITDA	6.2	8.0		6.6		6.8		Max (52 tyg.)	27.2
Dywid (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	15.7



Skumulowany wynik netto AB za cztery ostatnie kwartały wynosi 50,9 mln PLN (około 42,0 mln PLN bez uwzględniania wpływu wygranej w sporze sądowym z Raiffeisenem). Tymczasem obecna kapitalizacja spółki sięga około 390 mln PLN, co sprowadza wskaźniki wyceny do 7,9xP/E (9,0xP/E bez odwróconej rezerwy). Wśród inwestorów pojawiają się obawy czy branża dystrybucji IT poradzi sobie z rosnącym kapitałem obrotowym i presją inflacyjną. W naszej opinii charakter sprzętu IT (duża kompleksowość oferty pod względem cenowym oraz przyzwyczajenie społeczeństwa do wahań cen) powoduje, że inflacja cen w gospodarce podobnie jak wahania kursów walut nie powinny wpływać na uzyskiwaną rentowność, gdyż droższe produkty zostaną wyparte przez tańsze przy zachowaniu marży dystrybutora. Większe zagrożenie widzimy po stronie kapitału obrotowego, którego wzrost jest efektem polityki producentów laptopów dążących do maksymalizacji sprzedaży bez względu na warunki rynkowe. Naszym zdaniem może to prowadzić w dłuższej perspektywie do nasycenia rynku i załamania sprzedaży. Biorąc pod uwagę fakt, że problem dotyczy jednej grupy produktowej nie sądzimy jednak, by zagrażało to pozycji dystrybutorów. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki zgodne z oczekiwaniami, spadek kapitału obrotowego

Wyniki finansowe AB za trzeci kwartał roku obrotowego 2010/2011 okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami. Za niespodziankę należy uznać tempo wzrostu przychodów, które wyniosło 29,6%. Tym samym obroty wzrosły do 853,5 mln PLN tj. o 13,1% więcej od naszych oczekiwań (754,8 mln PLN). Marża brutto na sprzedaży wyniosła 5,8% (vs. 5,0% naszej prognozy). Duża różnica na poziomie rentowności brutto została częściowo zniwelowana poprzez wyższe koszty ogólne działalności, które wyniosły 28,3 mln PLN, przy zakładanych przez nas 24,2 mln PLN, co może wskazywać na inny sposób rozpoznawania kosztów sprzedanych wyrobów (ujęcie ich w kosztach sprzedaży). Bardzo wysokie okazało się ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej, które sięgnęło -12,6 mln PLN (oczekiwaliśmy salda w wysokości -3,5 mln PLN). W sprawozdaniu brak jest szczegółowych informacji na temat czynników wpływających na tak znaczną wysokość pozostałych kosztów operacyjnych. Ostatecznie wynik operacyjny wyniósł 8,3 mln PLN (vs. prognozowane 10,0 mln PLN). Lepsze saldo na działalności finansowej (+1,0 mln PLN vs. -1,0 mln PLN według naszej prognozy) oraz zgodne z naszymi oczekiwaniami obciążenie podatkowe (1,8 mln PLN) przełożyło się na zysk netto w wysokości 7,7 mln PLN, przy 7,2 mln PLN naszej prognozy.

Pozytywnym aspektem opublikowanego sprawozdania jest zmniejszenie w porównaniu do końca ubiegłego roku kapitału obrotowego, co z kolei pozwoliło na obniżenie zadłużenia netto spółki. Dług netto obniżył się z 289,5 mln PLN do 233,2 mln PLN. Wysoki stan zadłużenia wydaje nam się w tej chwili największym czynnikiem ryzyka w spółce. Uważamy jednak, że najbliższe kwartały powinny przynieść stopniową normalizację stanu kapitału obrotowego i zmniejszenie stanu zadłużenia w spółce.

Zakup gruntu pod budowę centrum logistycznego

Spółka poinformowała, że w 100% zależna od AB B2B IT Sp. z o.o. nabyła grunt o powierzchni 14,6718 ha za cenę wynoszącą 10 875 276 PLN netto. Nieruchomość położona jest w miejscowości Magnice, gmina Kobierzyce, przy wjeździe na obwodnicę Wrocławia. Zakup związany jest z planowaną budową nowego centrum logistycznego. Planowana inwestycja ma zapewnić wsparcie w wysokości 30% kosztów kwalifikowanych z programu Innowacyjna Gospodarka (Działanie 4.5 Wsparcie inwestycji o dużym znaczeniu dla gospodarki; Poddziałanie 4.5.2 Wsparcie inwestycji w sektorze usług nowoczesnych). Grunt został w naszej opinii kupiony po atrakcyjnej cenie (741 tys. PLN za ha). Również sam pomysł budowy nowego



centrum logistycznego wydaje nam się dobrym rozwiązaniem. Umieszczenie go przy południowej obwodnicy Wrocławia usprawni komunikację z rynkiem czeskim oraz z konglomeracją śląską. Dodatkowo przy wykorzystaniu finansowania unijnego i przy bardzo prawdopodobnej sprzedaży obecnego magazynu nakład na budowę centrum powinien zostać mocno ograniczony.



Action (Akumuluj)

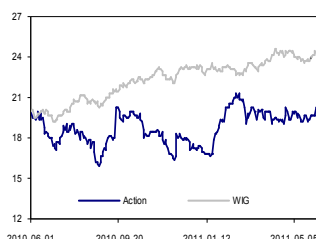
Cena bieżąca: 20 PLN

Cena docelowa: 18.16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2008/09	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 079.4	2 160.7	-29.8%	2 320.1	7.4%	2 545.5	9.7%	Liczba akcji (mln)	17.2
EBITDA	49.9	48.9	-1.9%	53.8	9.9%	59.4	10.5%	MC (cena bieżąca)	344.6
marża EBITDA	1.6%	2.3%		2.3%		2.3%		EV (cena bieżąca)	411.1
EBIT	38.1	37.2	-2.3%	44.8	20.5%	50.3	12.4%	Free float	25.7%
Zysk netto	23.3	26.4	13.2%	32.3	22.6%	37.3	15.5%		
P/E	14.8	13.1		10.7		9.2		Zmiana ceny: 1m	1.0%
P/CE	9.8	9.0		8.3		7.4		Zmiana ceny: 6m	10.2%
P/BV	1.9	1.8		1.6		1.5		Zmiana ceny: 12m	2.6%
EV/EBITDA	7.9	8.6		7.6		6.8		Max (52 tyg.)	21.3
Dyid (%)	0.0	4.0		2.8		3.8		Min (52 tyg.)	15.9



W najbliższym czasie spółka ma opublikować prognozę roczną, która wnioskując po wypowiedziach Zarządu powinna przekraczać 34 mln PLN. Biorąc pod uwagę dobre wyniki pierwszego kwartału (poprawa wyniku netto mimo bazy zawyżonej przez wpływ różnic kursowych) poziom ten uważamy za będący w zasięgu spółki. Oczekujemy, że celem Zarządu określonym w planowanej prognozie będzie 35,0 mln PLN. Poziom taki implikować będzie wskaźnik 10,7xP/E 2011. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki zgodne z oczekiwaniami

Wyniki Actionu za pierwszy kwartał okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami. Na poziomie przychodów spółka zanotowała 11,4% wzrostu obrotów, co było zbieżne z naszymi prognozami. Słabsza od oczekiwań okazała się marża brutto na sprzedaży, która wyniosła w okresie zaledwie 6,9% (spodziewaliśmy się 8,2%). Niższa marża została zrekomensowana częściowo przez niższe koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, które sięgnęły 29,4 mln PLN wobec prognozowanych 33,8 mln PLN. Pozytywnie zaskoczyło też saldo na działalności operacyjnej, które wyniosło +3,3 mln PLN, przy oczekiwanym +1,0 mln PLN. Wpływ na odchylenie miały 1,7 mln PLN przychody z tytułu otrzymanej darowizny. Darowizny tej nie należy jednak traktować jako wydarzenie jednorazowe. W rezultacie wynik operacyjny wyniósł 11,3 mln PLN (vs. 11,5 mln PLN prognozy). Wynik netto okresu wyniósł 8,5 mln PLN, przy zakładanych 8,3 mln PLN.

Minimum 34 mln PLN zysku netto w tym roku

Prezes określił 34 mln PLN jako minimalny cel jaki pojawić się może w prognozie rocznej, która ma zostać opublikowana w najbliższych tygodniach. Przy założeniu braku słabszych okresów jakim w zeszłym roku był dla Actionu 2Q2010 oraz uwzględniając wyniki 1Q2011, 34 mln PLN są celem absolutnie w zasięgu spółki. Spodziewamy się, że rzeczywista prognoza roczna może być ustalona nieco wyżej.



ASBIS (Akumuluj)

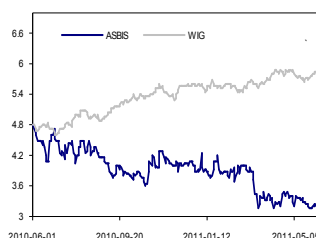
Cena bieżąca: 3.2 PLN

Cena docelowa: 4.32 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn USD)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 167.9	1 435.1	22.9%	1 490.8	3.9%	1 620.0	8.7%	Liczba akcji (mln)	55.5
EBITDA	5.8	13.0	124.8%	19.0	46.0%	25.1	32.0%	MC (cena bieżąca)	177.6
marża EBITDA	0.5%	0.9%		1.3%		1.5%		EV (cena bieżąca)	275.9
EBIT	2.9	9.4	225.6%	16.0	69.6%	22.0	37.6%	Free float	41.0%
Zysk netto	-3.2	0.9		7.8	738.4%	12.6	62.2%		
P/E		69.0		8.2		5.1		Zmiana ceny: 1m	0.0%
P/CE		14.2		5.9		4.1		Zmiana ceny: 6m	-20.6%
P/BV	0.7	0.7		0.6		0.6		Zmiana ceny: 12m	-30.4%
EV/EBITDA	13.1	7.5		5.2		4.0		Max (52 tyg.)	4.7
Dyid (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	3.1



Głównym ryzykiem inwestycyjnym w przypadku spółki pozostają wahania kursów walutowych zwłaszcza na rynkach wschodnich. W maju kluczowym wydarzeniem wydaje się dewaluacja białoruskiego rubla o ponad 50%, co może w istotny sposób wpływać na działalność spółki na tym rynku. Z jednej strony powodować to może zmniejszenie wyrażonych w dolarach przychodów z tego regionu (w 1Q2011 odpowiadał za około 4% skonsolidowanych przychodów). Z drugiej poważnym problemem może być dewaluacja posiadanych na białoruskim rynku należności wyrażonych w rublach.

Niższe dynamiki obrotów, duży wzrost kosztów

Asbis rozczarował wynikami pierwszego kwartału, przy czym bardziej niż nominalne wartości opublikowane w sprawozdaniu rozczarowała struktura uzyskanego wyniku. Na poziomie wyniku brutto spółka zaksięgowiała 1,34 mln USD dodatnich różnic kursowych. Wobec 0,76 mln USD negatywnych różnic zaksięgowanych w kosztach finansowych pozytywny wpływ zmian kursów walutowych na wyniki 1Q2011 wyniósł 0,58 mln USD, przy zakładanych przez nas 0,2 mln USD.

Pierwszym negatywnym zaskoczeniem jest niska dynamika wzrostu przychodów. Kolebka spółki, czyli kraje byłego ZSRR były w okresie pierwszych trzech miesięcy roku jedynym obszarem geograficznym, który nie zawiódł oczekiwań i powiększył wolumen obrotów o 19,1% r/r. Pozostałe regiony zanotowały bądź symboliczny wzrost (bliski Wschód i Afryka +0,3% r/r) bądź też niewielki spadek przychodów (wszystkie pozostałe)

In plus zaskoczyła natomiast marża brutto, która wyniosła aż 5,6% i nawet po uwzględnieniu różnic kursowych była na bardzo dobrym poziomie (5,2% vs. 4,8% prognozy). Za poprawą marży brutto poszedł jednak istotny wzrost kosztów ogólnych działalności, który z nadwyżką skonsumentował wzrost rentowności brutto (udział kosztów ogólnych w relacji do przychodów wyniósł 4,5% w porównaniu do 3,7% prognozy). W rezultacie wynik brutto był nominalnie zbliżony do naszych oczekiwań (3,8 mln USD wobec 3,9 mln USD prognozy). Saldo na działalności finansowej wyniosło 2,7 mln USD wobec prognozowanych przez nas 2,4 mln USD. W konsekwencji zysk netto okresu wyniósł 0,8 mln USD wobec oczekiwanych przez nas 1,1 mln USD.

Do słabego obrazu wyników pierwszego kwartału dodatkowo przekłada się rachunek przepływów. W pierwszym kwartale ujemny przepływ operacyjny sięgnął 31,1 mln USD, co przełożyło się na wzrost zadłużenia netto spółki w tym okresie o 34,0 mln USD (obecnie około 43,0 mln USD+26,9 mln USD zobowiązań faktoringowych).



Asseco Poland (Kupuj)

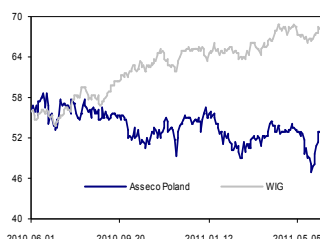
Cena bieżąca: 52.7 PLN

Cena docelowa: 65 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-27

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 050.3	3 237.7	6.1%	4 641.3	43.4%	4 862.1	4.8%	Liczba akcji (mln)	77.6
EBITDA	646.1	695.0	7.6%	812.5	16.9%	844.3	3.9%	MC (cena bieżąca)	4 087.7
marża EBITDA	21.2%	21.5%		17.5%		17.4%		EV (cena bieżąca)	5 023.6
EBIT	525.5	569.0	8.3%	660.0	16.0%	688.6	4.3%	Free float	256842.4%
Zysk netto	373.4	415.1	11.2%	389.3	-6.2%	421.2	8.2%		
P/E	10.9	9.8		10.5		9.7		Zmiana ceny: 1m	-0.2%
P/CE	8.3	7.6		7.5		7.1		Zmiana ceny: 6m	-2.4%
P/BV	0.9	0.7		0.7		0.6		Zmiana ceny: 12m	-5.6%
EV/EBITDA	7.0	7.1		6.2		5.7		Max (52 tyg.)	58.6
Dyid (%)	2.8	2.8		3.4		3.1		Min (52 tyg.)	47.0



Mimo zakończenia fazy wdrożeniowej dużego projektu w PKO BP Asseco Poland bardzo dobrze poradziło sobie z zapełnieniem powstałej po nim luki w sprzedaży. Również pod kątem wyniku operacyjnego ubytek zysku okazał się mniejszy od oczekiwań rynkowych. Tymczasem bieżący rok może stać pod znakiem rozstrzygnięć kilku ważnych przetargów, które w przypadku zwycięstwa Asseco Poland mogą mimo rozmiarów spółki znacząco wpłynąć na jej wyniki. Rozpisane zostało część przetargów w ramach Centrum Systemów Informatycznych Ochrony Zdrowia o wartość około 360 mln PLN, a w PZU szykują się duże inwestycje w informatykę, które mogą objąć również centralny system informatyczny. W obu przypadkach Asseco Poland ma duże szanse by realizować znaczną część zleconych prac. Drugim czynnikiem ryzyka wpływającym na obecne notowania spółki jest jej polityka akwizycyjna. Wśród inwestorów dominuje negatywna ocena szybkiego tempa w jakim nabywane są kolejne spółki oraz efektów synergii, które udało się uzyskać z dotychczasowych przejęć. Przeważa też obawa, że złe przeprowadzona akwizycja może przyczynić się do znaczących strat dla akcjonariuszy spółki. Choć niewątpliwie akwizycje zawsze wiążą się z ryzykiem to inwestorzy zdają się całkowicie pomijać szanse Asseco jakie wiążą się ze zdobywaniem nowych produktów i rynków. Tymczasem historia akwizycji przeprowadzonych przez spółkę wskazuje, że Zarządowi należy się w odniesieniu do jego polityki przejąć kredyt zaufania. Budowa takich spółek jak Asseco Business Solution czy Asseco Central Europe nie tylko pozwoliła małej rzeszowskiej spółce wybić się na jedną z największych spółek informatycznych w Europie, ale również wiązała się z wykreowaniem znaczącej wartości dodanej dla akcjonariuszy. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 1Q2011

Asseco Poland zgodnie z oczekiwaniami zanotowało bardzo dobre wyniki finansowe. Skonsolidowane przychody sięgnęły 1196,9 mln PLN i były o 4,7% wyższe od naszych oczekiwań oraz o 73,3% wyższe w porównaniu do ubiegłego roku. Na duży wzrost przychodów w porównaniu do ubiegłego roku wpływ miała konsolidacja spółek z Grupy Formula Systems. Z pominięciem włączenia do struktury Grupy izraelskiej akwizycji przychody wzrosły o około 8,6%. W porównaniu do naszej prognozy źródłem pozytywnego zaskoczenia na przychodach była przede wszystkim Formula Systems, która zanotowała skokowy 19% wzrost obrotów do poziomu 155,9 mln USD (oczekiwaliśmy 136,0 mln USD). Marża brutto wyniosła 29,9% i była zbliżona do naszych prognoz (29,8%). Również koszty ogólne działalności były zbliżone z naszymi założeniami (178,2 mln PLN wobec 176,0 mln PLN naszej prognozy). Pozwoliło to Grupie Asseco Poland poprawić zysk operacyjny z 121,3 mln PLN do 181,6 mln PLN (aż 49,7% dynamiki r/r), przy zakładanych przez nas 164,5 mln PLN. W rozbiciu na poszczególne podmioty uwagę zwraca przede wszystkim bardzo dobry wynik osiągnięty przez Asseco CE, gdzie wynik operacyjny wzrósł w porównaniu do ubiegłego roku z 4,3 mln PLN do 29,7 mln PLN, co jest efektem prac wykonywanych przy migracji danych czeskiego Centralnego Depozytu Papierów Wartościowych związanych z przejściem praskiej giełdy przez giełdę wiedeńską. Formula Systems dołożyła do skonsolidowanego zysku operacyjnego 38,1 mln PLN. W jednostce dominującej natomiast doszło do oczekiwanego z uwagi na zakończenie projektu wdrożeniowego w PKO BP spadku EBIT z 87,1 mln PLN (92,4 mln PLN z uwzględnieniem Asseco Systems i Alatusa) do 83,7 mln PLN (wobec 78,0 mln PLN naszej prognozy).

Saldo na działalności finansowej sięgnęło -0,8 mln PLN przy +3,5 mln PLN naszych oczekiwań. Na odchylenie wpłynęło 4,7 mln PLN straty na przeszacowaniu wartości aktywów. Odpis ten powstał na poziomie Matrix IT w Grupie Formula Systems, gdzie doszło do przeszacowania wartości portfela obligacji korporacyjnych posiadanego przez tę spółkę i z tego względu mimo dynamicznego wzrostu przychodów i obiecującego wzrostu wyniku operacyjnego (+11% do 12,2 mln USD) wynik netto izraelskiej spółki zależnej okazał się niższy od ubiegłorocznego (4,2 mln USD vs. 4,8 mln USD przed rokiem). Efektywna stawka podatkowa była zgodna z naszymi

prognozami (19%). Z uwagi na pozytywne zaskoczenie na wynikach spółek zależnych większe niż zakładaliśmy okazały się zyski mniejszości (49,2 mln PLN vs. 41,0 mln PLN). Ponadto przed rokiem mieliśmy do czynienia z pozytywnym wpływem netto wydarzeń jednorazowych (21,0 mln PLN przychodów finansowych z tytułu odwrócenia rezerwy na należności względem Prokom Investments, 9,4 mln PLN kosztu finansowego z tytułu odpisu wartości firmy w Gladstone). W efekcie w nominalnym ujęciu wynik netto wzrósł w porównaniu do ubiegłego roku zaledwie o 1,8%. Z pominięciem zeszłorocznych wydarzeń jednorazowych wzrost wyniku netto przypadającego akcjonariuszom wynosi 10,6%.

Podsumowując, wyniki Asseco Poland oceniamy pozytywnie. Mimo, że tak dobry wynik w Asseco Central Europe rozpatrywać należy w kategoriach jednorazowego wyczynu, to jednak większość spółek z Grupy pozytywnie zaskoczyła wynikami operacyjnymi (Asseco Poland, Asseco Business Solution, Asseco South Eastern Europe). Lepsze od oczekiwań okazały się też rezultaty iberyjskich spółek. Bardzo dobry obraz publikacji burzy nieco odpis wartości inwestycji dokonany na poziomie Formula Systems. Zwraca jednak uwagę fakt, że spółka-matka dobrze radzi sobie z zapelnianiem ubytku w wyniku powstałym po zakończeniu fazy wdrożeniowej w PKO BP. W rezultacie nie materializuje się jedno z głównym ryzyk inwestycyjnych Asseco Poland. Także Formula Systems mimo odpisu inwestycji daje sygnały, że premia jaką zapłacono za pakiet kontrolny przynajmniej w części może zostać zrekompensowana osiągniętą poprawą wyników.

KIO odrzuca wniosek o przywrócenie do przetargu w PGE

KIO negatywnie rozpatrzyła odwołanie złożone przez Sygnity i Asseco w związku z przetargiem na wprowadzenie nowego systemu rozliczeń z klientami. Przyczyną odrzucenia oferty konsorcjum był fakt, że obecny Wiceprezes Sygnity wcześniej jako pracownik DBC opracowywał strategię informatyzacji PGE i z uwagi na możliwość zaistnienia konfliktu interesów energetyczna spółka postanowiła wyeliminować ofertę Asseco Poland i Sygnity. Biorąc pod uwagę fakt, że fluktuacja kadr jest w gospodarce naturalnym zjawiskiem oraz że Wiceprezes Andrzej Paszyński pracuje w Sygnity już od ponad roku (a zatem jego dostęp do niepublicznych informacji z PGE jest mocno ograniczony), a także fakt, że Prezes formalnie nie uczestniczył w tej procedurze przetargowej oczekiwaliśmy, że KIO zdecyduje się przywrócić konsorcjum do walki o kontrakt. Obecnie szansą na korzystne dla spółek rozwiązanie problemu jest już tylko decyzja Sądu Administracyjnego, jednak prawdopodobieństwo wykonywania projektów przez konsorcjum znacząco spadło.

Kolejne przejęcia na horyzoncie?

W wywiadzie dla *Parkietu* Prezes Górą wypowiedział się na temat potencjalnych celów akwizycyjnych. Zgodnie z podanymi przez niego informacjami Asseco Poland jest zainteresowane dwiema europejskimi spółkami. Jako potencjalną wartość akwizycji Prezes Górą wskazał przedział 200-250 mln EUR. Bardzo chłodno podchodzimy do pomysłu kolejnych dużych przejęć. Należy pamiętać, że Grupa nie wykazała jeszcze istotnych synergii płynących z dotychczasowych przejęć. I choć większość z nich należy z perspektywy czasu ocenić pozytywnie to jednak na poziomie współpracy między spółkami wciąż nie widać żadnej dodatkowej wartości dla spółek. Przyjmujemy argument, że w IT wyprodukowanie własnych rozwiązań zajmuje często lata i rozwój przez przejęcia jest zazwyczaj dużo szybszy niż rozwój organiczny. Obawiamy się jednak, że Asseco Poland może brać na siebie zbyt dużo w zbyt krótkim czasie, co negatywnie przekładać się może na wartość dla akcjonariuszy.



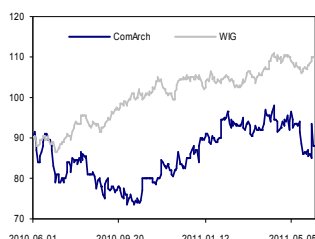
ComArch (Trzymaj)

Cena bieżąca: 88.15 PLN Cena docelowa: 88 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	729.4	761.7	4.4%	803.5	5.5%	852.7	6.1%	Liczba akcji (mln)	8.1
EBITDA	56.2	64.0	13.9%	86.1	34.5%	97.8	13.6%	MC (cena bieżąca)	709.8
marża EBITDA	7.7%	8.4%		10.7%		11.5%		EV (cena bieżąca)	599.1
EBIT	14.3	23.5	63.6%	47.1	100.7%	59.3	26.0%	Free float	22.5%
Zysk netto	32.3	43.4	34.4%	43.6	0.5%	51.2	17.4%		
P/E	22.0	16.4		16.3		13.9		Zmiana ceny: 1m	-8.5%
P/CE	9.6	8.5		8.6		7.9		Zmiana ceny: 6m	1.7%
P/BV	1.3	1.3		1.2		1.1		Zmiana ceny: 12m	1.3%
EV/EBITDA	11.0	9.7		7.0		5.9		Max (52 tyg.)	98.0
Dywid (%)	0.0	0.0		0.0		2.2		Min (52 tyg.)	73.6



Wyniki Comarchu za pierwsze trzy miesiące roku mocno rozczarowały inwestorów. Spółka dość nieoczekiwanie powiększyła w porównaniu do ubiegłego roku stratę operacyjną. Choć posiadany obecnie portfel zamówień wskazuje, że słaby pierwszy kwartał mógł być jedynie wypadkiem przy pracy i kolejne kwartały zgodnie z zapowiedziami zarządu przyniosą już poprawę osiąganych wyników to jednak obecny konsensus prognoz zakłada w tym roku skokowy wzrost wyniku, który przez potknięcie w 1Q2011 może się nie zmateriałizować. Inwestorzy na słabą publikację zareagowali wyprzedając akcje spółki (od początku maja ich wartość spadła o ponad 10%), co w naszej opinii sprowadza rynkową wycenę do fundamentalnej wartości. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Duże rozczarowanie

Wyniki Comarchu w pierwszym kwartale okazały się dużo słabsze od naszych oczekiwań. Rezultaty okazały się słabe w każdym obszarze działalności. O ile jednak oczekiwaliśmy słabych odczytów w niemieckim Comarch SuB i spółkach celowych (osiągnęły odpowiednio 6,0 mln PLN i 2,0 mln PLN negatywnego wpływu na skonsolidowane wyniki), o tyle słabe wyniki w pozostałej części biznesu są bardzo dużym zaskoczeniem (1,2 mln PLN zysku operacyjnego z pominięciem Comarch FIZ i Comarch SuB w porównaniu do 7,2 mln PLN przed rokiem).

Negatywną niespodzianką jest strona przychodowa: skonsolidowana sprzedaż wzrosła zaledwie o 1,2%, mimo że raportowany pod koniec lutego portfel zamówień wskazywał 18% przyrost. Mimo spadku strat generowanych przez Comarch SuB i Comarch FIZ cała Grupa zanotowała spadek marży brutto z 16,3% do 15,7%. Do tego wzrosły koszty ogólne działalności sięgając 31,2 mln PLN wobec 25,4 mln PLN przed rokiem i 26,6 mln PLN naszej prognozy). W konsekwencji skonsolidowany wynik operacyjny wyniósł -7,4 mln PLN (wobec 2,1 mln PLN zysku operacyjnego według naszej prognozy), co oznacza że spółka pogorszyła swoje osiągnięcia nawet wobec bardzo słabego ubiegłego roku. Przychody finansowe netto na poziomie 1,6 mln PLN, ujemne obciążenie podatkowe w wysokości 1,3 mln PLN oraz 3,7 mln PLN straty mniejszości na poziomie wyniku netto przypadającego akcjonariuszom ograniczyło stratę do 0,9 mln PLN (vs. oczekiwane przez nas 4,1 mln PLN zysku).

Jednocześnie spółka poinformowała o wysokości backlogu na dzień 29 kwietnia. Wynosił on 473,4 mln PLN, a zatem był wyższy o 19,4% w porównaniu do ubiegłego roku. Oznacza to, że tempo kontraktacji przyspieszyło nieznacznie w porównaniu do wcześniejszego odczytu. Niemniej w kontekście wyników generowanych na portfelu nie stanowi to na tyle pozytywnej informacji, by zrekomensować bardzo słabe wyniki 1Q2011.

Wyniki roczne nieznacznie słabsze od danych po 4Q

Raport roczny za 2010 rok przyniósł kosmetyczne korekty w porównaniu do wyników publikowanych po czwartym kwartale. Przychody wyniosły 761,4 mln PLN (761,7 mln PLN w raporcie za czwarty kwartał), zysk operacyjny 24,8 mln PLN (23,5 mln PLN), a zysk netto 43,7 mln PLN (43,4 mln PLN). Warto jednak zaznaczyć, że poprawa wyniku EBIT i netto nastąpiła na skutek obniżenia zaksięgowanej amortyzacji z 43,4 mln PLN do 41,4 mln PLN. Wynik EBITDA spadł zatem z 66,9 mln PLN do 66,2 mln PLN.

WZA zwołane na 29 czerwca

Na 29 czerwca 2011 roku zostało zwołane Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy. Wśród projektów uchwał jest decyzja o zatrzymaniu całego zysku w spółce. Decyzja o przeznaczeniu całego zysku na kapitał zapasowy jest zgodna z polityką dywidendową spółki.

Podniesienie kapitału w Cracovii już blisko?

Rada Miasta Kraków podjęła uchwałę w sprawie wyrażenia zgody na zmianę statutu Miejskiego Klubu Sportowego Cracovia. Zmiana statutu umożliwi dokapitalizowanie sportowego klubu



przez Comarch, który deklarował wcześniej wyłożenie na ten cel kwoty około 30 mln PLN. Podniesienie kapitału w Cracovii odczytujemy jako ryzyko, gdyż działalność klubu piłkarskiego rzadko daje szansę pozytywnego zwrotu na zaangażowanym kapitale. Niemniej informacja ta na tyle długo funkcjonuje w świadomości inwestorów (Zarząd Comarchu wspominał o podwyższeniu już ponad rok temu), że została już w pełni zdyskontowana przez rynek.



Sygnity (Kupuj)

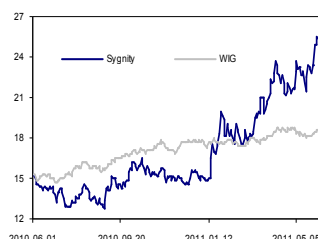
Cena bieżąca: 25.5 PLN

Cena docelowa: 28 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	563.2	524.0	-7.0%	552.0	5.3%	632.0	14.5%	Liczba akcji (mln)	11.9
EBITDA	-69.1	-7.5	-89.2%	38.3		49.1	28.4%	MC (cena bieżąca)	303.1
marża EBITDA	-12.3%	-1.4%		6.9%		7.8%		EV (cena bieżąca)	306.1
EBIT	-103.6	-34.3	-66.9%	17.8		35.0	97.3%	Free float	82.5%
Zysk netto	-104.5	-42.8	-59.1%	4.7		21.8	362.4%		
P/E				64.4		13.9		Zmiana ceny: 1m	10.9%
P/CE				12.0		8.5		Zmiana ceny: 6m	69.2%
P/BV	1.1	1.3		1.3		1.2		Zmiana ceny: 12m	75.3%
EV/EBITDA				8.0		5.9		Max (52 tyg.)	25.5
Dyield (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	12.8



Wyniki pierwszego kwartału 2011 roku potwierdzają pozytywny przebieg restrukturyzacji kosztowej w Grupie. Poprawa wyniku operacyjnego o blisko 19 mln PLN, mimo tylko nieznacznego wzrostu przychodów i nie w pełni jeszcze widocznych oszczędności płynących z redukcji zatrudnienia (w trakcie 1Q2011 zwolniono jeszcze około 250 pracowników) wskazują na bardzo duży potencjał poprawy wyników również w kolejnych okresach. Dodatkowego impulsu oszczędnościowego należy spodziewać się w związku z wchłonięciem czterech spółek zależnych i wynikającej z niego konsolidacji kosztów central tych podmiotów. Z naszych szacunków wynika, że przyniesie to około 4 mln PLN, przy czym zakładamy, że oszczędności te efektywnie pojawią się dopiero w 2012 roku. Mimo 55,0% wzrostu wartości jaki spółka zanotowała od początku roku uważamy, że potencjał poprawy wyników w spółce nie został jeszcze w pełni zdyskontowany. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 1Q2011

Sygnity bardzo pozytywnie zaskoczyło wynikami pierwszego kwartału pokazując po raz pierwszy od pięciu lat zysk operacyjny w tym okresie roku i znacząco bijąc zarówno nasze oczekiwania jak i konsensus rynkowy.

Przy nieco niższych od naszych oczekiwań przychodach pierwszym dużym zaskoczeniem In plus jest marża brutto na sprzedaży, która przekroczyła 20,4% (vs. 16,4% naszych oczekiwań i 13,0% przed rokiem). Kluczowy wpływ na wzrost marży brutto ma przy tym restrukturyzacja kosztowa, gdzie na skutek zwolnień pracowników projektowych znacząco wzrosło wykorzystanie zasobów ludzkich w pierwszym kwartale. Drugim źródłem poprawy rentowności jest zmiana w Miksie sprzedażowym w okresie. Przychody ze sprzedaży produktów i usług wyniosły w omawianym kwartale 91,9% całości sprzedaży, podczas gdy przed rokiem było to zaledwie 84,7%.

Efekt oszczędności widać również w kosztach ogólnych działalności, które spadły w porównaniu do ubiegłego roku z 31,5 mln PLN do 21,9 mln PLN (wobec 24,0 mln PLN naszej prognozy). Sam wpływ wynagrodzeń na obniżenie bazy kosztowej w okresie wyniósł około 7,9 mln PLN, jednak należy pamiętać, że spora część zredukowanej siły roboczej objęta była kontraktami i z tego tytułu podchodziła pod kategorię usług obcych. W konsekwencji powyższych wydarzeń zysk operacyjny okresu wyniósł 1,4 mln PLN.

Ujemne saldo na działalności finansowej okazało się nieco niższe do naszych oczekiwań (-2,3 mln PLN vs. -3,0 mln PLN prognozy), co przy 0,2 mln PLN obciążenia podatkowego przełożyło się na 1,2 mln PLN straty netto (przy 8,1 mln PLN straty netto w naszej prognozie i 8,8 mln PLN straty netto według konsensusu rynkowego).

Drugim pozytywnym aspektem wyraźnie widocznym w opublikowanym sprawozdaniu jest poprawa struktury finansowania na korzyść długoterminowych obligacji. Obecnie krótkoterminowy dług obligacyjny wynosi zaledwie 13,7 mln PLN i biorąc pod uwagę pozyskane linie kredytowe od ING BSK i Deutsche Banku ta forma kredytowania może całkowicie zniknąć z bilansu w następnych kwartałach. Zadłużenie netto wzrosło nieznacznie w porównaniu do 4Q2010 (z 7,8 mln PLN do 13,7 mln PLN) jednak jest to standardowy wzrost w okresie wzmożonego zapotrzebowania na kapitał obrotowy i stopień przyrostu długu można uznać za relatywnie mały.

Za jedyny mniej pozytywny aspekt publikowanych wyników należy uznać spadek tempa przyrostu backlogu. Według komentarza Zarządu obecnie wartość portfela zamówień sięga 360 mln PLN, co jest wartością analogiczną do wartości portfela zamówień jaki spółka posiadała w maju ubiegłego roku. Biorąc pod uwagę dane z pierwszego kwartału niewykluczone jednak, że jakość posiadanych kontraktów pod względem możliwej do wygenerowania marży jest na tyle wyższa w porównaniu do ubiegłego roku, że rekompensować będzie ewentualny symboliczny tylko wzrost przychodów.



KIO odrzuca wniosek o przywrócenie do przetargu w PGE

KIO negatywnie rozpatrzyła odwołanie złożone przez Sygnity i Asseco w związku z przetargiem na wprowadzenie nowego systemu rozliczeń z klientami. Przyczyną odrzucenia oferty konsorcjum był fakt, że obecny Wiceprezes Sygnity wcześniej jako pracownik DBC opracowywał strategię informatyzacji PGE i z uwagi na możliwość zaistnienia konfliktu interesów energetyczna spółka postanowiła wyeliminować ofertę Asseco Poland i Sygnity. Biorąc pod uwagę fakt, że fluktuacja kadr jest w gospodarce naturalnym zjawiskiem oraz że Wiceprezes Andrzej Paszyński pracuje w Sygnity już od ponad roku (a zatem jego dostęp do niepublicznych informacji z PGE jest mocno ograniczony), a także fakt, że Prezes formalnie nie uczestniczył w tej procedurze przetargowej oczekiwaliśmy, że KIO zdecyduje się przywrócić konsorcjum do walki o kontrakt. Obecnie szansą na korzystne dla spółek rozwiązanie problemu jest już tylko decyzja Sądu Administracyjnego, jednak prawdopodobieństwo wykonywania projektów przez konsorcjum znacząco spadło.

Górnictwo, metale



KGHM (Akumuluj)

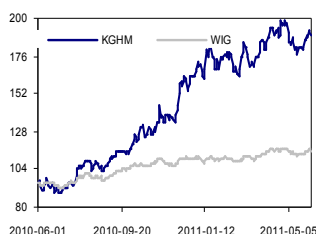
Cena bieżąca: 188.9 PLN Cena docelowa: 204.5 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-13

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana		
Przychody	11 060.5	15 945.0	44.2%	17 990.7	12.8%	14 632.8	-18.7%	Liczba akcji (mIn)	200.0
EBITDA	3 645.7	6 253.6	71.5%	8 359.0	33.7%	5 315.7	-36.4%	MC (cena bieżąca)	37 780.0
marża EBITDA	33.0%	39.2%		46.5%		36.3%		EV (cena bieżąca)	34 498.4
EBIT	3 098.1	5 638.1	82.0%	7 725.6	37.0%	4 662.4	-39.6%	Free float	68.0%
Zysk netto	2 540.2	4 568.6	79.9%	6 233.4	36.4%	3 752.3	-39.8%		
P/E	14.9	8.3		6.1		10.1		Zmiana ceny: 1m	-1.4%
P/CE	12.2	7.3		5.5		8.6		Zmiana ceny: 6m	24.4%
P/BV	3.6	2.6		2.3		2.0		Zmiana ceny: 12m	109.2%
EV/EBITDA	10.1	5.6		4.1		6.4		Max (52 tyg.)	198.4
Dyid (%)	6.2	1.6		10.6		5.3		Min (52 tyg.)	88.5



W 1Q2011 spółka wypracowała 2,6 mld PLN EBITDA i 1,96 mld PLN zysku netto, przy przychodach na poziomie 4,8 mld PLN. Wyniki są lepsze niż nasze oczekiwania (1,6 mld PLN zysku) głównie za sprawą wyższego niż zakładaliśmy wolumenu sprzedaży miedzi (133 tys. ton). Podtrzymujemy nasze założenia na 2011 rok, tj. średnią cenę miedzi 9300 USD/t, srebra 1152 USD/kg a kurs USD/PLN do 2,75. Oznacza to, że w naszym scenariuszu bazowym wysokie ceny surowców utrzymają się do końca roku. Na ożywienie popytu w kolejnych miesiącach roku mogą wskazywać premie płacone w cenie spot w relacji do kontraktów terminowych na rynku chińskim. Nie bez znaczenia jest tu również efekt kończenia się konsumpcji zapasów robionych przez Chińczyków (SRB) w 2008/9 roku (niemonitorowane przez giełdy). Należy również oczekiwać powrotu z zakupami odbiorców z Japonii. Skutkiem tego powinien być wyraźniejszy niż dotychczas spadek zapasów na giełdach (w 2Q –56 tys. ton). W długim terminie nadal pozostajemy sceptyczni (7200 USD/t Cu, szerzej w raporcie z marca br.). Podtrzymujemy cenę docelową dla akcji spółki na poziomie 204,5 PLN i rekomendację akumuluj.

Wyniki za 1Q2011

Całkowity jednostkowy koszt produkcji wyniósł 13,5 tys. PLN/t i był wyższy w ujęciu r/r o 7,1%. Na jego wzrost złożył się przede wszystkim wysoki koszt zakupu wsadów obcych (+174 mln PLN), ale również wzrost cen paliw (+61 mln PLN) i wynagrodzeń (+51 mln PLN). W 1Q spółka zwiększyła poziom zabezpieczeń w przypadku miedzi o 40,5 tys. ton i srebra o 116 ton. Tym samym spółka pozostaje zabezpieczona dla miedzi na łączny wolumen 313,5 tys. ton w okresie 2011-2013 oraz dla srebra na poziomie 204 tony na rok 2011 i 2012. Ponadto spółka zabezpiecza przepływy walutowe w kwocie 900 mln USD w 2011 i 360 mln USD w 2012.

Złóż czy dywidenda?

