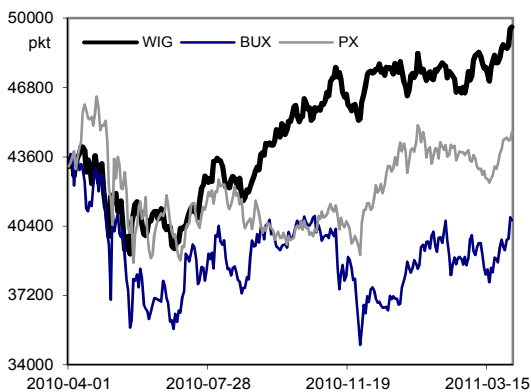


5 kwietnia 2011


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	49 593
Średnie P/E 2011	13,2
Średnie P/E 2012	11,4
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 013 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.klischcz@dibre.com.pl

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

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

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny
 Makroekonomiści BRE Banku

Opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny

Kwiecień 2011

Rynek akcji

Rynki wschodzące nabierają relatywnej siły w stosunku do rynków rozwiniętych, czemu sprzyja min. perspektywa obniżenia tempa wzrostu gospodarczego w USA oraz coraz bliższe podwyżki stóp procentowych w strefie Euro. To również w kwietniu powinno przesunąć ciężar inwestycji w kierunku *emerging markets*. Oczekujemy, że trend wzrostowy będzie utrzymany a WIG20 powinien osiągnąć poziom 3000 pkt.

Ze spółek

Banki. Uważamy, że kwietniowa (już druga w tym roku) podwyżka stopy referencyjnej do 4,0% jeszcze mocniej akcentuje nasze preferowane ekspozycje, czyli PKO BP i Kredyt Bank, banki z najwyższym udziałem bieżących depozytów detalicznych w strukturze depozytów. Ponadto sądzimy, że walory Getin Holdingu mogą zyskiwać na fali oczekiwań bardzo wysokiego zysku netto za 1Q 2011.

Paliwa. Nadal utrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii w związku z niekorzystnym otoczeniem makro. W krótkim terminie w związku z trwającym procesem taryfowym widzimy również ryzyko dla PGNiG, ale nie zmienia to naszej średnioterminowej rekomendacji.

Energetyka. Wzrosty cen energii w Niemczech poprawiły sentyment do CEZ, ale naszym zdaniem Spółka skorzysta na nich w mocno ograniczonym wymiarze. Korzystniej wyceniane są polskie koncerny, szczególnie Tauron, gdzie ryzyko podaży akcji z MSP już się zmaterializowało.

Telekomunikacja. Na wzrostowym rynku akcje spółek telekomunikacyjnych powinny zachowywać się słabiej niż szeroki rynek. Po wzroście ceny obniżamy rekomendację dla akcji TPSA do trzymaj.

Media. Podtrzymujemy pozytywne rekomendacje dla Agory i Cinema City. Ostatnie wzrosty notowań wyczerpują potencjał wzrostowy na TVN. W Cyfrowym Polsacie obawy może budzić ewentualna podaż akcji.

Informatyczne. Mimo ostatnich wzrostów pewien potencjał wzrostowy widzimy nadal w Sygnity. Rezygnacja z planów dual listingu powinna pozytywnie przełożyć się na notowania Asseco Poland. Pozytywnie oceniamy również perspektywy hurtowych dystrybutorów sprzętu.

Górnictwo i metale. W perspektywie najbliższych tygodni, oczekujemy, że zapasy na giełdach sezonowo będą obniżać się (efekt dodatkowo wzmocniony powrotem popytu z Japonii), co powinno dać impuls wzrostowy dla cen miedzi i akcji KGHM. Średnio- i długoterminowa perspektywa pozostaje negatywna.

Przemysł. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie dla akcji Impexmetal. Rosnące ceny stali mogą być elementem ryzyka dla producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa w pierwszej połowie roku.

Budownictwo. Mimo negatywnego sentymentu do sektora, dostrzegamy spółki, które wyceniane są atrakcyjnie. Podwyższamy rekomendację sektorową z „niedoważaj” do „neutralnie”.

Deweloperzy. Zalecamy przeważanie sektora deweloperskiego. Nadal pozytywnie oceniamy perspektywy deweloperów mieszkaniowych i komercyjnych. Przy obecnym poziomie wycen, sektor ma walory defensywne.

Handel. Po danych detalistów za marzec spodziewamy się, że z wyjątkiem NG2 1Q 2011 był udany dla branży odzież/obuwie (1Q nie jest istotny dla wyników rocznych). Nie zmieniamy rekomendacji i pozytywnego nastawienia do całego sektora.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Erbud (Kupuj), Unibep (Kupuj), obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: TPSA (Trzymaj), TVN (Trzymaj) oraz zawieszamy rekomendację dla BZ WBK i Komputronik.



Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	7
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	9
4. Statystyki rekomendacji	10
5. Banki	11
5.1. BZ WBK	12
5.2. Getin	14
5.3. Handlowy	15
5.4. ING BSK	16
5.5. Kredyt Bank	17
5.6. Millennium	18
5.7. Pekao	20
5.8. PKO BP	22
6. Ubezpieczyciele	24
6.1. PZU	24
7. Paliwa, chemia	26
7.1. Ciech	27
7.2. Lotos	28
7.3. PGNiG	29
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	39
9.2. TP SA	40
10. Media	41
10.1. Agora	41
10.2. Cinema City	42
10.3. Cyfrowy Polsat	44
10.4. TVN	46
11. IT	47
11.1. AB	47
11.2. Action	48
11.3. ASBIS	49
11.4. Asseco Poland	50
11.5. ComArch	52
11.6. Komputronik	54
11.7. Sygnity	55
12. Górnictwo i metale	57
12.1. KGHM	57
2.2. LW Bogdanka	58
13. Przemysł	59
13.1. Astarta	61
13.2. Centrum Klima	62
13.3. Cersanit	64
13.4. Famur	66
13.5. Impexmetal	67
13.6. Kernel	68
13.7. Kęty	70
13.8. Kopex	71
13.9. Mondi	73
14. Budownictwo	74
14.1. Budimex	76
14.2. Elektrobudowa	77
14.3. Erbud	78
14.4. Mostostal Warszawa	79
14.5. PBG	81
14.6. Polimex Mostostal	83
14.7. Rafako	84
14.8. Trakcja Polska	86
14.9. Ulma Construcion Polska	87
14.10. Unibep	88
14.11. ZUE	89