W czerwcu Zarząd oczekuje, że może dojść do sfinalizowania zakupu jednego ze złóż (z częściowym wydobywaniem). W ramach wyłączności spółka prowadzi rozmowy w tej sprawie (bez podania dalszych szczegółów). Zarząd obiecywał zakup w tym roku trzech złóż, na które przeznaczy łącznie 7,5 mld PLN. Wygląda na to, że w chwili kiedy WZA będzie decydowała o dywidendzie (15 czerwca) nie zostanie sfinalizowany żaden projekt, będą natomiast inwestycje „na ostatnim stadium negocjacyjnym”. Zarząd rekomenduje WZA następujące terminy dywidendy: 11 lipca – dzień nabycia prawa do dywidendy, 12 sierpnia dzień wypłaty dywidendy. Przypominamy, że Zarząd rekomenduje wypłatę 1,6 mld PLN zysku za 2010, tj. 8 PLN na akcję. Podtrzymujemy opinię, że może to być 20 PLN na akcję.

RN o dywidendzie

Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała rekomendację Zarządu co do wysokości dywidendy za rok 2010, tj. wypłatę w wysokości 8 PLN na akcję. Naszym zdaniem decyzja Rady nie przesądza wysokości dywidendy. W poprzednich latach, kiedy WZA podwyższało wysokość wypłaty w stosunku do rekomendacji Zarządu, RN również nie podejmowała „kontrowersyjnych” opinii. „Kontrowersyjnych”, bo na miesiąc przed WZA rozpętałyby się wojna związkowców, którzy obecnie i tak są w ostrym sporze z Zarządem, dotyczącym wzrostu wynagrodzeń.



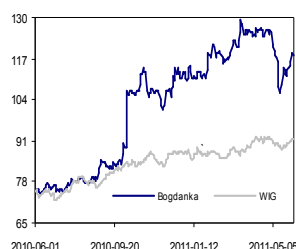
LW Bogdanka (Kupuj)

Cena bieżąca: 118.2 PLN Cena docelowa: 130.5 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-13

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 118.4	1 230.4	10.0%	1 526.0	24.0%	1 986.5	30.2%	Liczba akcji (mIn)	34.0
EBITDA	368.0	414.5	12.7%	546.9	31.9%	750.9	37.3%	MC (cena bieżąca)	4 020.3
marża EBITDA	32.9%	33.7%		35.8%		37.8%		EV (cena bieżąca)	3 953.9
EBIT	226.7	276.5	21.9%	359.9	30.2%	517.1	43.7%	Free float	33.0%
Zysk netto	191.5	230.4	20.3%	278.1	20.7%	403.4	45.1%		
P/E	21.0	17.4		14.5		10.0		Zmiana ceny: 1m	-2.8%
P/CE	12.1	10.9		8.6		6.3		Zmiana ceny: 6m	10.5%
P/BV	2.3	2.1		1.8		1.6		Zmiana ceny: 12m	56.8%
EV/EBITDA	9.8	9.2		7.2		5.0		Max (52 tyg.)	129.2
Dyid (%)	0.2	2.2		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	74.6



Wyniki za 1Q2011 rozczarowały obserwatorów rynku i wywołały niepokój inwestorów o przyszłe zyski, które miały zacząć szybko rosnąć już od 3Q br. Tymczasem Zarząd poinformował, że poza słabym 1Q również 2 i 3 kwartał wykażą pogorszenie wyników r/r. Problem czy okazja do kupna? Naszym zdaniem spadek ceny akcji to okazja do kupna, nawet jeśli w perspektywie najbliższych miesięcy będzie brakowało katalizatorów do wzrostu. Pogorszenie wyników ma charakter przejściowy, już zdyskontowany w cenie a wynika z dwóch czynników: (i) opóźnienia w oddaniu do użytkowania ciągu technologicznego wydobywania w Stefanowie (generalny wykonawca zakładu mechanicznej przeróbki węgla nie wywiązał się z terminu i uruchomi pierwszą część projektu dopiero 24 września, ponad 2 miesiące później), (ii) spółka zintensyfikowała w prace podziemne związane z przygotowaniem wydobywania z pierwszej ściany wydobywczej w Stefanowie, ale również zamierza przyspieszyć o blisko rok wydobywanie z drugiej ściany, co wiąże się z kumulacją wydatków jak również produkcją mniejszej i słabszej jakości węgla handlowego (niższa cena sprzedaży) w krótkim okresie. W perspektywie 2012 roku pozwoli to jednak na wzrost wydobywania do 9 mln ton a w 2013 osiągnięcie już pełnej zdolności wytwórczej na poziomie 11,5 mln ton (wcześniej planowane na 2014). Zalecamy kupno akcji spółki.

Słabe wyniki za 1Q2011

Słabszy wynik to efekt przede wszystkim dwóch zdarzeń. Opóźnienia w oddanie ciągu technologicznego wydobywania w Polu Stefanów. Generalny wykonawca prac (Mostostal Warszawa), nie dotrzymał pierwotnego terminu (spółka będzie dochodziła odszkodowania z tytułu niedotrzymania terminu i utraconych korzyści) i uruchomi zakład wstępnej przeróbki mechanicznej dopiero we wrześniu br. Oznacza to, że cała infrastruktura wydobywczą (nowy szyb, ciągi transportowe), która praktycznie jest już gotowa, nie może rozpocząć pracy. Konsekwencją opóźnienia jest również to, że spółka podpisała już wstępne umowy na dostawę węgla, którego jednak nie ma. Zarząd deklaruje, że nie będzie wiązało się to z karami a umowy zostaną renegotiowane. Tym niemniej spółka, aby zrealizować część zobowiązań zaprzestała sprzedaży węgla do rynku detalicznego (ceny dwukrotnie wyższe niż w długoterminowych umowach z energetyką) i cały surowiec kieruje do odbiorców związanych kontraktami. Wpływa to negatywnie na cenę jednostkową sprzedaży.

Spółka zwiększyła zakres prac przygotowawczych pod przyszłe wydobywanie. Wiaże się to z przygotowaniem wydobywania w pierwszej ścianie w Polu Stefanów (wrzesień br.), ale również Zarząd podjął decyzję o wcześniejszym uruchomieniu drugiej ściany (pierwotnie 3Q2013, przyspieszenie o rok). Konsekwencją większej ilości drążonych chodników „strukturalnych” jest większa zawartość kamienia w urobku. Ze względu na użytkowanie tylko jednego szybu spółka nie może wydobyć na powierzchnię więcej urobku. To z kolei wiąże się z: niższą ilością produkowanego węgla handlowego, większą ilością odpadów; wzrostem kosztu jednostkowego produkcji czystego węgla handlowego (183 PLN/t vs. 160 PLN/t przed rokiem); słabszą jakością (niższa kaloryczność) węgla, zakład przeróbki mechanicznej nie jest w stanie oczyścić słabego urobku do poziomu tak czystego węgla jaki był produkowany w 2010 roku; spadkiem ceny uzyskiwanej za węgiel (formuła cenowa oparta na kaloryczności); zgodnie z MSR, węgiel pochodzący z drążonych chodników „strukturalnych” jest w całości amortyzowany w okresie sprawozdawczym (inwestycja), z drugiej strony przychód z tytułu jego sprzedaży nie jest wykazywany w przychodach ze sprzedaży węgla (11 mln PLN w 1Q2011), spółka dodaje go jednak do wolumenu sprzedaży, co zaburza szacowanie faktycznej ceny sprzedaży.

Uważamy, że opisane powyżej czynniki mają, krótkotrwały negatywny wpływ na wyniki spółki. Uruchomienie wydobywania w Polu Stefanów pod koniec września, diametralnie zmieni obraz spółki od 4Q: nastąpi skokowy wzrost wydobywania (+850 tys. ton q/q), któremu będzie towarzyszyła poprawa jakości węgla handlowego (powrót do poziomu zbliżonego do 2010, pierwsza ściana w Stefanowie będzie eksploatowana systemem strugowym); pozwoli to na obniżenie jednostkowego kosztu produkcji z 183 PLN/t do ok. 160 PLN/t (efekt skali); nastąpi

wzrost jednostkowej ceny sprzedawanego węgla (powrót na rynek SPOT, lepszej jakości węgiel).

1,4 PLN na akcję dywidendy

WZA spółki zdecydowało o wypłacie dywidendy z zysku za rok 2010 w wysokości 47,6 mln PLN, tj. 1,4 PLN na akcję. Przy obecnej cenie implikuje to DY na poziomie 1,2%. W naszych prognozach na br. nie zakładaliśmy wypłaty dywidendy, która miała pojawić się dopiero w przyszłym roku kiedy spółka zakończy pierwszy etap inwestycji w Polu Stefanów. Inwestycja nie obciąża bilansu spółki, pomimo dywidendy i nadal wysokich inwestycji (655 mln PLN) spółka nie będzie korzystała z dodatkowego zadłużenia (na koniec roku spodziewamy się gotówki netto na poziomie 30 mln PLN).

Górnictwo po 1Q2011

Ministerstwo Gospodarki opublikowało dane o górnictwie na Śląsku po marcu. Na koniec 1Q2011 zapasy węgla obniżyły się do 2,72 mln ton, tj. o 297,4 tys. ton w stosunku do poprzedniego miesiąca i 2,9 mln ton w ujęciu r/r. Sprzedaż węgla energetycznego w marcu była o 6,8% wyższa w ujęciu r/r, przy produkcji niższej o 4,8% r/r. Taki bilans powoduje, że średnie ceny węgla energetycznego nadal rosną i w marcu wynosiły 274 PLN/t, tj. o 3,2% więcej niż przed rokiem i 0,7% w ujęciu m/m od czterech miesięcy jednostkowy koszt produkcji utrzymuje się na poziomie 270 PLN/t, co oznacza, że górnictwo zaczyna wreszcie zarabiać, co może przekładać się pozytywnie na perspektywę dla takich spółek jak Kopex czy Famur. Dane potwierdzają, że sytuacja dla spółek węglowych systematycznie poprawia się.

Rewolucja energetyczna w Niemczech

Partie niemieckiej koalicji rządzącej ustaliły, że od roku 2022 Niemcy nie będą wytwarzały energii w elektrowniach atomowych. Oznacza to, że 14 z 17 elektrowni atomowych zostanie wyłączona do 2021 roku. Trzy pozostałe będą jednak w razie potrzeby produkować prąd do 2022 roku (bufor bezpieczeństwa w sytuacji, gdyby proces przechodzenia na odnawialne źródła energii nie postępował w zakładanym tempie). Wprawdzie elektrownie atomowe mają być zastępowane energią odnawialną, ale Niemcy posiadają też duże niewykorzystane moce produkcyjne w oparciu o węgiel kamienny (wytwarzanie energii będzie tu jednak coraz droższe w związku z koniecznością zakupu praw do emisji CO₂), co powinno przekładać się na dodatkowy popyt na surowiec w regionie. Przy spadającej produkcji na Śląsku powinno oznaczać to pozytywny wpływ na ceny.

Przemysł

Amica

Dywidenda potwierdzona

Spółka poinformowała, że Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała propozycję wypłaty dywidendy w wysokości 3 PLN na akcję (6,6% DY przy cenie 45,40 PLN za akcję). Dzień ustalenia prawa do dywidendy ustalono na 15 czerwca, natomiast dzień wypłaty na 5 lipca. Perspektywa wysokiej dywidendy może być pretekstem do zwiększenia zainteresowania inwestorów Spółką w perspektywie miesiąca, a wkrótce mogą się pojawić dokładniejsze informacje dotyczące szczegółów dostaw pralek i lodówek od producenta zewnętrznego.

Forte

Zarząd proponuje dywidendę

Rada Nadzorcza na wniosek Zarządu Forte podjęła decyzję o przedłożeniu do rozpatrzenia przez ZWZA propozycji podziału zysku netto za rok 2010 (34,3 mln PLN) i przeznaczenie 17,8 mln PLN na dywidendę (0,75 PLN na akcję DY 6,3% przy cenie 11,90 PLN).

Grajewo

Wyniki 1Q11

W 1Q11 przychody ze sprzedaży wyniosły 402,9 mln PLN i były o 31,8% r/r wyższe. Znacznie wyższy wynik osiągnięty został na poziomie operacyjnym (21,9 mln PLN vs. -12,5 mln PLN), co było rezultatem z jednej strony poprawiającej się koniunktury w branży, wzrostu obłożenia mocy produkcyjnych oraz wzrostu cen płyty drewnopochodnej z drugiej natomiast znacznie mniejszego negatywnego efektu związanego z przerabianiem mokrego drewna (w 1Q10 spadek temperatur spowodował, że drewno, jakie trafiało do Grajewa było przemoczone, co wymagało dodatkowych nakładów na osuszanie i większe zastosowanie klejów do produkcji). Warto zwrócić uwagę na spadające koszty zarządu (-31,1% r/r) (przeniesienie części kosztów zarządu do kosztów wytworzenia) oraz na niższe koszty amortyzacji związanymi z odpisami, na jakie Spółka zdecydowała się w 3Q10 (amortyzacja w 1Q11 wyniosła 19,3 mln PLN wobec 29,9 mln PLN w 1Q10). Na poziomie przychodów i kosztów finansowych Spółka zanotowała znacząco niższy wynik na różnicach kursowych, który wyniósł +4,4 mln PLN wobec +19,2 mln PLN w 1Q10 (efekt przeszacowania kredytów kwotowanych w EUR w spółce rosyjskiej). Wynik netto w 1Q11 wyniósł +2,1 mln PLN wobec straty w 1Q10 na poziomie -11,4 mln PLN. Warto zwrócić uwagę, że mimo podwojenia wartości EBITDA w kwartale (wzrost z 17,3 mln PLN w 1Q10 do 41,2 mln PLN w 1Q11) przepływ gotówki z działalności operacyjnej był ujemny i wyniósł -11,2 mln PLN wobec +85,8 mln PLN w 1Q10 (głównie w wyniku mniejszego wpływu z tytułu zmiany stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług, który w 1Q11 wyniósł 6,2 mln PLN wobec 115,7 mln PLN w 1Q10).

Hutmen

Wyniki 1Q11

W 1Q11 przychody ze sprzedaży grupy Hutmen wyniosły 223,2 mln PLN i były o 35,8% r/r wyższe. Mimo znaczącego wzrostu cen miedzi (+33% w ekwiwalencie złotówkowym) wolumen sprzedaży Grupy wyniósł 10,0 tys. ton (+6,9% r/r) (wzrost sprzedaży odnotowany został w zakresie prętów, rur i krążków mosiężnych, w obszarze prętów i rur miedzianych oraz stopów odlewniczych). Wynik operacyjny wyniósł 2,3 mln PLN wobec straty na poziomie -2,1 mln PLN w analogicznym okresie roku ubiegłego. Na poziom rentowności pozytywny wpływ miało zwiększenie o 7% r/r marży przerobowej w ramach Grupy oraz spadek o 17% r/r technicznego kosztu przerobu. Pozytywną informacją po stronie przepływów pieniężnych jest zanotowany 3,3 mln PLN dodatni wpływ gotów z działalności operacyjnej (wobec -0,7 mln PLN ujemnego efektu w analogicznym okresie rok wcześniej). Warto zwrócić uwagę na znacznie mniejszy przepływ pieniężny z tytułu zmiany stanu należności (-12,4 mln PLN vs. -32,4 mln PLN w 1Q10) oraz wzrost stanu zapasów (o -9,1 mln PLN vs. +7,7 mln PLN) (związane jest to z dynamicznie drożącymi cenami metali).

Orzeł Biały

Wyniki 1Q11

Przychody w 1Q11 wyniosły 89,6 mln PLN (+23,8% r/r), a wynik operacyjny 6,3 mln PLN (-37,7% r/r). Gorszy wynik EBIT to efekt znacznie większego niż w analogicznym okresie roku ubiegłego negatywnego efektu na hedgingu, który w 1Q11 wyniósł -12,5 mln PLN wobec -10,4 mln PLN rok wcześniej oraz wyższej o 0,53 mln PLN amortyzacji. Nie bez znaczenia były również zanotowane dwa (vs. jeden rok wcześniej) przestoje związane z awarią pieców

hutniczych, co przełożyło się na konieczność zastosowania droższego zewnętrznego wsadu ołowianego (spadek marży). W drugim kwartale istnieje duża szansa, że efekt na hedgingu będzie dodatni, co związane jest z faktem, że przesunięte o pół roku zabezpieczone ceny ołowiu znajdują się na wyższych poziomach, niż obecnie obserwowane ceny giełdowe (w 2Q10 efekt na hedgingu był zerowy). Nie bez znaczenia będą przeprowadzone naprawy pieców hutniczych w 1Q11, co wyklucza konieczność kolejnych przestojów w kolejnych okresach (za wyjątkiem przestoju pieca, jaki jest planowany na 3Q11, w związku z przeprowadzanym programem inwestycyjnym). Prawdopodobnie 2Q11 będzie na wynikach lepszy w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Te poznamy 18 sierpnia wraz z wynikami półrocznymi, a wtedy wiadome już będzie ile wyniesie przestój związany ze zwiększeniem mocy produkcyjnych i będzie to ostatni moment na zakup akcji pod zwiększenie mocy w kolejnym roku.

Pozbud

Nieuzasadniony spadek notowań

Notowania Spółki od początku roku spadły już 30% i rynek zignorował informacje na temat wejściu Spółki w nowy segment działalności (drzwi wewnętrzne i zewnętrzne) oraz upadku głównego konkurenta z branży. Biorąc pod uwagę, że drzwi będą uzupełnieniem obecnej oferty, to sukces sprzedażowy jest tym bardziej prawdopodobny. Potencjał nowej sprzedaży to 60 mln PLN w perspektywie 3 kolejnych lat (+10 mln PLN w 2011 roku) przy obrotach w 2010 roku na poziomie 96,6 mln PLN. Pozbud ma nadzieję, że w bieżącym roku uda się zwiększyć poziom przychodów dzięki upadkowi Urzędowskiego (w 1Q11). Wcześniej Urzędowski prowadził bardzo agresywną politykę cenową, co psuło rynek (przychody Spółki w 2008 roku wyniosły 141,8 mln PLN, EBIT 5,3 mln PLN oraz zysk netto 5,3 mln PLN. Przychody Pozbud w 2009 roku wyniosły 96,6 mln PLN, EBIT 9,6 mln PLN i zysk netto 8,0 mln PLN). Rynek stolarki otworowej rośnie bardzo dynamicznie nie tylko za sprawą popytu krajowego, ale również w wyniku chłonnego rynku zachodniego (tu szansa dla Pozbudu, którego sprzedaż eksportowa w segmencie stolarki drewnianej w 2010 roku osiągnęła 7%). Spółka do produkcji okien i drzwi używa kantówki (rodzaj drewna) sprowadzanej z Azji (w 80%). Kantówka nie drożeje tak dynamicznie jak drewno krajowe (obecne dostawy w USD 4-5% droższe r/r). Dodatkowo dostawy kantówki regulowane są w USD, co powoduje, że gdy PLN umacnia się do USD, to rozszerzają się marże na produkcji (umocnienie PLN do USD rekompensuje wzrost kosztów w USD). Udział drewna w kosztach wytworzenia to 20-25%. W 1Q11 przychody ze sprzedaży wyniosły 13,0 mln PLN (+5% r/r), EBITDA 2,3 mln PLN (+25,1% r/r), zysk netto 1,4 mln PLN (+11,8% r/r). Według naszych wstępnych prognoz Spółka obecnie (4,30 PLN/ akcję) notowana jest ze wskaźnikami 9,0 P/E i 5,1 EV/EBITDA.



Astarta (Sprzedaj)

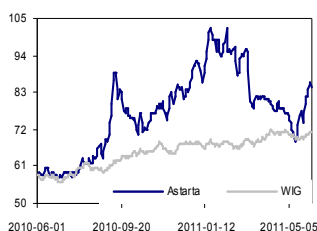
Cena bieżąca: 84.8 PLN

Cena docelowa: 63.6 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn UAH)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 354.8	2 086.1	54.0%	2 164.4	3.8%	2 253.2	4.1%	Liczba akcji (mln)	25.0
EBITDA	550.5	1 220.9	121.8%	944.8	-22.6%	688.0	-27.2%	MC (cena bieżąca)	2 120.0
marża EBITDA	40.6%	58.5%		43.7%		30.5%		EV (cena bieżąca)	2 257.7
EBIT	457.5	1 046.3	128.7%	757.8	-27.6%	504.0	-33.5%	Free float	31.9%
Zysk netto	323.4	963.5	197.9%	675.6	-29.9%	353.9	-47.6%		
P/E	18.9	6.3		9.0		17.3		Zmiana ceny: 1m	11.4%
P/CE	14.7	5.4		7.1		11.4		Zmiana ceny: 6m	0.4%
P/BV	4.6	2.8		2.2		2.1		Zmiana ceny: 12m	45.0%
EV/EBITDA	12.9	5.9		6.9		9.5		Max (52 tyg.)	102.0
Dyield (%)	0.0	0.0		0.0		3.9		Min (52 tyg.)	57.8



Obawy o zbiory zbóż w Europie zachodniej oraz uchylene kwot na eksport zboża z Ukrainy w maju odwróciły negatywny sentyment dla Spółek rolniczych z regionu Ukrainy. W perspektywie czerwca oraz okresu wakacyjnego sentyment do tych Spółek może być osłabiony w wyniku planowanych licznych ofert publicznych z tego regionu. Wcześniej przed debiutem KSG Agro i Industrial Milk w kwietniu akcje notowanych już Spółek z regionu Ukrainy wyraźnie spadały (Agroton – 13,4%, Astarta -9,0%, Milkiland -4,9% i Kernel -4,7%, a mWIG +0,9%, Wig20 +0%). Podobny scenariusz może się powtórzyć również i tym razem. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaży.

Wyniki 1Q11

Przychody ze sprzedaży w 1Q11 wyniosły 553,6 mln PLN i były o 10,9% r/r wyższe. Znacząco wyższa wartość obrotu miała miejsce w segmencie produkcji roślinnej (+54,6% r/r), głównie za sprawą rosnących cen zbóż (pszenica +52,7% r/r, jęczmień +81,9% r/r, słonecznik +46,6% r/r, kukurydza +37,4% r/r oraz soja +25,1% r/r) oraz większemu o 5% r/r wolumenowi sprzedaży (w sumie średnia cena sprzedaży zboża w 1Q11 wyniosła 2 286 UAH/t). Obroty były również wyższe w przypadku segmentu produkcji zwierzęcej (+36,1% r/r), w wyniku wyższego o 36% r/r wolumenu sprzedaży oraz 8,3% r/r spadkowi średnich cen. W przypadku segmentu produkcji cukru, to sprzedaż w 1Q11 była o 3,5% r/r niższa, w wyniku niższych o 11,0% r/r przychodów z tytułu sprzedaży cukru (wolumen sprzedaży był o 12,9% r/r niższy). Spółka w 1Q11 w ramach 38 tys. ton sprzedanego cukru zbyła 5 tys. ton cukru zakupionego od zewnętrznego producenta (13,2% całego wolumenu sprzedaży).

Wynik brutto ze sprzedaży bez efektu rewaluacji aktywów biologicznych do wartości godziwej wyniósł 257,9 mln UAH i był o 7,4% r/r niższy. Spadek marży brutto ze sprzedaży z 55,8% w 1Q10 do 46,6% w 1Q11, to efekt spadku wolumenu sprzedaży cukru, który jest najbardziej rentownym produktem w sprzedawanym asortymencie, oraz udział sprzedaży cukru pochodzącego z zewnętrznego źródła (rok wcześniej Spółka nie handlowała cukrem od zewnętrznego dostawcy). Astarta nie podała kosztów wytworzenia poszczególnych segmentów w 1Q11, ale sądzymy, że rentowność sprzedaży cukru będącego przedmiotem własnej produkcji mogła zostać pogorszona przez fakt zastosowania znacznie mniejszej proporcji buraków cukrowych w sezonie produkcyjnym (w 2010 roku Spółka przetworzyła 78% buraków pochodzących z własnych upraw vs. 90% w roku 2009). Nie bez znaczenia jest również wzrost kosztu produkcji buraka cukrowego w sezonie 2010/2011 spowodowany stratami w wyniku niesprzyjających warunków pogodowych (w 2010 roku Spółka zebrała 35 ton z hektara zamiast 45 ton z hektara). Na poziomie zysku operacyjnego Spółka zaksięgowiała pozytywny efekt z rewaluacji aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą w wysokości 30,0 mln UAH (skutkiem wzrostu cen mleka na przestrzeni kwartału o 17%), oraz 20,7 mln PLN związanych z produkcją roślinną. W sumie wynik operacyjny wyniósł 236,7 mln UAH i był o 9,7% r/r wyższy. Spółka w 1Q11 zaksięgowiała 27,1 mln UAH zysku związanego z zakupem aktywów poniżej wartości godziwej. Wynik netto wyniósł 219,8 mln UAH i był o 0,6% niższy r/r. W rezultatach za 1Q11 warto zwrócić uwagę na kolejną niską wartość przepływu operacyjnego w porównaniu do wartości EBITDA (tylko 32,7%, podczas gdy w 1Q10 było to 56,8%). Niski przepływ operacyjny związany był ze zwiększeniem należności handlowych w ciągu kwartału o 166,3 mln UAH vs. 43,5 mln UAH w 1Q10 (w 1Q11 Spółka dokonała przedpłat na modernizację cukrowni w ramach Grupy oraz oczekuje zapłaty za cukier będący przedmiotem handlu).

Postęp w zasiewie buraka cukrowego

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Rolnictwa areał zasiewu buraka cukrowego na Ukrainie na dzień 6 maja wyniósł 534 tys. ha (97% prognozy). W zeszłym roku areał wyniósł 500 tys. ha.



Klub agrobiznesu prognozuje 2,2 MT produkcji cukru w 2011 roku

Ukraiński Klub Agrobiznesu prognozuje, że Ukraina w roku 2011 wyprodukuje około 2,2 mln ton cukru przy popycie na poziomie 1,9 mln ton. Zdaniem przedstawicieli, w najgorszym przypadku produkcja sięgnie 1,9-2,0 mln ton.

Rząd będzie kontrolował ceny cukru w lecie

Ministerstwo rolnictwa planuje zakupienie 80 tys. ton cukru na rynku międzynarodowym celem stabilizacji cen cukru na lokalnym rynku. Na ten cel zostało zgromadzone około 680 mln UAH. Oprócz tego w bieżącym roku możliwe jest do sprowadzenia około 260 tys. ton cukru w ramach kwoty importowej.

Rząd uchyla kwoty eksportowe na zboża

25 maja ukraiński Rząd zdecydował o uchyleniu kwot eksportowych na zboża. Kwoty obowiązywały od października 2010 roku. Na początku maja Rząd zniósł ograniczenia eksportowe na kukurydzę. 19 maja Rząd zaakceptował również poprawki do kodeksu podatkowego (Tax code) przewidujące nałożenie na eksporterów cel eksportowych na poziomie 9-14% na zboża do końca 2012 roku (dla pszenicy 9%, ale nie mniej niż 17 EUR/T; dla jęczmienia 14%, ale nie mniej niż 23 EUR/T oraz dla kukurydzy 12%, ale nie mniej niż 20 EUR/T). UAC – organizacja skupiająca ukraińskich producentów rolnych przewiduje, że cła spowodują spadek cen dla producentów i straty na poziomie 6 mld UAH rocznie dla sektora rolnego (eksporterzy będą przerzucali swoje zobowiązania na dostawców). Uchylenie ograniczeń eksportowych, to pozytywna informacja dla producentów, którzy będą mogli sprzedać plony zalegające z zeszłego sezonu. Wprowadzenie cel eksportowych może z kolei wymóc na producentach niższe oferowane ceny plonów.



Boryszew (Akumuluj)

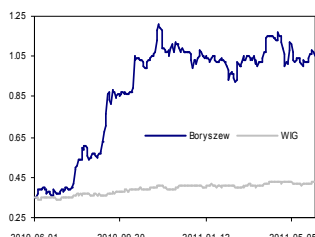
Cena bieżąca: 1.05 PLN

Cena docelowa: 1.2 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 288.7	3 134.8	37.0%	4 110.0	31.1%	4 174.7	1.6%	Liczba akcji (mln)	2 256.7
EBITDA	215.9	268.3	24.3%	334.4	24.6%	382.0	14.2%	MC (cena bieżąca)	2 369.6
marża EBITDA	9.4%	8.6%		8.1%		9.1%		EV (cena bieżąca)	3 154.3
EBIT	139.9	188.1	34.5%	238.2	26.7%	288.3	21.0%	Free float	42.0%
Zysk netto	39.7	93.9	136.2%	132.4	41.0%	169.3	27.8%		
P/E	1.7	12.6		17.9		14.0		Zmiana ceny: 1m	-5.4%
P/CE	0.6	6.8		10.4		9.0		Zmiana ceny: 6m	-3.7%
P/BV	0.2	1.9		2.7		2.2		Zmiana ceny: 12m	169.2%
EV/EBITDA	5.3	8.3		9.4		7.6		Max (52 tyg.)	1.2
Dyield (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	0.4



Po odpadnięciu z wyścigu o SaarGummi i Meteor Group na celowniku Boryszewa nadal pozostaje 8 potencjalnych podmiotów z branży poddostawców do branży automotive. Dwukrotne niespełnienie oczekiwań cenowych sprzedającego sugerować może, że Spółka ostrożnie podchodzi do określenia ceny za przejmowane aktywa (Zarząd nie chce przejmować za więcej niż 4-5 EV/EBITDA), co w przypadku sukcesu mogłoby przyczynić się do zwiększenia wartości dla akcjonariuszy Boryszewa (EV/EBITDA Spółki na 2011 rok wynosi 9,4). W 2Q11 baza wyników jest niska (przejście Maflow nastąpiło w 3Q10), a według zapowiedzi Zarządu ten w kolejnych kwartałach ma poprawić swoje wyniki (w 1Q11 jedynie 4,4 mln PLN EBIT). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 1Q11

Przychody ze sprzedaży w 1Q11 wyniosły 1021,6 mln PLN i były o 4,5% wyższe niż wynikało to z naszych prognoz. Większe niż się spodziewaliśmy sprzedaż miała miejsce w Grupie Impexmetal (+4,7% vs. prognozy DI BRE), mimo że wolumen sprzedaży był o 2,8% niższy niż się spodziewaliśmy. Znacząco wyższa niż oczekiwaliśmy sprzedaż miała miejsce w NPA Skawina (producent walcówki aluminiowej) (+21,4% vs. prognozy DI BRE), która korzysta na wysokich cenach miedzi, poprzez co zwiększa się popyt na przewody wykonane z aluminium (wolumen sprzedaży w 1Q11 był o 26,2% wyższy niż wynikało to z naszych szacunków). W przypadku segmentu automotive (Grupa Maflow) sprzedaż wyniosła 157,1 mln PLN i była o 7,1% niższa niż wynikało to z naszych oczekiwań. W pozostałych Spółkach Boryszew (Elana, Elana Energetyka, Elana PET, Torlen, Boryszew ERG, Elimer, Nylonbor) sprzedaż według naszych szacunków (Spółka nie podała jednostkowych wyników spółek z Grupy, a jedynie przychody segmentowe) wyniosła 87,3 mln PLN i była o 3,3% niższa niż się spodziewaliśmy. Na poziomie EBIT wyniósł 48,4 mln PLN i był o 1,4% wyższy od naszych oczekiwań. Największym zaskoczeniem był wyższy niż oczekiwaliśmy wynik operacyjny wygenerowany przez podmioty Grupy Impexmetal (+23,9% vs. prognozy DI BRE) oraz NPA Skawina, której wynik EBIT wyniósł 4,1 mln PLN wobec spodziewanych 1,1 mln PLN. Wynik operacyjny segmentu automotive wyniósł 4,4 mln PLN wobec naszych oczekiwań na poziomie 8,2 mln PLN, a pozostałe Spółki Grupy Boryszew wygenerowały 2,3 mln PLN wyniku operacyjnego wobec oczekiwanych przez nas 8,4 mln PLN. Na poziomie pozostałych przychodów operacyjnych Spółka zanotowała jeden większy czynnik jednorazowy, który związany był ze sprzedażą certyfikatów CO2 w Elana Energetyka (w raporcie nie pada jednak wartość sprzedanych certyfikatów, nasze szacunki opiewały na 2,7 mln PLN). Na poziomie przychodów i kosztów finansowych pozytywny wpływ na wynik miało zaksięgowanie 2,5 mln PLN dodatnich różnic kursowych oraz zysku z wyceny instrumentów pochodnych (+0,5 mln PLN). Wynik brutto wyniósł 42,2 mln PLN i był o 10,6% wyższy niż wynikało, to z naszych oczekiwań. Niższa natomiast była wartość wyniku netto, która wyniosła 18,7 mln PLN, wobec naszych szacunków na poziomie 22,8 mln PLN. Wpływ na wyższe wyniki operacyjne oraz na niższy wynik netto miała znacznie lepsza sytuacja w Spółkach Grupy Impexmetal, w tym przede wszystkim podmiotach związanych z przerobem miedzi. Biorąc pod uwagę częściowe zaangażowanie Boryszewa w tych przedsiębiorstwach i fakt, iż są one konsolidowane metodą pełną wpływa na poprawę wyników na wszystkich (poza netto) poziomach wyniku, natomiast zyski mniejszości wyłączane są na poziomie wyniku netto. W naszych założeniach spodziewaliśmy się słabych wyników sekcji miedziowej, co obniżałoby skonsolidowane wyniki operacyjne Grupy Boryszew, natomiast dodawałoby wyniku na poziomie netto. Sytuacja jednak okazała się być odwrotna. Dodatkowo, należy dodać, że działalność zaniechana przyniosła stratę na poziomie netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej na poziomie -0,7 mln PLN. Po 1Q11 nasza całoroczna prognoza wykonana jest w 24,9% na poziomie przychodów, 20,3% na poziomie EBIT i 14,1% na poziomie netto. Spodziewane przez Zarząd Impexmetal osłabienie wolumenu sprzedaży w segmencie miedziowym w kolejnych kwartałach może spowodować, że Spółki (Hutmen i WM Dziedzice) w kolejnych kwartałach zanotują gorsze wyniki finansowe, co będzie miało wpływ na wyrównanie proporcji wyniku netto do poziomu wyniku operacyjnego. Wyniki 1Q11 należy

ocenić neutralnie. Osiągnięcie całorocznej prognozy jest według nas cały czas jak najbardziej realne.

Maflow poprawi wyniki w kolejnych kwartałach

O ile Maflow w 1Q11 wpracował 4,4 mln PLN zysku operacyjnego przy przychodach na poziomie 157,1 mln PLN, to Prezes Iwanejko zapowiada, że drugi kwartał będzie dla Spółki bardziej sprzyjający. Słabe wyniki 1Q11, tłumaczyć należy niekorzystnymi kontraktami, jakie przedsiębiorstwa zawarły przed inkorporacją do Boryszewa, oraz restrukturyzacją spółek zależnych w Brazylii, Hiszpanii i Chinach. Z pozytywnym skutkiem zdaniem Pani Prezes odbudowywana jest baza klientów, których spółki utraciły po ogłoszeniu upadłości. Według Zarządu Boryszewa wypłata dywidendy z Impexmetalu za zysk z 2010 roku nie jest wykluczona.

Wywiad z głównym akcjonariuszem

W wywiadzie udzielonym Gazecie Giełdy Parkiet Roman Karkosik potwierdził, że intencją Boryszewa jest okazyny zakup aktywów produkcyjnych z branży automotive. Z kolei Gazeta Puls Biznesu donosi, że po udzieleniu wyłączności chińskiemu CQLT na negocjacje o SaarGummi, związki zawodowe przejmowanego przedsiębiorstwa obawiają się o miejsca pracy po potencjalnej akwizycji ze strony CQLT. Gdyby negocjacje chińskiego koncernu nie doszły do skutku, wówczas Boryszew miałby okazję na sfinalizowanie przejęcia. Należy pamiętać, że Boryszew prowadzi negocjacje dotyczące przejęcia jeszcze siedmiu innych przedsiębiorstw z branży automotive, a niższe od oczekiwań składane oferty cenowe świadczyć mogą, że spółki te mogą być przejmowane tanio.

Kolejne umowy dotyczące potencjalnego zakupu aktywów

Boryszew poinformował o podpisaniu kolejnych dwóch umów o zachowaniu poufności w procesie sprzedaży spółek z branży automotive. Po odpadnięciu z wyścigu o SaarGummi i Meteor Spółka prowadzi obecnie pracę nad przejęciem potencjalnych 8 przedsiębiorstw z branży automotive.

Ogłoszenie rozdziału dotacji już 31 maja

Gazeta Giełdy parkiet informuje, że 31 maja ma nastąpić rozdzielenie 38,5 mln PLN dotacji unijnych, o które ubiegają się trzy spółki zależne Boryszewa. Środki mają zostać przeznaczone na budowę parku naukowo-technologicznego na terenach byłej Elany (Toruń). Każdy z podmiotów zależnych Boryszewa wystąpił o maksymalną wartość dotacji (10 mln PLN).



Centrum Klima (Akumuluj)

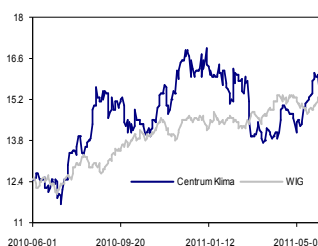
Cena bieżąca: 15.7 PLN

Cena docelowa: 16.9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	71.7	84.5	17.9%	111.3	31.7%	128.1	15.1%	Liczba akcji (mln)	8.5
EBITDA	9.4	10.3	9.3%	15.8	53.5%	18.9	19.8%	MC (cena bieżąca)	133.7
marża EBITDA	13.1%	12.2%		14.2%		14.7%		EV (cena bieżąca)	135.7
EBIT	8.0	7.9	-1.6%	12.6	59.4%	15.4	22.0%	Free float	33.8%
Zysk netto	6.9	6.6	-4.1%	10.0	50.2%	12.3	22.9%		
P/E	19.3	20.1		13.4		10.9		Zmiana ceny: 1m	8.0%
P/CE	16.1	14.8		10.2		8.5		Zmiana ceny: 6m	-5.8%
P/BV	2.1	2.0		1.8		1.6		Zmiana ceny: 12m	22.9%
EV/EBITDA	13.6	13.5		8.6		7.1		Max (52 tyg.)	17.0
Dyid (%)	1.2	2.9		2.9		3.7		Min (52 tyg.)	11.6



Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki 1Q11 były znacznie lepsze w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Zarząd po 1Q11 zapowiada, że celem na bieżący rok jest osiągnięcie rentowności netto na poziomie 10%, czyli więcej niż zakładamy w naszych prognozach (9%). W maju akcje Centrum Klima wzrosły o 11%, a od kursu odcięto się prawo do dywidendy (0,45 PLN na akcję). W bieżącym miesiącu notowania mogą naszym zdaniem zachowywać się mniej agresywnie. W związku ze wzrostem cen akcji w ostatnim miesiącu i zbliżeniu się notowań do rekomendowanej ceny obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj.

Wyniki 1Q11

Przychody ze sprzedaży za 1Q11 wyniosły 21,4 mln PLN i były o 3,7% niższe niż wynikało to z naszych prognoz. Wyższa o 3,8% vs. prognozy DI BRE okazała się sprzedaż segmentu związanego z produkcją, oraz o 6,8% niższe niż oczekiwaliśmy okazały się przychody w segmencie dystrybucji. Spółka zwraca uwagę, że w 1Q11 na produkcji przerobione zostało 640 ton stali, co oznacza 10% wzrost r/r (uruchomienie 3-ciej zmiany pozwoli z kolei na dwukrotne zwiększenie tego poziomu). Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 25,8% wobec prognozowanej przez nas na poziomie 24,6% (istotna poprawa marży miała miejsce w szczególności w porównaniu do 4Q10, kiedy ta wyniosła jedynie 23,2%). Warto zwrócić uwagę, że poprawa marży, jaka miała miejsce w 1Q11 sygnalizuje, że po istotnych wzrostach cen stali, z jakimi Spółka zmagala się w 4Q10, w pierwszym kwartale te udaje się przerzucać na klienta ostatecznego. Na poziomie operacyjnym wynik wyniósł 2,1 mln PLN i był wyższy o 19,8% od naszych prognoz. Oprócz wyższej marży, pozytywny wpływ na wynik EBIT miały niższe niż oczekiwaliśmy koszty zarządu (-11% niż zakładaliśmy w prognozie). Na poziomie netto Spółka osiągnęła rezultat na poziomie 1,7 mln PLN (+12,9% vs. prognozy DI BRE). Warto zwrócić uwagę na przepływ pieniężny z działalności operacyjnej, który wyniósł 8,4 mln PLN vs. -0,7 mln PLN rok wcześniej. Spółka w 1Q11 otrzymała część należności związanych z uregulowaniem zapłaty za sprzedawany zakład w Piastowie (około 9,4 mln PLN), które zostały uwzględnione w przepływach z działalności operacyjnej. Wyniki są lepsze niż oczekiwaliśmy i sygnalizują, że Spółka ma szansę na poprawę wyników wynikających ze zwiększenia wykorzystania mocy w nowym zakładzie w Wieruchowie w bieżącym roku, jak i w kolejnych latach.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym Gazecie Giełdy Parkiet Prezes Perendyk zapowiedział, że Spółka planuje przeznaczyć 45 mln PLN na budowę fabryki obok istniejącego zakładu w Wieruchowie. W jej obszarze ma być produkowany nowy innowacyjny produkt o bardzo wysokiej marży (Zarząd nie zdradza jednak szczegółów). Prezes zapowiada, że inwestycja ma być finansowana ze środków własnych oraz z kredytu inwestycyjnego. Centrum Klima planuje w bieżącym roku osiągnąć rentowność zysku netto na poziomie 10%. Informacja, że nowa inwestycja będzie finansowana z kredytu inwestycyjnego jest dobra dla kształtowania się kursu na giełdzie, gdyż odsuwa widmo emisji akcji na ten cel. Nasze szacunki na bieżący rok zakładają osiągnięcie marży netto na poziomie 9,0%, wyższy cel przedstawiany przez Zarząd budowałby dodatkową wartość do naszej wyceny fundamentalnej.



Cersanit (Redukuj)

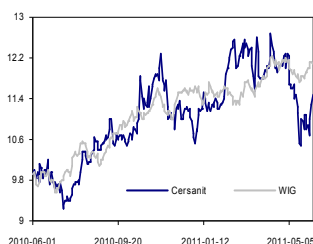
Cena bieżąca: 11.5 PLN

Cena docelowa: 10.7 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-02

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 415.2	1 531.5	8.2%	1 744.2	13.9%	1 899.0	8.9%	Liczba akcji (mln)	216.4
EBITDA	284.7	253.5	-11.0%	296.0	16.7%	351.0	18.6%	MC (cena bieżąca)	2 488.4
marża EBITDA	20.1%	16.6%		17.0%		18.5%		EV (cena bieżąca)	3 212.1
EBIT	168.1	142.0	-15.5%	184.3	29.8%	237.7	29.0%	Free float	29.2%
Zysk netto	-8.1	103.0		114.8	11.4%	157.2	36.9%		
P/E		24.2		21.7		15.8		Zmiana ceny: 1m	-1.7%
P/CE	15.3	11.6		11.0		9.2		Zmiana ceny: 6m	2.0%
P/BV	1.6	1.9		1.7		1.6		Zmiana ceny: 12m	16.8%
EV/EBITDA	9.7	13.1		10.9		8.8		Max (52 tyg.)	12.7
Dyid (%)	0.0	0.0		0.0		1.8		Min (52 tyg.)	9.3



Drastyczny spadek rentowności, jaki mieliśmy okazję obserwować w 4Q10 i 1Q11, to efekt rosnącego kosztu wytworzenia (TKW) (w wyniku wzrastających cen szklów, barwników i bieli cynkowej). Brak reakcji wyników na wzrost cen na rynku krajowym (w 4Q10 w grupie PSB ceny 0% q/q, a w 1Q11 +3,8% q/q), powoduje, że trudno będzie, aby w całym 2011 roku marża brutto ze sprzedaży przekroczyła 40%. Spółka według naszych prognoz na bieżący rok notowana jest ze wskaźnikami P/E 21,7 oraz EV/EBITDA 10,9, co wskazuje na niską atrakcyjność inwestycyjną. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Mimo podwyżek cenników nadal niska rentowność

W pierwszym kwartale 2011 przychody ze sprzedaży wyniosły 367,9 mln PLN i były o 2% wyższe od naszych oczekiwań. W segmencie płytek ceramicznych sprzedaż w 1Q11 była o 5,9% wyższa od naszych prognoz, natomiast w segmentach ceramiki sanitarnej i artykułów około ceramicznych niższa o odpowiednio -1,8% i -11,5%. Dobrą informacją, jakiej można się doszukać na poziomie sprzedaży segmentowej jest poprawiająca się względem 4Q10 rentowność segmentu płytek ceramicznych (18,9% w 1Q11 vs. 16,8% w 4Q10 i 20,1% w 1Q10), ceramiki sanitarnej (4,3% w 1Q11 vs. 3,6% w 4Q10 i 19,6% w 1Q10) oraz artykułów około ceramicznych (23,0% w 1Q11 vs. 19,2% w 4Q10 i 18,4% w 1Q10). Jest to efektem wzrostów cenników, na jakie zdecydowała się Spółka w 1Q11 oraz zmiany części kolekcji. Zauważyć natomiast należy, że rentowność w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego jest wyższa tylko w przypadku segmentu artykułów około ceramicznych, natomiast w pozostałych dwóch jest niższa. Na poziomie zysku brutto ze sprzedaży marża w 1Q11 wyniosła 34,6% vs. prognozowane przez nas 37,1%. Niestety marża na poziomie brutto ze sprzedaży mimo przeprowadzenia podwyżek na rynku krajowym i rynkach zagranicznych jest niższa niż w rekordowo niskim pod tym względem 4Q10 (35,1%). W przypadku kosztów sprzedaży i zarządu, to te w 1Q11 nie odchyliły się od prognozowanych przez nas wartości o więcej niż 1% (odpowiednio -0,9% i -0,4%). Wynik operacyjny wyniósł w 1Q11 27 mln PLN i był o 18,2% niższy niż wynikało to z naszych szacunków (przyczyna to niższa od oczekiwań marża brutto ze sprzedaży). Ujemne różnice kursowe w 1Q11 wyniosły -20,6 mln PLN (vs. prognoza DI BRE - 19,1 mln PLN). Na poziomie brutto Spółka zanotowała -6,9 mln PLN straty (vs. prognoza DI BRE 1,7 mln PLN), a na netto -5,9 mln PLN (vs. prognoza DI BRE 0,7 mln PLN). Wyniki 1Q11 są nieznacznie wyższe niż spodziewał się rynek (konsensus: przychody 352,9 mln PLN, EBIT 19,1 mln PLN i zysk netto -13,4 mln PLN). Trudno natomiast przy zaprezentowanym poziomie rentowności doszukiwać się pozytywnej reakcji po stronie inwestorów. Z informacji o pozytywnym zabarwieniu na pewno wymienić należy wielkość przepływu gotówki z działalności operacyjnej, który wyniósł 25,9 mln PLN vs. -40,1 mln PLN rok wcześniej. Wyniki według nas w sumie są słabe (mimo podwyżek w 1Q11 nadal rentowność pozostaje słaba).

Ceramika Paradyż inwestuje w rozbudowę mocy

Gazeta Puls Biznesu donosi, że Grupa Paradyż (kontrolująca wraz z Cersanitem około 70% mocy produkcyjnych na terenie kraju) zamierza w ciągu czterech najbliższych lat osiągnąć 1 mld PLN przychodów ze sprzedaży (w 2010 roku obrót Grupy sięgnął 670 mln PLN). Spółka w ubiegłym roku rozpoczęła program inwestycyjny, który w ciągu 4 lat ma sięgnąć 250 mln PLN. Ceramika Paradyż otworzyła unowocześnioną część zakładu w Wielkiej Woli (koło Paradyża). Pierwszy etap rozbudowy pochłonął 136 mln PLN, a docelowo moce produkcyjne wzrosną z 3,2 mln m² do 8,5 mln m². Zwiększenie mocy produkcyjnych na terenie kraju, biorąc pod uwagę, że obecnie wykorzystanie pracujących instalacji jest na poziomie 70-80% w średnim terminie jest dosyć ryzykownym posunięciem. Dalsze zwiększanie nadpodaży mocy produkcyjnych może w jeszcze większym stopniu generować presję na ceny i marże krajowych producentów.

Ceny płytek w PSB

Od początku 2011 roku w niektórych sieciach sprzedażowych odnotowano jednocyfrowy wzrost



cenników. W styczniu 2011 roku Polskie Składy Budowlane odnotowały wzrost średniej ceny w kategorii płytek ceramicznych oraz wyposażenia łazienek i kuchni o 2,9% m/m (+5,6% r/r). Z jednej strony jest to efektem podwyżki podatku VAT w bieżącym roku, co wpłynęło na wzrost średnich cen materiałów budowlanych o 0,83%, z drugiej natomiast podwyżek cen w związku z rozpoczęciem nowego roku. W sumie oczyszczony wzrost średnich cen kategorii w styczniu wyniósł 2,07% m/m. W lutym wzrost cen był kontynuowany, średnio ceny kategorii płytek ceramicznych, wyposażenia łazienek i kuchni wzrósł o 0,4% m/m (+6,0% r/r), a w marcu odnotowano wzrost o 1,8% m/m (7,9% r/r). W sumie według naszych szacunków ceny analizowanej kategorii PSB, bez uwzględnienia efektu wzrostu VAT były wyższe o 5,7% r/r.

Zmiany cen w kategorii płytki ceramiczne, wyposażenie łazienek i kuchni m/m (%)

Zmian cen w kategorii płytki ceramiczne, wyposażenie łazienek i kuchni

I 10	II 10	III 10	IV 10	V 10	VI 10	VII 10	VIII 10	IX 10	X 10	XI 10	XII 10	I 11	II 11	III 11
0,0%	0,1%	0,0%	0,6%	0,0%	0,2%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	0,4%	1,8%

Źródło: PSB S.A., DI BRE Banku



Famur (Trzymaj)

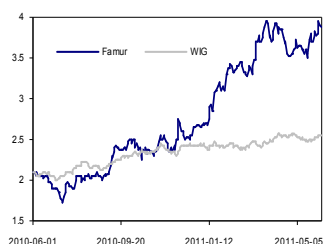
Cena bieżąca: 3.88 PLN

Cena docelowa: 3.9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-25

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	695.1	885.8	27.4%	1 152.4	30.1%	1 264.9	9.8%	Liczba akcji (mIn)	481.5
EBITDA	133.6	140.6	5.3%	278.0	97.7%	306.5	10.2%	MC (cena bieżąca)	1 868.2
marża EBITDA	19.2%	15.9%		24.1%		24.2%		EV (cena bieżąca)	2 105.6
EBIT	100.8	94.1	-6.6%	170.1	80.7%	201.9	18.7%	Free float	10.9%
Zysk netto	58.0	80.0	37.9%	106.5	33.1%	151.6	42.3%		
P/E	32.2	23.3		17.5		12.3		Zmiana ceny: 1m	7.2%
P/CE	20.6	14.8		8.7		7.3		Zmiana ceny: 6m	49.2%
P/BV	2.7	2.3		1.8		1.6		Zmiana ceny: 12m	85.6%
EV/EBITDA	15.1	14.2		7.6		6.8		Max (52 tyg.)	4.0
Dyid (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	1.7



Niska rentowność zawiązywanych umów (efekt dużej konkurencyjności na rynku lokalnym), amortyzacja nowego zakładu Famur-2 (około 3 mln PLN kwartalnie) oraz brak obłożenia nowego obiektu zamówieniami nie przeszkodziły Spółce w wypracowaniu bardzo dobrych rezultatów za 1Q11 (EBIT +34,4% vs. prognozy DI BRE i zysk netto +36,6% względem oczekiwań). Według naszych szacunków wydatki inwestycyjne kopalń są opóźnione o rok od momentu, kiedy zaczynają one sprzedawać węgiel po średnich cenach wyższych od kosztu wytworzenia. Taka sytuacja po raz pierwszy widoczna była w IV 2010, co sugerowałoby, że obecnie znajdujemy się na początku średnioterminowego cyklu inwestycyjnego polskich kopalń. W samym 1H11 na rynku lokalnym będzie możliwe do pozyskania 6 kontraktów na obudowy zmechanizowane, podczas gdy w neutralnym roku rozstrzyga się 9-11 przetargów. Zwiększenie poziomu obłożenia mocy wśród trzech krajowych producentów (Fazos, Tagor, Glinik) powodować będzie, że w 2H11, nie będą oferowali oni równie agresywnych cen. W bieżącym roku światowe wydatki na projekty górnicze wzrosną o 20-25% r/r i będą na wyższym poziomie, niż w rekordowym 2008 roku. Obecnie backlog Bucyrusa i Joy Global znajduje się na poziomie zbliżonym do rekordowego 3Q08 (odpowiednio -7,1% i +5,7%). Zapowiadany debiut JSW na warszawskim parkiecie może naszym zdaniem wzbudzić dyskusję na temat potencjalnych inwestycji górniczych na terenie kraju, co z pewnością sprzyjać będzie notowaniom spółek z zaplecza górniczego. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki 1Q11

W 1Q11 przychody ze sprzedaży Grupy sięgnęły 282,2 mln PLN i były o 13,4% wyższe niż wynikało to z naszych prognoz. W znaczącej mierze jest to przyczyną istotnie wyższego poziomu obrotu, jaki Spółka zanotowała w segmencie maszyn górniczych (+30,5% vs. prognoza DI BRE). W Grupie Famur od początku roku pojawił się przejęty od Skarbu Państwa Remag, co wpłynęło na poprawę wyników (trudno jednak ocenić wpływ akwizycji na wyniki 1Q11, gdyż Spółka nie podaje wyników jednostkowych producenta kombajnów chodnikowych). W segmencie innych maszyn dla górnictwa wielkość obrotu wyniosła 21,7 mln PLN i była o 18,7% wyższa od naszych oczekiwań, natomiast odlewów 49,6 mln PLN (+28,5% vs. prognoza DI BRE). Niższa niż oczekiwaliśmy sprzedaż została zanotowana w segmencie urządzeń dźwigowych i przeładunkowych (-54,2% vs. prognozy DI BRE). Mimo otwarcia zakładu Famur-2 i dodatkowej amortyzacji z tego tytułu (szacunki DI BRE ponad 3 mln PLN kwartalnie) rentowność segmentu maszyn górniczych wyniosła 36,0% i była znacznie wyższa niż prognozowaliśmy (oczekiwania DI BRE 23,1%). Nie spełniło się prawdopodobnie również założenie dotyczące spadku rentowności skutkiem spodziewanej niskiej marżowości wykonywanych kontraktów na rynek krajowy. To dotyczy również segmentu innych maszyn dla górnictwa, którego rentowność brutto ze sprzedaży wyniosła 33,1% vs. spodziewane przez nas 19,5%. Na tle segmentu zaplecza górniczego stosunkowo słabo pod względem osiąganych marż kształtowała się sprzedaż segmentów urządzeń dźwigowych (26,2% vs. oczekiwane 32,0%) oraz odlewów (15,5% vs. spodziewane 22,0%). Na poziomie wyniku operacyjnego Grupa osiągnęła wynik 39,2 mln PLN, który był o 34,4% wyższy od naszych oczekiwań. Wynik netto w 1Q11 wyniósł 29,2 mln PLN i był o 36,6% wyższy niż się spodziewaliśmy.

W wynikach za pierwszy kwartał nie postrzegamy oczekiwanego przez nas wcześniej spadku rentowności segmentów związanych z produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa. Mimo wzrostu amortyzacji nowego zakładu (Famur-2), kosztów osobowych oraz wykonywania prawdopodobnie niskiej rentowności kontraktów wzrost wolumenu okazał się być wystarczający, aby marże nie uległy pogorszeniu (wręcz marża w segmencie wzrosła w porównaniu do 4Q10, kiedy Spółka wykonywała wysoko rentowną umowę na dostawę kompleksu dla KHW za około 85 mln PLN).

Główny akcjonariusz Famuru przejmie Glinik

TDJ, kontrolujący 71,3% akcji Famuru podpisał przedwstępną umowę w sprawie zakupu grupy Glinik. Spółka nie podała wartości transakcji. Prezes TDJ zaznaczył, że jak na razie nie ma planów dotyczących połączenia jakiejkolwiek ze spółek Grupy Glinik, z innymi podmiotami znajdującymi się w portfelu TDJ. O przejęcie Glinika starał się również Kopex, ale jego ofertę odrzucono. Glinik od 2009 roku borykał się z problemami płynnościowymi spowodowanymi stratami na opcjach walutowych związanych na obudowy ścianowe wyprodukowane dla zagranicznego kontrahenta, który z kolei z powodu kryzysu nie odebrał zamówionego produktu. W 2008 roku Zakład Maszyn Górniczych Glinik wypracował 21,6 mln PLN zysku operacyjnego i 63,1 mln PLN straty netto. Dług netto na koniec 2008 roku wyniósł 208,3 mln PLN. Problemy płynnościowe największego producenta obudów ścianowych na terenie kraju spowodowały, że ten w 2009 roku i 2010 roku składał bardzo agresywne oferty na rynku krajowym, chcąc za wszelką cenę przedłużyć czas funkcjonowania. W listopadzie 2010 roku Glinik Budowa maszyn ogłosił upadłość. Według informacji prasowych zadłużenie Glinika sięga obecnie około 300 mln PLN. Marka obudów Glinika na rynkach wschodnich jest znacznie bardziej rozpoznawalna niż Fazosu (podmiot zależny od Famur) i Tagoru (podmiot zależny od Kopex). W krótkim terminie z przejęciem Glinika związane są ryzyka związane z koniecznością przeprowadzenia procesu restrukturyzacji oraz możliwości wzięcia na przejmującego części zobowiązań zarówno kredytowych jak i kadrowych (według informacji prasowych Glinik w ubiegłym roku płacił swoim pracownikom z kwartalnym opóźnieniem). Według portalu WNP 26 maja przedstawiciele TDJ mają odbyć spotkanie ze związkami zawodowymi Glinika. Naszym zdaniem nie wykluczone, że w przyszłości Glinik mógłby trafić do struktury Famuru, podobnie jak miało to miejsce w przypadku Pemug i Remag.

Zmiany w Zarządzie

Spółka poinformowała o powołaniu na stanowisko Wiceprezesa Zarządu Spółki Adama Wojciechowskiego, który odpowiadać ma za rozwój produkcji oraz łańcuch dostaw. Powołanie ma również związek z koncentracją Grupy Famur na produkcji maszyn i urządzeń dla górnictwa węgla kamiennego. Ze stanowiska Wiceprezesa zrezygnował Szymon Jarno, który odpowiedzialny będzie za realizację nowych zadań związanych z wdrażaniem strategii Grupy Famur i rozwojem eksportu.

Dywidenda niepieniężna w uchwalech ZWZA

W uchwalech zwołanego na dzień 30 czerwca znalazł się projekt uchwały dotyczący podziału zysku netto z lat 2005-2009 w formie wypłaty dywidendy w łącznej kwocie 298,5 mln PLN (0,62 PLN na akcję). Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 25 lipca br. Informacja dotycząca podziału Grupy Famur została zakomunikowana inwestorom w listopadzie 2010 roku.



Impexmetal (Kupuj)

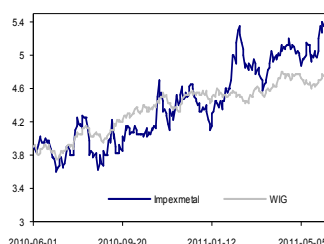
Cena bieżąca: 5.34 PLN

Cena docelowa: 5.9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 785.0	2 417.6	35.4%	2 719.5	12.5%	2 618.3	-3.7%	Liczba akcji (mln)	200.0
EBITDA	137.2	166.9	21.7%	189.6	13.6%	206.3	8.8%	MC (cena bieżąca)	1 068.0
marża EBITDA	7.7%	6.9%		7.0%		7.9%		EV (cena bieżąca)	1 450.3
EBIT	73.3	105.5	44.0%	130.9	24.0%	150.1	14.7%	Free float	43.4%
Zysk netto	25.6	76.8	199.6%	89.7	16.9%	108.3	20.8%		
P/E	44.5	13.9		11.9		9.9		Zmiana ceny: 1m	9.7%
P/CE	12.7	7.7		7.2		6.5		Zmiana ceny: 6m	19.2%
P/BV	1.4	1.1		1.1		1.0		Zmiana ceny: 12m	39.1%
EV/EBITDA	11.9	8.9		7.6		6.4		Max (52 tyg.)	5.4
Dyid (%)	0.0	0.0		2.9		3.4		Min (52 tyg.)	3.6



Rewelacyjne wyniki 1Q11 (EBIT 37,2 mln PLN +23,9% vs. prognozy DI BRE, zysk netto 31,2 mln PLN +53,9% vs. nasze oczekiwania) oraz utrzymująca się bardzo dobra koniunktura dla producentów blach aluminiowych powoduje, że w kolejnych kwartałach spodziewane są również bardzo dobre rezultaty. Patrząc z tej perspektywy nasza prognoza zysku netto na bieżący rok (89,7 mln PLN) może być zbyt konserwatywna (P/E 11,9). Po bardzo dobrych rezultatach 1Q11 w maju kurs Spółki wzrósł o 6,4%, co sugerować może, że potencjał nie został jeszcze wykorzystany. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 1Q11

W 1Q11 przychody ze sprzedaży wyniosły 719,4 mln PLN i były o 7,7% wyższe od naszych oczekiwań. Wyższe od naszych szacunków okazały się być wyniki sprzedaży w Hutmenie o 10,5% i o 1,1% w WM Dziedzice (głównie w wyniku wyższego wolumenu sprzedaży o odpowiednio 8,6% i 8,9%). Wysoką sprzedaż zanotowały również ZM Silesia (+21,3% vs. prognozy DI BRE) oraz FŁT Polska (+27,9% vs. prognozy DI BRE). W przypadku ZM Silesia przychody były wyższe w wyniku większego o 10% od naszych oczekiwań wolumenu sprzedaży. Negatywne zaskoczenie na wynikach sprzedaży miało miejsce w Baterpolu (-17,4% vs. prognozy DI BRE) w wyniku niższego o naszych oczekiwań wolumenu sprzedaży o 20%. W przypadku jednostki dominującej (HAK) przychody ze sprzedaży były tylko o 1% wyższe od naszych oczekiwań, mimo 4% niższych wolumenów sprzedaży. Wynik operacyjny wyniósł 37,2 mln PLN i był o 23,9% wyższy od naszych szacunków, natomiast EBITDA 52,1 mln PLN i był o 16,6% wyższy niż się spodziewaliśmy. Największe zaskoczenie na poziomie EBIT miało miejsce w HAK, gdzie wynik operacyjny był o 22% wyższy od naszych oczekiwań (18,3 mln PLN vs. prognoza DI BRE 15,0 mln PLN), oraz w sekcji miedziowej, która w sumie wygenerowała +1,6 mln PLN wyniku operacyjnego wobec szacunków na poziomie -1,5 mln PLN. W przypadku Baterpolu wynik operacyjny wyniósł 11,9 mln PLN i był o 19% wyższy niż się spodziewaliśmy, a FŁT Polska wyniósł 4,5 mln PLN (+12,5% vs. prognoza DI BRE). Jedyną Spółką, która zaskoczyła negatywnie na poziomie EBIT była ZM Silesia (EBIT +0,1 mln PLN vs. prognozy DI BRE 2,5 mln PLN). W sumie wynik na pozostałej działalności operacyjnej obciążył wyniki Grupy w wysokości -1,4 mln PLN. Spółka na poziomie działalności finansowej zanotowała dodatnie różnice kursowe w wysokości 3,2 mln PLN oraz pozytywny efekt w wyniku wyceny pochodnych instrumentów finansowych w wysokości 0,5 mln PLN. Wynik netto w 1Q11 wyniósł 31,2 mln PLN i był o 53,9% wyższy od naszych oczekiwań. W wynikach za 1Q11 warto zwrócić uwagę na niższy niż w ubiegłym roku przepływ z działalności operacyjnej, który wyniósł 4,7 mln PLN wobec 14,9 mln PLN rok wcześniej. Wynika to ze wzrostu cen metali na rynkach światowych (miedź, aluminium), w związku z czym Spółka zanotowała ujemny przepływ operacyjny w związku ze zwiększeniem zapasów (-23,1 mln PLN vs. +33,9 mln PLN w 1Q10). Dobre wyniki 1Q11, to zasługa przede wszystkim bardzo dobrych rezultatów wypracowanych przez sekcję aluminiową (HAK, blachy aluminiowe) i ołowiową (Baterpol) oraz lepsze niż przewidywaliśmy rezultaty w sekcji miedziowej (sytuacja wygląda lepiej niż zakładaliśmy). Generalnie wyniki Impexmetal za 1Q11 są bardzo dobre.

Projekty na WZA na dzień 6 czerwca

W projektach na WZA Impexmetal, które odbędzie się w dniu 6 czerwca bieżącego roku znalazły się propozycje dotyczące przeznaczenia na kapitał zapasowy kwoty 42,7 mln PLN (z zysku za 2010 roku wynoszącego 71,3 mln PLN) oraz dopisania do statutu rodzaju działalności związanego z realizacją projektów budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków. W naszym raporcie analitycznym z dnia 18.03 uwzględniliśmy, że Impexmetal wypłaci 30,8 mln PLN z zysku netto za 2010 roku w formie dywidendy. Kwota nieprzeznaczona na kapitał zapasowy według propozycji projektów na WZA opiewa na 28,7 mln PLN. Dodanie rodzaju działalności związanej ze wznoszeniem budynków jest związana najprawdopodobniej z planowanym wykorzystaniem terenów przy ulicy Łuckiej w Warszawie, którego wartość



szacujemy na 75 mln PLN. W tej sprawie planowane jest rozpoczęcie projektu deweloperskiego na 50 tys. PUM, z czego preferowanym rozwiązaniem przez Zarząd jest sprzedaż działki zewnętrznemu inwestorowi (nie wykluczone jest jednak zaangażowanie Impexmetal przez wniesienie działki aportem do projektu inwestycyjnego).



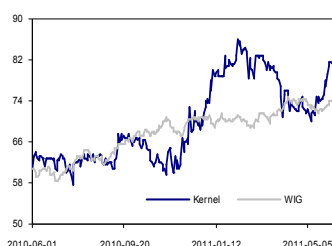
Kernel (Akumuluj)

Cena bieżąca: 81.35 PLN Cena docelowa: 87.8 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-28

(mIn USD)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 047.1	1 020.5	-2.5%	1 600.3	56.8%	1 964.1	22.7%	Liczba akcji (mln)	73.7
EBITDA	190.1	190.7	0.3%	287.8	50.9%	312.1	8.4%	MC (cena bieżąca)	5 993.4
marża EBITDA	18.2%	18.7%		18.0%		15.9%		EV (cena bieżąca)	6 144.0
EBIT	166.6	168.2	0.9%	257.4	53.1%	278.0	8.0%	Free float	59.0%
Zysk netto	135.5	153.0	12.8%	199.1	30.2%	209.2	5.1%		
P/E	14.9	14.1		10.9		10.3		Zmiana ceny: 1m	13.1%
P/CE	12.7	12.2		9.4		8.9		Zmiana ceny: 6m	21.4%
P/BV	5.7	3.6		3.0		2.3		Zmiana ceny: 12m	27.5%
EV/EBITDA	11.0	11.8		7.7		6.9		Max (52 tyg.)	86.1
Dyid (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	57.5



Obawy o zbiory zbóż w Europie zachodniej oraz uchylenie kwot na eksport zboża z Ukrainy w maju odwróciły negatywny sentyment dla Spółek rolniczych z regionu Ukrainy. Nie bez znaczenia w przypadku Kernela były również dobre wyniki 1Q11, oraz odbudowanie wiary inwestorów w możliwość wykonania całorocznej prognozy Zarządu. W perspektywie czerwca oraz okresu wakacyjnego sentyment do Spółek z Ukrainy może być osłabiony w wyniku planowanych licznych ofert publicznych z tego regionu. Wcześniej przed debiutem KSG Agro i Industrial Milk w kwietniu akcje notowanych już Spółek z regionu Ukrainy wyraźnie spadały (Agroton – 13,4%, Astarta -9,0%, Milkiland -4,9% i Kernel -4,7%, a mWIG +0,9%, Wig20 +0%). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Spółki.

Poprawa rentowności w segmencie olejowym, wyżej od oczekiwań

W 1Q11 przychody ze sprzedaży wyniosły 515,4 mln USD i były o 37,9% r/r wyższe od naszych oczekiwań. Znacząco większa niż przewidywaliśmy wartość sprzedaży miała miejsce w segmencie oleju słonecznikowego luzem (+33,3% vs. prognozy DI BRE), głównie dzięki wyższemu o 40,1% wolumenowi sprzedaży oraz niższym o 4,8% średnim cenom. Duża rozbieżność w stosunku do naszych przewidywań miała miejsce również w segmencie sprzedaży zboża (73,3% vs. prognozy DI BRE), co związane było z niemalże dwa razy większym wolumenem obrotu (+96,7% vs. prognozy DI BRE) oraz o 11,9% niższymi niż zakładaliśmy cenami. Wielkość sprzedaży w segmencie oleju butelkowanego wyniosła 32,9 mln USD i była o 18,2% niższa od naszych szacunków (wolumen był niższy o 22,3% od naszych oczekiwań a ceny o 5,2% wyższe). Wynik operacyjny w 1Q11 wyniósł 74,5 mln USD i był o 9,9% wyższy od naszych oczekiwań. EBIT był wyraźnie wyższy od naszych oczekiwań w segmencie handlu zbożem (+42,0% vs. prognozy DI BRE) (głównie w wyniku wyższego wolumenu sprzedaży, gdyż wartość EBITDA/wolumen wyniosła 32,5 USD i była o 27,8% niższa niż się spodziewaliśmy, co prawdopodobnie związane było z wyższym wolumenem sprzedaży zbóż, które nie były objęte restrykcjami eksportowymi - niższe różnice cen między krajem a zagranicą). Wynik operacyjny segmentu sprzedaży oleju butelkowanego był o 25,3% niższy od naszych oczekiwań, głównie w wyniku niższego wolumenu sprzedaży (-22,3% vs. prognozy DI BRE), gdyż wartości EBITDA na wolumen przerobionego słonecznika była tylko o 0,8% niższa niż zakładaliśmy. Wyższy od naszych szacunków okazał się wynik segmentu sprzedaży oleju luzem, który był o 9,2% wyższy od naszych oczekiwań, głównie w wyniku wyższego o 40,1% wolumenowi sprzedaży, gdyż wartość EBITDA na tonę przerobionego zboża wyniosła 140,1 USD/T i była o 12,4% niższa od naszych oczekiwań. Warto zwrócić uwagę, że zgodnie z zapowiedziami związanymi z poprawą rentowności na przerobie słonecznika, skutkiem przerobu tańszego ziarna zakupionego w 3Q10 EBITDA na tonę przerobionego słonecznika w 1Q11 była o 134,6% wyższa niż w 4Q10. Wynik netto wyniósł 77,9 mln USD i był o 28,4% wyższy od naszych oczekiwań, głównie za sprawą przeszacowania wartości odroczonego podatku od działalności gospodarczej (2 grudnia na Ukrainie wprowadzono zmiany do prawa podatkowego przewidujące spadek efektywnej stawki podatku CIT z 23% na 1 kwietnia 2011 roku do 16% na 1 stycznia 2014 roku, dlatego wartość odroczonego podatku została na koniec 1Q11 została oszacowana na podstawie zrewidowanych stawek). Gdyby nie przeszacowanie wartości odroczonego podatku, to wynik netto byłby o 9% wyższy od naszych oczekiwań. W wynikach warto zwrócić uwagę na wysoki przepływ gotówki z działalności operacyjnej, który wyniósł 188,5 mln USD. Wyniki są lepsze od naszych oczekiwań i zgodnie z zapowiedziami Zarządu dotyczącego poprawy rentowności w segmencie związanym z przerobem nasion słonecznika.

Rząd uchyla kwoty eksportowe na zboża

25 maja ukraiński Rząd zdecydował o uchyleniu kwot eksportowych na zboża. Kwoty obowiązywały od października 2010 roku. Na początku maja Rząd zniósł ograniczenia eksportowe na kukurydzę. 19 maja Rząd zaakceptował również poprawki do kodeksu



podatkowego (Tax code) przewidujące nałożenie na eksporterów ceł eksportowych na poziomie 9-14% na zboża do końca 2012 roku (dla pszenicy 9%, ale nie mniej niż 17 EUR/T; dla jęczmienia 14%, ale nie mniej niż 23 EUR/T oraz dla kukurydzy 12%, ale nie mniej niż 20 EUR/T). UAC – organizacja skupiająca ukraińskich producentów rolnych przewiduje, że cła spowodują spadek cen dla producentów i straty na poziomie 6 mld UAH rocznie dla sektora rolnego (eksporterzy będą przerzucali swoje zobowiązania na dostawców). Uchylenie ograniczeń eksportowych, to neutralna informacja dla eksporterów, gdyż z jednej strony zwiększą oni wolumen eksportu, z drugiej natomiast spadną różnice cen między krajem i zagranicą. Wprowadzenie ceł eksportowych może z kolei wymóc na producentach niższe oferowane ceny plonów.



Kęty (Trzymaj)

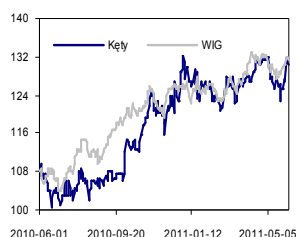
Cena bieżąca: 130.4 PLN

Cena docelowa: 135 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-02

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 111.0	1 210.5	9.0%	1 352.9	11.8%	1 432.2	5.9%	Liczba akcji (mln)	9.2
EBITDA	176.4	185.3	5.0%	205.2	10.8%	220.0	7.2%	MC (cena bieżąca)	1 203.0
marża EBITDA	15.9%	15.3%		15.2%		15.4%		EV (cena bieżąca)	1 504.0
EBIT	112.2	118.0	5.1%	130.5	10.7%	142.3	9.0%	Free float	59.4%
Zysk netto	70.6	89.7	27.1%	96.2	7.2%	105.6	9.8%		
P/E	17.0	13.4		12.5		11.4		Zmiana ceny: 1m	-1.2%
P/CE	8.9	7.7		7.0		6.6		Zmiana ceny: 6m	6.9%
P/BV	1.5	1.4		1.3		1.2		Zmiana ceny: 12m	21.3%
EV/EBITDA	7.9	7.9		7.3		6.7		Max (52 tyg.)	132.5
Dyid (%)	0.0	3.1		3.1		4.8		Min (52 tyg.)	100.7



Spółka w 2Q11 nadal ma szansę na zanotowanie pozytywnej dynamiki wyników (podwyżki cenników w SWW i SSA nastąpiły dopiero w 3Q10). Nie spodziewamy się jednak tak znaczącej poprawy jaka miała miejsce w 1Q11 (brak efektu pogodowego). Prognozę wyników za 1Q11 Zarząd poda pod koniec czerwca, a pozytywna dynamika może być okazją do wzrostu wartości akcji. Dodatkowo 12 lipca będzie miał miejsce dzień ustalenia prawa do dywidendy (3,1% DY). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Dywidenda 4 PLN na akcję

2 czerwca WZA podjęło decyzję o wypłacie dywidendy z zysku za 2010 rok w wysokości 4 PLN na akcję (przy cenie 130 PLN DY 3,1%). Dzień ustalenia prawa do dywidendy, to 12 lipca, a dzień wypłaty, to 2 sierpnia.



Kopex (Akumuluj)

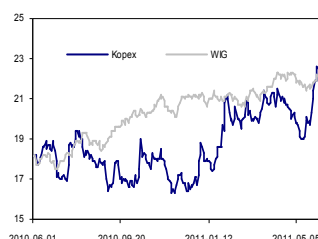
Cena bieżąca: 22.9 PLN

Cena docelowa: 22.5 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-25

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 313.4	2 365.2	2.2%	2 448.1	3.5%	2 160.9	-11.7%	Liczba akcji (mln)	74.3
EBITDA	217.1	184.6	-15.0%	255.5	38.4%	308.0	20.5%	MC (cena bieżąca)	1 702.2
marża EBITDA	9.4%	7.8%		10.4%		14.3%		EV (cena bieżąca)	2 201.5
EBIT	145.3	100.1	-31.1%	166.6	66.4%	214.3	28.6%	Free float	34.5%
Zysk netto	87.2	33.3	-61.9%	106.6	220.5%	145.4	36.4%		
P/E	19.5	51.2		16.0		11.7		Zmiana ceny: 1m	15.5%
P/CE	10.7	14.5		8.7		7.1		Zmiana ceny: 6m	32.5%
P/BV	0.7	0.7		0.7		0.6		Zmiana ceny: 12m	27.5%
EV/EBITDA	9.8	12.0		8.6		6.7		Max (52 tyg.)	22.9
Dywid (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	16.3



Pomimo wysokiej konkurencji na lokalnym rynku maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego i spodziewanej słabej rentowności głównego segmentu, wyniki 1Q11 pokazują, że producenci są w stanie zwiększonym wolumenem zrekompensować marżę w kontraktach. Według naszych szacunków wydatki inwestycyjne kopalń są opóźnione o rok od momentu, kiedy zaczynają one sprzedawać węgiel po średnich cenach wyższych od kosztu wytworzenia. Taka sytuacja po raz pierwszy widoczna była w IV 2010, co sugerowałoby, że obecnie znajdujemy się na początku średnioterminowego cyklu inwestycyjnego polskich kopalń. W samym 1H11 na rynku lokalnym będzie możliwe do pozyskania 6 kontraktów na obudowy zmechanizowane, podczas gdy w neutralnym roku rozstrzyga się 9-11 przetargów. Zwiększenie poziomu obłożenia mocy wśród trzech krajowych producentów (Fazos, Tagor, Glinik) powodować będzie, że w 2H11, nie będą oferowali oni równie agresywnych cen. W bieżącym roku światowe wydatki na projekty górnicze wzrosną o 20-25% i będą na wyższym poziomie niż w rekordowym 2008 roku. Obecnie backlog Bucyrusa i Joy Global znajduje się na poziomie zbliżonym do 3Q08 (odpowiednio -7,1% i +5,7%). Zapowiadany debiut JSW na warszawskim parkiecie może naszym zdaniem wzbudzić dyskusję na temat potencjalnych inwestycji górniczych na terenie kraju, co z pewnością sprzyjać będzie notowaniom spółek z zaplecza górniczego. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 1Q11

W 1Q11 przychody ze sprzedaży wyniosły 559,1 mln PLN i były o 3,5% niższe od naszych oczekiwań. Znacząco wyższa, niż się spodziewaliśmy wartość obrotu miała miejsce w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (+63,8% vs. prognoza DI BRE) oraz maszyn i urządzeń dla przemysłu (11,0 mln PLN vs. prognoza DI BRE 3,9 mln PLN). Niższa wartość przychodów została osiągnięta w segmentach usług górniczych (-32,3% vs. prognoza DI BRE), maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego (-55,4% vs. prognoza DI BRE), urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-25,7% vs. prognoza DI BRE) oraz handlu energią (-50,9% vs. prognoza DI BRE). Wraz ze zwiększeniem przychodów w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego wzrosła również marża brutto ze sprzedaży (w 1Q11 20,7% vs. prognoza DI BRE 18,0%). Wysoką rentowność odnotowały segmenty usług górniczych (27,2% vs. spodziewane 22,0%) oraz urządzeń elektrycznych i elektronicznych (34,6% vs. prognoz DI BRE 31,0%). W sumie wynik brutto ze sprzedaży w 1Q11 wyniósł 97,4 mln PLN i był o 19,6% wyższy niż szacowaliśmy. Koszty sprzedaży i zarządu w rzeczywistości były o 3,6% niższe niż zakładaliśmy (-2 mln PLN), a pozostała działalność operacyjna netto dodała do wyniku 5,4 mln PLN vs. spodziewane +1,0 mln PLN (+1,7 mln PLN na sprzedaży aktywów trwałych, +2,7 mln PLN odwrócenie odpisów, -0,2 mln PLN związane rezerwy). W sumie wynik operacyjny wyniósł 50,7 mln PLN i był o 78,4% wyższy niż zakładaliśmy w prognozie. Spółka w 1Q11 wypracowała 27,4 mln PLN zysku netto, czyli o 84,6% więcej niż wynikało to z naszych szacunków.

Podobnie, jak w przypadku Famuru w wynikach za 1Q11 warto zwrócić uwagę na stosunkowo wysoką rentowność i sprzedaż podstawowego biznesu związanego z produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa. Wcześniej zakładaliśmy, że rentowność kontraktów krajowych może być niska, co wynika z utrzymującej się dużej konkurencji na rynku, ale po wynikach obu krajowych producentów widać, że większa ilość kontraktów rekompensuje niższą rentowność zawiązywanych umów (pokrycie kosztów stałych).