15. Deweloperzy	90
15.1. BBI Development	92
15.2. Dom Development	93
15.3. GTC	94
15.4. J.W. Construction	95
15.5. P.A. Nova.....	96
15.6. Polnord	97
15.7. Robyg	98
16. Handel	100
16.1. Emperia Holding	103
16.2. Eurocash	104
16.3. LPP	105
16.4. NG2	106
16.5. Vistula.....	107

Rynek akcji

Marzec obfitował w wydarzenia, które bezpośrednio wpływały na rynek akcji: szereg słabszych niż oczekiwano danych makro z USA (sentyment konsumentów, rynek pracy, rynek nieruchomości), obniżenie ratingu Grecji i Portugalii przez agencję S&P przy jednoczesnej zmianie nastawienia ECB do kwestii podwyżek stóp procentowych (spekulacje o podwyżce w kwietniu) czy wreszcie trzęsienie ziemi i problemy z reaktorem atomowym w Japonii. Mimo tego spadki cen akcji jakie towarzyszyły tym informacjom trwały krótko i tak jak zalecaliśmy w poprzednim raporcie miesięcznym były okazją do zwiększenia zaangażowania. Na koniec miesiąca większość światowych indeksów zanotowała dodatnią stopę zwrotu, ze szczególnym uwzględnieniem rynków wschodzących, które po półrocznym trendzie bocznym wyraźnie nabierają relatywnej siły w stosunku do rynków rozwiniętych. Sprzyja temu, min. perspektywa obniżenia tempa wzrostu gospodarczego w USA (Commerzbank już obniżył swoje założenia z 4% do 3,5%) oraz coraz bliższe podwyżki stóp procentowych w strefie Euro. To ponownie przesunęło ciężar inwestycji w kierunku *emerging markets*. Takie tendencje powinny utrzymać się również w kwietniu. Oczekujemy, że trend wzrostowy będzie utrzymany a WIG20 powinien osiągnąć poziom 3000 pkt.

Dobre makro, rośnie podaż nowych akcji

Sytuacja w polskim makro jest nadal dobra, co potwierdzają m.in. wskaźniki wyprzedzające (PMI) oraz dane z rynku pracy. W marcu PMI wzrósł do 54,8 pkt. w stosunku do 53,8 pkt. w lutym, głównie za sprawą wzrostu subindeksu nowych zamówień krajowych oraz utrzymującej się bieżącej produkcji na poziomie najwyższym od sześciu i pół roku. W lutym produkcja przemysłowa raportowana przez GUS nadal utrzymywała ponad 10% dynamikę r/r. Koniunktura w przemyśle przekłada się na rynek pracy. W lutym zatrudnienie rosło o 4,1% r/r przy 4% wzroście wynagrodzeń. Nadal dobre dane płynące z Niemiec (wysokie dynamiki wzrostu nowych zamówień i produkcji przemysłowej, IFO nadal na poziomie 111 pkt.), powinny pozwolić na utrzymanie się tych pozytywnych trendów w kolejnych miesiącach a co pozwoli na utrzymanie pozytywnego momentum na wynikach spółek. Niepokojącym sygnałem są silnie rosnące oczekiwania inflacyjne, które w marcu osiągnęły poziom 4,6% w stosunku do 3,2% w lutym. Biorąc pod uwagę ostatnie informacje płynące z ECB, można oczekiwać, że również RPP będzie kontynuowała serię podwyżek stóp procentowych (makroekonomiści BRE Banku zakładają w całym roku 75 pb.), co z kolei może negatywnie przekładać się na wyceny spółek.

Na krajowym „podwórku” oprócz ruchów kapitału zagranicznego wyraźnie odczuwalny jest brak nowych środków finansowych, który mógłby zasilać rynek wtórny – szczególnie kiedy rozpoczął się okres podaży akcji na rynku pierwotnym (IPO i SPO). Z ostatnich doniesień wynika, że największe oferty od Skarbu Państwa, tj. PKO i PZU przesuwają się na drugie półrocze, to jednak podaż akcji w 1H zamknie się kwotą ok. 7-8 mld PLN, z czego 4 to akcje JSW (sprzedaż w czerwcu). Zgodnie z najnowszymi danymi Analizy Online w lutym do funduszy inwestycyjnych napłynęło netto łącznie zaledwie 0,3 mld PLN. Wypowiedzi przedstawicieli funduszy i banków dystrybuujących jednostki uczestnictwa wskazują, że marzec jest jeszcze słabszym miesiącem niż luty. Klienci nadal preferują bezpieczne lokaty unikając ryzyka, czemu nie sprzyjają m.in. takie wydarzenia jak gwałtowne spadki cen akcji po trzęsieniu ziemi w Japonii (mass media nie pokazują już późniejszych wzrostów). W przypadku OFE transfery z ZUS są nadal wysokie (w marcu 2,3 mld PLN, plus dodatkowe 2,5 mld PLN z tytułu rozliczenia dodatnich przepływów towarzyszących lutowej sesji transferowej), ale przyjęta właśnie przez Sejm ustawa o funduszach emerytalnych (wymaga jeszcze przyjęcia przez Senat i Podpisu Prezydenta) zasadniczo zmienia „reguły gry” (spadek składki do ok. 0,63 mld PLN miesięcznie od maja br.). Przyjęty projekt nie różni się istotnie od poprzednich wersji a więc zakłada:

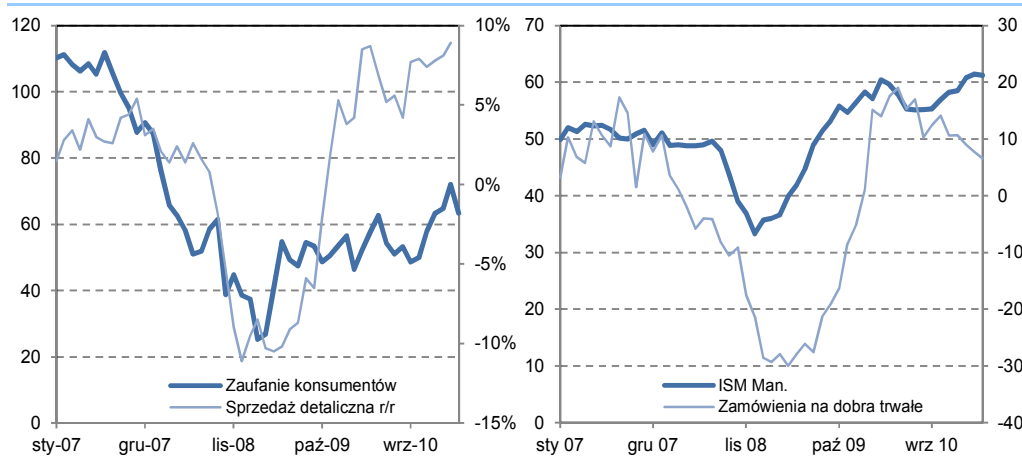
- składka zostanie początkowo zmniejszona z 7,3% do 2,3% w 2011/12, potem będzie stopniowo wzrastać (2,8% w 2013, 3,1% w 2014, 3,3% w 2015/16), by w 2017 r. osiągnąć 3,5%;
- górny limit udziału akcji w portfelu OFE wzrośnie z obecnych 40% do 62% w 2020 a docelowo do 90%;
- zasady dziedziczenia pieniędzy, które trafią na subkonta w ZUS będą takie same, jak w OFE. Środki te będą też waloryzowane o wskaźnik wzrostu gospodarczego z ostatnich pięciu lat i wysokość inflacji;
- od 2012 r. wejdzie w życie 4-proc. ulga podatkowa dla osób dodatkowo oszczędzających na emeryturę na tzw. indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego (będą je prowadzić OFE, banki lub TFI).