Istotna poprawa wyników w 1Q11, to również wynik poprawiającej się sytuacji w australijskim Waratah (gdzie Grupa spostrzega istotny wzrost sprzedaży w obrębie sprzedawanych shuttle car i continuous miner). Warto zauważyć, że do wyników w 100% kontrybuuje Ryfama, która w 4Q10 i 1Q11 istotnie zwiększyła sprzedaż na rynku krajowym (towarzyszyła temu nieco niższa rentowność, gdyż w przypadku Spółki najwyższą marżę osiąga się na częściach zamiennych (w drugim półroczu możliwe jest zwiększenie rentowności). Warto zwrócić uwagę, że wyniki Grupy uległy istotnej poprawie, pomimo, że Tagor (obudowy zmechanizowane) miał w 1Q11 niskie

obłożenie (wykonywanie kontraktu dla JSW za 27,7 mln PLN netto) (szacujemy, że Tagor miał około 8 mln PLN starty netto w 1Q11). Sytuacja istotnie uległa poprawie w Hansenie, w związku z ożywieniem na rynku rosyjskim (sprzedaż segmentu maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych wzrosła o 15,7% r/r, a rentowność brutto ze sprzedaży powróciła do średniego poziomu z 2009 roku 34,6%). Poprawa wyników w 1Q11 nastąpiła pomimo tego, że Tagor nadal notuje straty. Jeśli sytuacja w pozostałych spółkach Grupy pozostanie na niezmiennym poziomie, a poziom kontraktacji i rentowność umów wzrośnie, to w drugiej połowie roku i w roku kolejnym Spółka ma bardzo dużą szansę na dalszą poprawę wyników i wówczas wypracowanie ponad 140 mln PLN zysku netto w 2012 roku jest bardzo prawdopodobne.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym agencji *PAP* Prezes Kostempski przedstawił, że backlog na koniec kwietnia wyniósł 1,3 mld PLN (+29% r/r), z czego portfel zamówień core biznes znajduje się na poziomie 529,4 mln PLN (+34% r/r) (po wyłączeniu kontraktu argentyńskiego, który w ubiegłym roku nie doszedł do skutku). Zarząd liczy, że w kolejnych kwartałach uda się zdobyć zamówienia na ten i przyszły rok. Zdaniem Prezesa najszybciej można się spodziewać informacji na temat umowy z JSW na dostawę kompleksu do KWK Borynia – Zofiówka (JSW poinformowała Kopex o wybraniu oferty na początku maja). Zdaniem Kostempskiego drugi kwartał powinien być lepszy niż pierwszy (w 1Q11 zysk operacyjny 50,7 mln PLN i zysk netto 27,4 mln PLN).

Umowa dużej wartości

Spółka poinformowała w komunikacie o podpisaniu umowy o wartości 99,4 mln PLN netto na dostawę kompleksu ścianowego dla JSW (KWK Borynia Zofiówka). Dostawa urządzeń nastąpi nie później niż 5 miesięcy od daty podpisania umowy. Kontrakty na kompleksy ścianowe mają lepszą rentowność niż wyłącznie na obudowy. Wykonywanie umowy prawdopodobnie przypadnie w większości na trzeci kwartał, co oznaczać może, że nawet bez potencjalnego kontraktu dla kontrahenta chińskiego obłożenie mocy produkcyjnych w 3Q11 w Tagorze będzie zapewnione.



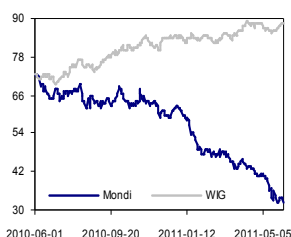
Mondi (Trzymaj)

Cena bieżąca: 87.85 PLN Cena docelowa: 88.7 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 360.8	2 263.7	66.3%	2 579.0	13.9%	2 517.9	-2.4%	Liczba akcji (mln)	50.0
EBITDA	217.9	488.1	124.0%	593.2	21.5%	550.1	-7.3%	MC (cena bieżąca)	4 392.5
marża EBITDA	16.0%	21.6%		23.0%		21.8%		EV (cena bieżąca)	4 472.6
EBIT	99.6	330.7	232.0%	440.6	33.2%	400.3	-9.1%	Free float	16.0%
Zysk netto	71.4	249.3	249.1%	401.1	60.9%	382.3	-4.7%		
P/E	61.5	17.6		11.0		11.5		Zmiana ceny: 1m	-20.7%
P/CE	23.2	10.8		7.9		8.3		Zmiana ceny: 6m	-46.6%
P/BV	3.7	3.1		2.4		2.4		Zmiana ceny: 12m	-54.7%
EV/EBITDA	23.3	10.0		7.5		8.1		Max (52 tyg.)	72.0
Dywid (%)	0.0	0.0		0.0		9.1		Min (52 tyg.)	32.5



Udany 1Q to nie koniec dobrej passy w spółce. Ceny papierów w Europie nadal kształtują się korzystnie dla spółki. W ostatnich tygodniach przy nadal rosnących cenach testlinera i flutingu, teoretyczna marża na papierach makulaturowych (cena testlinera i cena makulatury) rozszerzała się, co zapowiada dobry co najmniej 2Q. Na obecną chwilę nie zmieniamy naszych założeń w modelu. Cena akcji osiągnęła wyznaczoną przez nas cenę docelową, dlatego obniżamy rekomendację inwestycyjną do trzymaj.

Udany 1Q2011

Przy przychodach na poziomie 690,7 mln PLN spółka wypracowała EBIT w wysokości 122,2 mln PLN i zysk netto na poziomie 111,6 mln PLN. To wartości wyższe od konsensusu (647/125/106) i naszych oczekiwań (odpowiednio: 655/118/99). Wyniki powodują, że nasza tegoroczna prognoza (401 mln PLN) zaczyna być konserwatywna (P/E 10,7). Marże przerobowe w 2Q na papierach makulaturowych nadal są bardzo wysokie. Za lepsze wyniki odpowiada przede wszystkim istotnie wyższy wolumen sprzedaży. W stosunku do 4Q2010 zwiększył się on o 7,5%, przy jednoczesnym wzroście o 1,4% średniej ważonej ceny papierów (w PLN). Ceny makulatury rosły w tempie 6% q/q a drewna 10-11% q/q. Przychody ze sprzedaży certyfikatów wyniosły 35,6 mln PLN i były zgodne z oczekiwaniami. Operacyjny *cash flow* w kwartale wyniósł 164,6 mln PLN (m.in. obniżenie stanu należności -50 mln PLN), co powoduje, że na koniec marca dług netto spółki wyniósł zaledwie 344 mln PLN, tj. 0,6 tegorocznej EBITDA (596 mln PLN). Spółka nie wypłaci dywidendy z zysku za ur. Prognozowany dług netto na koniec 2011 wyniesie ok. 100 mln PLN, co oznacza, że od przyszłego roku spółka powinna wypłacać już cały zysk (DY 9,3%).

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w marcu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w marcu 15,6% r/r i 9,7% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 14,9% r/r i 0,5% m/m.

Budownictwo drogowe

Na razie GDDKiA nie planuje ogłaszania kolejnych przetargów

Rzecznik GDDKiA przyznaje, że w tym roku ma być rozstrzygnięte 20 przetargów na budowę dróg i autostrad. Wartość przetargów to około 11-12 mld PLN. Na razie GDDKiA nie ogłasza kolejnych przetargów. Realizowane są prace przygotowawcze, które nie wymagają dużych nakładów finansowych. Prezes Ogólnopolskiej Izby Gospodarczej Drogownictwa uważa, że kolejne duże przetargi drogowe mogą się pojawić dopiero po 2015 roku. Prezes Polskiego Kongresu Drogowego, p. Kotlarek mówi, że z nieoficjalnych informacji, które do niego docierają, wynika, że więcej pieniędzy na drogi nie będzie.

Budownictwo kolejowe

W 2011 roku przetargi za 3 mld PLN

Prezes PKP PLK przyznaje, że w 2011 roku PKP PLK planuje ogłosić przetargi za 3 mld PLN. Kolejne duże przetargi zostaną ogłoszone dopiero w 2014 roku, kiedy rozpocznie się nowa perspektywa unijna. W tym roku wydatki PKP PLK wyniosą 5 mld PLN, a w następnym ponad 6 mld PLN. PKP PLK nie wie, jakie środki UE przeznaczy na modernizację kolei w latach 2014-2020, ale PKP PLK przygotuje wstępnie projekty na łączną wartość około 30 mld PLN. W 2012 roku PKP PLK ogłosi przetargi na wykonanie dokumentacji inwestycji, które będą realizowane w latach 2014-2020.

ABM Solid

Zarząd o wynikach Q1 2011

Prezes ABM Solid tłumaczy, że bardzo słabe wyniki za Q1 2011 wynikają z zawiązanymi rezerwami na nierentowne zlecenia. W Q2 2011 mogą się jeszcze pojawić jakieś rezerwy na kontrakty, ale nie pewno nie będą one na tyle istotne, jak w Q1 2011. Prezes liczy, że w przypadku wybranych zleceń sytuacja rozwine się lepiej, od oczekiwań spółki i rezerwy będą mogły być rozwiązane. Tegoroczny portfel zleceń ABM Solid ma wartość 450 mln PLN.

Mostostal Zabrze

Wyniki Q1 2011

Mostostal Zabrze wygenerował w Q1 2011 187,5 mln PLN przychodów, 17,8 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (marża: 9,5%), 19,2 mln PLN EBIT i 16 mln PLN zysku netto. Na wynik pozytywnie wpłynęło umorzenie zobowiązań układowych PRInż (12,5 mln PLN, pozostałe przychody operacyjne). W raporcie Mostostal Zabrze informuje, że wartość kosztów z tytułu realizacji kontraktu w Połańcu przekroczyła przychody o 18,9 mln PLN. Kwota ta nie została rozpoznana w wynikach jako strata, lecz zaksięgowana w rozliczeniach międzyokresowych. Prezes Mostostalu liczy na ugodę z inwestorem i przyznaje, że wzrost kosztów wynikał z bardzo innowacyjnego charakteru projektu i konieczności zastosowania dodatkowych środków bezpieczeństwa w obiekcie.

Projprzem

Wyniki za Q1 2011

Projprzem w Q1 2011 wygenerował 36,5 mln PLN przychodów, 6,4 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 17,5%), 1,4 mln PLN straty na sprzedaży, 1,5 mln PLN straty EBIT i 1,4 mln PLN straty netto. Cash flow operacyjny wyniósł -4,8 mln PLN.

Remak

Wyniki Remaku za Q1 2011

Remak opublikował wyniki za Q1 2011. Przychody wyniosły 34,0 mln PLN, zysk brutto na sprzedaży 3,8 mln PLN (marża: 11,1%), zysk na sprzedaży 0,8 mln PLN, pozostałe przychody operacyjne netto 0,4 mln PLN, pozostałe przychody finansowe netto 0,3 mln PLN, zysk netto zaś 1,2 mln PLN. Cash flow operacyjny sięgnął 6,4 mln PLN.



Budimex (Trzymaj)

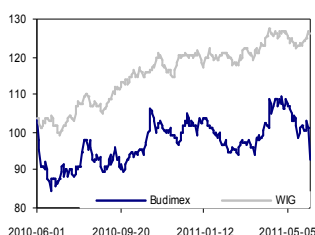
Cena bieżąca: 93 PLN

Cena docelowa: 90 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 289.9	4 430.3	34.7%	4 865.0	9.8%	4 718.9	-3.0%	Liczba akcji (mln)	25.5
EBITDA	221.7	352.6	59.0%	284.5	-19.3%	307.6	8.1%	MC (cena bieżąca)	2 374.3
marża EBITDA	6.7%	8.0%		5.8%		6.5%		EV (cena bieżąca)	2 006.5
EBIT	200.5	331.4	65.3%	262.9	-20.7%	285.5	8.6%	Free float	35.3%
Zysk netto	173.7	267.4	54.0%	223.4	-16.5%	234.6	5.0%		
P/E	13.7	8.9		10.6		10.1		Zmiana ceny: 1m	-13.5%
P/CE	12.2	8.2		9.7		9.3		Zmiana ceny: 6m	-3.7%
P/BV	4.1	3.5		3.5		3.0		Zmiana ceny: 12m	2.0%
EV/EBITDA	6.9	1.5		7.1		7.0		Max (52 tyg.)	109.2
Dyid (%)	6.3	7.3		9.8		4.7		Min (52 tyg.)	84.6



Kursu Budimexu spadł, mniej jednak, niż notowania innych spółek budowlanych. W kontekście wyceny firmy, nadal najbardziej istotnym aspektem pozostaje, ile rezerw możliwych do rozwiązania i gotówki ma Budimex. Obecnie zauważalne są zatory płatnicze po stronie klientów publicznych, podczas gdy podwykonawcom należy płacić na bieżąco. Z GDDKiA pieniądze również nie wpływają, jak dawniej, z wyprzedzeniem, lecz z opóźnieniem. Uważamy, że sytuacja ta powiązana jest z napiętym stanem budżetu i dużym zadłużeniem kraju. Już w Q2 i Q3 2011 okaże się, jak zjawiska te wpłyną na bilans Budimexu. Bilans spółki prezentuje bardzo wysokie stany gotówki, ale i bardzo niskie należności. Będzie to istotne również w kontekście przyszłych dywidend. Stopa dywidendy na rok 2011 prezentuje się wyjątkowo atrakcyjnie (8,9%), pytanie jednak, czy będzie ona powtarzalna w przyszłości. Uważamy, że w kontekście wysokiej dywidendy z zysku za rok 2010, potencjał spadkowy notowań firmy już się wyczerpał. Ryzyka związane z dużą zależnością spółki od sektora drogowego i zależnością wyników finansowych od wielkości rozwiązywanych rezerw są już w cenie. Jednocześnie, Budimex jest uważany za najbardziej defensywną spółkę z sektora. W przypadku poprawy sentymentu do branży, kurs Budimexu może zyskiwać najmniej. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Kontrakt za 756,7 mln PLN

Budimex w konsorcjum z Tchas Polska i Eiffage Budownictwo Mitex podpisał z PKP PLK umowę na realizację modernizacji linii nr 9 na odcinku LCS Iława. Wartość kontraktu to 758,3 mln PLN, z czego 99,8% przypada na Budimex (756,7 mln PLN, czyli 15,4% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Czas realizacji prac to 30 miesięcy.

Najniższe oferty za 303,7 mln PLN

Budimex złożył dwie najkorzystniejsze oferty cenowe, dotyczące budowy odcinków Trasy Sucharskiego. Wartość 1 oferty to 168,7 mln PLN. Łącznie złożono 9 ofert. Kolejne oferty mają odpowiednio wartość: 204,2 mln PLN (Hydrobudowa Polska), 208,7 mln PLN (Skanska), 210,6 mln PLN (Strabag), ... Wartość drugiej najkorzystniejszej oferty Budimexu to 135 mln PLN. Łącznie złożono 8 ofert. Kolejne oferty mają odpowiednio wartość: 168,4 mln PLN (Skanska), Eurovia Polska (171,7 mln PLN), Strabag (172,8 mln PLN). Łącznie 303,7 mln PLN to 6,2% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011. Obie oferty istotnie odbiegały co do wartości od ofert pozostałych spółek biorących udział w przetargach.

Wybór oferty za 137,2 mln PLN

Budimex podpisał umowę z Gdańskich Inwestycji Komunalnych informację o wyborze oferty na budowę odcinka Trasy Sucharskiego w Gdańsku. Wartość oferty to 137,2 mln PLN (2,8% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Czas realizacji prac to 24 miesiące.

Kontrakt za 48,6 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt na odnowę fortyfikacji w Zamościu. Wartość umowy to 48,6 mln PLN (1% prognozowanych przychodów spółki na rok 2011).

Kontrakt za 37,9 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt na rozbudowę drogi wojewódzkiej nr. 184. Wartość kontraktu to 37,9 mln PLN (0,8% prognozowanych przychodów spółki na rok 2011).

Kontrakt za 95,7 mln PLN

Budimex poinformował o wyborze oferty spółki przez GDDKiA na budowę drogi ekspresowej S8 na odcinku Walichnowy – Łódź. Wartość oferty to 95,7 mln PLN (1,9% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Termin realizacji prac to 20 miesięcy.



Decyzja o wypłacie 9,08 PLN w formie dywidendy

ZWZA podjęło decyzję o wypłacie 226,3 mln PLN (9,08 PLN/akcję, yield: 9,1%) w formie dywidendy. Listę akcjonariuszy uprawnionych do dywidendy ustalono na dzień 6 czerwca 2011. Termin wypłaty dywidendy to 20 czerwca 2011.

Czasowa wyłączność na negocjacje w sprawie kupna PNI

Zarząd PKP udzielił Budimexowi czasowej wyłączności na negocjacje w sprawie kupna PNI. Możliwe będzie przeprowadzenie negocjacji między Budimexem a przedstawicielami związków zawodowych działających w PNI. Rozmowy w sprawie paktu gwarancji socjalnych dla pracowników PNI będą mogły być prowadzone od 23 maja do 13 czerwca b.r. We wstępnych rozmowach ze związkami pojawiły się duże rozbieżności między stanowiskami stron. Związki oczekują gwarancji zatrudnienia na 6 lat i wzrostu wynagrodzeń o wskaźnik inflacji, powiększony o kilka punktów procentowych. Budimex skłonny byłby się zgodzić jedynie na udzielone na rok gwarancje zatrudnienia. Dla Budimexu kluczowe jest, aby PNI zwiększyła rentowność netto z obecnych ok. 1% do 4-5%.

Korekta ceny docelowej o wypłaconą dywidendę

Korygujemy cenę docelową Budimexu o przysługującą akcjonariuszom dywidendę (9,08 PLN/akcję, yield = 8,9%). Cena docelowa zostaje obniżona z 99,0 PLN do 90,0 PLN.



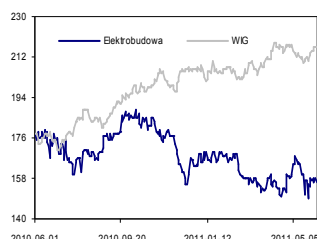
Elektrobudowa (Akumuluj)

Cena bieżąca: 156.3 PLN Cena docelowa: 178.6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	700.9	786.7	12.2%	762.5	-3.1%	847.1	11.1%	Liczba akcji (mIn)	4.7
EBITDA	123.5	64.0	-48.2%	73.1	14.2%	80.5	10.2%	MC (cena bieżąca)	742.1
marża EBITDA	17.6%	8.1%		9.6%		9.5%		EV (cena bieżąca)	640.2
EBIT	69.0	53.1	-23.1%	61.2	15.3%	68.0	11.1%	Free float	42.3%
Zysk netto	54.5	45.1	-17.4%	52.6	16.7%	59.2	12.6%		
P/E	13.6	16.5		14.1		12.5		Zmiana ceny: 1m	-4.6%
P/CE	6.8	13.3		11.5		10.3		Zmiana ceny: 6m	-4.7%
P/BV	2.6	2.3		2.1		1.9		Zmiana ceny: 12m	-11.2%
EV/EBITDA	8.4	10.9		8.8		7.7		Max (52 tyg.)	188.4
Dywid (%)	2.0	2.2		2.1		2.4		Min (52 tyg.)	149.0



Elektrobudowa notowana jest z premią do sektora budowlanego, ale jednocześnie spółka nie jest do końca porównywalna do dużych generalnych wykonawców notowanych na GPW. Firma posiada silną pozycję w wybranych segmentach (instalacje, rozdzielnice, prace w elektrorowniach) i ma głównie charakter podwykonawczo-produkcyjny. Ryzyko erozji marż w 2011 roku, obecne głównie w przypadku dużych zleceń drogowych, w niewielkim stopniu dotyczy spółkę. Elektrobudowa ma również lepsze perspektywy wzrostu, niż wielu konkurentów branżowych, notowanych na GPW. Wskaźniki wyceny Elektrobudowy są niższe, niż wskaźniki wyceny zagranicznych firm inżynierskich. Głównymi obszarami wzrostu są kontrakty eksportowe, zlecenia z PSE (rynek inwestycji podwoi się) oraz zlecenia związane z budową instalacji ekologicznych i bloków opalanych biomasą. W Q1 2011 Elektrobudowa pozyskała zlecenia warte około 350 mln PLN, co jest bardzo dobrym wynikiem. Widzimy szansę na przekroczenie naszej prognozy przychodów w 2011 roku. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Q1 2011: w Q2 2011 będzie lepiej

Elektrobudowa w Q1 2011 wygenerowała 145,1 mln PLN przychodów (prognoza: 137,2 mln PLN), 8,0 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (marża: 5,5%, prognoza: 8,7%), 4,3 mln PLN EBIT (prognoza: 7,3 mln PLN) oraz 3,4 mln PLN zysku netto (prognoza: 6,1 mln PLN). Za słabą marżę brutto na sprzedaży odpowiada segment dystrybucji energii, który w Q1 2011 wygenerował 1,3 mln PLN straty EBIT. W porównywalnym okresie roku ubiegłego, segment wygenerował dodatni EBIT na poziomie 2,5 mln PLN. Słaby jest również wynik w segmencie przemysłu. W Q2 2011 można spodziewać się poprawy w obu segmentach działalności. W segmencie dystrybucji energii wzrosną przychody, a za tym stopień pokrycia kosztów stałych (na koniec Q4 2010 spółka wyprzedziła się z rozdzielnic). W segmencie przemysłu liczymy na poprawę marż. Pozytywnymi aspektami wyników Q1 2011 są niższe koszty ogólne (3,7 mln PLN, prognoza: 4,7 mln PLN) oraz dobre wiadomości o wolumenie nowych pozyskanych zleceń (315,5 mln PLN w Q1 2011 vs. 156 mln PLN w Q1 2010) i portfelu zamówień (802,7 mln PLN w Q1 2011 vs. 643,7 mln PLN w Q1 2010).

Wybór oferty za 105,2 mln PLN

Oferta konsorcjum ZUE i Elektrobudowy została wybrana przez MPK w Poznaniu jako najkorzystniejsza w przetargu na budowę zajezdni tramwajowej Franowo w Poznaniu. Wartość umowy to 210,5 mln PLN netto, z czego około połowy, czyli 105,2 mln PLN, przypadać będzie na Elektrobudowę (13,8% prognozowanych przychodów na rok 2011). Termin realizacji prac to 24 miesiące.



Erbud (Kupuj)

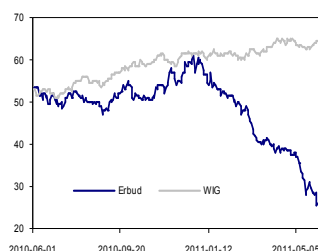
Cena bieżąca: 26.05 PLN

Cena docelowa: 37.6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	954.6	1 103.9	15.6%	1 281.5	16.1%	1 338.8	4.5%	Liczba akcji (mln)	12.6
EBITDA	68.3	29.0	-57.5%	24.8	-14.5%	59.8	140.8%	MC (cena bieżąca)	327.5
marża EBITDA	7.2%	2.6%		1.9%		4.5%		EV (cena bieżąca)	283.6
EBIT	60.5	20.9	-65.5%	16.6	-20.3%	51.5	209.5%	Free float	27.5%
Zysk netto	41.7	12.1	-71.0%	15.4	27.1%	43.1	180.4%		
P/E	7.9	27.1		21.3		7.6		Zmiana ceny: 1m	-31.4%
P/CE	6.6	16.2		13.9		6.4		Zmiana ceny: 6m	-52.2%
P/BV	1.4	1.4		1.3		1.1		Zmiana ceny: 12m	-51.3%
EV/EBITDA	2.8	7.9		11.4		4.7		Max (52 tyg.)	61.0
Dywid (%)	0.5	1.9		0.9		0.9		Min (52 tyg.)	25.5



Erbud w Q1 2011 rozczarował utworzeniem wysokich rezerw, które negatywnie wpłynęły na wyniki. Co ciekawe, po raz kolejny za rezerwy odpowiedzialny był oddział we Wrocławiu (jeden z 7 oddziałów regionalnych firmy). W oddziale miał miejsce audyt, kierownik jednostki został zwolniony. Liczymy, że to ostatni problem wrocławskiego oddziału. To pierwsza tak duża strata na kontrakcie w historii spółki. W spółkach zależnych Erbudu sytuacja stopniowo poprawia się. Drogownictwo nie przynosi już strat. Portfel zleceń w ramach działalności eksportowej istotnie wzrósł, co powinno pozytywnie wpłynąć na wyniki w przyszłych kwartałach. Przy obecnej cenie, Erbud pozostaje interesującą opcją na ponowny powrót marż w budownictwie do średnich europejskich poziomów około 3% marży EBIT. W przypadku realizacji tego scenariusza, co konserwatywnie zakładamy w pełni dopiero w 2013 roku, spółka notowana jest na poziomie P/E = 6,7 i EV/EBITDA = 3,9. Obecna cena Erbudu jest porównywalna z ceną z okresu kryzysu finansowego, gdy perspektywa portfela zamówień spółki była bardzo niepewna. Poza tym, reakcja na wyniki firmy też jest pochodną słabego sentymentu do sektora. Przy dobrym sentymencie, rezerwa w Q1 2011 byłaby określona mianem „one-off”. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Q1 2011: Erbud zaskakuje negatywnie

Erbud w Q1 2011 wygenerował 276 mln PLN przychodów (prognoza: 222,9 mln PLN), wynik brutto na sprzedaży na poziomie -2,3 mln PLN (marża: -0,8%, prognoza: +8,0%), -14,5 mln PLN EBIT (prognoza: 4,2 mln PLN, konsensus: 4,2 mln PLN) oraz -14,2 mln PLN netto (prognoza: 3,8 mln PLN, konsensus: 3,4 mln PLN). Za słabe wyniki odpowiedzialne są rezerwy, związane z realizacją kontraktu na budowę Centrum Handlowego Silesia (15,6 mln PLN). Bez zawiązania rezerw, rentowność brutto wyniosłaby 4,8%, czyli i tak byłaby gorsza, niż oczekiwaliśmy (8%). Koszty ogólne wyniosły 12,3 mln PLN (prognoza: 14 mln PLN), cash flow operacyjny zaś – 124,3 mln PLN (wydłużające się cykle płatności, efekt sezonowości). W podziale na poszczególne jednostki Grupy, dobry wynik wypracowało GWI oraz segment drogowy. Słabe wyniki uzyskał Erbud International i Budlex.

Portfel zamówień Erbudu i zapowiedź nowych zleceń za 200-300 mln PLN

Portfel zamówień spółki wynosi 1,26 mld PLN (+16% r/r), z czego 0,99 mld PLN przypada na rok 2011. W najbliższym czasie spółka zapowiada pozyskanie umów za 200-300 mln PLN (15,6% - 23,4% prognozowanych przychodów spółki na rok 2011). Łączna wartość złożonych przez Erbud ofert to 4,23 mld PLN. Prezes Erbudu spodziewa się w 2011 roku wzrostu przychodów o 10-15%.

Kontrakt Erbudu z Dom Development za 19,6 mln PLN

Erbud podpisał nowy kontrakt za 19,6 mln PLN z Dom Development (1,7% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2011). Kontrakt dotyczy budowy osiedla Wilno etap IIA faza 1. Termin realizacji to 16 miesięcy.



Mostostal Warszawa (Kupuj)

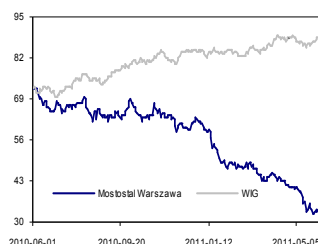
Cena bieżąca: 32.6 PLN

Cena docelowa: 54.5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 712.1	2 570.4	-5.2%	2 773.3	7.9%	2 683.1	-3.3%	Liczba akcji (mln)	20.0
EBITDA	209.1	119.7	-42.8%	75.4	-37.0%	108.4	43.9%	MC (cena bieżąca)	652.0
marża EBITDA	7.7%	4.7%		2.7%		4.0%		EV (cena bieżąca)	447.1
EBIT	181.2	84.3	-53.5%	38.3	-54.6%	70.4	83.9%	Free float	29.9%
Zysk netto	117.3	62.5	-46.7%	35.5	-43.1%	60.4	70.0%		
P/E	5.6	10.4		18.4		10.8		Zmiana ceny: 1m	-20.7%
P/CE	4.5	6.7		9.0		6.6		Zmiana ceny: 6m	-46.6%
P/BV	1.4	1.3		1.2		1.1		Zmiana ceny: 12m	-54.7%
EV/EBITDA	1.9	3.0		5.9		3.9		Max (52 tyg.)	72.0
Dyield (%)	0.9	5.5		1.7		1.6		Min (52 tyg.)	32.5



Mostostal Warszawa jest naszym zdaniem najtańszą spółką budowlaną notowaną na GPW i jedną z najtańszych w regionie. Na poziomie EV/S = 0,17, Mostostal jest tańszy, niż spółki japońskie, niemieckie, czy austriackie (rynk o niskich marżach i agresywnej konkurencji). Kapitalizacja spółki pomniejszona o gotówkę netto to jedynie 485 mln PLN, a mówimy przecież o jednej z największych, zdywersyfikowanych grup w Polsce. Firma od dłuższego czasu nie była też specjalnie optymistyczna w ocenie perspektyw wyników 2011 roku. Prognoza okazała się słuszną i to nie tylko w kontekście Mostostalu. Szanse rozwoju w dłuższym terminie pozostają bardzo dobre. Nie jest prawdą, że spółkę czeka w kolejnych latach spadek skali działalności. Szacujemy, że portfel zleceń na rok 2012 ma już wartość około 1 mld PLN (rok temu: 0,8 mld PLN). Od 2013 roku na wyniki Mostostalu pozytywnie mogą wpływać duże zlecenia energetyczne. Firma pozostaje aktywna we wszystkich interesujących przetargach (hydrotechnika, spalarnie, energetyka). Mostostal pozostaje ostrożny w segmencie drogowym, gdyż niestety pozostaje on obszarem najbardziej agresywnej konkurencji. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Q1 2011 przyniósł bardzo słabe wyniki, ale straty nie ma

W Q1 2011 Mostostal wygenerował 549,3 mln PLN przychodów (prognoza: 528,0 mln PLN), 11,8 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 2,2%, prognoza: 4,4%), 0,0 mln PLN EBIT (prognoza: 4,7 mln PLN, konsensus: 5,7 mln PLN), 0,6 mln PLN zysku netto (prognoza: 3,1 mln PLN, konsensus: 5,0 mln PLN). Niski wynik brutto na sprzedaży związany jest z bardzo niską rentownością jednostkową Mostostalu (0,3%, prognoza: 3,5%). Jest to wynik obniżających się budżetów kontraktów, co z kolei związane jest m.in. ze wzrostem cen materiałów budowlanych. Zmiana salda rezerw na kontrakty na poziomie jednostkowym była ujemna (spółka rozwiązała rezerwy, zmiana salda: 7,8 mln PLN netto). Oznacza to, że gdyby nie rozwiązanie rezerw, Mostostal na poziomie jednostkowym zaprezentowałby stratę. Jest to efekt odwrotny, niż w Q4 2010 (słaby wynik z uwagi na tworzone rezerwy). Wyniki pozostałych jednostek Grupy na poziomie operacyjnym są lepsze od naszych oczekiwań, z wyjątkiem Mostostalu Płock. Operacyjne przepływy pieniężne w Q1 2011 wyniosły -262,3 mln PLN. Jest to drugi największy ujemny cash flow, po tym, który zaprezentował Polimex. Niemniej, skala ujemnego cash flow nas nie zaskakuje, gdyż cash flow na koniec Q4 2010 był naszym zdaniem nadzwyczaj dobry.

Opóźnienia w Bogdancie rodzą ryzyka dużych kar?

Na konferencji inwestorskiej, Bogdanka przyznała, że realizowany przez Mostostal kontrakt na rozbudowę zakładu przeróbki mechanicznej węgla jest opóźniony o około 3 miesiące. Za opóźnienia odpowiada zmiana jednego z podwykonawców. Wartość podpisanego kontraktu to 186,8 mln PLN (6,9% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). Możliwe są odszkodowania za opóźnienia na poziomie kilkunastu mln PLN oraz dochodzenie przez Bogdankę utraconych korzyści (opóźnienie całego procesu inwestycyjnego).

Kontrakt za 30,4 mln PLN

Mostostal w konsorcjum z PRB Erbud i Remakiem podpisał umowę z Elektrociepłownią Tychy na wykonanie prac za 30,4 mln PLN (1,1% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). Termin realizacji prac to koniec 2012 roku.

Kontakt za 50 mln PLN

Mostostal podpisał kontrakt ze spółką Projekt Gdynia – 1 na budowę zespołu hotelowego wraz z infrastrukturą w Gdyni. Wartość umowy to 50 mln PLN (1,9% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). Termin realizacji to 31 lipca 2013 roku.



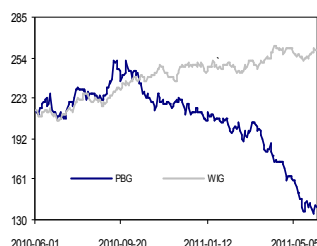
PBG (Kupuj)

Cena bieżąca: 139.2 PLN Cena docelowa: 167.9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 578.0	2 740.3	6.3%	2 396.1	-12.6%	2 002.1	-16.4%	Liczba akcji (mln)	14.3
EBITDA	338.7	319.4	-5.7%	292.3	-8.5%	266.8	-8.8%	MC (cena bieżąca)	1 989.9
marża EBITDA	13.1%	11.7%		12.2%		13.3%		EV (cena bieżąca)	1 890.9
EBIT	286.5	272.7	-4.8%	239.5	-12.2%	216.2	-9.7%	Free float	37.4%
Zysk netto	210.6	224.3	6.5%	197.5	-11.9%	192.9	-2.4%		
P/E	9.4	8.9		10.1		10.3		Zmiana ceny: 1m	-13.3%
P/CE	7.6	7.3		7.9		8.2		Zmiana ceny: 6m	-37.4%
P/BV	1.4	1.2		1.1		1.1		Zmiana ceny: 12m	-33.7%
EV/EBITDA	7.9	8.8		6.5		6.5		Max (52 tyg.)	252.0
Dyid (%)	266.8	1.0		2.8		2.5		Min (52 tyg.)	134.7



Po raz pierwszy w historii, wskaźnik P/E PBG jest zbliżony do 10. Spółka jest znacznie tańsza, niż w okresie kryzysu finansowego. Negocjacje z OHL zostały zawieszone z uwagi na spadek kursu Hydrobudowy i innych spółek budowlanych. OHL nie może sobie pozwolić na nabycie Hydrobudowy powyżej wartości księgowej, a następnie dokonywanie odpisów wartości firmy. Naszym zdaniem zmienia się strategia PBG wobec Hydrobudowy. Do tej pory, Hydrobudowa działała w dużej mierze jako słabszy partner PBG lub podwykonawca, realizujący relatywnie mniej rentowne kontrakty. Obecnie, sądzimy, że determinacja PBG do przeprowadzenia transakcji z OHL jest tak duża, że Hydrobudowa zacznie zaskakiwać pozytywnie. PBG pomoże tak generować dobre wyniki, jak i pozytywny cash flow. Odstąpi też część atrakcyjnych kontraktów, czego zapowiedzią są potencjalne zlecenia na budowę zbiorników w ramach terminalu LNG (kontrakty za 200 mln PLN, a w pespektywie nawet 500 mln PLN). W efekcie, jeśli umowa z OHL zostanie sfinalizowana, strategia rozwoju PBG (PPP, eksport, energetyka, akwizycje) będzie nadal konsekwentnie realizowana. Liczymy, że negocjacje dotyczące opóźnień w budowie Stadionu Narodowego i ewentualnych roszczeń o prace dodatkowe zakończą się dla PBG i Hydrobudowy pozytywnie. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q1 2011 PBG nie zaskakują

Przychody PBG w Q1 2011 wyniosły 477,6 mln PLN (prognoza: 521,1 mln PLN), wynik brutto na sprzedaży 55,3 mln PLN (marża: 11,6%, prognoza: 10,7%), EBIT 33,5 mln PLN (prognoza: 31,0 mln PLN, konsensus: 33,6 mln PLN), wynik netto zaś 24,1 mln PLN (prognoza: 16,5 mln PLN, konsensus: 20,8 mln PLN). Saldo pozostałej działalności finansowej w PBG wyniosło +8,9 mln PLN (prognoza: +3,1 mln PLN), jest to wpływ sprzedaży spółki Górecka Projekt przez Hydrobudowę 9 (4 mln PLN zysku). Duży ujemny cash flow w Grupie PBG prawdopodobnie został wygenerowany przez Aprivię (konsumpcja zaliczek). Cash flow Grupy PBG wyniósł -195 mln PLN, cash flow jednostkowy PBG: -55,6 mln PLN, zaś cash flow Hydrobudowy: -23 mln PLN.

Wyniki Q1 2011 Hydrobudowy

Hydrobudowa w Q1 2011 wygenerowała 277,2 mln PLN przychodów (prognoza: 280,0 mln PLN), 16,4 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (marża: 5,9%, prognoza: 6,7%), 8,3 mln PLN EBIT (prognoza: 7,7 mln PLN) oraz 8,8 mln PLN zysku netto (prognoza: 3,8 mln PLN).

Zawieszenie negocjacji z OHL

OHL poinformował w komunikacie o zawieszeniu negocjacji z PBG na temat nabycia udziałów spółki Hydrobudowa Polska i Aprivia za łączną cenę 506 mln PLN. OHL tłumaczy zawieszenie negocjacji ostatnim spadkiem wycen rynkowych spółek budowlanych oraz Hydrobudowy. Obie strony są zainteresowane powrotem do negocjacji w przyszłości, gdy rynkowa wycena Hydrobudowy powróci do poziomu, który strony brały pod uwagę, gdy rozpoczęły się negocjacje. Akcje Hydrobudowy kosztowały wówczas około 3,3-3,6 PLN/sztukę (obecnie: 2,16 PLN/sztukę). Prezes Wiśniewski przyznaje, że otrzymał propozycję, aby cena nabycia Hydrobudowy była rozliczana w transzach, wraz ze wzrostem kursu Hydrobudowy. Wariant ten został jednak przez PBG odrzucony. Plany na przyszłość dla Hydrobudowy zakładają oszczędności kosztowe. Składać na to ma się m.in. wchłonięcie KWG i Metorexu przez Hydrobudowę oraz outsourcing. Szczegóły redukcji kosztowych nie zostały opublikowane. Na razie PBG nie zamierza korygować prognoz na rok 2011, gdyż: a) brak transakcji z OHL na przełomie Q3 i Q4 nie jest przesądzony, b) PBG jest w trakcie wezwania na walory Energomontażu.

Prognoza wyników Hydrobudowy na rok 2011 i portfele zleceń

Hydrobudowa opublikowała prognozy wyników na rok 2011, które zakładają wygenerowanie 1,6 mld PLN przychodów i 50 mln PLN zysków netto. Portfel zleceń PBG ma obecnie wartość 5 mld PLN (z tego 2,6 mld PLN przypada na rok 2011), zaś Hydrobudowy 2,2 mld PLN (z tego 1,3 mld PLN przypada na rok 2011). Prezes PBG na konferencji inwestorskiej przyznał, że prognoza wyników Hydrobudowy, zakładająca 50 mln PLN zysku netto w 2011 roku, zakłada tylko 1 zdarzenie jednorazowe (4 mln PLN: sprzedaż spółki Górecka Projekt).

Potencjalne nowe zlecenia Hydrobudowy za ok. 800 mln PLN

Na konferencji poświęconej wynikom Hydrobudowy za Q1 2011, Prezes Hydrobudowy przyznał, że spółka ma szansę na pozyskanie nowych, dużych zleceń o wartości około 800 mln PLN netto. Chodzi o kwotę przypadającą na Hydrobudowę. Jest to 50% prognozowanych przychodów Hydrobudowy na rok 2011. W kwocie tej największe pozycje stanowi potencjalny kontrakt na budowę tunelu pod martwą Wisłą (440 mln PLN) i zlecenie na wykonanie zbiorników LNG w ramach terminala LNG w Świnoujściu (220 mln PLN). Prezes PBG deklaruje, że docelowo Hydrobudowa mogłaby wykonać w ramach terminala prace za 500-600 mln PLN.

Ołtaszyn doczekał się pozytywnego rozstrzygnięcia na 38,8 mln PLN

Hydrobudowa w raporcie za Q1 2011 poinformowała o pozytywnym rozstrzygnięciu Sądu Polubownego, zasądzającym na rzecz Hydrobudowy od Gminy Wrocław kwotę 38,8 mln PLN. Kwota ta to należność związana z realizacją kontraktu na rozbudowę kanalizacji osiedla Ołtaszyn.

Hydrobudowa została liderem konsorcjum na A4 Krzyż – Dębica Pustynia

Hydrobudowa poinformowała w raporcie za Q1 2011 o zawarciu aneksu do umowy konsorcjalnej, na mocy którego spółka stała się w miejsce firmy SIAC liderem konsorcjum.

Prezes widzi szansę na poprawę wyników w 2012 roku

Prezes PBG i Hydrobudowy przyznaje, że widzi szansę na poprawę wyników PBG i Hydrobudowy w 2012 roku r/r, nawet nie zakładając akwizycji. Prezes ma na myśli głównie poziom zysku operacyjnego. Jednocześnie Prezes podtrzymał chęć realizacji dotychczasowej strategii (energetyka, PPP, akwizycje, eksport), nawet bez transakcji z OHL.

Opóźnienia na Stadionie Narodowym mogą sięgać 10 miesięcy?