Sejm wprowadził poprawkę w sprawie *vacatio legis*, zgodnie z którą ustawa wejdzie w życie 1 marca 2011.

Słabsze dane makro w USA

Największym negatywnym zaskoczeniem był spadek sentymentu konsumentów w USA przygotowywanym przez Conference Board, który za sprawą przyszłych oczekiwań (-16,4 pkt.) obniżył się do 63,4 pkt. z 72,0 pkt. w lutym. Tak silne obniżenie wskaźnika jest efektem przede wszystkim większych trudności ze znalezieniem pracy i z oczekiwaniami co do ilości ofert pracy jakie mogą pojawić się na rynku. Dane te stoją w sprzeczności z danymi o bieżącej konsumpcji, która nadal rośnie w tempie 2,5% r/r. Słaby odczyt miał również miejsce w przypadku zamówień na dobra trwałe, które wbrew konsensusowi (+1% m/m) obniżyły się o 0,9% (m/m). Słaby wynik to efekt spadku zamówień na maszyny (-4,2%) oraz w zamówieniach militarnych (-24,8%). Dane wskazują, że dynamika popytu inwestycyjnego w 1Q2011 będzie niższa niż w poprzednim kwartale, co powoduje, że kolejne banki inwestycyjne obniżają prognozowane tempo wzrostu PKB w 1Q a w konsekwencji wzrostu w całym roku. Słabiej niż oczekiwano prezentują się również dane z rynku nieruchomości, gdzie sprzedaż domów na rynku wtórnym w lutym wyniosła zaledwie 4,88 mln w stosunku do oczekiwań na poziomie 5,36 mln.

Zaufanie konsumentów (Conference Board) na tle sprzedaży detalicznej (I) i ISM dla przemysłu na tle dynamiki nowych zamówień (p)

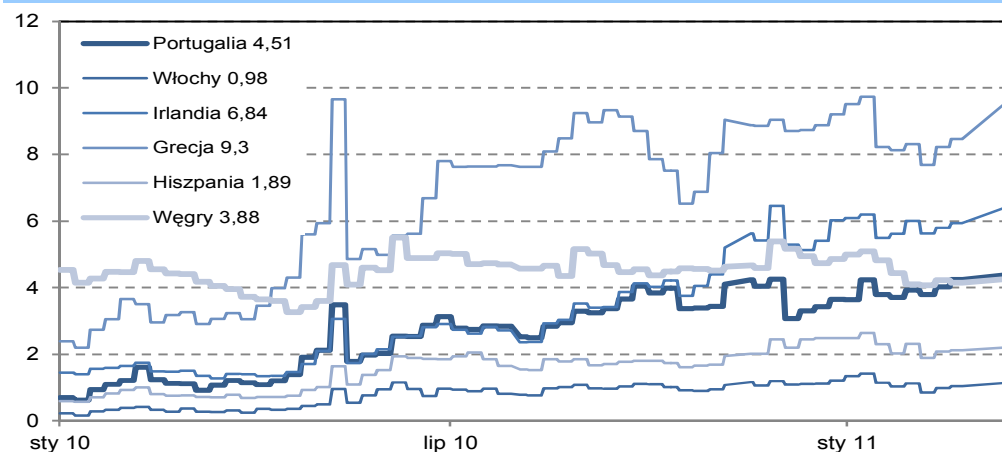


Źródło: Bloomberg

Obniżenie ratingu Portugalii i Grecji a podwyżki stóp procentowych w strefie Euro

Agencje ratingowe Moody's i Standard & Poor's obniżyły rating kredytowy dla Hiszpanii, Grecji oraz Portugalii a także podtrzymały negatywną perspektywę ratingów. W kwietniu zapada znacząca część obligacji krajów peryferyjnych, ale w przypadku braku popytu rynkowego uważamy, że kraje te będą korzystały z programów pomocowych dedykowanych przez ECB czy IMF. Jak na razie CDSy dyskontują z coraz większym prawdopodobieństwem ryzyko niewypłacalności Grecji (58%), Irlandii (37%) i Portugalii (33%), ale nie Hiszpanii. Podtrzymujemy opinię, że dopiero wejście w kłopoty płynnościowe dużego kraju strefy Euro może doprowadzić do większych zawirowań na rynku akcji.

Różnica w oprocentowaniu obligacji krajów PIIGS w stosunku do niemieckich Bundów



Źródło: Bloomberg



Narastające problemy małych krajów PIIGS zbiegają się z rosnącą presją inflacyjną a to przekłada się na politykę ECB (pisaliśmy o tym w marcowym raporcie miesięcznym). Po ostatnim posiedzeniu bank wyraźnie zmienił nastawienie co do perspektywy dla stóp procentowych sugerując, że już w kwietniu może dojść do podwyżki o 25 bp. W opinii makroekonomistów jedynie wydarzenia w Japonii mogłyby odwieść ECB, które wskazują na rosnące zagrożenie inflacyjne (podniesiono projekcję inflacyjną na br. z 1,8% do 2,3%), od takiego posunięcia. Jednocześnie bank zmienił na neutralną (z negatywnej) ocenę bieżącej sytuacji gospodarczej w strefie Euro i wycofał z komunikatu stwierdzenie, że stopy procentowe są na odpowiednim poziomie. Sugeruje to, że w tym roku możemy mieć do czynienia z serią podwyżek, czego jednak formalnie nie zapowiedziano.

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

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

W lutym roczna dynamika sprzedaży detalicznej niespodziewanie wzrosła do 12,2% r/r z 5,8% zanotowanych w styczniu, kiedy to efekty substytucyjne związane z odliczeniami podatków i podwyżką stawek VAT zaniżyły sprzedaż (głównie samochodów, o czym świadczył przywoływany przez nas agregat sprzedaży po wyłączeniu samochodów, oraz wiedzionych głównie procesami cenowymi – dynamik sprzedaży żywności i paliw). W lutym wyraźne odbicie obserwujemy niemal we wszystkich sekcjach sprzedaży. Dynamika sprzedaży żywności wzrosła z 0% do 5,2%. Dynamika roczna sprzedaży samochodów wzrosła z -4,1% do 7,2%. Jeszcze wyraźniejsze przyrosty dynamik zaobserwowano w pozostałych kategoriach popytowych, wliczając w to dość spektakularne już wzrosty odnotowane w AGD i RTV, które plasują się obecnie powyżej 30%. Perspektywy dla sprzedaży detalicznej ze względu na poprawę sytuacji na rynku pracy (wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia) pozostają dobre. Najwyraźniej efekty substytucyjne już się zrealizowały w styczniu. W kolejnych miesiącach oczekujemy dynamiki sprzedaży na poziomach zbliżonych do 10% r/r. Tradycyjnie wyekstrahowaliśmy z danych o sprzedaży deflator sprzedaży, w tym deflator sprzedaży bazowej. Stabilizacja (a nawet spadek) deflatorów po istotnym wzroście zaobserwowanym w styczniu wskazuje, że wzrosty cen to przede wszystkim efekt podwyżek VAT. Presja popytowa nie jest jeszcze widoczna we wskaźnikach cenowych po stronie detalicznej (zwracamy uwagę, że po stronie producentów dynamika cen osiąga historyczne maksima).

Deficyt na rachunku obrotów bieżących

Deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł w styczniu 930 mln EUR. Stąd też bardziej zbliżony był do naszych szacunków opartych na danych GUS dotyczących bilansu handlowego niż wcześniejszych szacunków opartych na agregatach ekonomicznych. Rozwiązała się zagadka przesunięcia publikacji: z jednej strony NBP zwrócił się do GUS w sprawie wyjaśnienia znacznego wyhamowania importu w styczniu, z drugiej rewizji została poddana baza podmiotów podlegających sprawozdawczości miesięcznej i kwartalnej (ten fakt rzuca nowe światło na znaczne rewizje występujące zawsze w danych kwartalnych). Co do składowych rachunku obrotów bieżących, odnotowano zwiększenie eksportu do 10,2 mld EUR oraz znaczny spadek importu do 9,9 mld EUR, co jest zgodne z wcześniej opublikowanymi danymi GUS. Tym samym odnotowano nadwyżkę w bilansie handlowym (275 mln EUR), podczas gdy oszacowania płynące z agregatów makro (produkcja, sprzedaż) sugerowałyby raczej deficyt, i to dwukrotnie wyższy co do wartości bezwzględnej. Co prawda tendencja taka jest w pełni zgodna z hipotezą efektów substytucyjnych na konsumpcji w pierwszym kwartale 2011 roku, jednak skala dostosowania wydaje się bardzo duża. Co do pozostałych komponentów, odnotowano zawężenie dodatniego salda usług do 259 mln EUR, rozszerzenie negatywnego salda dochodów do -1305 mln EUR oraz deficyt na rachunku transferów bieżących (-159 mln EUR).

Pozostaje pytanie, jak długo inwestorzy będą na poważnie traktować dane z rachunku bieżącego, skoro saldo błędów i opuszczeń pozostało silnie ujemne, w samym styczniu na poziomie -1593 mln EUR (3,5% PKB w skali rocznej). Dlaczego, skoro osiągnana jest tylko niewielka nierównowaga w przepływach bieżących, złoty przez cały styczeń tracił (w lutym zresztą również)? Czy nie mamy do czynienia z sytuacją, gdzie kurs pozwalający na zrównoważenie przepływów bieżących w gospodarce polskiej znajduje się dużo wyżej, a wyglądający na aprecjacyjny trend był dotąd generowany spekulacyjnymi zakupami inwestorów, „przepychających” rynek na niewielkim poziomie obrotów, podczas gdy relacja „prawdziwego” (łącznie z saldem błędów i opuszczeń) deficytu na rachunku obrotów bieżących do PKB wynosi 7% (na taki scenariusz wskazywał doradca Prezesa NBP M. Gronicki)? Taki poziom deficytu (nawet ukryty) powinien wygenerować pogorszenie atrakcyjności polskiej waluty w oczach zagranicznych inwestorów (poziom 5% deficytu uznawany jest przez MFW jako niemożliwy do utrzymania bez deprecjacji waluty). Gdy zakupy spekulacyjne znikną (czytaj finansowanie zacznie się pogarszać) powrócimy do równowagi generowanej przez realne przepływy pieniężne. Tym szybciej to nastąpi, im dłużej osłabienie złotego będzie kontrastować z poprawą oficjalnych danych o rachunku bieżącym.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym 2011 roku o 10,7% w ujęciu rocznym wobec 10,1% zanotowanych w styczniu. W ujęciu odsezonowanym produkcja przemysłowa wzrosła o 9,8% r/r wobec 8,4% w styczniu. Ta wysoka dynamika produkcji przemysłowej ciągle wskazuje na kontynuację ożywienia gospodarczego. Dane o produkcji przemysłowej również kontrastują ze spadkiem indeksu PMI. Główną siłą napędową polskiego przemysłu pozostają sekcje eksportowe. Wzrost produkcji odnotowano w 26 (spośród 34) działach przemysłu, największy m.in. w kategoriach: produkcja wyrobów z pozostałych produktów niemetalicznych (+34,8% r/r), wyrobów z metali (29,6% r/r), produkcja pojazdów samochodowych (+24,7% r/r). Właśnie w tych działach wykorzystanie mocy produkcyjnych jest obecnie najwyższe i najbliższe jest tam do bardziej dynamicznego przyspieszenia procesu inwestycyjnego. Struktura dynamiki