Według firmy audytorskiej EC Harris, na budowie Stadionu Narodowego opóźniona jest budowa instalacji. Inwestycja ma być ostatecznie gotowa na przełomie lutego i marca 2012. Wykonawca, powołując się na raport firmy EC Harris, uważa, że przyczyną opóźnień są błędy w projektach instalacji oraz opóźnione przekazywanie projektów przez NCS. Projekt przykładowo nie uwzględnił konieczności wybudowania 2 trafostacji oraz zasilania 6 serwerowni. W sumie, nie ujęto w projekcie kilku tysięcy otworów, którymi miały przechodzić kable. Projektant pomylił się z oszacowaniem poboru mocy o tyle, ile potrzebuje kilka nowoczesnych biurowców. Kwestia opóźnień na budowie Stadionu Narodowego rozstrzygnąć się powinna w ciągu najbliższych dni.



Polimex Mostostal (Akumuluj)

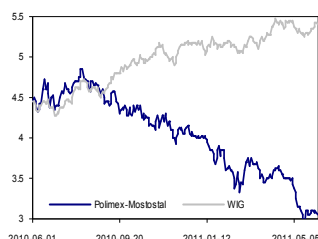
Cena bieżąca: 3.06 PLN

Cena docelowa: 3.41 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 836.7	4 160.9	-14.0%	4 719.9	13.4%	4 846.2	2.7%	Liczba akcji (mln)	521.7
EBITDA	343.6	300.4	-12.6%	279.2	-7.1%	312.5	11.9%	MC (cena bieżąca)	1 596.4
marża EBITDA	7.1%	7.2%		5.9%		6.4%		EV (cena bieżąca)	2 130.4
EBIT	264.9	212.7	-19.7%	169.2	-20.4%	202.0	19.4%	Free float	62.0%
Zysk netto	156.4	109.7	-29.9%	110.3	0.6%	148.6	34.7%		
P/E	9.1	12.9		14.5		10.7		Zmiana ceny: 1m	-9.5%
P/CE	6.0	7.2		7.2		6.2		Zmiana ceny: 6m	-25.7%
P/BV	1.1	1.0		1.0		0.9		Zmiana ceny: 12m	-30.5%
EV/EBITDA	5.4	6.4		7.6		6.5		Max (52 tyg.)	4.8
Dyid (%)	0.3	1.3		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	2.9



Wyniki Polimexu za Q1 2011 były rozczarowujące - relatywnie niska marża brutto, słaby wynik segmentu produkcji. Liczymy jednak, że kolejne kwartały przyniosą poprawę. Najbardziej perspektywiczną częścią Polimexu są segmenty energetyki, chemii i produkcji. Segmenty te charakteryzują się wysoką ekspozycją na plany inwestycyjne polskiej energetyki. Przetargi energetyczne postępują zgodnie z naszymi oczekiwaniami. W II połowie 2011 roku są szanse na rozstrzygnięcie przetargu w Opolu wartego około 10 mld PLN. Brak sprzedaży pakietu Enei spółce EdF to pozytywna wiadomość dla sektora, gdyż istotnie podnosi prawdopodobieństwo realizacji bloku w Kozienicach w konwencji węglowej. Pozytywnie oceniamy też zbliżającą się sprzedaż aktywów warszawskich przez Vattenfall. Uważamy, że nabywca aktywów prawdopodobnie podpisze umowę z konsorcjum Polimexu i Hitachi na budowę bloku w Siekierkach (wartość: około 2,8 mld PLN). Zapowiedzi Tauronu, który zamierza zmienić charakter części inwestycji (z węglowych na parowo-gazowe), trudno naszym zdaniem oceniać negatywnie. Faktycznie, bloki gazowe dadzą krajowym firmom mniej prac montażowych, nie będą też wymagać produkcji kotła. Z drugiej jednak strony, bloki są prostsze technicznie. Oznacza to, że boom energetyczny będzie mniejszy i krótszy, ale przyjdzie szybciej i może być bardziej intensywny. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Q1 2011: słabo w segmencie produkcji

Polimex Mostostal w Q1 2011 wygenerował 879,7 mln PLN przychodów (prognoza: 917,5 mln PLN), 86,0 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (marża: 9,8%, prognoza: 10,7%), 30,0 mln PLN EBIT (prognoza: 38,7 mln PLN, konsensus: 33,3 mln PLN), 12,5 mln PLN wyniku netto (prognoza: 19,2 mln PLN, konsensus: 17,4 mln PLN). Uwagę zwraca niższa marża brutto na sprzedaży: 9,8% (prognoza: 10,7%), która powoduje, że wynik na sprzedaży jest niższy, niż nasze oczekiwania o 11,6 mln PLN. Różnica ta częściowo uzasadniona jest zmianą salda rezerw (+7,7 mln PLN z tytułu rezerw na kontrakty, straty i naprawy gwarancyjne). Uwagę zwraca również słaby wynik produkcji (marża brutto: 9,1%). Q1 2011 był pod wpływem kontraktów zawartych z niską ceną oraz niekorzystnego wpływu wzrostu cen stali. Liczymy, że kolejne kwartały przyniosą poprawę. Rentowność w segmencie dróg i kolei oraz budownictwa była bardzo dobra (odpowiednio 9,5% i 9,3%). Cash flow operacyjny był ujemny i wyniósł 325,2 mln PLN.

Portfel zleceń na rok 2011

Portfel zleceń Polimexu na rok 2011 wynosi 3 mld PLN, zaś na rok 2012 2,7 mld PLN. Wcześniej wartości te wynosiły odpowiednio 3,3 mld PLN i 2,3 mld PLN (dane z raportu RS 2010). Dane te nie uwzględniają przychodów Q1 2011. Dane o wielkości portfela zleceń zostały już przez nas uwzględnione w zaktualizowanych prognozach wyników Polimexu.

Wypowiedzi Prezesa po wynikach Q1 2011

Prezes Polimexu zakłada, że przychody spółki wzrosną w tym roku dwucyfrowo. Grupa podtrzymuje chęć osiągnięcia rentowności netto zbliżonej do 3%. Polimex jest spokojny o rentowność zleceń drogowych, nie powinna być ona niższa, niż w roku ubiegłym. Jako ciekawe potencjalne przetargi i kontrakty Prezes wymienił: projekt modernizacji linii kolejowej w Rumunii za 250 mln EUR, projekt budowy fabryki w Wietnamie (razem z Policami). Poprawia się sytuacja w konstrukcjach stalowych. Zdecydowanie rosną zamówienia, marże są cały czas niskie, ale działalność jest rentowna. Aktualne moce produkcyjne w Siedlcach są wykorzystywane w 85-90%.

Szansa na kontrakt w Łodzi za 572 mln PLN, Pol Aqua nie rezygnuje z walki

Polimex otrzymał informacje o wyborze oferty konsorcjum firm Torpol, Astaldi, Intercor i PBDiM na budowę podziemnego dworca kolejowego w Łodzi. Wartość oferty to 1,43 mld PLN netto, z



czego na Torpol, spółkę w 100% zależną od Polimexu, przypada 40% (572 mln PLN, 12% prognozowanych przychodów na rok 2011). Pol-Aqua, która złożyła najniższą ofertę cenową, przyznała w raporcie bieżącym, że podejmie kroki, mające na celu obronę interesów spółki. Spółka powołuje się na opinię, zgodnie z którą procedura przetargowa powinna zostać unieważniona.

Polimex ma najniższą ofertę za 157,8 mln PLN

Polimex Mostostal złożył najniższą ofertę cenową na budowę modernizację stadionu z Zabrze. Wartość oferty to 157,8 mln PLN.

Najkorzystniejsza oferta w Rumunii za 55,6 mln PLN

Oferta złożona przez Polimex i Instakon OY, na zaprojektowanie i budowę hali sportowej w Bacau w Rumunii, została wybrana jako najkorzystniejsza. Wartość oferty to 55,6 mln PLN (1,2% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2011). Realizacja prac zakończy się we wrześniu 2013.



Rafako (Kupuj)

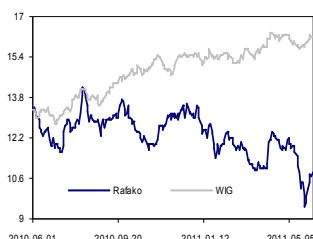
Cena bieżąca: 10.8 PLN

Cena docelowa: 13.4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	963.7	1 188.1	23.3%	1 418.2	19.4%	1 460.8	3.0%	Liczba akcji (mln)	69.6
EBITDA	67.5	72.1	6.7%	77.5	7.6%	79.9	3.1%	MC (cena bieżąca)	751.7
marża EBITDA	7.0%	6.1%		5.5%		5.5%		EV (cena bieżąca)	563.0
EBIT	53.9	60.2	11.6%	63.7	5.9%	65.6	3.0%	Free float	20.5%
Zysk netto	37.7	43.6	15.6%	56.3	29.0%	61.1	8.6%		
P/E	19.9	17.2		13.4		12.3		Zmiana ceny: 1m	-9.5%
P/CE	14.6	13.5		10.7		10.0		Zmiana ceny: 6m	-17.9%
P/BV	2.1	1.9		1.7		1.5		Zmiana ceny: 12m	-17.7%
EV/EBITDA	7.6	7.7		7.3		6.6		Max (52 tyg.)	14.2
Dyid (%)	0.0	2.8		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	9.5



Duże kontrakty nigdy nie były bliżej. Zlecenia na budowę dużych bloków energetycznych nie są zagrożone i będą rozstrzygnięte na przełomie 2011 i 2012 roku. Pozyskanie dużych zleceń pozwoliłoby spółce na istotny wzrost przychodów w 2013 roku, do poziomu 2 mld PLN. Portfel zleceń na najbliższe okresy nadal jest duży (1,1 mld PLN na pozostałe kwartały 2010 roku, ponad 0,6 mld PLN na rok 2012). Decyzję o wypłacie dużej dywidendy przyjmujemy pozytywnie. Uważamy, że związana jest ona z brakiem akwizycji PAK i z dużymi stanami gotówkowymi Rafako. Nie widzimy znacznego ryzyka z tytułu konwersji części planowanych inwestycji węglowych na parowo-gazowe. Z zakładowej produkcji kotłów Rafako generuje jedynie 150 mln PLN przychodów rocznie. Reszta przychodów to generalne wykonawstwo. Poza tym, Alstom przeniósł duży zakład produkcji kotłów z Czech do Chin. Rafako nie jest też naszym zdaniem drogie. Nawet na rok 2010 wycena spółki nie odbiega od wyceny światowych firm inżynieryjnych. W perspektywie lat przyszłych, Rafako jest tańsze. Nie spodziewamy się agresywnej konkurencji w ramach pozyskiwania dużych zleceń energetycznych. Na przykładzie zleceń drogowych firmy budowlane uczą się ostrożności. Przetargi energetyczne są znacznie bardziej ryzykowne od zleceń drogowych. Dostrzegamy pozytywny trend – krajowi gracze startują w przetargach z zagranicznymi koncernami technologicznymi. Z uwagi na spadek wyceny, podwyższamy rekomendację do kupuj.

Q1 2011: dobry cash flow, dużo zdarzeń jednorazowych

Rafako w Q1 2011 wygenerowało 202,1 mln PLN przychodów (prognoza: 276,6 mln PLN, konsensus: 277,3 mln PLN), 15,5 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 7,7%, prognoza: 10,0%), 12,1 mln PLN EBIT (prognoza: 11,0 mln PLN, konsensus: 13,2 mln PLN), 10,8 mln PLN zysku netto (prognoza: 10,0 mln PLN, konsensus: 11,6 mln PLN). Istotnie niższe, niż zakładaliśmy, okazały się przychody ze sprzedaży (efekt sezonowości). Portfel zleceń na pozostałe miesiące roku ma wartość około 1,1 mld PLN. Marża brutto wyniosła jedynie 7,7% (prognoza: 10%), wpływ na niższą rentowność miał wzrost salda rezerw z tytułu wyceny kontraktów o 8 mln PLN. Skorygowana o efekt rezerw marża brutto wyniosłaby 11,6%. Koszty ogólne wyniosły tylko 3,9 mln PLN (prognoza: 15,9 mln PLN). Na poziomie kosztów sprzedaży spółka zaksięgowła rozwiązanie odpisu należności na 12,6 mln PLN (skorygowane o efekt odpisu koszty ogólne to 16,5 mln PLN, nieznacznie wyższe, niż prognozowaliśmy). Cash flow w Q1 2011 był bardzo dobry i wyniósł +52,3 mln PLN.

Kontrakt za 47,5 mln PLN

Rafako podpisało kontrakt za 12 mln EUR (około 47,5 mln PLN, 3,3% prognozowanych przychodów spółki w 2011 roku). Przedmiotem umowy jest dostawa 2 kotłów do instalacji utylizacji odpadów wraz z montażem i rozruchem w SITA Tees Valley w Anglii. Inwestorem jest Hitachi Zosen Inova.

Będzie dywidenda, 0,57 PLN/akcję (yield = 5,3%)

WZA Rafako zdecydowało o wypłacie 39,7 mln PLN w formie dywidendy (yield = 5,3%). Jest to 0,57 PLN / akcję. Dzień dywidendy to 21 czerwca, zaś dzień wypłaty dywidendy to 12 lipca 2011.



Trakcja Polska (Kupuj)

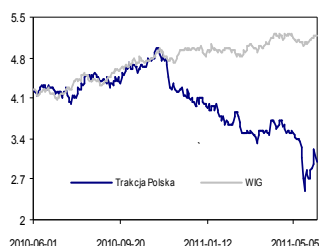
Cena bieżąca: 3.01 PLN

Cena docelowa: 3.5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	711.6	491.2	-31.0%	2 259.2	360.0%	2 520.6	11.6%	Liczba akcji (mln)	232.1
EBITDA	86.8	54.8	-36.9%	173.4	216.5%	173.4	0.0%	MC (cena bieżąca)	698.6
marża EBITDA	12.2%	11.2%		7.7%		6.9%		EV (cena bieżąca)	1 137.0
EBIT	76.7	44.1	-42.5%	127.7	189.5%	127.7	0.0%	Free float	39.9%
Zysk netto	71.6	32.6	-54.5%	72.6	122.8%	79.3	9.2%		
P/E	6.7	14.8		9.6		8.8		Zmiana ceny: 1m	-14.0%
P/CE	5.9	11.1		5.9		5.6		Zmiana ceny: 6m	-29.2%
P/BV	1.3	1.2		0.9		0.8		Zmiana ceny: 12m	-27.5%
EV/EBITDA	4.0	5.0		6.6		5.8		Max (52 tyg.)	5.0
Dywid (%)	3.3	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	2.5



W Q2 2011 Trakcja-Tiltra, jako jedna z pierwszych firm z sektora, zaprezentuje poprawę wyników. Szacujemy, że na ten rok Tiltra ma już portfel zleceń warty 850 mln PLN. Do kwoty tej doliczyć należy około 300 mln PLN przychodów z tytułu sprzedaży emulsji bitumicznych (udział Poldimu w rynku: 30%) oraz kontrakty na bieżąco pozyskiwane na Litwie (około 150 mln PLN). W efekcie, do realizacji prognoz zakładających 1,44 mld PLN przychodów Trakcji w 2011 roku brakuje jedynie około 150 mln PLN. Niepewnością obarczony jest rok 2012 - jednak czy aż tak duża? Na rok 2012/2013 Tiltra posiada zlecenia warte 114 mln PLN. Szacunek ten obejmuje Q1 2013, nie obejmuje zaś Q1 2012. Do kwoty tej doliczyć należy około 300 mln PLN przychodów ze sprzedaży mas bitumicznych oraz przychody ze stabilnej działalności na Litwie (ok. 300 mln PLN rocznie). Oznacza to, że do wypełnienia naszych prognoz zakładających 1,3 mld PLN obrotów brakuje jedynie 750-800 mln PLN. Jeśli jednak w najbliższym czasie, zgodnie z zapowiedziami, zostaną rozstrzygnięte przetargi za 10-11 mld PLN, z zapełnieniem portfela nie powinno być problemu. Wielkość portfela zleceń w segmencie kolei na odmianną przekracza nasze szacunki i daje szansę na rewizję prognoz w górę, tak jeśli chodzi o rok 2012, jak i nawet o rok 2013. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Q1 2011: nominalnie lepiej dzięki zdarzeniom jednorazowym

Trakcja Polska wygenerowała w Q1 2011 78,1 mln PLN przychodów (prognoza: 66,9 mln PLN), 4,3 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (marża: 5,5%, prognoza: 8,6%), -0,9 mln PLN EBIT (prognoza: -2,0 mln PLN, konsensus: -1,2 mln PLN), -0,4 mln PLN wyniku netto (prognoza: -1,1 mln PLN, konsensus: -0,1 mln PLN). Lepszy niż zakładaliśmy EBIT ma związek z wystąpieniem pozytywnych przychodów operacyjnych (saldo: +1,1 mln PLN, prognoza: -0,75 mln PLN). Marża brutto na sprzedaży w Q1 2011 okazała się niższa, niż zakładaliśmy (5,5%, prognoza: 8,6%). Niższą marżę brutto na sprzedaży spółka częściowo kompensuje niższymi kosztami ogólnymi (6,4 mln PLN, prognoza: 7,0 mln PLN).

Kontrakt za 491 mln PLN

Trakcja Polska, w konsorcjum z PKP Energetyka, PNI, PRM Mosty-Łódź, Intop, PPM-T, podpisała umowę z PKP PLK na modernizację linii nr 9 na odcinku LCS Malbork. Wartość umowy to 868,9 mln PLN, z czego 491 mln PLN przypada na Trakcję Polską (21,7% prognozowanych przychodów Trakcji-Tiltry na rok 2011). Jest to ten kontakt, w którym oferta konsorcjum Trakcji Polskiej została wybrana z 5-ego miejsca. Nie uwzględnialiśmy kontraktu w prognozach, gdyż liczyliśmy się z potencjalnymi protestami.

Najkorzystniejsza oferta za 238 mln PLN

Trakcja Polska złożyła najkorzystniejszą ofertę cenową na zaprojektowanie i budowę stacji Łódź Widzew i części szlaku Łódź Fabryczna – Łódź Widzew. Wartość oferty to 238 mln PLN, czyli 10% prognozowanych przychodów Trakcji na rok 2011. Łącznie w przetargu złożono 9 ofert. Druga w kolejności była oferta firm Aprivia, PBG, Hydrobudowa Polska. Nie znamy wartości oferty.

Kontrakt za 220,7 mln PLN

Konsorcjum firm PNI, PKP Energetyka, PRKił, Dolkom, podpisało umowę z PKP PLK na modernizację linii E59 na odcinku Wrocław – Poznań, etap II. Wartość umowy to 657,3 mln PLN, z czego 220,7 mln PLN to prognozowane przychody PRKił, spółki zależnej Trakcji, z tytułu realizacji kontraktu (10% przychodów Trakcji – Tiltry w 2011 roku). Termin realizacji prac to 40 miesięcy.



Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

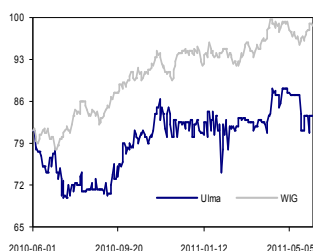
Cena bieżąca: 83.5 PLN

Cena docelowa: 85.9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	175.4	215.4	22.7%	256.0	18.9%	245.9	-4.0%	Liczba akcji (mln)	5.3
EBITDA	72.1	104.2	44.6%	128.4	23.2%	115.5	-10.0%	MC (cena bieżąca)	438.8
marża EBITDA	41.1%	48.4%		50.1%		47.0%		EV (cena bieżąca)	569.0
EBIT	4.0	27.3	590.3%	52.3	91.5%	39.6	-24.4%	Free float	18.7%
Zysk netto	-5.5	10.2		32.9	221.9%	23.8	-27.7%		
P/E		42.9		13.3		18.4		Zmiana ceny: 1m	-4.6%
P/CE	7.0	5.0		4.0		4.4		Zmiana ceny: 6m	4.2%
P/BV	1.7	1.6		1.5		1.4		Zmiana ceny: 12m	6.8%
EV/EBITDA	9.1	6.2		4.4		4.9		Max (52 tyg.)	88.0
Dyield (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	70.0



W roku 2011 w wynikach Ulmy pojawią się rezultaty z realizacji kontraktów infrastrukturalnych podpisanych w roku 2010. Z uwagi na rekordowy wolumen prac drogowych, które będą mieć miejsce w roku kolejnym, spółka notuje znacząco zwiększony popyt na szalunki ze strony generalnych wykonawców. Obecnie firmy drogowe, widząc wzrost kosztów budowy dróg, starają się jak najszybciej zakontraktować dzierżawę sprzętu na przyszłe budowy. Przekłada się to na dodatkowy wzrost presji cenowej, który częściowo hamuje jedynie dążenie konkurencyjnej firmy Doka do zwiększenia udziału w rynku infrastruktury. Pozycja rynkowa Ulmy i dotychczasowego lidera, czyli Peri, jest już w zasadzie równorzędna. Doka nie dysponuje zapleczem logistycznym zbliżonym do dwóch liderów rynku. Podtrzymujemy opinię, że nawet biorąc pod uwagę wysoką amortyzację, około 30 mln PLN zysku netto w 2011 roku jest realne. Rok 2012 może przynieść jednak ponowne pogorszenie wyników Ulmy. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Ulmy w Q1 2011

Ulma w Q1 2011 wygenerowała 49,0 mln PLN przychodów (prognoza: 55,0 mln PLN), 8,5 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (prognoza: 10,1 mln PLN), 3,9 mln PLN EBIT (prognoza: 5,2 mln PLN), 0,7 mln PLN wyniku netto (prognoza: 1,3 mln PLN). To, że wyniki są niższe od naszych założeń, związane jest z niższym poziomem przychodów. Na uwagę zasługuje relatywnie niski poziom kosztów własnych sprzedaży (40,5 mln PLN, prognoza: 44,9 mln PLN), niższy, niż w kwartałach 2010 roku. Poziom kosztów ogólnych był zgodny z prognozą (4,1 mln PLN). Poziom kosztów w Ulmie jest bardzo istotny, gdyż szacujemy, że w tej firmie około 95% kosztów ma stały charakter (ogromna dźwignia operacyjna). Przewidujemy, że kolejne kwartały przyniosą kontynuację tendencji poprawy wyników finansowych Ulmy.

Propozycja wypłaty 1,58 PLN w formie dywidendy

Ulma w projektach uchwał na ZWZA proponuje wypłatę 1,58 PLN na akcję w formie dywidendy (yield = 2,3%).



Unibep (Kupuj)

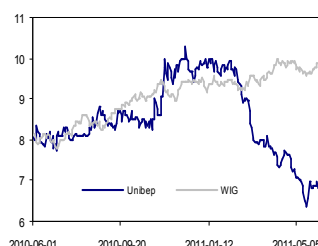
Cena bieżąca: 6.82 PLN

Cena docelowa: 9.78 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	392.7	657.9	67.5%	780.6	18.7%	870.9	11.6%	Liczba akcji (mln)	33.9
EBITDA	31.4	35.7	13.8%	33.3	-6.6%	63.7	91.0%	MC (cena bieżąca)	231.4
marża EBITDA	8.0%	5.4%		4.3%		7.3%		EV (cena bieżąca)	307.3
EBIT	26.6	29.8	11.7%	26.8	-9.9%	57.0	112.7%	Free float	27.3%
Zysk netto	17.8	22.7	27.5%	19.5	-14.1%	40.9	109.9%		
P/E	13.0	10.2		11.9		5.7		Zmiana ceny: 1m	-3.4%
P/CE	10.3	8.1		8.9		4.9		Zmiana ceny: 6m	-31.7%
P/BV	2.1	1.6		1.5		1.2		Zmiana ceny: 12m	-18.3%
EV/EBITDA	7.5	6.8		9.2		5.4		Max (52 tyg.)	10.3
Dyid (%)	1.5	1.5		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	6.4



Kurs Unibepu od początku roku spadł o ponad 30%, co nie ma uzasadnienia w sytuacji fundamentalnej spółki, a jest raczej odbiciem obaw o kondycję całego sektora budowlanego. Na tle branży, Unibep nie jest spółką istotnie narażoną na erozję wyników finansowych. Dostrzegamy szereg argumentów przemawiających na korzyść Unibepu: 1) firma specjalizuje się w pracach budowlanych dla klientów prywatnych (brak konieczności uczestniczenia w przetargach publicznych) 2) Unibep rozpoczął realizację kilka dużych osiedli dla deweloperów - można liczyć na realizację kolejnych etapów inwestycji, przy lepszej marży 3) Ekspozycja na ryzykowny segment drogowy jest mała 4) W segmencie eksportu konkurencja ze strony innych firm jest mała, niektóre kontrakty udaje się pozyskać w formule koszt + marża (np. kontrakt w Petersburgu) 5) Spółka nie jest duża, pozyskanie nowych zleceń, np. na wschodzie, da szansę na dynamiczny wzrost przychodów, 6) Działalność deweloperska jest prowadzona rozsądnie, projekt biurowy (Grzybowska 81) charakteryzuje się atrakcyjną lokalizacją, duży projekt mieszkaniowy Point House sprzedaje się dobrze (sprzedane 73 z 236 lokali, koniec budowy na przełomie 2011 i 2012 roku) 7) Żadna inna spółka budowlana nie ma szans na tak niskie P/E w 2012 roku (5,7). Niskie P/E wynika z kumulacji w 2012 roku z projektu Point House, wycen nieruchomości oraz oczekiwanej poprawy wyniku działalności budowlanej. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Q1 2011: trochę lepiej, niż zakładaliśmy

Unibep w Q1 2011 zrealizował 139,9 mln PLN przychodów (prognoza: 122,1 mln PLN), 8,8 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (marża: 6,3%, prognoza: 6,7%), 3,6 mln PLN EBIT (prognoza: 2,0 mln PLN), 2,2 mln PLN wyniku netto (prognoza: 1,6 mln PLN). Za niższą od prognozowanej rentowność brutto na sprzedaży odpowiada segment drogownictwa. Sezonowy deficyt przychodów w tym segmencie przyczynił się do powstania 2,2 mln PLN straty brutto na sprzedaży. Marża brutto generalnego wykonawstwa i produkcji była lepsza, niż zakładaliśmy (GW: 6,3%, prognoza: 6,0%; Produkcja: 6,4%, prognoza: 1,0%). Niższe, niż zakładaliśmy, okazały się koszty ogólne (5,4 mln PLN, prognoza: 6,0 mln PLN). Cash flow operacyjny wyniósł -22,6 mln PLN.

Postęp w staraniu o kontrakt za 83 mln EUR (324 mln PLN)

Unibep poinformował kolejnym kroku na drodze do pozyskania kontraktu na budowę Hotelu Wnukowo w Rosji. Wartość kontraktu to 83 mln EUR (324 mln PLN, 44% prognozowanych przychodów Unibepu na rok 2011). Banki zgodziły się finansować kontrakt, czekamy jednak jeszcze na ostateczną zgodę KUKE.

List intencyjny w sprawie budowy i sprzedaży biurowca

Unibep podpisał list intencyjny, dotyczący wybudowania i sprzedaży biurowca Grzybowska 81 (własna inwestycja deweloperska Unibepu). Biurowiec zgodnie z listem intencyjnym ma zostać sprzedany po uzyskaniu pozwolenia na użytkowanie. Warunkowa umowa przedwstępna ma zostać zawarta na przełomie maja i czerwca 2011.

Korekta ceny docelowej o wypłaconą dywidendę

Korygujemy cenę docelową Unibepu o przysługującą akcjonariuszom dywidendę (0,12 PLN/akcję, yield = 1,7%). Cena docelowa zostaje obniżona z 9,90 PLN do 9,78 PLN.



ZUE (Akumuluj)

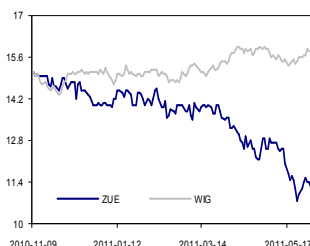
Cena bieżąca: 11.29 PLN

Cena docelowa: 13.2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	199.9	392.4	96.3%	530.0	35.1%	572.4	8.0%	Liczba akcji (mln)	22.0
EBITDA	18.7	32.4	73.0%	39.8	22.9%	43.7	10.0%	MC (cena bieżąca)	248.4
marża EBITDA	9.4%	8.2%		7.5%		7.6%		EV (cena bieżąca)	270.5
EBIT	16.8	25.6	52.7%	31.5	22.8%	32.8	4.4%	Free float	27.3%
Zysk netto	8.6	16.8	94.6%	20.9	24.2%	22.1	6.0%		
P/E	20.9	14.8		11.9		11.2		Zmiana ceny: 1m	-12.1%
P/CE	17.1	10.6		8.5		7.5		Zmiana ceny: 6m	-22.3%
P/BV	3.5	1.5		1.4		1.3		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	12.7	8.3		6.8		5.7		Max (52 tyg.)	15.1
Dywid (%)	0.0	0.6		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	10.8



ZUE historycznie realizowało bardzo wysokie marże i bardzo dobre wyniki finansowe. W latach 2006-2008 marże EBIT przekraczały nawet 10%. Były to jednak czasy, w których konkurencja w branży była ograniczona. Obecnie, na przetargach tramwajowych, pojawiają się największe krajowe koncerny budowlane. Uważamy, że zjawisko to może być kontynuowane, z uwagi na spadek nakładów na budowę dróg. Zakładamy, że już w 2011 roku marża EBIT spadnie do 5,9% (6,5% w 2012 roku) Poza kwestią oczekiwanego spadku marż, perspektywy ZUE są bezpieczne. Firma nadal pozostaje liderem rynku inwestycji tramwajowych w Polsce. Obawy o perspektywę wzrostu skali działalności ZUE są nieuzasadnione. Spółka posiada bardzo duży portfel zleceń, na poziomie ponad 500 mln PLN na rok 2011 i 300-350 mln PLN na rok 2012. Wraz z podpisaniem kontraktu na budowę zajezdni tramwajowej w Poznaniu, portfel zleceń na rok 2012 może wzrosnąć nawet o 75 mln PLN. W efekcie, pozytywna dynamika przychodów w 2011 i 2012 roku jest naszym zdaniem zapewniona. Jeśli nastąpi redukcja wydatków samorządów, to ... wpłynie ona dopiero na przychody 2013 roku. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Q1 2011: strata, ale lepiej r/r

ZUE w Q1 2011 wygenerowało 46,0 mln PLN przychodów (prognoza: 46,8 mln PLN), 0,2 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 0,3%, prognoza: 10,0%). -3,3 mln PLN EBIT (prognoza: 0,7 mln PLN), -2,7 mln PLN wyniku netto (prognoza: 0,0 mln PLN). Za słaby wynik odpowiada efekt obciążających wynik kosztów stałych. Spółka nie posiadała historii prezentowania wyników za pierwszy kwartał – stąd zaskoczenie negatywne. W roku ubiegłym wynik ZUE był gorszy: 28,8 mln PLN przychodów, 1,4 mln PLN straty brutto na sprzedaży (marża: -4,9%), 5,2 mln PLN straty EBIT, 4,1 mln PLN straty netto. Cash flow operacyjny wyniósł +17,0 mln PLN.

Wybór oferty za 210,5 mln PLN

Oferta konsorcjum ZUE i Elektrobudowy została wybrana przez MPK w Poznaniu jako najkorzystniejsza w przetargu na budowę zajezdni tramwajowej Franowo w Poznaniu. Wartość umowy to 210,5 mln PLN netto, z czego około połowy, czyli 105,2 mln PLN, przypadać będzie na ZUE (20% prognozowanych przychodów na rok 2011). Termin realizacji prac to 24 miesiące.

Przedterminowa spłata kredytu inwestycyjnego

ZUE poinformowało o przedterminowej spłacie kredytu inwestycyjnego na kwotę łączną 67,5 mln PLN. Część kredytu (tzw. transza balonowa) została spłacona wcześniej. Do 30 czerwca dokonano spłaty 23,6 mln PLN.

Deweloperzy

Wyniki sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym w Q1 2011

REAS opublikował raport o rynku mieszkaniowym w Q1 2011 (+4% q/q, + 14% r/r). Sprzedaż na rynku największych miast Polski w Q1 2011 wyniosła około 8 tys. lokali, do oferty zaś wprowadzono 10,7 tys. lokali. Efektywność sprzedaży w Q1 2011 wyniosła średnio 19%. REAS za poziom równowagi uznaje 25%. Łączna oferta dla 6 największych aglomeracji w kraju to 42 tys. lokali, czyli więcej, niż w 2008 roku. Stosunek wielkości oferty do sprzedaży największy był we Wrocławiu (159%), a najmniejszy w Krakowie (136%). *Gazeta Wyborcza*, powołując się na REAS, podaje, że w Q1 2011 w Warszawie sprzedano nieco ponad 3,3 tys. mieszkań, przy wzroście oferty o 3,6 tys. lokali. Zdaniem REAS, wskazuje to na możliwość osiągnięcia rocznego poziomu sprzedaży na poziomie 13 tys. lokali, co oznaczałoby istotną poprawę r/r.

Gant Development

Wyniki sprzedaży za kwiecień

Gant Development sprzedał w kwietniu 64 mieszkania netto (71 brutto). W całym 2011 roku Gant może przekazać 890 mieszkań. W 2011 roku Gant planuje zakupy gruntów za 100 mln PLN. W kwocie tej zawiera się grunt przy ul. Jana Kazimierza w Warszawie oraz dwa grunty we Wrocławiu. Kolejne miesiące powinny przynieść poprawę.

Jak drożała w księgach spółka SM Dom

Impexmetal sprzedał w czerwcu 2010 roku spółkę SM Dom firmie Velazquez za 17 mln PLN. Na transakcji Impexmetal zrealizował 10 mln PLN zysku. Miesiąc później Velazquez wniósł mieszkania do Ganta, obejmując akcje wyceniane na 27,8 mln PLN. Od chwili nabycia spółki, Gant rozpoznał zyski z wyceny aktywów spółki o łącznie 54,6 mln PLN. Impexmetal nie uważa, aby cena sprzedaży aktywów była zaniżona. Została ona ustalona w oparciu o wycenę firmy konsultingowej oraz w drodze negocjacji. Gant uważa, że wycena aktywów spółki jest rynkowa. Łączna powierzchnia użytkowa obiektów to 41 tys. m² (wycena 2039 PLN/m², w całej wartości spółki zaliczone są również grunty, co powoduje, że efektywnie cena ta jest niższa). Gant przyznaje też, że na wartość nieruchomości pozytywnie wpłynęło podniesienie stawek czynszowych, redukcje płacowe w spółce, poprawa ściegłości czynszów.

LC Corp

Zakup gruntu w Ząbkach

LC Corp poinformował o zakupie gruntu w podwarszawskich Ząbkach. Powierzchnia gruntu to 34,5 tys. m². Na gruncie powstaną 32 budynki o łącznej powierzchni 50 tys. PUM. Latem 2011 roku ma rozpocząć się budowa 1 etapu inwestycji. Oddania mieszkań mają mieć miejsce w II połowie 2012 roku.

NFI Octava

Uzgodnienie warunków zbycia Magnolii z Blackstone Real Estate

Fundusz NFI Octava poinformował o uzgodnieniu w zasadniczych kwestiach istotnych warunków komercyjnych potencjalnej transakcji zbycia akcji spółki LDSA firmie Buffalo Poland Topco, kontrolowanej przez Blackstone Real Estate. Potencjalnemu nabywcy została udzielona wyłączność w negocjacjach. Spółka LDSA kontroluje CH Magnolia, główne aktyw NFI Octava. Udzielony został na rzecz Blackstone okres wyłączności w celu przeprowadzenia negocjacji umowy ostatecznej. Można szacować, że CH Magnolia odpowiada za około 95% wyceny dewelopera. Na koniec 2010 roku nieruchomość została wyceniona w oparciu o stopę kapitalizacji zbliżoną do 7,5%.

Rank Progress

Zapowiedzi dużych planów inwestycyjnych

Rank Progress zamierza do końca 2014 r. oddać do użytku 16 centrów handlowych. Łączna wartość inwestycji wyniesie 2,2 mln PLN, a łączna powierzchnia najmu 450 tys. m². Spośród wspomnianych 16 obiektów, 3 są już w realizacji (Kalisz, Świdnica, okolice Krosna). Pozostałe projekty mają wystartować w ciągu najbliższych dwóch lat. Spółka zamierza finansować budowę m.in. ze sprzedaży posiadanych obiektów. W grę wchodzi także emisja akcji lub obligacji oraz finansowanie udzielone przez przyszłego właściciela.



BBI Development (Kupuj)

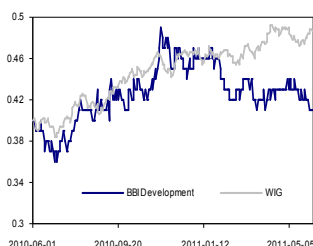
Cena bieżąca: 0.41 PLN

Cena docelowa: 0.53 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-08

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1.0	66.6	6629.9%	53.3	-20.1%	110.7	107.9%	Liczba akcji (mln)	523.1
EBITDA	-7.7	29.9		12.9	-56.8%	50.7	293.2%	MC (cena bieżąca)	214.5
marża EBITDA	-778.4%	44.8%		24.2%		45.8%		EV (cena bieżąca)	381.4
EBIT	-7.9	29.7		12.7	-57.2%	50.5	297.1%	Free float	65.2%
Zysk netto	-9.1	13.5		10.0	-26.3%	32.6	226.6%		
P/E		15.8		21.5		6.6		Zmiana ceny: 1m	-6.8%
P/CE		15.6		21.1		6.5		Zmiana ceny: 6m	-10.9%
P/BV	1.1	0.9		0.9		0.8		Zmiana ceny: 12m	5.1%
EV/EBITDA		10.4		29.6		10.3		Max (52 tyg.)	0.5
Dyield (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	0.4



W kluczowej inwestycji BBI Development - Nowy Plac Unii - trwa budowa części podziemnej. Jeszcze w czerwcu spodziewamy się wyboru generalnego wykonawcy części nadziemnej, natomiast w Q3 2011 spółka powinna uzyskać kredyt i tym samym całkowicie zabezpieczyć finansowanie inwestycji. W Q2 i Q3 nastąpi przekazanie pozostałych mieszkań projektu mieszkaniowego Dom na Dolnej. Warto zauważyć, że wszystkie mieszkania z tej inwestycji są już sprzedane, a do spółki spłynęło większość gotówki ze sprzedaży. Zyski z pozostałych dwóch projektów mieszkaniowych zostaną rozliczone w 2012 r., stąd przychody spółki w kolejnych trzech kwartałach 2011 r. będą wyraźnie niższe niż w Q1 2011. Obecnie sprzedanych lub zarezerwowanych jest ok. 70% apartamentów w Rezydencji Foksal oraz ponad 20% mieszkań w projekcie Małe Błonia w Szczecinie. W tym roku zakończone zostaną prace projektowe przy inwestycji Koneser. Są one finansowane m.in. środkami z emisji obligacji. Do końca 2011 r. zostanie ukończony etap 1 tej inwestycji (biura). Dotychczas skomercjalizowano 90% powierzchni. Na przełomie 2011 i 2012 r. ruszy budowa etapów mieszkaniowych Konesera. W 2012 r. oprócz kolejnych etapów Konesera i Małych Błoni, spółka zamierza rozpocząć budowę inwestycji Nowy Sezam oraz Pasaż Simonsa. Obie inwestycje są na etapie przygotowania administracyjnego i projektowego. Obecnie nie widzimy potrzeby rewizji naszych prognoz zysków i terminów realizacji projektów BBI Development. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q1 2011

Na każdym poziomie wyniku finansowego zysk BBI Development był ok. 35% niższy od naszych prognoz. Przyczyną tego jest niższy od prognoz zysk z wyceny nieruchomości inwestycyjnych, który w Q1 wyniósł 19,8 mln PLN (prognoza: 32 mln PLN). Przeszacowanie dotyczy inwestycji Pl. Unii. Sądzymy, że przyczyną niższej rewaluacji może być weryfikacja budżetu inwestycji. Obecnie spółka jest w stanie lepiej ocenić całkowity koszt inwestycji niż to miało miejsce w szacunkach z 2010 r. Sądzymy, że wybór generalnego wykonawcy i ostateczne ustalenie budżetu części nadziemnej nastąpi w Q3 2011, natomiast na przełomie Q3 i Q4 2011 r. spodziewalibyśmy się zorganizowania finansowania zewnętrznego tej inwestycji. Mimo, że rewaluacja jest niższa niż zakładaliśmy w prognozach Q1, nasze szacunki z ostatniego raportu analitycznego zakładały przeszacowanie Pl. Unii na poziomie 14,9 mln PLN w całym 2011 r., stąd wysokość rewaluacji ma pozytywny wpływ na naszą wycenę akcji BBI Development. Pozostałe pozycje rachunku zysków i strat nie różniły się od prognoz tak istotnie, jak przychody z wyceny nieruchomości. 18,9 mln PLN pochodziło z przekazania mieszkań w inwestycji Dom na Dolnej (prognoza: 17,3 mln PLN). Marża na sprzedaży mieszkań wyniosła 23,2%. Koszty operacyjne (po wyłączeniu kosztów własnych sprzedaży mieszkań) wyniosły 3,6 mln PLN, co oceniamy pozytywnie. Wprawdzie R/R nastąpił ponad 90% wzrost poziomu kosztów ogólnych, lecz można zaobserwować znaczny spadek kosztów operacyjnych w stosunku do Q3 i Q4 2010, gdzie wyniosły one odpowiednio 4,9 oraz 4,3 mln PLN. Zbliżony do oczekiwań był wynik z pozostałej działalności operacyjnej (0,7 mln PLN) oraz z działalności finansowej (-0,7 mln PLN). Przy efektywnej stopie podatkowej równej 19,5%, zysk netto BBI Development w Q1 wyniósł 16,8 mln PLN.