produkcji polskiego przemysłu pozwala na sformułowanie 3 stwierdzeń: 1) silny popyt z Niemiec w ramach relacji wewnętrzgałęziowych między obydwooma gospodarkami, 2) przetwórstwo przemysłowe jest przygotowane na silne odbicie produkcji budowlano-montażowej (dalsze wzrosty produkcji wyrobów z surowców niemetalicznych), 3) zasięg ożywienia w polskim przemyśle pozostaje szeroki, z dużą liczbą sekcji notujących wzrosty. Wzrosty wskaźników koniunktury dla gospodarki Niemiec sugerują, że momentum polskiego przemysłu powinno się utrzymywać w najbliższej przyszłości. Co więcej, poprawa na rynku pracy (lepsze perspektywy zatrudnienia to również większa skłonność do realizacji zaplanowanej konsumpcji) powinna rozlewać się również na przetwórstwo przemysłowe. Wreszcie, wobec dojrzałej fazy cyklu koniunkturalnego oraz stabilnego wzrostu popytu krajowego, przetwórstwo przemysłowe może liczyć także na wsparcie ze strony budownictwa (dynamika roczna wzrosła w lutym z 10 do 23% r/r), a także stopniowo pojawiających się inwestycji w maszyny i urządzenia. Dynamika PKB w I kw. 2011 wyniesie około 4,2% r/r. Cieszyć mogą znaczne wzrosty we wszystkich działach budownictwa. Wprawdzie w podmiotach wykonujących głównie roboty związane ze wznoszeniem budynków produkcja wzrosła tylko o 10,3% r/, niższy wzrost tej kategorii został z nawiązką zrekompensowany przez wysoką dynamikę budów specjalistycznych (27,0% r/r) oraz produkcję w inżynierii lądowej i wodnej (43,9% r/r). Taka struktura wzrostu wskazuje na utrzymanie się dynamiki produkcji budowlanej na poziomie około 20% w najbliższych miesiącach - roboty związane z przygotowaniem nowych budów rosną bowiem dynamicznie. O ile na takie kształtowanie się porównań w ujęciu rocznym wpływa mroźna zima z I kw. 2010 r., dwucyfrowa dynamika w ujęciu miesięcznym pozwala na umiarkowany optymizm zarówno jeśli chodzi o produkcję budowlaną w marcu, jak i inwestycje w całym pierwszym kwartale.

Ceny producentów podniosły się o 7,3% w ujęciu rocznym, zaś poprzedni odczyt nie został poddany rewizji i wyniósł 6,2%. Ceny producentów w ujęciu miesięcznym przyspieszyły o 1,0%. Wzrost cen wynika przede wszystkim z podwyżek cen w przetwórstwie przemysłowym, gdzie ceny wzrosły o 1,1% m/m. W górnictwie i dystrybucji wody i energii miesięczna dynamika cen zamknęła się w przedziale 0,2-2,0%. Z kolei ceny w przetwórstwie przemysłowym w ujęciu bazowym (po wyłączeniu cen koksu i produktów rafinacji ropy naftowej, a więc w dużej mierze determinowanych egzogenicznie) wzrosły aż o 0,9%, co plasuje dynamikę tej kategorii na poziomie najwyższym od kilku miesięcy. Bieżąca presja na ceny surowców nie pozwoli na spadki cen producentów w najbliższym okresie. Nawet jeśli jednak szok cenowy na paliwach i żywności okaże się tymczasowy, wysokie oczekiwania cenowe producentów (trend wydaje się rosnący) a także strukturalnie słabszy złoty będą wpływać na utrzymanie presji cenowej po stronie producentów. Bieżące zachowanie inflacji konsumenckiej sugeruje jednak, że bufor marży na poziomie przedsiębiorstw jest całkiem spory (a elastyczność kosztowa prawdopodobnie większa), gdyż jak do tej pory nie ma istotnego przełożenia inflacji cen producentów na inflację CPI. Wydaje się, że jest to argument przekonujący RPP do powściągliwości w podwyżkach stóp procentowych.

Rynek pracy

W lutym dynamika wynagrodzeń wyniosła 4,1% r/r (5,0% r/r w styczniu) i była niższa od oczekiwań. Biorąc pod uwagę wysoką i ciągle rosnącą dynamikę zatrudnienia obniżenie dynamiki płac w lutym nie zmienia trendu, a jedynie krótkookresowe zaburzenia (np. w sekcjach takich jak górnictwo). W kolejnych miesiącach oczekujemy dynamiki płac na poziomie 5-6% r/r, czemu sprzyjać powinno ugruntowanie ożywienia na rynku pracy i kontynuacja ożywienia gospodarczego. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lutym o 4,1% w ujęciu rocznym. Co ciekawe, wysoki okazał się przyrost zatrudnienia w ujęciu miesięcznym – aż 12 tys. Co jeszcze bardziej ciekawe, zabrakło dosłownie kilkudziesięciu osób, aby dynamika zatrudnienia wyniosła nawet 4,2%. Choć sektorowa kompozycja wzrostów zatrudnienia wymaga jeszcze analizy, na podstawie danych z Biuletynu Statystycznego wygląda na to, że przedsiębiorstwa są znacznie bardziej skłonne do zatrudniania niż wynikało to jeszcze z danych publikowanych przed grudniem. Fakt ten idealnie koresponduje z odbiciem na wskaźnikach koniunktury, które prawdopodobnie nie jest przypadkowe. Jeśli obserwowana tendencja się utrzyma, przyspieszenie zatrudnienia zaobserwujemy prawdopodobnie już teraz, a nie w drugiej połowie roku. Utrzymanie 12 tys. kreacji miejsc pracy w nadchodzących miesiącach pozwoliłoby na uzyskanie dynamiki zatrudnienia w okolicach 5% na koniec roku.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2010	P/E 2011	EV/EBITDA 2010	EV/EBITDA 2011
Banki										
BZ WBK	Zawieszona	2011-04-05	225,80	-	225,80	-	-	-	-	-
GETIN	Trzy maj	2011-03-03	13,00	12,70	14,50	-12,4%	24,5	16,0	-	-
HANDLOWY	Trzy maj	2011-01-18	93,00	94,00	103,90	-9,5%	18,0	15,0	-	-
ING BSK	Trzy maj	2011-01-18	840,50	850,00	888,50	-4,3%	15,3	12,9	-	-
KREDYT BANK	Akumuluj	2011-01-18	15,44	17,40	17,15	1,5%	25,1	14,0	-	-
MILLENNIUM	Redukuj	2011-03-03	5,59	5,10	5,87	-13,1%	21,3	15,9	-	-
PEKAO	Trzy maj	2011-03-03	164,00	155,00	175,00	-11,4%	18,2	14,9	-	-
PKO BP	Kupuj	2011-01-18	41,30	48,00	44,90	6,9%	17,4	13,4	-	-
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2010-12-13	360,50	390,00	364,00	7,1%	12,9	12,6	-	-
Paliwa, Chemia										
CIECH	Akumuluj	2011-03-03	26,15	27,60	27,69	-0,3%	37,8	8,4	6,2	4,7
LOTOS	Sprzedaj	2011-01-18	38,49	28,40	46,00	-38,3%	9,2	11,8	10,3	6,6
PGNiG	Kupuj	2010-12-03	3,61	4,40	3,80	15,8%	9,1	12,9	5,3	6,4
PKN ORLEN	Sprzedaj	2011-03-16	50,00	41,60	56,45	-26,3%	10,2	13,9	6,2	7,4
POLICE	Sprzedaj	2010-12-03	6,95	5,50	11,95	-54,0%	34,9	34,6	15,9	10,1
ZA PUŁAWY	Trzy maj	2011-02-04	114,00	106,10	115,00	-7,7%	16,8	11,6	9,2	6,6
Energetyka										
CEZ	Trzy maj	2010-11-29	124,50	129,50	145,90	-11,2%	10,1	10,4	7,0	7,5
ENEA	Trzy maj	2011-03-03	22,10	21,43	19,78	8,3%	14,1	12,9	4,8	5,3
PGE	Kupuj	2010-09-13	23,78	26,73	22,85	17,0%	14,1	11,3	6,5	5,8
TAURON	Kupuj	2010-09-13	5,56	8,87	6,27	41,5%	12,7	12,0	4,4	4,5
Telekomunikacja										
NETIA	Trzy maj	2011-01-18	5,15	5,40	5,30	1,9%	33,7	18,9	4,8	4,4
TPSA	Trzy maj	2011-04-05	17,75	17,60	17,75	-0,8%	142,5	18,5	6,0	4,9
Media										
AGORA	Akumuluj	2011-01-03	26,10	28,90	26,31	9,8%	18,6	19,7	7,7	6,6
CINEMA CITY	Akumuluj	2011-03-03	36,06	42,90	37,60	14,1%	15,4	13,7	8,4	7,5
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2010-12-17	17,30	15,30	15,97	-4,2%	16,6	14,9	10,5	9,4
TVN	Trzy maj	2011-04-05	18,40	18,10	18,40	-1,6%	137,9	22,4	14,4	11,3
IT										
AB	Akumuluj	2011-01-18	25,42	27,60	26,00	6,2%	11,4	8,3	8,2	6,8
ACTION	Akumuluj	2011-01-18	16,65	18,16	19,30	-5,9%	12,6	10,3	8,3	7,4
ASBIS	Akumuluj	2011-01-18	3,80	4,32	3,20	35,0%	67,6	8,1	7,3	5,2
ASSECO POLAND	Kupuj	2010-08-31	55,00	65,30	52,85	23,6%	9,9	10,7	6,2	6,1
COMARCH	Trzy maj	2011-01-18	88,95	88,00	94,20	-6,6%	17,5	17,4	10,4	7,5
KOMPUTRONIK	Zawieszona	2011-04-05	9,00	-	9,00	-	-	-	-	-
SYGNITY	Akumuluj	2011-03-11	19,50	22,00	22,84	-3,7%	-	46,2	-	7,4
Górnictwo i Metale										
KGHM	Trzy maj	2011-03-24	179,20	188,50	187,00	0,8%	6,0	10,0	4,1	6,4
LW BOGDANKA	Akumuluj	2011-03-22	127,80	138,60	123,90	11,9%	18,3	15,2	9,7	7,6
Przemysł										
ASTARTA	Sprzedaj	2011-01-18	101,00	63,6	80,75	-21,2%	5,9	8,4	1,4	1,2
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-03-31	13,91	17,3	13,90	24,5%	17,8	11,9	12,0	7,6
CERSANIT	Redukuj	2011-01-18	11,30	10,4	12,00	-13,3%	25,2	19,6	13,7	10,2
FAMUR	Sprzedaj	2011-01-18	2,85	2,3	3,93	-41,5%	23,7	25,2	13,4	12,1
IMPEXMETAL	Kupuj	2011-03-18	4,67	5,9	4,99	18,2%	13,0	11,1	8,4	7,3
KERNEL	Akumuluj	2011-02-28	79,25	87,8	76,00	15,5%	12,8	9,9	11,8	7,4
KĘTY	Akumuluj	2011-02-22	122,00	134,8	128,10	5,2%	13,1	12,5	8,2	7,3
KOPEX	Redukuj	2011-01-18	17,40	15,9	21,10	-24,6%	45,6	19,0	11,5	8,9
MONDI	Akumuluj	2011-03-31	80,45	88,7	79,65	11,4%	16,0	9,9	9,2	6,8
Budownictwo										
BUDIMEX	Trzy maj	2011-03-28	98,80	98,20	102,00	-3,7%	9,7	11,6	2,2	7,9
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2011-03-03	158,00	178,60	156,90	13,8%	16,5	13,2	10,9	8,5
ERBUD	Kupuj	2011-04-05	39,00	48,70	39,00	24,9%	32,2	10,5	11,5	6,3
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-02-11	48,20	59,90	44,70	34,0%	14,3	15,4	5,0	6,5
PBG	Trzy maj	2011-03-28	181,80	180,90	179,20	0,9%	11,4	12,3	10,6	7,8
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	2011-03-03	3,71	4,03	3,52	14,5%	14,5	12,9	6,9	7,2
RAFAKO	Akumuluj	2011-02-01	11,60	13,40	12,05	11,2%	19,2	14,9	8,9	8,4
TRAKCJA POLSKA	Trzy maj	2011-02-22	3,80	3,70	3,70	0,0%	18,2	11,9	7,0	7,5
ULMA CP	Trzy maj	2011-03-03	83,20	85,90	83,70	2,6%	43,0	13,2	6,2	4,4
UNIBEP	Kupuj	2011-04-05	7,66	9,30	7,66	21,4%	11,5	13,0	7,6	9,5
ZUE	Kupuj	2010-11-24	14,50	19,30	13,29	45,2%	17,4	10,1	9,7	5,3
Deweloperzy										
BBI DEVELOPMENT	Kupuj	2011-03-08	0,44	0,53	0,43	23,3%	16,6	22,5	10,7	30,4
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2011-01-07	41,49	54,40	47,39	14,8%	28,8	14,1	19,7	13,0
ECHO	Kupuj	2011-04-05	4,94	6,17	4,94	24,9%	14,1	10,6	22,2	10,5
GTC	Akumuluj	2011-02-03	20,92	24,03	21,69	10,8%	28,2	8,0	21,4	10,0
J.W.C.	Akumuluj	2011-01-18	14,50	16,30	14,39	13,3%	8,5	8,1	6,9	7,3
PA NOVA	Kupuj	2011-01-07	30,89	40,40	30,29	33,4%	15,0	14,4	13,6	14,8
POLNORD	Kupuj	2011-01-07	32,20	43,50	31,61	37,6%	13,6	11,9	28,1	15,4
ROBYG	Kupuj	2011-01-07	1,86	2,59	2,05	26,3%	16,6	14,8	18,5	16,8
Handel										
EMPERIA	Zawieszona	2010-10-05	99,50	-	109,50	-	-	-	-	-
EUROCASH	Kupuj	2011-02-04	30,50	37,40	31,20	19,9%	33,2	22,8	19,0	12,4
LPP	Akumuluj	2010-12-03	2 140,00	2 300,00	2 106,00	9,2%	26,3	17,0	13,3	9,6
NG2	Akumuluj	2011-02-23	59,55	63,00	58,35	8,0%	18,6	15,3	14,9	10,8
VISTULA	Trzy maj	2011-03-03	2,10	2,10	2,11	-0,5%	119,3	22,8	11,6	9,3