Dzięki przeszacowaniu nieruchomości inwestycyjnych spółka w Q1 wykonała 168% naszych prognoz zysku netto na cały 2011 r. W stosunku do pozostałych pozycji rachunku wyników (zarówno przychodowych, jak i kosztowych) spółka realizuje nasze całoroczne szacunki, stąd wyniki Q1 oceniamy pozytywnie.



Dom Development (Kupuj)

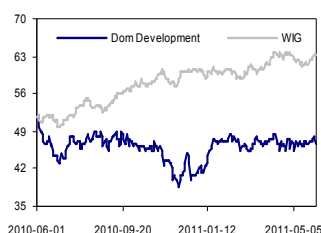
Cena bieżąca: 46.5 PLN

Cena docelowa: 53.5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	704.4	513.7	-27.1%	625.6	21.8%	927.2	48.2%	Liczba akcji (mln)	24.6
EBITDA	113.6	61.4	-45.9%	101.3	64.9%	156.3	54.4%	MC (cena bieżąca)	1 142.1
marża EBITDA	16.1%	12.0%		16.2%		16.9%		EV (cena bieżąca)	1 293.6
EBIT	111.2	59.1	-46.9%	98.9	67.5%	153.9	55.7%	Free float	26.5%
Zysk netto	80.2	40.4	-49.6%	82.5	104.1%	129.3	56.7%		
P/E	14.2	28.3		13.8		8.8		Zmiana ceny: 1m	-0.4%
P/CE	13.8	26.7		13.5		8.7		Zmiana ceny: 6m	13.4%
P/BV	1.5	1.5		1.3		1.2		Zmiana ceny: 12m	-5.1%
EV/EBITDA	12.6	19.3		12.8		6.7		Max (52 tyg.)	49.0
Dyield (%)	1.7	1.7		1.0		4.3		Min (52 tyg.)	38.5



Wyniki Q1 2011 oceniamy neutralnie. Słaby wynik wynika z przekazania jedynie 20 lokali. Zważywszy na to, że w całym 2011 roku deweloper prześle co najmniej 1200 lokali – Q1 2011 nie ma większego znaczenia. W Q1 2011 deweloper sprzedał netto 399 lokali, co jest dobrym wynikiem (efektywność sprzedaży = 21%). Oczekujemy wzrostu sprzedaży w Q2 2011, tak z uwagi na to, że Q1 jest najsłabszy w roku, jak i ze względu na powiększenie się oferty dewelopera. Liczymy na sprzedaż 430-450 lokali w Q2. Większy wymiar środków przeznaczonych na zakup gruntów (wzrost z 200 do 350 mln PLN) oznacza w krótkim terminie wyższe wskaźniki EV/EBITDA, ale w dłuższym terminie lepsze perspektywy wzrostu. Nie dostrzegamy konieczności rewizji budżetów projektów – tak po stronie kosztów budowy, jak i cen sprzedaży lokali (pozostają one bez zmian). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Rozpoczęcie budowy nowego etapu Osiedla Wilno

Dom Development poinformował o rozpoczęciu sprzedaży i budowy kolejnego etapu osiedla Wilno na warszawskim Targówku. Etap liczy 117 mieszkań. Średnia powierzchnia lokali to 50 m2. Prace budowlane związane z budową etapu, za 19,6 mln PLN, wykona Erbud. Termin realizacji to 16 miesięcy.

Rozpoczęcie inwestycji przy ul. Hery

Dom Development poinformował o rozpoczęciu i wprowadzeniu do sprzedaży inwestycji Akropol, przy ul. Hery. W inwestycji znajdzie się 366 lokali. Oddanie projektu nastąpi w Q4 2012.

Decyzje o wypłacie 0,9 PLN w formie dywidendy

WZA Dom Development podjęło decyzję o wypłacie 0,9 PLN w formie dywidendy (yield: 1,9%).

Korekta ceny docelowej o wypłaconą dywidendę

Korygujemy cenę docelową Dom Development o przysługującą akcjonariuszom dywidendę (0,9 PLN/akcję, yield = 1,9%). Cena docelowa zostaje obniżona z 54,4 PLN do 53,5 PLN.



Echo Investment (Kupuj)

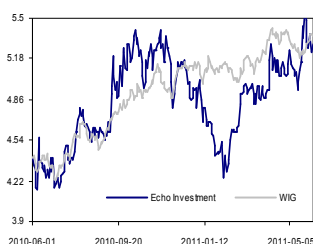
Cena bieżąca: 5.3 PLN

Cena docelowa: 6.17 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	431.4	427.8	-0.9%	400.1	-6.5%	603.2	50.8%	Liczba akcji (mln)	420.0
EBITDA	200.5	169.6	-15.4%	367.0	116.4%	681.4	85.6%	MC (cena bieżąca)	2 226.0
marża EBITDA	46.5%	39.7%		91.7%		113.0%		EV (cena bieżąca)	3 988.1
EBIT	196.1	167.6	-14.6%	361.9	116.0%	676.2	86.8%	Free float	
Zysk netto	103.7	146.9	41.6%	196.4	33.7%	410.9	109.2%		
P/E	21.5	15.2		11.3		5.4		Zmiana ceny: 1m	1.0%
P/CE	20.6	14.9		11.0		5.4		Zmiana ceny: 6m	3.9%
P/BV	1.3	1.2		1.1		0.9		Zmiana ceny: 12m	27.4%
EV/EBITDA	19.4	23.1		10.9		7.4		Max (52 tyg.)	5.6
Dyid (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	4.2



Echo pokazało w Q1 solidne wyniki finansowe. Pozytywnym zaskoczeniem był poziom zysku brutto ze sprzedaży (o 10% wyższy od naszych prognoz). Pomimo, że zysk z rewaluacji nieruchomości był niższy od naszych szacunków, podtrzymujemy całoroczne prognozy zysku netto na poziomie 196 mln PLN. Spodziewamy się, znacznego zysku z rewaluacji w H2 2011, gdyż spółka uwzględni efekt spadku stóp kapitalizacji oraz dodatkowy zysk z wyceny przekazywanych do użytku obiektów. Zyski generowane z czynszów powinny pozostać w kolejnych dwóch kwartałach na stabilnym poziomie. Dopiero w Q4 2011 w wynikach pojawi się pozytywny wpływ zakończenia rozbudowy Galerii Echo w Kielcach. Największe ryzyko dla naszych prognoz stanowi natomiast umocnienie PLN w stosunku do EUR. W ciągu ostatnich dwóch miesięcy spółka uzyskała pozwolenia na budowę obiektów komercyjnych w Bełchatowie, Łomży, Szczecinie, Wrocławiu i Kaliszu. Oznacza to, że w 2012 r. Echo najprawdopodobniej będzie w stanie ukończyć więcej projektów niż założyliśmy w ostatnim raporcie. Oprócz znacznej liczby projektów w przygotowaniu, atutem Echo Investment jest bezpieczny poziom zadłużenia, długotrwałe relacje z sieciami handlowymi oraz konserwatywna wycena nieruchomości w bilansie, stwarzająca szansę na zysk w przypadku sprzedaży któregoś z obiektów. Spodziewamy się, że niedawna sprzedaż Galerii Echo w Bełchatowie również może przynieść spółce niewielki zysk. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q1 2011

Spółka zaprezentowała dobre wyniki finansowe na poziomie operacyjnym (Wzrost zysku brutto ze sprzedaży Q/Q o 2,9% pomimo pozytywnego zdarzenia jednorazowego w Q4 2010). Największy wpływ na poprawę wyniku miał segment centrów handlowych, gdzie NOI wzrósł 16% Q/Q. NOI segmentu biurowego wzrósł natomiast 5% Q/Q. W segmencie mieszkaniowym, który obecnie w bardzo ograniczonym stopniu kontrybuuje w zyskach Echo Investment sprzedano mieszkania i działki budowlane o wartości jedynie 4,9 mln PLN. Nastąpiła natomiast wyraźna poprawa marży w stosunku do Q4, która w Q1 wyniosła 26,3%. Ogólnie, zysk brutto ze sprzedaży był w Q1 o 10,1% wyższy od naszych prognoz i wyniósł 62,3 mln PLN. Zysk z rewaluacji nieruchomości wyniósł w Q1 77,5 mln PLN (prognoza: 103,9 mln PLN). Koszty ogólne wyniosły 15 mln PLN, co oznacza wzrost o 15% R/R oraz spadek 26% Q/Q. Wynik na działalności finansowej wyniósł -57,7 mln PLN wobec prognozy -53,3 mln PLN. Za gorszy wynik odpowiada najprawdopodobniej wyższa od naszych szacunków strata z wyceny instrumentów zabezpieczających.

Zysk netto wyniósł 55,2 mln PLN, co oznacza wynik o 4% niższy od konsensusu oraz 26% niższy od naszych prognoz. Duża różnica w stosunku do naszych prognoz jest efektem niższej niż założona rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych. Generalnie wyniki oceniamy neutralnie. Pozytywną wiadomością jest poprawa wyniku z podstawowej działalności (zyski z czynszów).

Uzyskanie pozwolenia na budowę biurowców we Wrocławiu

Spółka uzyskała pozwolenie na budowę Aquarius Business House. Projekt jest realizowany w dwóch etapach. Pierwszy z nich ma być zakończony w październiku 2012 r. Drugi etap powinien się rozpocząć w listopadzie 2012 r. i zostać oddany do użytkowania na początku 2014 r. Informacja jest zgodna z naszymi oczekiwaniami. W 2011 r. spółka zakończy budowę trzeciego etapu kompleksu biurowego Malta w Poznaniu, natomiast etap I Aquarius Business House jest jedynym obiektem biurowym w planach inwestycyjnych Echo, którego ukończenie przewidujemy na 2012 r. Rynek wrocławski ma obecnie najniższy poziom pustostanów w Polsce.

Sprzedaż centrum handlowego w Bełchatowie

Spółka sprzedała centrum handlowe Echo w Bełchatowie. Nabywcą jest spółka zależna od cypryjskiego Vousoka. Wartość transakcji wyniosła ponad 44 mln PLN netto. Zarządcą budynku



na nadal pozostanie Echo. Grupa Echo Investment buduje w sąsiedztwie nowy obiekt – Galerię Olimpia. Transakcję oceniamy pozytywnie. Spółka uwalnia w ten sposób gotówkę pod przyszłe inwestycje. Warto zauważyć, że obiekt sprzedany w Bełchatowie nie należy do najnowocześniejszych, podczas gdy rynek inwestycyjny w Polsce wciąż koncentruje się na obiektach z segmentu „prime”. Sądzymy, że spółka może wykazać niewielki zysk ze sprzedaży obiektu w Bełchatowie.

Uprawomocnienie pozwolenia na budowę Galerii Veneda

Pozwolenie na budowę Galerii Veneda, które spółka uzyskała na początku kwietnia, uległo uprawomocnieniu. Obecnie na terenie budowy trwają prace przygotowawcze. Obiekt ma być gotowy jesienią 2012 r. W naszych prognozach zakładamy ukończenie budowy oraz zysk z rewaluacji wartości Galerii Veneda w H1 2013, natomiast pierwsze przychody z czynszów w H2 2013. Uzyskanie prawomocnego pozwolenia na budowę oznacza, że oddanie obiektu do użytku już w 2012 r. uważamy za bardziej prawdopodobne.



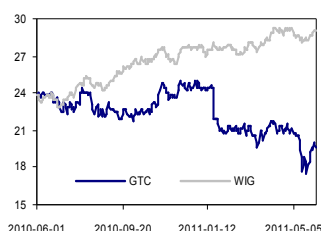
GTC (Kupuj)

Cena bieżąca: 19.55 PLN Cena docelowa: 23.36 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-27

(mIn EUR)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	156.4	169.0	8.1%	166.9	-1.3%	192.1	15.1%	Liczba akcji (mIn)	219.4
EBITDA	-121.7	111.1		211.1	90.0%	305.4	44.6%	MC (cena bieżąca)	4 288.7
marża EBITDA	-77.8%	65.8%		126.5%		159.0%		EV (cena bieżąca)	9 260.3
EBIT	-122.1	110.6		210.5	90.3%	304.8	44.8%	Free float	58.8%
Zysk netto	-128.3	41.9		110.9	164.5%	176.6	59.2%		
P/E		25.8		9.7		6.1		Zmiana ceny: 1m	-6.0%
P/CE		25.4		9.7		6.1		Zmiana ceny: 6m	-21.3%
P/BV	1.1	1.1		1.0		0.8		Zmiana ceny: 12m	-17.5%
EV/EBITDA		20.8		11.0		8.7		Max (52 tyg.)	25.0
Dywid (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	17.6



Znaczna przecena akcji GTC, która nastąpiła po publikacji wyników Q1 jest naszym zdaniem dobrym momentem do kupna walorów dewelopera. Pomimo wyraźnego wzrostu kursu w ostatnich dniach spółka wciąż jest notowana z dyskontem do wartości księgowej na 2011 r. Obecna wycena rynkowa GTC oznacza, że spółka jest notowana z ok. 10% dyskontem do Echo Investment na wskaźniku P/BV. Dyskonto do zagranicznych deweloperów komercyjnych również wynosi od kilku do kilkunastu procent (poza spółkami notowanymi na giełdzie austriackiej), pomimo że zagraniczni deweloperzy nie mają możliwości generowania zysku z tytułu kompresji stóp kapitalizacji. Chociaż GTC informował o planach nabycia gruntów pod nowe inwestycje, scenariusz emisji akcji w celu ich finansowania wydaje się nam mało prawdopodobny. Spółka posiada wystarczająco dużo tańszych źródeł finansowania. Finalizacja umowy sprzedaży udziałów w Galerii Mokotów powinna całkowicie zabezpieczyć potrzeby gotówkowe spółki w średnim okresie. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Niejednomyślność w głosowaniu na WZA

Na WZA część akcjonariuszy (30% głosów na WZA) zagłosowało przeciwko zmianom w zasadach wynagradzania Członka Rady Nadzorczej Eliego Alroya. Część akcjonariuszy nie poparło uchwały, na mocy której emisje z prawem poboru będą miały wpływ na wysokość przysługujących Eliemu Alroyowi akcji fantomowych. Spółka zaprzecza, jakoby miała w planach emisję akcji, uchwała natomiast ma charakter porządkowy. Nie widzimy powodów, dla których GTC potrzebowałoby dokonać emisji akcji. Na koniec 2010 r. spółka posiadała 192 mln EUR gotówki, jej sytuacja finansowa nie powinna ograniczać możliwości pozyskania finansowania zewnętrznego na realizowane projekty. Skala planów inwestycyjnych również, naszym zdaniem, nie wymusi na spółce konieczności emisji akcji.

Wynik netto w Q1 lepszy, lecz jego struktura słaba

Wynik finansowy GTC na poziomie operacyjnym rozczarował. W segmencie komercyjnym nastąpił spadek zysku brutto ze sprzedaży Q/Q (-4,7%) oraz R/R (-5,2%). W prognozach spodziewaliśmy się wzrostu w tym segmencie działalności. Przyczyną tak słabego wyniku jest głównie sprzedaż biurowców Nefryt i Topaz w Q4 (biurowce w Q4 jeszcze przez 2 miesiące przynosiły dochody z czynszów) oraz brak przychodów z centrum handlowego Stara Zagora (ciągle obowiązują wakacje czynszowe). Wynik segmentu mieszkaniowego jest również słaby. W Q1 GTC sprzedało mieszkania o wartości 3,9 mln EUR wykazując marżę na sprzedaży równą -9,6%.

Koszty zarządu i sprzedaży wyniosły 6,3 mln EUR (prognoza: 6,0 mln EUR). Wynik na pozostałej działalności operacyjnej nie zaskakuje (-0,3 mln EUR). Zaskoczeniem jest natomiast relatywnie duża rewaluacja nieruchomości inwestycyjnych wynosząca 13,7 mln PLN. Pierwszy kwartał nie jest zazwyczaj miesiącem, w którym dochodzi do istotnych rewaluacji w GTC, stąd tak wysokie przeszacowanie nieruchomości może świadczyć o dość dobrej kondycji sektora komercyjnego nawet pomimo niższego zysku z czynszów. Wynik z wynajmu powierzchni komercyjnej, jak zostało powyżej wspomniane, jest pod wpływem zdarzeń jednorazowych. W starszych obiektach GTC nie musiało wcale dojść do erozji czynszów.

Niższe od prognoz są koszty finansowe (16,6 mln EUR), co jest również efektem sprzedaży biurowców i spłaty części zadłużenia. Wynik akcjonariuszy mniejszościowych wyniósł -1,8 mln EUR. Zysk netto wyniósł 10,3 mln EUR, co jest znacznie lepszym wynikiem od prognoz i konsensusu, lecz jest to przede wszystkim efekt wysokiej rewaluacji.

Plany inwestycyjne

GTC nabyło w Q1 grunty na warszawskiej Białołęce (ok. 4 ha). Wartość transakcji nie jest znana, podobnie jak dokładna lokalizacja działki. Projekt planu zagospodarowania przestrzennego umożliwia budowę w tym miejscu centrum handlowego, jednak spółka nie chce

jeszcze przesądzić o sposobie zagospodarowania gruntu. GTC myśli też o innych inwestycjach w stolicy. W grę wchodzi m.in. umowy joint venture wspólnie z właścicielami gruntów. Do końca 2011 r. spółka chce podpisać 2-3 umowy tego typu. Niektóre z tych projektów są na etapie negocjacji. Warszawa wciąż pozytywnie wyróżnia się w segmencie powierzchni komercyjnych na tle innych miast w naszej części Europy. Wysoki poziom pre-let sprawia, że spółka próbuje przyspieszyć budowę projektów biurowych w stolicy. Umowy typu JV są szansą na szybkie rozpoczęcie nowych inwestycji, gdyż z większym prawdopodobieństwem dotyczą projektów, gdzie rozpoczęta już została ścieżka administracyjna prowadząca do uzyskania pozwolenia na budowę. Szybkie rozpoczęcie budowy mogłoby się wiązać z wysoką marżą na projekcie, gdyż w ciągu najbliższych dwóch lat podaż nowej powierzchni biurowej w Warszawie najprawdopodobniej nie przekroczy popytu.

Sprzedaż udziałów w Galerii Mokotów

GTC zawarło ze spółką zależną Unibail Rodamco wstępną umowę sprzedaży 50% udziałów w Galerii Mokotów. (Pozostałe 50% udziałów należy obecnie do Unibail Rodamco). Wartość nieruchomości wyceniono na 475 mln EUR. Ze sprzedaży udziałów GTC uzyska 138,4 mln EUR. Ostateczna umowa sprzedaży zostanie zawarta w terminie 6 miesięcy. Transakcja sprzedaży przyniesie spółce gotówkę potrzebną do realizacji przyszłych planów inwestycyjnych. Sprzedaż oznacza, że spekulacje odnośnie ewentualnej emisji akcji przez GTC nie są uzasadnione. Nie spodziewamy się wykazania zysku ze sprzedaży Galerii Mokotów (spółka w ostatnim czasie wykazała znaczny zysk z rewaluacji tej inwestycji). Widzimy pewne ryzyko powodzenia transakcji ze strony UOKiK, gdyż Unibail Rodamco posiada udziały w kilku innych dużych galeriach w Warszawie: Złote Tarasy, Arkadia, Warszawa Wileńska.



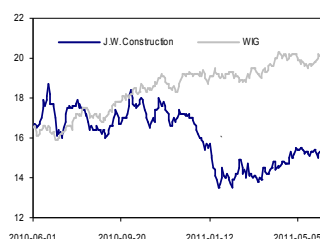
J.W. Construction (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15.35 PLN Cena docelowa: 16.3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	713.3	620.0	-13.1%	528.3	-14.8%	368.8	-30.2%	Liczba akcji (mIn)	54.1
EBITDA	152.9	155.3	1.6%	153.0	-1.5%	142.3	-7.0%	MC (cena bieżąca)	830.0
marża EBITDA	21.4%	25.0%		29.0%		38.6%		EV (cena bieżąca)	1 167.5
EBIT	138.9	142.4	2.6%	136.2	-4.4%	125.4	-7.9%	Free float	22.2%
Zysk netto	100.4	92.0	-8.4%	96.4	4.8%	73.6	-23.7%		
P/E	8.3	9.0		8.6		11.3		Zmiana ceny: 1m	-0.3%
P/CE	7.3	7.9		7.3		9.2		Zmiana ceny: 6m	-11.0%
P/BV	2.2	1.8		1.4		1.2		Zmiana ceny: 12m	-6.9%
EV/EBITDA	9.2	7.3		7.6		10.7		Max (52 tyg.)	18.7
Dywid (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	13.5



Z analizowanych przez nas deweloperów mieszkaniowych, J.W. Construction w Q1 2011 zaprezentowało najlepsze wyniki finansowe. Związane jest to z dużą liczbą przekazywanych lokali. Konkurencyjne spółki większość mieszkań w projektach rozpoczętych w podobnym okresie jak J.W. Construction, przekazało już wcześniej. Perspektywa wyników 2012 roku nie jest już najlepsza – J.W. brakuje lokali do przekazania w przyszłym roku. Na szczęście, spółka rozpoczyna kolejne inwestycje, nie notując już dużych opóźnień. Rodzi to szansę na poprawę wyników sprzedaży lokali, ale nastąpi to prawdopodobnie dopiero w Q3/Q4 2011. Skala planowanej akwizycji gruntu na Woli (od Black Lion NFI) rodzi obawy, czy aby na pewno deweloper ma środki, aby sfinansować tak wiele nowych projektów, jak zakładamy. Sama transakcja co do ceny wydaje nam się atrakcyjna – obawiamy się jednak jej konsekwencji bilansowych. Po transakcji LTV dewelopera przekroczy 70% i będzie wyższe, niż LTV Ganta. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Q1 2011: wynik zgodnie z prognozą dzięki wycenom nieruchomości

J.W. Construction w Q1 2011 wygenerowało 125,6 mln PLN przychodów (prognoza: 129,7 mln PLN), 38,4 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (marża: 30,5%, prognoza: 34,2%), 31,6 mln PLN EBIT (prognoza: 30,9 mln PLN, konsensus: 26,2 mln PLN), 19,3 mln PLN zysku netto (prognoza: 19,9 mln PLN, konsensus: 14,8 mln PLN). Spółka przekazała 370 lokali (prognoza: 398). Struktura wyniku jest nieco gorsza, niż zakładaliśmy. Marża z działalności deweloperskiej wyniosła 32,2% (prognoza: 35,4%), segment hotelarski przyniósł -0,3 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (prognoza: +0,4 mln PLN), koszty ogólne wyniosły 13,7 mln PLN (prognoza: 13,0 mln PLN). Na wynik Q1 2011 pozytywnie wpłynęła wycena nieruchomości, nie uwzględniona w prognozach (6,6 mln PLN, prognoza na cały 2011 rok: 5,7 mln PLN). Konsensus prognoz mógł zakładać niższe marże z działalności deweloperskiej, nominalne zaskoczenie pozytywne może płynąć z wyceny nieruchomości.

W 2011 roku wynik netto podobny, jak w roku 2010

J.W. Construction ma potencjał, aby w tym roku przekazać 1,8 tys. lokali. Oznacza to, że porównywalny wynik netto r/r jest osiągalny. Spółce udało się już znaleźć jednego klienta na najem powierzchni w biurówcu Jerozolimskie Point o powierzchni 4,1 tys. m². Od początku 2011 roku deweloper sprzedał 330 lokali (Q1 2011: 258, czyli w kwietniu sprzedane zostały 72 mieszkania brutto). Mieszkań w ofercie jednak przybywa, co powinno pozwolić deweloperowi na poprawę wyniku sprzedaży lokali w kolejnych miesiącach. Obecnie w ofercie J.W. znajduje się około 700 gotowych lokali i około 1,2 tys. lokali w budowie. Do końca roku J.W. może wprowadzić do oferty kolejnych 700 lokali. W 2012 roku spółka teoretycznie mogłaby wprowadzić do oferty nawet 7 tys. lokali, gdyby krok taki uzasadniał popyt.

Zewnętrzny kontrakt budowlany za 80 mln PLN

J.W. Construction podpisało kontrakt za budowę inwestycji mieszkaniowo-komercyjnej przy ul. Wroniej w Warszawie. Wartość kontraktu to 80 mln PLN. Zlecenie to ma otworzyć spółce drogę do realizacji innych projektów dla zewnętrznych klientów. Przekazanie inwestycji do użytkowania ma mieć miejsce w Q2 2013. J.W. realizuje w ramach działalności budowlanej około 360 mln PLN przychodów rocznie, przy czym przychody te podlegają wyłączeniu, gdyż J.W. buduje własne inwestycje deweloperskie. W modelu wyceny uwzględniamy marżę realizowaną na własnych usługach budowlanych. Na kontrakcie za 80 mln PLN J.W. zarobić może około 2,5 mln PLN (3% marży netto).

Pozwolenia na budowę przy ul. Światowida

J.W. otrzymało pozwolenie na budowę inwestycji przy ul. Światowida i wprowadziło inwestycję do oferty. Projekt liczy 166 mieszkań. Lokale będą gotowe do zamieszkania w grudniu 2012.



P.A. Nova (Kupuj)

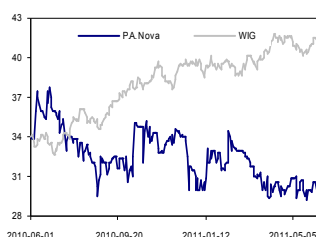
Cena bieżąca: 30 PLN

Cena docelowa: 37.4 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	157.6	146.5	-7.1%	169.3	15.6%	190.2	12.3%	Liczba akcji (mln)	10.0
EBITDA	24.4	27.9	14.5%	29.6	6.1%	36.6	23.6%	MC (cena bieżąca)	299.7
marża EBITDA	15.5%	19.1%		17.5%		19.3%		EV (cena bieżąca)	426.2
EBIT	22.5	25.7	14.6%	27.0	4.7%	34.0	26.0%	Free float	39.4%
Zysk netto	18.6	20.2	8.4%	17.6	-13.0%	17.8	1.4%		
P/E	12.9	14.9		17.1		16.8		Zmiana ceny: 1m	-2.8%
P/CE	11.7	13.4		14.8		14.6		Zmiana ceny: 6m	-12.7%
P/BV	1.5	1.3		1.2		1.1		Zmiana ceny: 12m	-11.8%
EV/EBITDA	8.9	13.5		14.4		16.6		Max (52 tyg.)	37.7
Dyid (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	29.3



W ostatnim czasie spółka rozpoczęła budowę dwóch obiektów komercyjnych oraz dokonała rewizji części planów inwestycyjnych. Obecnie w budowie znajdują się obiekty handlowe w Stalowej Woli i Kędzierzynie-Koźlu o łącznej powierzchni 24,7 tys. m². W tym roku rozpocznie się budowa dwóch kolejnych inwestycji o łącznej powierzchni 22 tys. m² (Gorlice i Kluczbork). Najbardziej odległą perspektywę stanowi inwestycja w nowoczesną galerię handlową w Jaworznie (35 tys. m²). P.A. Nova posiada 50% udział w spółce celowej powołanej do realizacji tego projektu (drugie 50% posiada GC Investment, od marca 2011 notowana na New Connect). Rozpoczęcie budowy Galerii w Jaworznie jest przewidziane dopiero na 2012 r., lecz według nas projekt nie jest obciążony dużym ryzykiem. Na jego korzyść działa b. dobra lokalizacja w centrum Jaworzna, brak nowoczesnych obiektów handlowych w tym mieście, brak konkurencji ze strony innych deweloperów oraz wysoka siła nabywcza mieszkańców. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Q1 2011: Lepsze wyniki dzięki niższym kosztom zarządu i pozostałej działalności operacyjnej

Przychody oraz wynik brutto ze sprzedaży był bardzo zbliżony do naszych oczekiwań. Lepszy od naszych prognoz EBIT wynika z zaskakująco niskich kosztów ogólnego zarządu, wynoszących 0,6 mln PLN (-47% Q/Q oraz -10% R/R) oraz wyższego wyniku z pozostałej działalności operacyjnej (0,6 mln PLN, prognoza: -0,1 mln PLN). Ponadto, nieco wyższe okazały się koszty finansowe netto (-0,9 mln PLN, prognoza: -1,0 mln PLN). Podsumowując efekt powyższych różnic, zysk brutto przed opodatkowaniem (5,0 mln PLN) jest o 29% wyższy od naszych prognoz, natomiast zysk netto (4,3 mln PLN) o 37% wyższy.

Plany inwestycyjne na lata 2011-2013

P.A. Nova może do końca roku wydać ok. 40 mln PLN na zakup gruntów. Spółka jest zainteresowana 2-3 nieruchomościami, na których wybuduje galerie lub parki handlowe. Plany przewidują realizację komercyjnych projektów deweloperskich o łącznej wartości ok. 700 mln PLN w latach 2011-2013. Plany inwestycyjne spółki na lata 2011-2013 są wyższe od naszych prognoz. Z uwagi na to, że spółka zrealizowała z powodzeniem pierwszy większy projekt deweloperski w Przemyślu, a rynek powierzchni handlowej w wielu miastach średniej wielkości jest stosunkowo mało nasycony, bardziej zdecydowane wejście w segment deweloperski oceniamy pozytywnie. W ocenie poszczególnych projektów deweloperskich najwięcej będzie zależało od lokalizacji i ceny zakupionych gruntów.



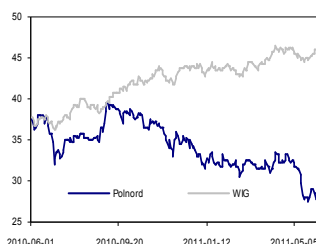
Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 27.85 PLN Cena docelowa: 43.5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	221.3	180.3	-18.5%	352.9	95.8%	403.4	14.3%	Liczba akcji (mln)	22.1
EBITDA	106.9	50.4	-52.9%	91.2	81.0%	143.5	57.3%	MC (cena bieżąca)	615.8
marża EBITDA	48.3%	28.0%		25.9%		35.6%		EV (cena bieżąca)	1 317.6
EBIT	104.9	48.1	-54.1%	89.1	85.1%	141.4	58.7%	Free float	50.5%
Zysk netto	63.6	51.6	-19.0%	58.9	14.2%	114.1	93.7%		
P/E	9.7	11.9		10.5		6.1		Zmiana ceny: 1m	-13.3%
P/CE	9.4	11.4		10.1		6.0		Zmiana ceny: 6m	-20.0%
P/BV	0.5	0.5		0.5		0.5		Zmiana ceny: 12m	-23.4%
EV/EBITDA	11.9	26.5		14.4		8.0		Max (52 tyg.)	39.4
Dyid (%)	3.1	3.1		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	27.5



Fundamenty dewelopera pozostają silne – nie zauważamy tutaj istotnych zmian. Widzimy szansę tak na dobre wyniki – nie budowane już w oparciu o wyceny gruntów, jak i na spadek zadłużenia dewelopera. Około 100 sprzedanych mieszkań miesięcznie również pozostaje w zasięgu. Szansa na wcześniejsze pozyskanie środków z tytułu odszkodowań za grunty pod drogi również jest wiadomością pozytywną. Mimo silnych fundamentów, kurs dewelopera spadł. Uważamy, że spadek kursu wynika z niepewności dotyczącej działań dominującego akcjonariusza, Prokomu. W maju miała miejsce emisja obligacji zamiennych. Obligacje zostały natychmiast skonwertowane na akcje, z ponad 20% premii do notowań Polnordu. Prokom również deklarował chęć zwiększenia zaangażowania w Polnord i nawet dokupował akcje dewelopera. Wbrew pozorom, niejasne kroki akcjonariusza nie muszą być dla Polnordu negatywne. Umowa emisji obligacji zamiennych chroni akcjonariuszy przed niekorzystnymi transakcjami z podmiotami powiązanymi. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Q1 2011: dobrze na poziomie operacyjnym, duży zysk na wycenie

Polnord w Q1 2011 zrealizował 21,5 mln PLN przychodów (prognoza: 24,3 mln PLN), 5,7 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (marża: 26,7%, prognoza: 18,2%), 18,4 mln PLN EBIT (prognoza: 0,5 mln PLN, konsensus: -4,8 mln PLN), 15,7 mln PLN zysku netto (prognoza: -3,1 mln PLN, konsensus: -7,8 mln PLN). Zysk na wycenie wyniósł aż 36,1 mln PLN (prognoza: 14,9 mln PLN). Spółka w Q1 2011 rozpoznała oddanie 56 lokali (prognoza: 58), notując niższe, niż zakładane przez nas przychody. Koszty ogólne wyniosły w Q1 2011 16,7 mln PLN (prognoza: 18,2 mln PLN). Zarząd komentuje, że 2 mln PLN z kosztów ogólnych to koszty restrukturyzacji i redukcji zatrudnienia, co powinno pozytywnie wpływać na wyniki spółki od II półrocza 2011.

104 mieszkania sprzedane w kwietniu

Polnord sprzedał w kwietniu 104 mieszkania (brutto: 111).

Emisja obligacji zamiennych za 55 mln PLN i konwersja na akcje

Polnord przeprowadził emisję obligacji zamiennych za 55 mln PLN. Warunki są podobne, jak w przypadku pozostałych dwóch serii obligacji zamiennych: cena konwersji: 39,03 PLN, zapadalność: 3 lata (do 9 maja 2014 roku). Dzień po opublikowaniu informacji o emisji obligacji zamiennych, Polnord poinformował o zamianie wszystkich obligacji na akcje.

Uzgodnienie warunków sprzedaży wierzytelności za 110-120 mln PLN

Polnord poinformował o akceptacji komitetu kredytowego instytucji finansowych dla term sheet sprzedaży wierzytelności przysługujących spółce wobec Miasta Stołecznego Warszawy, z tytułu przekazania gruntów o powierzchni 16 ha pod drogi. Spółka spodziewa się uzyskania kwoty 110-120 mln PLN z tytułu pierwszej płatności za sprzedaż wierzytelności, jest to kwota, która zgodnie z nie opublikowanymi warunkami transakcji może wzrosnąć w ciągu 2 najbliższych lat. Transakcja sprzedaży wierzytelności ma być sfinalizowana do 15 czerwca 2011.

Prokom planuje zwiększenie zaangażowania w Polnord

Prokom opublikował komunikat, że inwestycja w Polnord ma charakter strategiczny i długoterminowy. Wycena rynkowa nie odzwierciedla potencjału spółki. Prokom zamierza w najbliższym czasie zwiększyć swoje zaangażowanie w Polnord. Polnord opublikował komunikat o nabyciu 46 523 akcji Polnordu przez Prokom. Akcje były nabywane w transakcjach sesyjnych po średniej cenie 28,06 PLN. Wartość transakcji to 1,3 mln PLN. Pojawiła się też informacja, że Sąd Okręgowy w Gdańsku uchylił tytuł wykonawczy na około 58,5 mln PLN, przyznany na rzecz upadłej Telewizji Familijnej. Jeśli wyrok się uprawomocni, to Prokom będzie musiał zapłacić TF tylko 1,1 mln PLN, a nie 58,5 mln PLN. Z decyzją sądu nie zgadza się syndyk TF – zapowiada apelację.



Robyg (Kupuj)

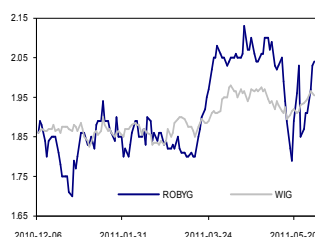
Cena bieżąca: 2.04 PLN

Cena docelowa: 2.59 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	102.0	284.8	179.3%	234.7	-17.6%	597.1	154.5%	Liczba akcji (mln)	257.4
EBITDA	8.8	47.6	441.5%	50.7	6.6%	150.1	196.0%	MC (cena bieżąca)	525.1
marża EBITDA	8.6%	16.7%		21.6%		25.1%		EV (cena bieżąca)	851.3
EBIT	8.0	46.9	482.5%	49.8	6.2%	149.2	199.7%	Free float	16.6%
Zysk netto	6.3	31.7	405.0%	35.7	12.7%	100.0	180.0%		
P/E	71.0	16.6		14.7		5.2		Zmiana ceny: 1m	-2.9%
P/CE	63.5	16.2		14.3		5.2		Zmiana ceny: 6m	9.7%
P/BV	1.7	1.0		1.3		1.1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	118.0	18.4		16.8		5.0		Max (52 tyg.)	2.1
Dyield (%)	0.0	0.0		2.1		2.4		Min (52 tyg.)	1.7



Robyg pozytywnie zaskoczył wynikami sprzedaży mieszkań za Q1 2011. Uważamy, że w Q2 2011 sprzedaż będzie wysoka, ale nie aż tak, jak w Q1 2011. Liczymy na około 220-240 sprzedanych lokali (Q1: 292). Spółka dysponuje atrakcyjną ofertą, do której w Q2 2011 dołączył nowy projekt w Trójmieście (Albatross Tower). Cel sprzedaży 1000 lokali w całym 2011 roku pozostaje realny. Zadłużenie spółki stopniowo spada, co związane jest z oddaniami kolejnych lokali oraz ze spływem zaliczek od klientów. Prognozy wyników dewelopera będą w najbliższym czasie aktualizowane, co związane jest z niewielkimi opóźnieniami w rozpoczynaniu nowych etapów inwestycji i koniecznością uwzględnienia działalności w segmencie biurowym w prognozach (zyski z wyceny nieruchomości). Rewizja prognoz nie powinna przynieść znacznego negatywnego wpływu na prognozowane wyniki finansowe. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Q1 2011: słabiej na poziomie operacyjnym

Robyg w Q1 2011 zrealizował 34,8 mln PLN przychodów (prognoza: 28,3 mln PLN). Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 5,9 mln PLN (marża: 17,1%, prognoza: 23,2%). Spółce udało się wygenerować 2,1 mln PLN EBIT (prognoza: 1,5 mln PLN) oraz 0,9 mln PLN zysku netto (prognoza: 1,2 mln PLN). Marża brutto w Q1 2011 okazała się relatywnie słaba. W kolejnych kwartałach liczymy na poprawę, wraz z rozpoczęciem oddań w budynkach, których koszt budowy był istotnie niższy. Koszty ogólne były wyższe, niż zakładaliśmy (5,3 mln PLN, prognoza: 4,7 mln PLN). Na poziomie EBIT wynik ratuje zysk z wyceny nieruchomości (+1,9 mln PLN).

Plany Robyga na rok 2011

Firma planuje zakupić kolejne działki we Wrocławiu, aby zwiększyć skalę działalności w tym mieście. Zarząd podtrzymał chęć utrzymywania rocznej sprzedaży na poziomie około 1 tys. lokali. Firma negocjuje zakupy gruntów w Warszawie. Do końca Q2 2011 Robyg może poinformować o finalizacji przynajmniej części z zakupów. Do końca Q3 2011 Robyg rozpocznie budowę biurowca na Wilanowie o powierzchni 6-10 tys. m². Spółka informuje też, że oddania dwóch inwestycji na warszawskim Wilanowie może się przesunąć na rok 2012.

Handel

AmRest

Zmiany w akcjonariacie

W wyniku rejestracji przez sąd rejonowy podwyższenia kapitału zakładowego zmienił się stan posiadania: BZ WBK AIB AM z 16,37% na 14,60% kapitału zakładowego, WP Holdings VII B.V. z 24,96% na 32,99%. W wyniku 18 000 akcji po 77 PLN Henry McGovern zwiększył udział w akcjonariacie do 6,5% z 6,41%. Spółka poinformowała, że została sfinalizowana umowa sprzedaży zakupu i objęcia udziałów zawarta z akcjonariuszami Corpfm i Menedżerami Restauravia Grupo Empresarial S.L.. AmRest stał się właścicielem 76,3% udziałów Restauravii, a pozostała część udziałów (23,7%) została objęta przez menedżerów Restauravii. Wartość spółki Restauravia wynosi 198 mln EUR.

BZ WBK TFI w wyniku sprzedaży akcji w dniu 27.04.2011 stał się posiadaczem 2 070 693 akcji, co stanowi 9,76% kapitału zakładowego AmRest i uprawnia do 2 070 693 głosów na Walnym Zgromadzeniu AmRest, tj. 9,76% ogólnej liczby głosów. Przed transakcją WBK posiadał 2 144 693 głosów, tj. 10,11% głosów na Walnym Zgromadzeniu AmRest.

Henry McGovern, Przewodniczący RN nabył 25 000 akcji po średniej cenie 77,00 PLN i zwiększył swój udział w akcjonariacie AmRest do 1 403 110 akcji, co stanowi 6,62% kapitału zakładowego (przed zmianą udziału posiadał 6,50% kapitału zakładowego).

Bomi

Sprzedaż za 1Q 2010

Przychody ze sprzedaży towarów w 1Q 2011 (z wyłączeniem przychodów ze sprzedaży usług) wyniosły 332 mln PLN i były +4,4% wyższe r/r. Przychody w segmencie detalicznym wyniosły 179 mln PLN, co oznacza spadek o -3,5% r/r. Przychody w segmencie dystrybucyjnym z franczyzą wyniosły 186 mln PLN, co oznacza wzrost o +17,5% r/r.

Zapowiedź 2011

Prezes Zarządu zapowiada, że dopiero w 3Q 2011 będzie można zobaczyć rzeczywiste efekty działań restrukturyzacyjnych. Na poziomie jednostkowym 2Q 2011 powinien być nie gorszy niż w roku poprzednim. Na przełomie 2-3Q 2011 nastąpi przejęcie spółki dystrybucyjnej z okolic Warszawy o obrotach około 100 mln PLN.

Eko Holding

Zgoda na przejęcie Niwex

Eko Holding otrzymał zgodę na przejęcie kontroli nad spółką Niwex z Jarosławca. Niwex posiada 16 sklepów oraz hurtownię na terenie województwa podkarpackiego.

Emperia

Raport roczny 2010

Spółka opublikowała wyniki finansowe za 2010. W stosunku do danych na koniec 4Q 2010 na poszczególnych segmentach zmienił się wynik netto z 95,7 mln PLN na 98,5 mln PLN, co wynikało z lepszego wyniku Tradis i niższego wyniku działalności detalicznej. Działalność zaniechana, czyli spółki, które są sprzedawane do Eurocash oraz aktywa do zbycia wygenerowały 99,5 mln PLN EBIT i 72,5 mln PLN zysku netto. Działalność kontynuowana (detaliczna i nieruchomości) zakończyła rok z 38,0 mln PLN EBIT i 26,0 mln PLN zysku netto.

Wyniki 1Q 2011

Grupa w 1Q 2011 zwiększyła przychody ze sprzedaży o 5% r/r. Poprawie uległ wynik na poziomie EBIDA i zysku operacyjnego, odpowiednio o 3,6% r/r i o 2,8% r/r. Zmniejszył się poziom zysku brutto i netto. Jest to spowodowane głównie faktem iż korzystny wpływ świąt wielkanocnych w 2011 roku, będzie miał odzwierciedlenie w wynikach 2Q 2011.

Gino Rossi

Raport roczny 2010

W opublikowanym raporcie rocznym wynik na poziomie operacyjnym i netto za 2010 wyniósł odpowiednio 13,8 mln PLN i 6,4 mln PLN wobec 15,2 mln PLN i 6,8 mln PLN opublikowanych po 4 kwartałach 2010. Niższy wynik operacyjny dotyczył głównie segmentu odzieżowego: zmiana z 9,7 mln PLN na 8,2 mln PLN (-16%).

Nowi akcjonariusze i Zarząd

Rada Nadzorcza powołała pana Artura Morawca do Zarządu.

Jan Pilch, poprzez spółkę FRM "4E Capital nabył 2 910 000 akcji Gino Rossi w obrocie

pozasesyjnym od Rubicon Partners, co stanowi 9,14% udziału w kapitale zakładowym. Rubicon Partners zmniejszył tym samym zaangażowanie z 11,45% udziału do 2,31%. Maciej Fedorowicz (Członek RN) zbył 100 000 akcji po średniej cenie 4,05 PLN. Jednocześnie spółka podpisała porozumienie z private equity, strony odstąpiły od transakcji sprzedaży spółki zależnej Simple. Podpisano również porozumienie ze spółką Kazar o odstąpieniu od prowadzenia dalszych negocjacji. Udział 9,14% w kapitale został objęty przez obecnego akcjonariusza spółki Bytom. Jan Pilch zamierza wejść do władz spółki. Od strony przejrzystości grupy i wyceny wiadomość pozytywna.

Krzysztof Bajolek poprzez NOVA PBB nabył w obrocie pozasesyjnym 3 180 000 akcji, co stanowi 9,9 % udziału w kapitale zakładowym. Prezes Zarządu Witold Jesionowski zbył 540 000 akcji po średniej cenie 4,25 PLN.

Zbigniew Paduch sprzedał 1 960 000 akcji, przed sprzedażą posiadał 2 029 256 akcji (6,4% udziału w kapitale zakładowym), po sprzedaży posiada 69 256 akcji stanowiących 0,22% udziału w kapitale zakładowym. NOVA PBB nabyła 3 180 000 akcji. FORUM X FIZ posiada pośrednio 9,9% udziału w kapitale zakładowym Gino Rossi. FORUM TFI pośrednio posiadają łącznie akcje Gino Rossi stanowiące 19,04% kapitału zakładowego.

NOVA PBB zależna od FORUM X nabyła 3 180 000 akcji (9,9% udziału w kapitale zakładowym. Zarządzane przez FORUM TFI fundusze pośrednio posiadają łącznie akcje Gino Rossi stanowiące 19,04% udziału w kapitale zakładowym. Investors TFI kupił 3 183 686 akcji, które stanowią 9,9999% udział w kapitale zakładowym. Po ostatnich zmianach w akcjonariacie spółki znajduje się dwóch inwestorów branżowych w postaci założycieli spółki Artman (przejętej później przez LPP) i obecnie związanych ze spółką Bytom. Następnym krokiem będzie wejście do władz Gino Rossi i decyzja co do strategii na kolejne lata. Niewykluczone, że grupa wróci do pomysłu wprowadzenia spółki Simple na GPW, zapadnie też decyzja o wejściu z franczyzą na rynki zagraniczne.

Wyniki 1Q 2011

Sprzedaż była na zbliżonym poziomie r/r (spadek o -0,7% r/r), marża brutto na sprzedaży była o 0,6pp. niższa r/r, co było związane z segmentem obuwniczym. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były nieznacznie wyższe r/r (0,2%) i spółka w całym 1Q 2011 miała wynik na sprzedaży na poziomie -1,7 mln PLN wobec -1,3 mln PLN w 1Q 2010. Pozostała działalność operacyjna dodała w 1Q 2011 1,7 mln PLN wobec 1,9 mln PLN w 1Q 2010. Ostatecznie spółka zakończyła kwartał z wynikiem netto na poziomie 115 tys. PLN wobec 184 tys. PLN w 1Q 2010. Spółka zmniejszyła zadłużenie netto do 35,0 mln PLN. Została podtrzymana prognoza finansowa na 2011-2012. Wyniki neutralne.

Intersport

Sprzedaż za maj

Przychody ze sprzedaży osiągnięte w maju 2011 wyniosły 14,6 mln PLN i były wyższe o 7% r/r. W maju 2011, przychody na porównywalnych sklepach sieci (działających cały rok) wzrosły o 4% r/r. Największe wzrosty sprzedaży odnotowano w grupach asortymentu: rowery, łyżworolki, multisport (sprzęt i tekstylia) oraz team sport.

Redan

Raport roczny 2010

Spółka opublikowała raport roczny za 2010, skonsolidowany wynik operacyjny był o -1,7% niższy, zysk netto akcjonariuszy spółki dominującej o -7,2% niższy od wyników opublikowanych po 4 kwartałach 2010. Różnica wynikała m.in. z wyższego podatku odroczonego za 2010 niż po 4Q 2010.

Wyniki 1Q 2011

Spółka pokazała wyniki słabsze r/r na poziomie operacyjnym i netto. Do zmniejszenia wyniku r/r przyczynił się głównie segment dyskontowy, który mimo wyższej r/r rentowności brutto (wzrost o 1,4pp.) przez znaczne zwiększenie kosztów sprzedaży i ogólnych (33,3% r/r, przy 11,3% wzroście sprzedaży) wygenerował stratę na sprzedaży -0,4 mln PLN wobec 1,4 mln PLN zysku w 1Q 2010. Lepsze wyniki r/r wygenerował segment modowy (uwzględniamy tam wszystkie inne obszary działalności poza dyskontami), który poprawił sprzedaż (16,0% r/r), marżę brutto na sprzedaży o 3,7pp. i wynik na sprzedaży na -1,1 mln PLN wobec -2,5 mln PLN w 1Q 2010.

Spółka podała też wyniki sprzedaży za kwiecień, sprzedaż wyniosła 35,2 mln PLN i była wyższa r/r o 47%. W dyskontach wzrosła o 30%, a na rynku modowym o 85% r/r. LFL w sektorze dyskontowym wzrosła o 13%, a w sektorze modowym o 63%. Szacunkowa wartość marży handlowej wzrosła o 48% r/r (dyskonty 33%, moda 63%).

Wyniki oceniamy negatywnie w segmencie dyskontowym i pozytywnie w segmencie modowym, sprzedaż za kwiecień bardzo dobra.

Sfinks

Porozumienie z bankami

Zarząd zawarł aneksy do umów z bankami, zmieniając harmonogram spłat zadłużenia odpowiednio wobec ING, PKO i Raiffeisen w taki sposób, że płatności rat przypadających na koniec 10.2010, 11.2010, 12.2010, 1.2011, 2.2011, 3.2011 i 4.2011 uległy odroczeniu. Zgodnie z postanowieniami aneksów spłata odroczonych rat do ING i PKO ma nastąpić w dniu 31.05.2011.

Odwołanie prognoz

Zarząd po zatwierdzeniu planu finansowego na 2011 zmienił stanowisko dotyczące realizacji założeń strategii rozwoju. W związku m.in. z zawartymi aneksami do umów kredytowych oraz emisją akcji założenia ze strategii z 4.2010 są nieaktualne (przychody i EBITDA 2011-2014). Zarząd poinformował, że wytyczne strategii nie ulegają zmianie: zbudowanie międzynarodowej sieci restauracji w oparciu o silne, rozpoznawalne marki gastronomiczne działające w modelu franczyzowym w Polsce i masterfrancyzowym za granicą.

Zmiany w akcjonariacie

Sylwester Cacek zwiększył zaangażowanie z 4,53% do 4,67% kapitału zakładowego. Tomasz Morawski zmniejszył zaangażowanie z 9,75% do 9,61%. Aviva OFE zmniejszył udział w kapitale z 5,04% do 4,97% kapitału zakładowego.

Akcjonariusz o wynikach 2011

Wg Sylwestra Cacek w 2011 Sfinks raczej nie wypracuje zysku netto, jest szansa na dodatnią EBITDA. Strategia spółki zakładająca wzrost liczby restauracji do powyżej 290 w 2014 roku ma szansę być zrealizowana. Obecnie za wcześnie na przejęcie. Strategia zakłada m.in. wzrost liczby restauracji z powyżej 150 w 2011 do powyżej 290 w 2014. Spółka jest gotowa do emisji. Wartość emisji może wynieść maksymalnie 84 mln PLN w ramach praw poboru plus zamiana długu na akcje. Prowadzona w spółce restrukturyzacja może się zakończyć w trzecim kwartale, po domknięciu emisji akcji.

Silvano Fashion

Skup akcji

W terminie 25-29.04.2011 spółka skupiła 400 akcji na giełdzie w Tallinie po średniej cenie 3,1 EUR oraz 6 545 akcji na GPW po średniej cenie 12,2 PLN. Łącznie w programie wykupu akcji od 15.11.2010 spółka wykupiła 148 510 akcji wydając na to 417 402 EUR. Do wykupu w ramach programu skupu akcji pozostaje 3 812 190 akcji o wartości do 15 248 760 EUR. Spółka w dniach 2-6.05.2011 wykupiła 29 070 akcji na giełdzie w Tallinie (łącznie koszt 90 423 EUR) i 7 034 akcji na GPW (łącznie koszt 21 747 EUR). Łączna ilość akcji wykupiona w programie to 184 614 (łącznie koszt 529 565 EUR). Do wykupu w ramach programu pozostają akcje o wartości do 15 104 344 EUR. Maksymalna ilość akcji, która pozostaje do wykupu wynosi 3 776 086.

Podsumowanie wyników 1Q 2011 dla sektora

Spółród 20 spółek z sektora (tabele poniżej) w 1Q 2011 70%, czyli 14 spółek poprawiło sprzedaż r/r, natomiast tylko 45% (9 spółek) miało wynik na sprzedaży lepszy r/r, tyle samo spółek miało wynik dodatni. W sumie sektor odzieży i obuwni wygenerował 6% wyższą sprzedaż r/r i rentowność wyniku na sprzedaży na poziomie 0,6% w porównaniu do 1,4% w 1Q 2010. Spółki z sektora FMCG wygenerowały sprzedaż wyższą o 22% r/r i rentowność wyniku na sprzedaży na poziomie 0,8% w porównaniu do 1,6% w 1Q 2011. W sumie w całym sektorze sprzedaż była 16% wyższa r/r a rentowność wyniku na sprzedaży niższa o 0,8%. Na zmiany sprzedaży i wyników duży wpływ miała sezonowość i przesunięcie świąt wielkanocnych oraz niska baza 2010. Po raz kolejny podkreślamy, że 1Q nie wpływa istotnie na wyniki roczne i bardziej od wyników w 1Q liczą się tendencje w sprzedaży.

Odzież i obuwie

(mIn PLN)	LPP			CCC			VST		
	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Sprzedaż	500 522	424 515	18%	184 925	195 708	-6%	79 013	76 514	3%
Koszty bezpośrednie	250 958	201 826	24%	89 086	94 992	-6%	37 978	34 056	12%
Wynik brutto na sprzedaży	249 564	222 689	12%	95 839	100 716	-5%	41 035	42 458	-3%
%	49,9%	52,5%		51,8%	51,5%		51,9%	55,5%	
Koszty sprzedaży i ogólne	237 310	213 035	11%	98 293	92 644	6%	41 751	40 496	3%
%	47,4%	50,2%		53,2%	47,3%		52,8%	52,9%	
Wynik na sprzedaży	12 254	9 654	27%	-2 454	8 072		-716	1 962	
%	2,4%	2,3%		-1,3%	4,1%		-0,9%	2,6%	
Pozostałe	-1 414	-1 188		547	1 100		4 070	2 015	
EBIT	10 840	8 466	28%	-1 907	9 172		3 354	3 977	-16%
Finansowe i inne	8 225	-9 343		-1 767	-1 973		-5 855	-4 604	
Wynik brutto	19 065	-877		-3 674	7 199		-2 501	-627	
Podatek	4 929	3 907		2 560	2 109		-559	-683	
Mniejszości i inne	0	0		0	0		0	10	
Wynik netto	14 136	-4 784		-6 234	5 090		-1 942	46	
EBITDA	34 379	31 544	9%	3 956	14 870	-73%	7 002	8 224	-15%
Przepływy operacyjne	-59 971	-9 016		-102 793	-41 607		-9 464	-3 945	
Amortyzacja	23 539	23 078	2%	5 863	5 698	3%	3 648	4 247	-14%
Przepływy inwestycyjne	7 757	-101 951		-26 380	-24 595		4 096	-1 031	
Przepływy finansowe	-3 518	-9 806		65 498	21 971		-14 395	-10 625	
Przepływy razem	-55 732	-120 773		-63 675	-44 231		-19 763	-15 601	

(mIn PLN)	EMF			RDN			GRI		
	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Sprzedaż	630 175	599 821	5%	76 610	67 387	14%	43 184	43 489	-1%
Koszty bezpośrednie	359 694	349 716	3%	42 367	39 072	8%	26 193	26 128	0%
Wynik brutto na sprzedaży	270 481	250 105	8%	34 243	28 315	21%	16 991	17 361	-2%
%	42,9%	41,7%		44,7%	42,0%		39,3%	39,9%	
Koszty sprzedaży i ogólne	291 644	256 955	14%	35 758	29 490	21%	18 717	18 675	0%
%	46,3%	42,8%		46,7%	43,8%		43,3%	42,9%	
Wynik na sprzedaży	-21 163	-6 850		-1 515	-1 175		-1 726	-1 314	
%	-3,4%	-1,1%		-2,0%	-1,7%		-4,0%	-3,0%	
Pozostałe	8 601	4 440		-1 245	-473		1 733	1 961	
EBIT	-12 562	-2 410		-2 760	-1 648		7	647	-99%
Finansowe i inne	769	-7 276		423	-637		270	-578	
Wynik brutto	-11 793	-9 686		-2 337	-2 285		277	69	301%
Podatek	-1 603	-2 584		-357	-390		162	-115	
Mniejszości i inne	1 670	1 385		1	-329		0	0	
Wynik netto	-11 860	-8 487		-1 981	-1 566		115	184	
EBITDA	14 458	20 312	-29%	-1 078	-223	383%	1 459	2 248	-35%
Przepływy operacyjne	-185 694	-239 643		-7 356	-10 299		2 316	457	
Amortyzacja	27 020	22 722	19%	1 682	1 425	18%	1 452	1 601	-9%
Przepływy inwestycyjne	-31 108	-40 964		-1 748	-2 399		-668	-577	
Przepływy finansowe	-35 323	-12 140		1 188	-911		-4 026	-3 834	
Przepływy razem	-252 125	-292 747		-7 916	-13 609		-2 378	-3 954	

(mIn PLN)	BYT			PMA			IPO		
	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Sprzedaż	12 546	21 016	-40%	12 849	11 152	15%	53 083	77 251	-31%
Koszty bezpośrednie	6 869	13 200	-48%	6 536	6 128	7%	32 390	52 804	-39%
Wynik brutto na sprzedaży	5 677	7 816	-27%	6 313	5 024	26%	20 693	24 447	-15%
%	45,2%	37,2%		49,1%	45,1%		39,0%	31,6%	
Koszty sprzedaży i ogólne	5 847	9 583	-39%	6 893	6 419	7%	20 093	21 081	-5%
%	46,6%	45,6%		53,6%	57,6%		37,9%	27,3%	
Wynik na sprzedaży	-170	-1 767		-580	-1 395		600	3 366	
%	-1,4%	-8,4%		-4,5%	-12,5%		1,1%	4,4%	
Pozostałe	12	975		-188	-55		263	100	
EBIT	-158	-792		-768	-1 450		863	3 466	-75%
Finansowe i inne	-419	-369		-209	609		-431	-357	
Wynik brutto	-577	-1 161		-977	-841		432	3 109	
Podatek	289	0		1	-57		82	608	
Mniejszości i inne	0	0		0	0		0	0	
Wynik netto	-866	-1 161		-978	-784		350	2 501	-86%
EBITDA	418	410	2%	-358	-1 054	-66%	2 578	5 257	-51%
Przepływy operacyjne	-2 784	-4 222		-599	-889		-1 474	5 001	
Amortyzacja	576	1 202	-52%	410	396	4%	1 715	1 791	-4%
Przepływy inwestycyjne	-713	133		-547	-71		-1 406	-1 640	
Przepływy finansowe	15 404	3 378		-41	-50		2 617	-3 567	
Przepływy razem	11 907	-711		-1 187	-1 010		-263	-206	



(mln PLN)	SFG (tys. EUR)			WOJ.			PRC		
	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Sprzedaż	25 455	20 067	27%	28 044	24 026	17%	5 363	7 543	-29%
Koszty bezpośrednie	14 908	11 867	26%	14 662	13 466	9%	2 651	5 845	-55%
Wynik brutto na sprzedaży	10 547	8 200	29%	13 382	10 560	27%	2 712	1 698	60%
%	41,4%	40,9%		47,7%	44,0%		50,6%	22,5%	
Koszty sprzedaży i ogólne	4 528	4 656	-3%	12 396	9 932	25%	2 811	3 587	-22%
%	17,8%	23,2%		44,2%	41,3%		52,4%	47,6%	
Wynik na sprzedaży	6 019	3 544		986	628		-99	-1 889	
%	23,6%	17,7%		3,5%	2,6%		-1,8%	-25,0%	
Pozostałe	-400	-699		323	-29		105	55	
EBIT	5 619	2 845	98%	1 309	599	119%	6	-1 834	
Finansowe i inne	1 894	1 369		-751	396		32	-94	
Wynik brutto	7 513	4 214	78%	558	995	-44%	38	-1 928	
Podatek	1 222	1 104		259	388		0	0	
Mniejszości i inne	1 202	638		0	0		0	4	
Wynik netto	5 089	2 472		299	607	-51%	38	-1 932	
EBITDA	6 060	3 292	84%	2 573	1 516	70%	260	-1 508	-117%
Przepływy operacyjne	1 410	818		-5 223	739		-81	-95	
Amortyzacja	441	447	-1%	1 264	917	38%	254	326	-22%
Przepływy inwestycyjne	-105	91		-593	-1 392		195	-30	
Przepływy finansowe	28	-475		2 851	-834		-5	-5	
Przepływy razem	1 333	434		-2 965	-1 487		109	-130	

(mln PLN)	MON			EMK (1.12.2010-28.02.2011)			MEW		
	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Sprzedaż	28 033	27 302	3%	35 822	35 926	0%	3 906	2 473	58%
Koszty bezpośrednie	16 207	16 297	-1%	17 055	16 936	1%	3 144	2 000	57%
Wynik brutto na sprzedaży	11 826	11 005	7%	18 767	18 990	-1%	762	473	61%
%	42,2%	40,3%		52,4%	52,9%		19,5%	19,1%	
Koszty sprzedaży i ogólne	14 185	13 885	2%	13 740	13 856	-1%	1 601	1 977	-19%
%	50,6%	50,9%		38,4%	38,6%		41,0%	79,9%	
Wynik na sprzedaży	-2 359	-2 880		5 027	5 134	-2%	-839	-1 504	
%	-8,4%	-10,5%		14,0%	14,3%		-21,5%	-60,8%	
Pozostałe	-174	390		-250	-432		229	-166	
EBIT	-2 533	-2 490		4 777	4 702	2%	-610	-1 670	
Finansowe i inne	93	121		-704	-678		-232	-3	
Wynik brutto	-2 440	-2 369		4 073	4 024	1%	-842	-1 673	
Podatek	0	0		688	284		-38	4	
Mniejszości i inne	0	0		0	0		0	0	
Wynik netto	-2 440	-2 369		3 385	3 740		-804	-1 677	
EBITDA	-1 724	-1 622	6%	5 323	5 156	3%	-482	-1 586	-70%
Przepływy operacyjne	-5 531	-416		1 428	3 475		-2 358	-1 523	
Amortyzacja	809	868	-7%	546	454	20%	128	84	52%
Przepływy inwestycyjne	323	1 407		-200	-2 930		3 909	1 266	
Przepływy finansowe	9 300	-1 794		-1 398	-2 523		-69	2	
Przepływy razem	4 092	-803		-170	-1 978		1 482	-255	

FMCG

(mln PLN)	EUR			EMP			ALM		
	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Sprzedaż	2 079 371	1 540 627	35%	440 990	430 248	2%	344 398	288 277	19%
Koszty bezpośrednie	1 878 455	1 401 156	34%	336 433	328 504	2%	274 251	228 021	20%
Wynik brutto na sprzedaży	200 916	139 471	44%	104 557	101 744	3%	70 147	60 256	16%
%	9,7%	9,1%		23,7%	23,6%		20,4%	20,9%	
Koszty sprzedaży i ogólne	189 698	123 745	53%	97 229	91 741	6%	65 248	60 613	8%
%	9,1%	8,0%		22,0%	21,3%		18,9%	21,0%	
Wynik na sprzedaży	11 218	15 725	-29%	7 328	10 003	-27%	4 899	-357	
%	0,5%	1,0%		1,7%	2,3%		1,4%	-0,1%	
Pozostałe	3 337	549		-5 140	465		-227	-173	
EBIT	14 555	16 274	-11%	2 188	10 468	-79%	4 672	-530	
Finansowe	-4 844	-1 275		-620	-1 385		-3 481	-3 243	
Wynik brutto	9 711	14 999	-35%	1 568	9 083	-83%	1 191	-3 773	
Podatek	937	1 522		1 267	2 332		536	180	
Mniejszości	7	3		2	4		1 195	554	
Wynik netto	8 767	13 475	-35%	299	6 747	-96%	-540	-4 507	
EBITDA	32 670	29 513	11%	19 659	27 165	-28%	12 653	7 331	73%
Przepływy operacyjne	-72 790	29 777		-87 813	49 618		-3 814	2 685	
Amortyzacja	18 115	13 239	37%	17 471	16 697	5%	7 981	7 861	2%
Przepływy inwestycyjne	-38 979	-23 440		-25 339	-22 321		-757	-3 709	
Przepływy finansowe	-21 293	-3 481		113 590	-18 255		98	-5 904	
Przepływy razem	-133 062	2 857		438	9 042		-4 473	-6 928	

(mln PLN)	BMI			EKO		
	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Sprzedaż	371 464	361 531	3%	334 778	296 924	13%
Koszty bezpośrednie	286 127	268 740	6%	327 464	289 779	13%
Wynik brutto na sprzedaży	85 337	92 791	-8%	7 314	7 145	2%
%	23,0%	25,7%		2,2%	2,4%	
Koszty sprzedaży i ogólne	86 146	77 586	11%			
%	23,2%	21,5%		0,0%	0,0%	
Wynik na sprzedaży	-809	15 205		7 314	7 145	2%
%	-0,2%	4,2%		2,2%	2,4%	
Pozostałe	7 984	1 187		531	-97	
EBIT	7 175	16 392	-56%	7 845	7 048	11%
Finansowe	-4 066	-3 285		-1 121	-1 523	
Wynik brutto	3 109	13 107	-76%	6 724	5 525	22%
Podatek	2 487	2 899		995	1 248	
Mniejszości	119	0		7	77	
Wynik netto	503	10 208	-95%	5 722	4 200	36%
EBITDA	13 255	22 102	-40%	11 736	10 254	14%
Przepływy operacyjne	-10 013	2 010		-3 477	1 363	
Amortyzacja	6 080	5 710	6%	3 891	3 206	21%
Przepływy inwestycyjne	8 459	251		-1 035	-1 557	
Przepływy finansowe	-28	-3 396		-5 158	85 520	
Przepływy razem	-1 582	-1 135		-9 670	85 326	

Razem handel

(mln PLN)	Razem odzież i obuwie			Razem FMCG			Razem handel		
	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Sprzedaż	1 794 562	1 694 253	6%	3 571 001	2 917 607	22%	5 365 563	4 611 860	16%
Koszty bezpośrednie	964 641	919 853	5%	3 102 730	2 516 200	23%	4 067 371	3 436 053	18%
Wynik brutto na sprzedaży	829 921	774 401	7%	468 271	401 407	17%	1 298 192	1 175 807	10%
%	46,2%	45,7%		13,1%	13,8%		24,2%	25,5%	
Koszty sprzedaży i ogólne	818 914	750 207	9%	438 321	353 685	24%	1 257 234	1 103 892	14%
%	45,6%	44,3%		12,3%	12,1%		23,4%	23,9%	
Wynik na sprzedaży	11 007	24 194	-55%	29 950	47 721	-37%	40 957	71 915	-43%
%	0,6%	1,4%		0,8%	1,6%		0,8%	1,6%	
Pozostałe	11 033	5 902		6 485	1 931		17 518	7 833	
EBIT	22 040	30 095	-27%	36 435	49 652	-27%	58 475	79 748	-27%
Finansowe i inne	6 921	-19 319		-14 132	-10 711		-7 211	-30 030	
Wynik brutto	28 961	10 776	169%	22 303	38 941	-43%	51 263	49 717	3%
Podatek	11 237	7 879		6 222	8 181		17 459	16 060	
Mniejszości i inne	6 416	3 618		1 330	638		7 746	4 255	
Wynik netto	11 308	-721		14 751	30 123	-51%	26 059	29 402	-11%
EBITDA	92 687	96 689	-4%	89 973	96 365	-7%	182 659	193 055	-5%
Przepływy operacyjne	-374 018	-298 717		-177 907	85 453		-551 925	-213 263	
Amortyzacja	70 647	66 594	6%	53 538	46 713	15%	124 185	113 307	10%
Przepływy inwestycyjne	-47 498	-174 411		-57 651	-50 776		-105 149	-225 186	
Przepływy finansowe	38 194	-22 635		87 209	54 484		125 402	31 849	
Przepływy razem	-383 322	-495 762		-148 349	89 162		-531 671	-406 600	



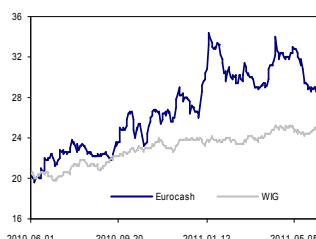
Eurocash (Kupuj)

Cena bieżąca: 28.71 PLN Cena docelowa: 37.4 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 698.3	7 791.8	16.3%	13 895.0	78.3%	15 455.3	11.2%	Liczba akcji (mln)	147.6
EBITDA	194.5	230.7	18.6%	411.0	78.2%	521.5	26.9%	MC (cena bieżąca)	4 238.1
marża EBITDA	2.9%	3.0%		3.0%		3.4%		EV (cena bieżąca)	4 730.2
EBIT	145.2	170.4	17.4%	319.6	87.5%	422.4	32.2%	Free float	48.5%
Zysk netto	102.5	128.4	25.3%	202.0	57.2%	287.8	42.5%		
P/E	37.7	30.5		21.0		15.8		Zmiana ceny: 1m	-12.7%
P/CE	25.5	20.8		14.4		11.8		Zmiana ceny: 6m	-0.8%
P/BV	10.5	8.6		3.9		3.6		Zmiana ceny: 12m	45.7%
EV/EBITDA	19.1	17.6		11.5		9.1		Max (52 tyg.)	34.4
Dyid (%)	1.0	1.3		1.6		2.3		Min (52 tyg.)	19.7



W maju UOKiK zapowiedział, że sprawy decyzji dla Eurocashu o przejęciu Tradis raczej nie uda się zakończyć przed wakacjami. Taka sytuacja wpływa naszym zdaniem negatywnie na wycenę Eurocash i wyniki Tradis, dlatego zakończenie tego procesu zgodą na przejęcie spółek dystrybucyjnych powinno pozytywnie wpłynąć na kurs. Nie jest jeszcze znana ostateczna cena jaką Eurocash miałby zapłacić za spółki dystrybucyjne (zależy od EBITDA przejmowanych spółek dystrybucyjnych), co też nie pozostaje bez wpływu na wycenę rynkową. Eurocash miał słabe wyniki 1Q 2011, na które wpłynęła sezonowość (przesunięcie świąt oraz liczba dni handlowych) i słaba rentowność przejętych od CEDC spółek Premium Distributors.

Wyniki poniżej konsensusu

Przychody spółki w 1Q 2011 wzrosły o 35,0% głównie dzięki konsolidacji Premium Distributors, segment dodał 452,1 mln PLN sprzedaży (417,04 mln PLN z uwzględnieniem włączeń) i zwiększył marżę brutto na sprzedaży. Sprzedaż segmentu Delikatesy Centrum (wzrost 44,5% r/r) i Eurocash Dystrybucja (spadek 73,9% r/r) jest nieporównywalna r/r ze względu na przesunięcie z segmentu dystrybucji do segmentu delikatesów sprzedaży realizowanej do sklepów franczyzowych oraz sklepów zaopatrywanych na podstawie umów dystrybucyjnych. Sprzedaż z segmentu Cash&Carry do klientów zewnętrznych zwiększyła się o 8,7% r/r, natomiast łącznie (z uwzględnieniem sprzedaży między segmentami) spadła o -5,2%. Na poziomie wyniku operacyjnego oraz netto ujemnie kontrybuował segment Premium Distributors (odpowiednio -0,6 mln PLN i -1,3 mln PLN). Dodatkowo spółka ponosi już koszty finansowe od kredytu zaciągniętego na przejęcie spółek dystrybucyjnych od CEDC. I tak wynik na poziomie EBITDA zwiększył się o 10,7% r/r, wynik EBIT zmniejszył się o -10,6% r/r a wynik netto był niższy o 34,9% r/r. Zmiana kapitału obrotowego osłabiła przepływy z działalności operacyjnej (-72,8 mln PLN wobec 29,8 mln PLN w 1Q 2010). Wynikało to głównie z zapotrzebowania na kapitał obrotowy w segmencie Premium Distributors (-75,3 mln PLN) oraz sezonowości sprzedaży związanej z przesunięciem świąt wielkanocnych. Przepływy z działalności inwestycyjnej uwzględniają wydatki związane z przejęciem spółki PolCater sp. z o.o. (12 mln PLN). Przepływy z działalności finansowej uwzględniają spłatę zadłużenia Pol Cater w wysokości 14,2 mln PLN.

Wyniki Eurocash

(mIn PLN)	Wyniki r/r			Prognozy DI BRE		Konsensus	
	IQ2011	IQ2010	zmiana	IQ2011P	zmiana	IQ20-11P	zmiana
Przychody	2 079,4	1 540,6	35,0%	2 067,3	0,6%	2 060,0	0,9%
EBITDA	32,7	29,5	10,7%	31,0	5,3%	-	-
marża	1,57%	1,92%	-	1,50%	-	-	-
EBIT	14,6	16,3	-10,6%	13,2	10,3%	17,0	14,4%
Zysk brutto	9,7	15,0	-35,3%	7,2	35,7%	-	-
Zysk netto	8,8	13,5	-34,9%	8,3	5,8%	11,7	24,9%

Źródło: Eurocash, DI BRE, PAP

Segment Cash&Carry

Sprzedaż hurtowni Cash&Carry do klientów zewnętrznych wyniosła w 721,31 mln PLN i wzrosła o 8,7% r/r. Wzrost LFL w okresie styczeń-kwiecień wyniósł 6,9%. Liczba hurtowni Cash&Carry wyniosła 129 (w tym 3 Batna) wobec 120 w 1Q 2010. Liczba sklepów sieci abc wyniosła 4 035 wobec 3 566 w 1Q 2010.

Segment Delikatesy Centrum

Sprzedaż hurtowa Eurocash S.A. z centrów dystrybucyjnych Delikatesy Centrum wyniosła 329,64 mln PLN, 44,5% więcej niż w 1Q 2010. Wzrost sprzedaży był w części spowodowany przejściem obsługi sklepów zaopatrywanych dotychczas przez Eurocash Dystrybucja. Wzrost sprzedaży do sklepów należących do sieci franczyzowej Delikatesy Centrum wyniósł 19,5%. Wzrost LFL w okresie styczeń-kwiecień wyniósł odpowiednio 9,3% oraz 7,6% dla sprzedaży hurtowej i sprzedaży detalicznej. Liczba sklepów franczyzowych należących do sieci wyniosła 571 placówek wobec 497 na koniec 1Q 2010.

Segment KDWT

Sprzedaż KDWT do klientów zewnętrznych wyniosła w 542,43 mln PLN i wzrosła o 12,4% r/r.

Wzrost sprzedaży w kategorii produktów żywnościowych wyniósł 11,1% r/r.

Sprzedaż papierosów w ujęciu wolumenowym wzrosła o 4,1% r/r.

Na koniec 1Q 2011 KDWT posiadało 88 filii, 2 hurtownie farmaceutyczne oraz 2 centra dystrybucyjne.

Segment Eurocash Dystrybucja

Sprzedaż Eurocash Dystrybucja wyniosła 41,56 mln PLN. Sprzedaż za 1Q 2011 nie uwzględnia sprzedaży do sklepów detalicznych realizowanej w oparciu o umowy franczyzowe i dystrybucyjne. Od 4Q 2010 sprzedaż ta jest uwzględniona w segmencie Delikatesy Centrum. Oprócz zmian wynikających z alokowania części sprzedaży do formatu Delikatesy Centrum, sprzedaż Eurocash Dystrybucja spadła w porównaniu z analogicznym okresem ub. roku z uwagi na zakończenie kontraktu na obsługę stacji benzynowych Orlen oraz działaniami restrukturyzacyjnymi, w wyniku których zmniejszeniu uległa sprzedaż realizowana do podhurtu oraz sieci sklepów detalicznych.

Segment Premium Distributors

Sprzedaż zrealizowana przez grupę spółek Premium Distributors wyniosła 452,12 mln PLN, sprzedaż do klientów zewnętrznych wyniosła 417,04 mln PLN. Premium Distributors wygenerowały EBITDA na poziomie 1,8 mln PLN i stratę operacyjną i netto na poziomie odpowiednio -0,6 mln PLN i -1,3 mln PLN.

Zwracamy uwagę na: (i) wzrost przychodów wynika głównie z konsolidacji spółek Premium Distributors, (ii) gorszą rentowność EBITDA i EBIT związaną ze stratą na poziomie operacyjnym konsolidowanych spółek Premium Distributors, (iii) na poziomie netto wynik zmniejszają koszty finansowe od kredytu na finansowanie akwizycji Premium Distributors, (iv) gorsze przepływy operacyjne r/r są również związane z zapotrzebowaniem Premium Distributors na kapitał obrotowy. Wyniki są na poziomie zbliżonym naszych prognoz i poniżej konsensusu rynkowego, byłyby poniżej naszej prognozy gdyby nie dodatnio kontrybuująca do wyniku pozostała działalność operacyjna (3,3 mln PLN wobec 0,5 mln PLN w 1Q 2010). Wyniki poza sprzedażą były osłabione przez słaby segment Premium Distributors, dla którego 1Q jest sezonowo gorszy od reszty roku. Negatywnie wpłynęło też na całą grupę przesunięcie świąt z 1Q na 2Q. Wyniki zgodnie z oczekiwaniami są słabe, jednak sezonowo 1Q jest najsłabszy w całym roku.

Przepływy finansowe

(mln PLN)	IQ2011	IQ2010
Przepływy operacyjne	-72,8	29,8
Przepływy inwestycyjne	-39,0	-23,4
Przepływy finansowe	-21,3	-3,5
Przepływy razem	-133,1	2,9
Gotówka	78,4	160,3

Źródło: Eurocash, DI BRE, PAP

Sprzedaż wg segmentów

(mln PLN)	IQ2011	IQ2010	zmiana
Cash&Carry	759,9	801,3	-5,2%
Delikatesy Centrum	329,6	228,2	44,5%
KDWT	571,7	516,8	10,6%
Eurocash Dystrybucja	41,6	159,1	-73,9%
Premium Distributors	452,1	0,0	-
Inne	38,0	16,6	129,4%
Wyłączenia	-113,6	-181,3	-
Razem	2 079,4	1 540,6	35,0%

Źródło: Eurocash, DI BRE, PAP



LPP (Akumuluj)

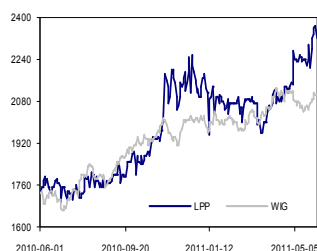
Cena bieżąca: 2320 PLN

Cena docelowa: 2300 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 003.1	2 079.4	3.8%	2 393.8	15.1%	2 756.4	15.1%	Liczba akcji (mln)	1.8
EBITDA	277.4	295.1	6.4%	398.1	34.9%	448.5	12.7%	MC (cena bieżąca)	4 060.6
marża EBITDA	13.8%	14.2%		16.6%		16.3%		EV (cena bieżąca)	4 210.6
EBIT	181.3	200.7	10.7%	292.9	45.9%	340.0	16.1%	Free float	39.5%
Zysk netto	104.7	139.1	32.8%	217.4	56.3%	258.2	18.7%		
P/E	38.2	29.2		18.7		15.7		Zmiana ceny: 1m	2.2%
P/CE	19.9	17.4		12.6		11.1		Zmiana ceny: 6m	7.8%
P/BV	5.8	5.5		5.4		4.8		Zmiana ceny: 12m	30.7%
EV/EBITDA	15.3	14.4		10.6		9.3		Max (52 tyg.)	2 371.0
Dywid (%)	0.0	2.1		3.1		4.3		Min (52 tyg.)	1 700.0



LPP zaraportowało dobre sprzedażowe wyniki za maj (+17% r/r) połączone z bardzo dobrą marżą brutto na sprzedaży (+5pp. r/r). Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach roku spółka będzie osiągała spokojniejsze dodatnie dynamiki sprzedaży na sklepach porównywalnych i wysoką rentowność ze względu przede wszystkim na mniejsze wyprzedaże. LPP jest najwyżej wycenianą spółką z branży, co uważamy za w pełni uzasadnione biorąc pod uwagę: (i) osiągnięte i prognozowane dynamiki wyników oraz (ii) generowane najwyższe przepływy pieniężne w branży, które pozwalają na rozwój organiczny i wypłatę dywidendy. Spółka podobnie jak reszta branży jest przed najlepszym dla detalu okresem w roku (2Q i 4Q), który naszym zdaniem będzie udany.