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BBI DEVELOPMENT	Kupuj	Kupuj	0,53	2011-03-08
BUDIMEX	Trzymaj	Redukuj	98,20	2011-03-28
CENTRUM KLIMA	Kupuj	Kupuj	17,30	2011-03-31
ECHO	Kupuj		6,17	2011-04-05
IMPEXMETAL	Kupuj	Kupuj	5,90	2011-03-18
KGHM	Trzymaj	Sprzedaj	188,50	2011-03-24
LW BOGDANKA	Akumuluj	Akumuluj	138,60	2011-03-22
MONDI	Akumuluj	Zawieszona	88,70	2011-03-31
PBG	Trzymaj	Redukuj	180,90	2011-03-28
PKN ORLEN	Sprzedaj	Redukuj	41,60	2011-03-16
SYGNITY	Akumuluj	Kupuj	22,00	2011-03-11

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BZ WBK	Zawieszona	Trzymaj	219,00	2011-04-05
ERBUD	Kupuj	Trzymaj	48,70	2011-04-05
KOMPUTRONIK	Zawieszona	Akumuluj	10,12	2011-04-05
TPSA	Trzymaj	Akumuluj	17,60	2011-04-05
TVN	Trzymaj	Akumuluj	18,10	2011-04-05
UNIBEP	Kupuj	Trzymaj	9,30	2011-04-05

Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	5	3	21	18	17	0	1	6	10	11
procent	7,8%	4,7%	32,8%	28,1%	26,6%	0,0%	3,6%	21,4%	35,7%	39,3%

Banki

Zysk sektora w lutym wzrósł o 31% R/R do 854 mln PLN

KNF opublikował miesięczne wyniki sektora bankowego za luty 2011. Wynik netto banków komercyjnych działających z oddziałami zagranicznymi wyniósł 854 mln PLN. Oznacza to wzrost o 31% R/R, ale 15% spadek M/M. Skumulowany zysk netto za okres styczeń-luty wyniósł 1 856 mln PLN i wzrósł o 30% R/R.

Głównym powodem poprawy wyniku R/R jest przyrastający wynik odsetkowy, +14% R/R, w związku z powiększającym się bilansem, +11% R/R. Marża odsetkowa poprawiła się jedynie o 7pb. R/R do 2,59%. Wzrost zysku netto został dodatkowo spotęgowany przez spadek salda rezerw o 14% R/R.

Z drugiej strony, za spadek wyniku M/M odpowiada zmniejszenie się wyniku odsetkowego o 8% M/M. Wynikało to z presji na marżę odsetkową, -26pb. M/M do 2,59%, poprzez silne zawężanie się marży kredytowej. Saldo rezerw zostało utrzymane na niezmiennym poziomie M/M.

Wyniki sektora za luty przyniosły niepokojące sygnały odnośnie marży odsetkowej, a w szczególności odnośnie marży kredytowej. Zgodnie z oczekiwaniami rosnące stopy rynkowe przełożyły się na poprawę marży depozytowej. Zwracamy uwagę, że w 2010 marża odsetkowa również spadła gwałtownie w lutym w wyniku presji na marżę kredytową, odbijając się w marcu do *znormalizowanych* poziomów. W naszej opinii spadek w lutym może być tłumaczony faktem, że miesiąc luty ma mniej dni kalendarzowych niż styczeń, w 2011 różnica ta sięgnęła 3 dni, czyli 10% miesiąca.

Projekt podatku bankowego jest już prawie gotowy

Parkiet donosi, że projekt ustawy o podatku bankowym jest już prawie gotowy. Według tego projektu podatek będzie liczony od pasywów pomniejszonych o kapitały własne oraz środki gwarantowane przez BFG. Wiceminister Daniluk podał, że obciążenia z tego podatku będą porównywalne z kwotą, którą banki wpłacają w 2011 do BFG (czyli ok. 720 mln PLN). Projekt podatku bankowego przypomina rozwiązania brytyjskie. Wartość podatku dla całego sektora bankowego stanowiłaby ok. 6,5% zysku sektora bankowego za 2010. Rozwiązania przyjęte w projekcie jednoznacznie preferują banki z silną detaliczną bazą depozytową oraz w dalszej kolejności o silnych kapitałach. Uważamy, że taki podatek byłby najmniej dotkliwy dla PKO BP i Getin Holdingu, a najbardziej dotkliwy dla Kredyt Banku.

Lokaty jednodniowe znikną najprawdopodobniej od 1 stycznia 2012

Zgodnie z informacjami *Parkietu* zmiany w prawie, które mają zlikwidować „lukę” w prawie pozwalającą uniknąć podatku od odsetek z jednodniowych lokat bankowych, znikną najprawdopodobniej od 1 stycznia 2012, a nie jak wcześniej planowano od lipca tego roku. Opóźnienie wynika z tego, że zgłoszony projekt wymagał poprawek. Projekt zakłada, że podatek od odsetek ma być zaokrąglany w górę do pełnych groszy, a nie tak jak jest obecnie zaokrąglany do pełnych złotych.