Bardzo dobra sprzedaż za maj, jeszcze lepsza rentowność

Przychody ze sprzedaży osiągnięte w maju 2011 wyniosły około 182 mln PLN i były wyższe r/r o 17%. Szacunkowa wartość marży brutto na sprzedaży wyniosła 62% i była wyższa o ok. 5 punktów procentowych od zrealizowanej w maju 2010. Wartość przychodów ze sprzedaży zrealizowanych w okresie styczeń - maj 2011 wyniosła ok. 885 mln PLN. Przychody te były wyższe o 22% r/r. Wyniki sprzedaży są bardzo dobre, ale jeszcze bardziej pozytywne są dane o rentowności brutto na sprzedaży. Marża brutto jest wyższa r/r ponieważ w 2010 po słabym kwietniu spółka realizowała więcej wyprzedaży. Duży popyt na towary i wysoka sprzedaż na średni m2 w 2011 połączone ze skończoną ilością zamówionego towaru na 2011 powinny naszym zdaniem wpływać w kolejnych miesiącach na uspokojenie dynamiki sprzedaży na m2 i podwyższenie marży brutto na sprzedaży. LPP nie jest już w stanie domówić towarów na 2011 i będzie przy takim popycie realizowało wyższą rentowność. Szacujemy, że po dwóch miesiącach 2Q 2011 LPP ma już ponad 60 mln PLN zysku operacyjnego. Wiadomość pozytywna.

Wyniki 1Q 2011 operacyjnie zbliżone do oczekiwań, netto powyżej konsensusu

Przychody ze sprzedaży wzrosły 17,9% r/r i były zbliżone do prognoz, ponieważ spółka raportuje miesięczne dane o sprzedaży. Sprzedaż w salonach porównywalnych LFL wzrosła w całym 1Q 2011 o 14,4%. W 1Q 2010 LFL wyniosły -21,7%. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 49,9% wobec wcześniej raportowanej 51,1% i była -2,6pp. niższa w porównaniu do marży 1Q 2010. Wynik na poziomie operacyjnym był zbliżony do konsensusu i powyżej naszych prognoz. Główną przyczyną wyższego wyniku operacyjnego były niższe koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, które wyniosły 237,3 mln PLN (nasza prognoza 242 mln PLN) i były wyższe r/r o 11,4% (przy wzroście średniej powierzchni na poziomie 9,5%). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w przeliczeniu na średni m2 powierzchni wyniosły 248 PLN i były 1,7% wyższe r/r. Wynik netto wyniósł 14,1 mln PLN wobec straty -4,8 mln PLN w poprzednim roku. Wynik netto byłby zbliżony do naszych prognoz i konsensusu gdyby nie dodatnie różnice kursowe (przychody finansowe 14,8 mln PLN) i wysoka efektywna stopa podatkowa (26%).

Wyniki oceniamy pozytywnie. Zwracamy uwagę na:

- (i) utrzymywane niskie koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w przeliczeniu na średni m2 powierzchni (przy wzroście sprzedaży na średni m2 o 7,7% wzrost kosztów wyniósł 1,7%),
- (ii) wynik na poziomie netto jest powyżej prognoz ze względu na dodatnie różnice kursowe,
- (iii) spółka spłaciła ponad 83 mln PLN zobowiązań w stosunku do końca roku, co miało wpływ na niższe przepływy z działalności operacyjnej (-60 mln PLN wobec -9 mln PLN w 1Q 2010).

Wyniki 1Q 2011

(mln PLN)	Wyniki r/r			Prognozy DI BRE		Konsensus	
	IQ2011	IQ2010	zmiana	IQ2011P	zmiana	IQ2011P	zmiana
Przychody	500,5	424,5	17,90%	494,1	1,30%	496,0	0,91%
EBITDA	34,4	31,5	8,99%	34,8	-1,19%	-	-
marża	6,87%	7,43%	-	7,04%	-	-	-
EBIT	10,8	8,5	28,04%	9,6	12,67%	10,5	3,24%
Zysk brutto	19,1	-0,9	-	4,0	-	-	-
Zysk netto	14,1	-4,8	-	3,2	-	4,3	-

Źródło: LPP SA, DI BRE, PAP

Powierzchnia sprzedaży

(tys. m2)	IQ2011	IQ2010	zmiana
Powierzchnia na koniec okresu			
Powierzchnia tys. m2	315,6	296,8	6,3%
Powierzchnia tys. m2 bez Esotiq	315,6	290,0	8,8%
Średnia powierzchnia w okresie			
Powierzchnia tys. m2	319,2	291,4	9,5%
Powierzchnia tys. m2 bez Esotiq	315,6	284,7	10,9%

Źródło: LPP SA, DI BRE

LFL i dane na m2

	IQ2011	IQ2010	zmiana
LFL	14,4%	-21,7%	-
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu/m2 PLN	248	244	1,7%
Zapasy/m2 PLN	1 332	1 126	18,2%

Źródło: LPP SA, DI BRE

Podział geograficzny przychodów

(mln PLN)	IQ2011	IQ2010	zmiana
Polska	372,3	322,8	15,4%
Estonia	6,4	5,6	15,4%
Łotwa	5,4	3,6	49,4%
Czechy	20,7	17,4	19,2%
Węgry	4,0	3,4	20,2%
Litwa	9,2	7,5	22,9%
Ukraina	10,9	6,9	58,3%
Rosja	62,4	48,9	27,7%
Rumunia	4,5	5,4	-16,6%
Bułgaria	2,0	1,0	94,4%
Słowacja	2,5	2,1	19,9%
Razem	500,5	424,5	17,9%

Źródło: LPP SA, DI BRE

Wypłata dywidendy

Rada Nadzorcza zarekomendowała Zwyczajnemu Walnemu Zgromadzeniu wyłączenie od podziału i przeznaczeniu na kapitał zapasowy zysku netto osiągniętego w roku 2010. Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała tym samym wniosek Zarządu, aby zysk netto za rok 2010 w kwocie 148,9 mln PLN przeznaczyć na powiększenie kapitału zapasowego spółki.

Wniosek o 135 mln PLN dywidendy

Akcjonariusz Monistor Limited posiadający 11,39% udziału w kapitale zakładowym złożył wniosek o przeznaczenie ubiegłorocznego zysku w kwocie 135 mln PLN na dywidendę i 13,9 mln PLN na kapitał zapasowy. Zaproponowana przez akcjonariusza dywidenda to 76,6 PLN na akcję, czyli 3,4% stopa dywidendy. Zarząd już wcześniej zapowiadał, że spółka może wypłacić 100% zysku bez szkody dla finansowania działalności bieżącej i rozwoju. W naszych prognozach zakładaliśmy 125 mln PLN dywidendy.



NFI EMF (Trzymaj)

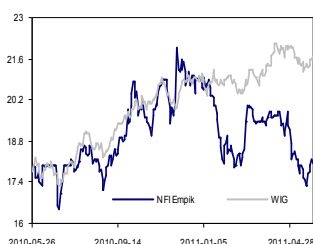
Cena bieżąca: 17.7 PLN

Cena docelowa: 19 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-27

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 719.5	2 908.2	6.9%	3 281.2	12.8%	3 717.3	13.3%	Liczba akcji (mln)	104.0
EBITDA	202.3	246.1	21.6%	265.0	7.7%	318.0	20.0%	MC (cena bieżąca)	1 841.4
marża EBITDA	7.4%	8.5%		8.1%		8.6%		EV (cena bieżąca)	2 344.2
EBIT	83.4	141.6	69.8%	153.3	8.3%	193.4	26.2%	Free float	
Zysk netto	79.8	74.8	-6.3%	87.3	16.8%	109.4	25.3%		
P/E	22.7	24.6		21.1		16.8		Zmiana ceny: 1m	-3.6%
P/CE	9.1	10.3		9.3		7.9		Zmiana ceny: 6m	-18.1%
P/BV	3.7	3.9		3.2		2.7		Zmiana ceny: 12m	2.0%
EV/EBITDA	10.0	8.8		8.8		7.4		Max (52 tyg.)	22.0
Dyid (%)	0.0	0.1		1.1		0.0		Min (52 tyg.)	16.5



NFI EMF nie zaskoczył inwestorów wynikami za 1Q 2011, ponieważ zgodnie z konsensem były one słabe. Podobnie, jak w przypadku innych spółek z branży, sezonowość wyników NFI EMF jest taka, że 1Q nie jest istotny dla wyniku rocznego, natomiast 4Q generuje ponad 80% rocznego zysku na sprzedaży. Na sezonowo słaby 1Q dodatkowo negatywnie wpłynęło przesunięcie Świąt Wielkanocnych, które ma znaczenie dla całej branży, ale dla segmentu zabawek (Smyk i Spielemax) w szczególności. Do sezonowego spowolnienia NFI EMF dodał jeszcze kilka jednorazowych zdarzeń, m.in. ujemne dynamiki sprzedaży w salonach Empik wynikające z wprowadzonego od 2011 podatku VAT na książki, czy mniejsze wyprzedaże w segmencie Smyk. Wymienione zjawiska miały naszym zdaniem charakter jednorazowy, a jedynym niepokojącym w perspektywie całego roku (jeśli nie tylko półroczna) zjawiskiem są ujemne dynamiki LFL w segmencie mody i urody. Spółka jest wyceniana z 11,7% premią do mediany P/E 2011 i 11,6% dyskontem do mediany EV/EBITDA 2011. Ze względu na dynamiki wyników i generowane przepływy pieniężne NFI EMF nie powinien być wyceniany z premią do sektora.

Wyniki 1Q 2011

Wyniki za 1Q 2011 były lepsze od konsensusu na poziomie netto tylko ze względu na wycenę instrumentów finansowych, która dodała do wyniku operacyjnego kwotę 12,5 mln PLN. Bez uwzględniania wyceny instrumentów finansowych i wyceny programu akcji pracowniczych (-4,5 mln PLN) wynik netto byłby na poziomie zbliżonym do konsensusu -18,2 mln PLN.

Wyniki kwartalne

(mIn PLN)	Wyniki r/r			Konsensus	
	IQ2011	IQ2010	zmiana	IQ2011P	zmiana
Przychody	630,2	599,8	5,1%	630,9	-0,1%
EBITDA	14,5	20,3	-28,8%	-	-
marża	2,29%	3,39%	-	-	-
EBIT	-12,6	-2,4	421,2%	-9,5	32,2%
Zysk brutto	-11,8	-9,7	21,8%	-	-
Zysk netto	-11,9	-8,5	39,7%	-18,7	-36,6%

Źródło: NFI EMF, DI BRE, PAP

W 1Q 2011 sieć sprzedaży zwiększyła się o 6 lokalizacji i na koniec kwartału liczyła 731 punktów o powierzchni 306,7 tys. m². W sumie w całej grupie w 1Q 2011 sprzedaż w salonach porównywalnych zmniejszyła się o -5,9%. Sprzedaż ogółem wzrosła o 5,1% dzięki dużej ilości otwarć w ostatnich 4 kwartałach (83 nowe sklepy). Na słabszą sprzedaż wpływała głównie sezonowość i zdarzenia, które traktujemy jako jednorazowe (m.in. perturbacje z VAT). EBITDA na działalności podstawowej, czyli bez uwzględniania wyceny programu akcji pracowniczych (-4,5 mln PLN w 1Q 2011 i -1,3 mln PLN w 1Q 2010) była na poziomie porównywalnym r/r. Wyższe koszty wynikały ze wzrostu sieci sprzedaży.

Najgorszy wynik LFL r/r miała grupa Smyk, która w Rosji, Polsce i Niemczech wygenerowała dwucyfrowe spadki sprzedaży/m². W Polsce mógł być to wynik wysokiej bazy 1Q 2011, kiedy Smyk przeprowadzał wyprzedaże promocyjne, ze względu na duży zapas pozostały po 4Q 2010. Na słabszą sprzedaż wpływało też przesunięcie Świąt Wielkanocnych na 2Q 2011, co ma znaczenie największe w niemieckiej części grupy, gdzie sprzedawane są głównie zabawki. Spółka poprzez wyprzedaże zrealizowała w 1Q 2010 wyższą sprzedaż i słabsze marże, w tym roku sytuacja była odwrotna i Smyk miał ujemne LFL i zwiększył rentowność brutto na sprzedaży z 41,4% do 44,4%.

Drugi słaby segment w 1Q 2011 to moda, gdzie ujemna dynamika LFL dotyczyła przede wszystkim rynku rosyjskiego. Spółka częściowo tłumaczyła taki wynik słabą kolekcją (EMF nie ma wpływu na kolekcję, ponieważ segment modowy to głównie franczyza i licencje) i wysoką bazą 1Q 2010 w Rosji (w 1Q 2010 LFL w Rosji wyniosły 6,15%). Słabsza sprzedaż odbiła się też na słabszej rentowności brutto na sprzedaży, ponieważ spółka starała się wyprzedawać kolekcje.

Salony Empik zostały z kolei dotknięte przez zamieszanie związane z wprowadzeniem podatku VAT na książki. Wydawcy musieli przeprowadzić szczegółowe inwentaryzacje i przez jakiś czas nie sprzedawali zapasu z 2H 2010 (brak wytycznych co do podatku). Poprawiła się z kolei rentowność w Empiku, z 33,5% na 36,2% ze względu na bonusy od dostawców oraz większy udział w sprzedaży towarów wysokomargowych.

Rentowność i sprzedaż LFL

	Marża brutto na sprzedaży (%)		Zmiana marży (pp.)	LFL (%)
	IQ2011	IQ2010	IQ2011/IQ2010	IQ2011/IQ2010
Empik	36,2%	33,5%	2,7	-4,1%
Smyk	44,4%	41,4%	3,0	-10,7%
Szkoły	68,0%	64,7%	3,3	7,0%
Moda i uroda	44,6%	48,0%	-3,4	-5,7%
Razem	43,0%	41,5%	1,5	-5,9%

Źródło: NFI EMF, DI BRE, PAP



NG2 (Akumuluj)

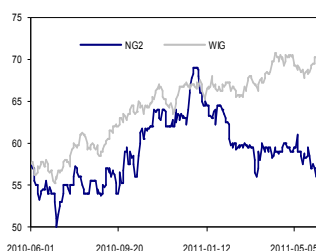
Cena bieżąca: 58.5 PLN

Cena docelowa: 63 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-23

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	922.4	1 028.6	11.5%	1 213.3	18.0%	1 380.8	13.8%	Liczba akcji (mIn)	38.4
EBITDA	126.5	151.3	19.6%	211.3	39.7%	252.3	19.4%	MC (cena bieżąca)	2 246.4
marża EBITDA	13.7%	14.7%		17.4%		18.3%		EV (cena bieżąca)	2 286.8
EBIT	108.2	129.1	19.4%	187.2	45.0%	222.5	18.8%	Free float	31.1%
Zysk netto	83.5	117.9	41.2%	146.7	24.5%	176.8	20.5%		
P/E	26.9	19.1		15.3		12.7		Zmiana ceny: 1m	-1.7%
P/CE	22.1	16.0		13.1		10.9		Zmiana ceny: 6m	-7.7%
P/BV	6.6	5.3		4.4		3.8		Zmiana ceny: 12m	5.2%
EV/EBITDA	18.2	15.3		10.8		8.9		Max (52 tyg.)	68.9
Dyield (%)	1.7	1.7		3.0		4.2		Min (52 tyg.)	50.0



NG2 miało słaby 1Q 2011, co wynikało głównie z braku towaru zimowego na sklepach. Wyniki sprzedaży za 2Q 2011 jak dotąd są bardzo dobre i po dynamikach sprzedaży za maj można już szacować, że 2Q 2011 będzie bardziej udany. W maju spółka poprawiła sprzedaż r/r o prawie 44%, a sprzedaż w salonach porównywalnych wzrosła o ponad 30%. W 2H 2011 spółka będzie podnosiła ceny, co wesprze sprzedaż i wyniki w najważniejszych miesiącach roku. Naszym zdaniem po korekcie z 1Q 2011 wycena spółki jest atrakcyjna, szczególnie ze względu na fakt, że najlepsze sprzedażowo i wynikowo miesiące w roku są jeszcze przed nami.

Bardzo dobra sprzedaż za maj

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży za miesiąc maj wyniosły 103,1 mln PLN i były wyższe r/r o 43,8%. Przychody za okres styczeń – maj wyniosły 394,7 mln PLN i były wyższe r/r o 12,6%. Przychody ze sprzedaży detalicznej za miesiąc maj wyniosły 99,8 mln PLN i były wyższe r/r o 43,0%, narastająco za okres styczeń – maj wyniosły 352,1 mln PLN i były wyższe o 15,1% stosunku r/r. NG2 potrzebowało około 90 mln PLN sprzedaży za maj i czerwiec, żeby podtrzymać zapowiadane 150 mln PLN zysku netto za 2011. Maj był sprzedażowo lepszy od oczekiwań i od kwietnia 2011. Szacujemy, że dynamiki LFL wyniosły prawie 30%. NG2 miało też niższą bazę niż np. LPP, gdzie sprzedaż w maju 2010 nie była tak słaba, dlatego spodziewamy się, że spółka zrealizowała tą wyższą sprzedaż przy porównywalnych r/r marżach. Wiadomość pozytywna.

Wyniki za 1Q 2011 – dobry rachunek wyników, słabe przepływy finansowe

Słabe dane o przychodach spółki za 1Q 2011 były już znane, ponieważ NG2 raportuje miesięczne przychody ze sprzedaży. Nie jest więc zaskoczeniem słaba sprzedaż r/r, która zmniejszyła się w sumie o -5,5%, jak również nie jest zakończeniem straty netto, ponieważ strata na poziomie kilku mln PLN była zapowiadana przez Zarząd i zarówno konsensus jak i nasze prognozy wskazywały na stratę w 1Q 2011. Pozytywnie oceniamy utrzymanie marży brutto na sprzedaży r/r, wyższą marżę na sprzedaży detalicznej r/r (56,0% wobec 53,9% w 1Q 2010) i utrzymanie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w przeliczeniu na m2 na niezmiennym poziomie. Gorzej wyglądają przepływy operacyjne, które wynikają ze zwiększonych zakupów towarów (zarówno po stronie zapasów jak i należności). Konsekwentnie twierdzimy, że mimo straty w 1Q 2011 ten kwartał nie będzie ważył istotnie w wyniku rocznym, dlatego wyniki uważamy za neutralne dla naszej wyceny. Bardziej istotne jest, czy po w miarę dobrych wynikach sprzedaży za kwiecień (wzrost 28% r/r) spółka wygeneruje dodatnie dynamiki LFL w maju i czerwcu. Maj 2010 był sprzedażowo słaby i podobnie jak w kwietniu 2010 zakończył się ujemną dynamiką -18% r/r. Dzięki niskiej bazie wyniki w maju 2011 powinny być dobre. Czerwiec 2010 był już bardzo dobry i pokazał dynamikę 26% r/r dlatego trend na rynku potwierdzi się w ciągu następnych dwóch miesięcy. Nasze nastawienie do spółki i sektora jest nadal pozytywne.

Dobry w stosunku do naszych oczekiwań rachunek wyników...

Sprzedaż i wynik netto były zbliżone do prognoz, wynik operacyjny na poziomie -1,9 mln PLN wobec -4,3 mln PLN prognozowanych. Za część straty w 1Q 2011 odpowiada podatek dochodowy w kwocie 2,6 mln PLN przy stracie brutto na poziomie -3,8 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży była zbliżona do prognoz i wyniosła 51,8% wobec 51,5% w 1Q 2010. Koszty sprzedaży i ogólne były niższe o -4,2% od naszych oczekiwań i wyższe o 6% r/r (koszty na średni m2 powierzchni były zbliżone r/r). W zmniejszeniu straty na działalności operacyjnej pomogły dodatnie różnice kursowe w kwocie około 2,0 mln PLN.

... i słabe przepływy z działalności operacyjnej

Wysoki poziom zapasów (wzrost o 17% r/r przy wzroście powierzchni o 5%, i wzrost 27% q/q),

istotny wzrost zapasów w przeliczeniu na m2 powierzchni (11% r/r i 27% q/q) oraz wysoki stan należności (wzrost 121% r/r i 67% q/q) wpłynęły negatywnie na przepływy z działalności operacyjnej (-102 mln PLN wobec -41 mln PLN w 1Q 2010). Według zarządu wyższy stan zapasów i należności wynika z większych zakupów towarów przy atrakcyjnej cenie od producenta. Spółka chcąc zapobiec importowaniu inflacji kosztowej z Chin (wzrosły m.in. koszty pracy i ceny surowców) kupiła wcześniej więcej towaru (wysoki stan należności, to zaliczki na towary w drodze). Wysoki stan zapasów ma pozytywnie wpłynąć na wyniki finansowe w kolejnych kwartałach ze względu na oczekiwaną wyższą marżę brutto na sprzedaży.

Sieć sprzedaży w 2011

Spółka w 1Q 2011 otworzyła pierwszy sklep franczyzowy w Moskwie. Na konferencji poświęconej wynikom za 1Q 2011 Zarząd zapowiedział, że w 2011 zostanie otwartych w sumie 7-8 sklepów w Rosji. Ze względu na rozczarowujące wyniki sieci Quazi w 2011 zamknięta zostanie część sklepów (około 10), którym kończą się umowy najmu. W sumie całkowita powierzchnia sprzedaży w 2011 zwiększy się o 10%, z czego połowa nowej powierzchni zostanie otwarta w 1H 2011. Większość nowej powierzchni będzie otwierana na rynku czeskim.

Wyniki 1Q 2011

(mln PLN)	Wyniki r/r		Wyniki vs. prognozy DI BRE		Wyniki vs. konsensus		
	IQ2011	IQ2010	zmiana	IQ2011P	zmiana	IQ2011P	zmiana
Przychody	184,9	195,7	-5,51%	185,3	-0,20%	185,0	-0,04%
EBITDA	4,0	14,9	-73,40%	1,1	275,82%	-	-
marża	2,14%	7,60%	-	0,57%	-	-	-
EBIT	-1,9	9,2	-	-4,3	-	-3,6	-
Zysk brutto	-3,7	7,2	-	-6,4	-	-	-
Zysk netto	-6,2	5,1	-	-6,6	-	-4,8	-

Źródło: NG2, DI BRE, PAP

Rachunek wyników

(mln PLN)	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Sprzedaż	184,9	195,7	-5,5%
Wynik brutto na sprzedaży	95,8	100,7	-4,8%
Marża	51,80%	51,50%	-
Koszty sprzedaży i ogólne	98,3	92,6	6,1%
Wynik na sprzedaży	-2,5	8,1	-
Pozostała działalność operacyjna	0,5	1,1	-
EBIT	-1,9	9,2	-
Wynik na działalności finansowej	-1,8	-2	-
Wynik brutto	-3,7	7,2	-
Podatek	2,6	2,1	-
Wynik netto	-6,2	5,1	-

Źródło: NG2, DI BRE

Przepływy finansowe

(mln PLN)	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Przepływy operacyjne	-102,8	-41,6	-
Przepływy inwestycyjne	-26,4	-24,6	-
Przepływy finansowe	65,5	22	-
Gotówka	19,4	16,7	-
Zapasy	320,3	274,7	16,6%
Należności	127,2	57,5	121,1%
Zobowiązania	104,2	83	25,6%

Źródło: NG2, DI BRE

Dane na m2

(PLN)	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Zapasy/m2	1 982	1 784	11,1%
Koszty sprzedaży i ogólne/m2/m-c	202,9	201,8	0,5%

Źródło: NG2, DI BRE

Sieć sprzedaży

	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
CCC własne	274	262	4,6%
CCC Czechy	45	40	12,5%
CCC franczyza	52	61	-14,8%
Boti	220	223	-1,4%
Boti franczyza	68	65	4,6%
Quazi	48	48	0,0%
Razem	707	699	1,1%

Powierzchnia własna tys. m2	140,9	132,5	6,29%
Powierzchnia ogółem tys. m2	161,6	153,9	4,96%

Źródło: NG2, DI BRE

Dywidenda

Zarząd podjął uchwałę w sprawie przedłożenia WZA rekomendacji wypłaty dywidendy z zysku netto za rok 2010 w wysokości 57,6 mln PLN (1,5 PLN na 1 akcję). Pozostałą część zysku w wysokości 28,3 mln PLN Zarząd rekomenduje przekazać na kapitał zapasowy Spółki. Zarząd zarekomendował ustalenie dnia dywidendy na 9.09.2011 oraz termin jej wypłaty na dzień 27.09.2011.

Rada Nadzorcza podjęła uchwałę dotyczącą wypłaty dywidendy z zysku netto za rok 2010 w wysokości 57,6 mln PLN (1,50 PLN na akcję). Pozostałą część zysku w wysokości 28,3 mln PLN będzie przekazane na kapitał zapasowy.

Transakcje na akcjach

Osoba blisko związana z Wojciechem Fenrich Członkiem RN sprzedała 28 000 akcji po średniej cenie: 57,10 PLN.



Vistula (Trzymaj)

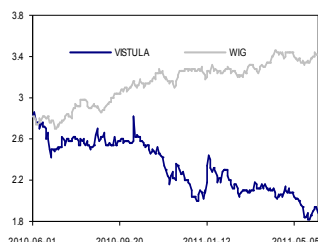
Cena bieżąca: 1.88 PLN

Cena docelowa: 2.1 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	408.4	353.9	-13.3%	405.2	14.5%	471.5	16.4%	Liczba akcji (mln)	111.6
EBITDA	57.9	39.2	-32.3%	49.6	26.6%	63.5	27.9%	MC (cena bieżąca)	209.7
marża EBITDA	14.2%	11.1%		12.3%		13.5%		EV (cena bieżąca)	435.1
EBIT	40.2	23.3	-42.1%	34.1	46.2%	47.6	39.8%	Free float	40.5%
Zysk netto	16.9	1.7	-89.9%	10.3	508.5%	21.0	102.9%		
P/E	12.4	123.4		20.3		10.0		Zmiana ceny: 1m	-7.8%
P/CE	6.1	11.9		8.1		5.7		Zmiana ceny: 6m	-18.3%
P/BV	0.9	0.7		0.7		0.7		Zmiana ceny: 12m	-31.9%
EV/EBITDA	7.5	11.1		8.8		6.9		Max (52 tyg.)	2.8
Dyield (%)	0.0	0.0		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	1.8



Vistula zaraportowała słabe wyniki za 1Q 2011. Tak jak w przypadku innych detalistów 1Q nie wpływa istotnie na wycenę spółki, jednak liczą się tendencje. Trendy są dobre w segmencie odzieżowym, zarówno w marży jak i sprzedaży na m2 natomiast słabe w segmencie jubilerskim tak w sprzedaży jak i w marży. 2Q sprzedażowo zapowiada się dobrze dla całej branży. Negatywnie na wycenę Vistuli będą wpływały naszym zdaniem dwie kwestie: (i) pierwsza, to brak informacji o tym jak spółka zamierza sobie poradzić z zadłużeniem, którego do spłaty jest ponad 100 mln PLN (na przeprowadzenie ewentualnej emisji nie zostało wiele czasu) oraz (ii) negatywny wpływ cen złota na rentowność spółki w segmencie jubilerskim.

Wyniki zgodnie z oczekiwaniami słabe

Spółka podała wyniki za 4Q 2010 nieznacznie poniżej naszych oczekiwań (wynik netto -5,3% wobec naszych prognoz), jednak ponieważ 4Q jest kluczowym kwartałem pod względem wyniku netto zysk całego 2010 był na poziomie niższym o 15,7% od naszych prognoz (1,7 mln PLN zysku netto za cały 2010 wobec prognozowanych 2,0 mln PLN). Wyniki 4Q 2010 były r/r zbliżone pod względem sprzedaży i słabsze jeśli chodzi o rentowność brutto na sprzedaży, na co wpłynęły rosnące ceny surowców w segmencie jubilerskim (złoto, srebro). Dzięki przeprowadzonej w 2009-2010 restrukturyzacji kosztowej i sieci sprzedaży spółka poprawiła rentowność na sprzedaży i EBIT jednak wyższe koszty finansowe pogorszyły wynik na poziomie netto. Pozytywnie oceniamy coraz lepsze wyniki segmentu odzieżowego, w tym utrzymanie sprzedaży przy mniejszej sieci, a także poprawę rentowności brutto. Słabo przy tym wypada działalność jubilerska, która wprawdzie nie osiąga już ujemnej dwucyfrowej dynamiki sprzedaży/m2 ale pogarsza rentowność brutto na sprzedaży przez wysokie koszty surowców.

Wyniki finansowe vs. prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

Wyniki finansowe w prognozie DI BRE i Konsensus Wyniki										
Wyniki (mIn PLN)	Raportowane					Prognozy DI BRE			Konsensus	
	IVQ10	IVQ09	zmiana	I-IVQ10	I-IVQ09	zmiana	IVQ10Pzmiana	IVQ10P	zmiana	
Przychody	107,4	104,2	3,1%	353,9	408,4	-13,3%	110,4	-2,7%	107,0	0,4%
EBITDA	16,3	8,7	87,7%	39,2	57,9	-32,3%	17,0	-4,1%	-	-
marża	15,2%	8,3%	-	11,1%	14,2%	-	15,4%	-1,5%	-	-
EBIT	12,4	10,4	20,2%	23,3	40,2	-42,2%	13,1	-5,3%	11,9	4,6%
Zysk brutto	6,5	6,5	-0,1%	1,6	11,1	-86,0%	7,4	-11,9%	-	-
Zysk netto	5,5	7,0	-20,4%	1,7	16,9	-90,2%	5,8	-5,3%	5,3	4,5%

Źródło: Vistula, DI BRE Banku

Przychody

Sprzedaż w 4Q 2010 wzrosła o 3,1% r/r i była o 2,7% niższa od naszych oczekiwań. Za zwiększenie sprzedaży odpowiedzialny był segment jubilerski, gdzie przychody wzrosły o 6,9% r/r. W całym 2010 przychody salonów jubilerskich były niższe o 0,8% r/r. Trend ten wynikał ze spadku popytu konsumpcyjnego co jest jeszcze bardziej widoczne przy uwzględnieniu wzrostu powierzchni handlowej segmentu (wzrost o 4,8% powierzchni na koniec okresu i o 10,9% średniej powierzchni w okresie). W segmencie odzieżowym sprzedaż była w 4Q 2010 na zbliżonym poziomie r/r przy powierzchni niższej na koniec roku o -1,6%. W całym 2010 segment odzieżowy na danych raportowanych wygenerował sprzedaż niższą o 20% r/r. Na danych porównywalnych, bez uwzględniania w 2009 Galerii Centrum sprzedaż segmentu była niższa o 9,2%. Zmniejszenie przychodów w działalności odzieżowej na danych porównywalnych (o 20,9 mln PLN) wynikało ze spadku sprzedaży hurtowej (8,2 mln PLN), braku sklepów licencyjnych i wyprzedażowych (9,6 mln PLN) oraz spadkiem sprzedaży usług przerobowych (3,1 mln PLN).

Spodziewaliśmy się wyższych przychodów ze sprzedaży w 4Q 2010, co wynikało ze zbliżonych

prognozowanych przychodów segmentu jubilerskiego (48,7 mln PLN) i wyższej szacowanej sprzedaży w segmencie odzieżowym (61,6 mln PLN).

Sieć sprzedaży (tys. m2) oraz sprzedaż w rozbiu segmentowym (mln PLN)

Sieć sprzedaży (tys. m2)	IVQ2010	IVQ2009	zmiana	I-IVQ 2010	I-IVQ 2009	zmiana
Stan na koniec okresu						
Segment jubilerski	6,6	6,3	4,8%	6,6	6,3	4,8%
Segment odzieżowy	17,5	17,8	-1,6%	17,5	17,8	-1,6%
Średnio w okresie						
Segment jubilerski	6,6	6,0	10,9%	6,5	5,7	14,5%
Segment odzieżowy	17,5	17,9	-2,5%	17,5	18,7	-6,4%

Sprzedaż	IVQ2010	IVQ2009	zmiana	I-IVQ 2010	I-IVQ 2009	zmiana
Segment jubilerski	48,5	45,4	6,9%	144,4	145,6	-0,8%
Segment odzieżowy	58,0	57,6	0,7%	206,8	258,4	-20,0%
Pozostała	0,9	1,2	-29,5%	2,8	4,4	-36,3%
Razem	107,4	104,2	3,1%	353,9	408,4	-13,3%

Źródło: DI BRE, Vistula

Rentowność

Raportowana rentowność brutto na sprzedaży w 4Q 2010 była 2,3pp. niższa r/r (z 58,6% na 56,3%) a w całym 2010 o 3,5pp. wyższa r/r (z 51,5% na 55,0%). Istotnie na wynik brutto na sprzedaży w 4Q 2010 wpłynął spadek marży brutto w segmencie jubilerskim (z 57,0% w 4Q 2009 do 53,7% w 4Q 2010). W całym 2010 rentowność brutto na sprzedaży segmentu jubilerskiego zmniejszyła się o 3,7pp., co wynikało z wyższych cen surowców: złota i srebra, których przy obniżonym popycie nie udało się przenieść na ostatecznego konsumenta. Rentowność w segmencie odzieżowym była na zbliżonym poziomie r/r w 4Q 2010 i uległa znacznej poprawie w całym 2010 (wzrost o 8,8pp., na danych porównywalnych bez uwzględnienia Galerii Centrum o 6,6pp.). Na zwiększenie procentowej marży brutto na sprzedaży w tym segmencie miała naszym zdaniem wpływ (i) zmiana struktury sprzedaży w segmencie (mniej sprzedaży hurtowej oraz usług przerobowych) oraz (ii) restrukturyzacja sieci (likwidacja marek i powierzchni wyprzedazowych).

Nasze prognozy marży brutto na sprzedaży były niższe, co wynikało z prognozowanej zbliżonej rentowności w segmencie jubilerskim (54,0% wobec raportowanej 53,7%) i niższej prognozowanej rentowności w segmencie odzieżowym (56% wobec raportowanej 58,6%).

Rentowność brutto na sprzedaży (mln PLN)

Rentowność brutto na sprzedaży	IVQ2010	IVQ2009	zmiana pp.	I-IVQ 2010	I-IVQ 2009	zmiana pp.
Segment jubilerski	53,7%	57,0%	-3,3	54,6%	58,3%	-3,7
Segment odzieżowy	58,6%	58,5%	0,1	55,1%	46,3%	8,8
Pozostała	48,2%	122,8%	-74,6	71,0%	134,8%	-63,8
Razem	56,3%	58,6%	-2,3	55,0%	51,5%	3,5

Źródło: DI BRE, Vistula

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu

W 4Q 2010 r/r koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w 4Q 2010 były niższe r/r o 8,9% a w całym 2010 o 19,7%. Na danych porównywalnych, bez uwzględniania w 2009 Galerii Centrum koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były w całym 2010 niższe o 11% r/r. Spadek kosztów był wynikiem przeprowadzonej restrukturyzacji sieci (likwidacja sklepów licencyjnych) oraz niższych kosztów usług obcych, w tym głównie czynszów (lepsza relacja EUR/PLN niż w 2009, kiedy kurs był bardzo zmienny).

Spodziewaliśmy się niższych o około 1,0 mln PLN kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w 4Q 2010 jednak rozpoczęta kampania marketingowa i koszty otwarć nowych sklepów zwiększały koszty w 4Q 2010.

Wynik operacyjny

Na wynik operacyjny w 4Q 2010 pozytywnie wpłynęło saldo na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie 0,6 mln PLN i w całym 2010 w kwocie 1,0 mln PLN, w 2009 roku było to odpowiednio 3,1 mln PLN w 4Q 2009 i 44,5 mln PLN w całym roku (ponad 34,4 mln PLN z tej kwoty dotyczyło zdarzeń jednorazowych). Ostatecznie wynik na działalności operacyjnej był 16,8% wyższy r/r w 4Q 2010 i 2x niższy w całym 2010 na danych raportowanych z uwzględnieniem działalności Galerii Centrum.

W naszych prognozach saldo pozostałej działalności operacyjnej miało neutralny wpływ na EBIT w 4Q 2010.

Wynik netto

Koszty finansowe w 4Q 2010 były wyższe r/r o 16,4% i wyższe od naszych prognoz o 5,0%, natomiast niższy niż szacowany podatek dochodowy dodatnie kontrybuował do wyniku netto i ostatecznie spółka wygenerowała 5,5 mln PLN wyniku netto w 4Q 2010 i 1,7 mln PLN w całym 2010 wobec prognozowanego odpowiednio 5,8 mln PLN i 2,0 mln PLN.

Bilans

W bilansie uwagę zwracają: (i) zmiana struktury finansowania obcego, (ii) wysoki w porównaniu do 2009 roku stan zapasów oraz (iii) przekwalifikowanie części aktywów do sprzedaży.

Zmiana struktury zobowiązań finansowych (na koniec 2010 71% to krótkoterminowe wobec 83% na koniec 2009) wynika z harmonogramów spłat kredytów oraz z wyemitowanych obligacji w kwocie 50 mln PLN. Spółka w ciągu następnych 12 miesięcy musi spłacić/zrolować zobowiązania finansowe w kwocie 109 mln PLN.

Wyższe zapasy towarów r/r wynikają naszym zdaniem z dotowarowania salonów jubilerskich w 4Q 2010 przy jednoczesnym słabym popycie na biżuterię. Vistula wyemitowała obligacje w celu zatowarowania sklepów W. Kruk na 4Q 2010 i spodziewała się wyższej sprzedaży niż zrealizowana.

Spółka przekwalifikowała środki trwałe w Myślenicach na kwotę netto 4,9 mln PLN z rzeczowych aktywów trwałych na aktywa dostępne do sprzedaży na podstawie zawartej umowy sprzedaży środków trwałych. Sprzedaż nieruchomości nastąpiła w lutym 2011.

Zarząd oczekuje dwucyfrowego wyniku 2011

Prezes spółki oczekuje dwucyfrowego wyniku netto w 2011 i przyznaje, że początek roku był gorszy od założeń. W kwietniu ze względu na niską bazę spółka miała wzrosty obrotów, w połowie maja obroty są lepsze r/r. W części jubilerskiej spółka zbliża się do wyników osiąganych przed dwoma laty. Spodziewamy się dobrych wyników sprzedażowych 2Q 2011 w całej branży, pozytywna jest informacja o wzroście sprzedaży w salonach W. Kruk, wynik zbliżony do 2009 oznaczałby dodatnie LFL w maju, czyli pierwsze od 2 lat wzrosty sprzedaży. Nasza prognoza zakłada 10,3 mln PLN zysku netto na 2011.

Vistula Group ma wkrótce ogłosić nową strategię dla marki Deni Cler. Prezes Deni Cler potwierdza, że rozważane jest wprowadzenie spółki na GPW. Wiążących decyzji w tej sprawie można się spodziewać w 2H 2011.



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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliscz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:

Agora

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-10-05	2011-01-03
kurs z dnia rekomendacji	28,30	26,10
WIG w dniu rekomendacji	45542,07	47489,91

Centrum Klima

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2010-09-03	2010-10-20	2010-12-03	2011-01-18	2011-03-03	2011-03-31
kurs z dnia rekomendacji	14,83	14,25	16,50	16,00	13,91	13,91
WIG w dniu rekomendacji	42704,39	45289,74	46481,15	47457,37	47326,35	48605,66

Kredyt Bank

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-09-15	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	15,49	15,44
WIG w dniu rekomendacji	44147,39	47457,37

Mondi

rekomendacja	Trzymaj	Zawieszona	Akumuluj
data wydania	2011-01-18	2011-03-03	2011-03-31
kurs z dnia rekomendacji	77,80	81,85	80,45
WIG w dniu rekomendacji	47457,37	47326,35	48605,66

PGNiG

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2010-09-27	2010-11-15	2010-12-03
kurs z dnia rekomendacji	3,52	3,91	3,61
WIG w dniu rekomendacji	45133,77	47493,93	46481,15

PZU

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2010-12-13
kurs z dnia rekomendacji	360,50
WIG w dniu rekomendacji	47510,17

Rafako

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2010-09-03	2011-02-01
kurs z dnia rekomendacji	12,80	11,60
WIG w dniu rekomendacji	42704,39	47156,76

ZA Puławy

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2011-01-14	2011-02-04
kurs z dnia rekomendacji	98,00	114,00
WIG w dniu rekomendacji	47447,03	47559,15

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco 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, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclon 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.

DI BRE Banku S.A. jest członkiem konsorcjum oferującego akcje BGŻ w ofercie publicznej.

Asseco 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 niezmiennione 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 rekomendację.



Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.