BOŚ chce pozyskać w IPO przynajmniej 150 mln PLN w tym roku

Prezes Banku Ochrony Środowiska, Mariusz Klimczak, poinformował, że bank cały czas planuje, żeby w tym roku pozyskać przynajmniej 150 mln PLN z publicznej oferty akcji na GPW. Oferta jest planowana pod koniec 2011 roku. BOŚ ma w planach również upublicznienie swojego domu maklerskiego. Ma to nastąpić w 2012. Oferta BOŚ jest jedną z kilku ofert z sektora bankowego planowanego na ten rok. Poza wtórną ofertą publiczną PKO BP, która może wynieść nawet 14 mld PLN, kapitał chce pozyskać również Bank Pocztowy czy słoweński NKBM.



BZ WBK (Zawieszona)

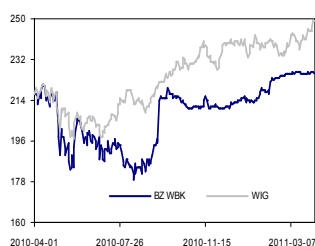
Cena bieżąca: 225,8 PLN Cena docelowa: -

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 563,2	1 822,2	16,6%	1 811,4	-0,6%	1 980,0	9,3%	Liczba akcji (mln)	73,1
Marża odsetkowa	2,8%	3,4%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	16 500,6
WNDB	3 239,4	3 492,5	7,8%	3 512,9	0,6%	3 749,4	6,7%	Free float	29,6%
Wynik operacyjny*	1 644,4	1 773,5	7,9%	1 697,3	-4,3%	1 926,7	13,5%		
Zysk brutto	1 163,0	1 357,2	16,7%	1 401,5	3,3%	1 773,9	26,6%		
Zysk netto	886,2	974,2	9,9%	1 057,7	8,6%	1 354,8	28,1%		
ROE	16,3%	15,5%		15,2%		17,4%		Zmiana ceny: 1m	0,2%
P/E	18,6	16,9		15,6		12,2		Zmiana ceny: 6m	5,0%
P/BV	2,8	2,5		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	6,5%
DPS	0,0	4,0		8,0		5,8		Max (52 tyg.)	227,0
Dyield (%)	0,0	1,8		3,5		2,6		Min (52 tyg.)	179,0

* przed kosztami rezerw



Ponieważ po rozliczeniu wezwania na 100% akcji BZ WBK przeprowadzonego przez Santander udział akcji w wolnym obrocie spadł do poziomu 3%, zawieszamy rekomendowanie akcji BZ WBK.

Santander skupił 96,67% akcji BZ WBK w wezwaniu

Santander ogłosił na swojej stronie internetowej, że w ramach wezwania na 100% akcji BZ WBK skupił z rynku 69,912,653 akcji, czyli 96,67% kapitału spółki. Wezwanie zostało rozliczone 1 kwietnia 2011. W sumie Santander wyda 2,360 mln EUR na zakup BZ WBK i dodatkowe 120 mln EUR na zakup 50% w BZ WBK Asset Management.

Handlowy zastąpi BZ WBK w indeksie WIG 20

GPW poinformowało 1 kwietnia po sesji, że w wyniku nadzwyczajnej rewizji indeksów po sesji 5 kwietnia Handlowy zastąpi BZ WBK w indeksie WIG 20.

Santander nie ma zamiaru łączyć BZ WBK i Santander Consumer Bank

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, powiedział w trakcie konferencji, że Santander nie ma planów połączenia dwóch polskich banków, BZ WBK i Santander Consumer Bank. Z drugiej strony Prezes zaznaczył, że mimo to dojdzie do synergii między obiema instytucjami, szczególnie w zakresie kosztów *back office'u* (centrali).

Kredyty wzrosną ok. 10% w 2011

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, zapowiedział, że bank spodziewa się o 10% wzrostu salda kredytów, po tym jak kredyty spadły o 5% w 2010. Bank oczekuje przynajmniej 14% wzrostu w hipotekach, 8-9% poprawy w kredytach gotówkowych, oraz wzrostu w kredytach korporacyjnych (w tym kredytach na nieruchomości).

Koszt ryzyka spadnie w 2011

Prezes BZ WBK poinformował, że spodziewa się, że koszt ryzyka nie przekroczy poziomu 121pb., czyli poziomu z 2010 roku. Zarząd w trakcie konferencji zaznaczył, że bank cały czas trzyma 142 mln PLN rezerwy IBNR na portfel kredytów na nieruchomości. Zasadność utrzymywania tej rezerwy będzie rewidowana w trakcie 2011.

Wskaźnik koszty/dochodów spadnie do 47-48% w 2011, pomimo planów otwierania placówek

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, powiedział, że bank ma w planach otwarcie 15-20 placówek własnych w 2011 oraz dwudziestu kilku placówek franczyzowych. Mimo to, bank oczekuje, że wskaźnik koszty/dochodów poprawi się z 49,4% w 2010 do 47-48% w 2011.

BZ WBK nie zmieni nazwy na Santander w najbliższym okresie – Prezes

W wywiadzie dla *Rzeczpospolitej* Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, potwierdził, że zarówno intencją Santanderu jak i KNF jest to, aby BZ WBK był notowany na giełdzie. Ponadto zaznaczył, że bank nie planuje rebrandingu na szeroką skalę na markę Santander, a jedynie lekką modyfikację. W końcu Prezes poinformował, że jeżeli będą ku temu okazje Santander najprawdopodobniej użyje BZ WBK jako platformę konsolidacyjną w celu skokowego zwiększenia udziału rynkowego na rynku polskim. Informacja o tym, że BZ WBK nie zmieni nazwy na Santander w najbliższym okresie jest zgodna z wcześniejszymi zapowiedziami. Bank planuje jedynie lekką modyfikację swojej marki, aby podkreślić, że jest częścią grupy Santander. Ten zabieg marketingowy ma być wykonany w ramach niezmiennego budżetu kosztowego.



Z drugiej strony, informacja o tym, że Santander jest zainteresowany nabywaniem kolejnym aktywów na polskim rynku jest dla nas czymś nowym. Zwracamy uwagę, że we wrześniu 2010 Santander informował, że jest zadowolony z udziału rynkowego jaki ma BZ WBK i nie planuje kolejnych przejęć, chce rosnać organicznie.



Getin (Trzymaj)

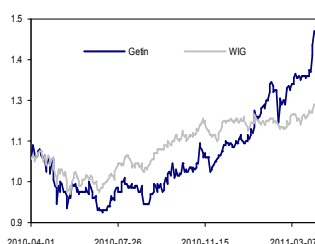
Cena bieżąca: 14,5 PLN Cena docelowa: 12,7 PLN

Analitik: 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	977,5	1 273,5	30,3%	1 635,0	28,4%	1 959,9	19,9%	Liczba akcji (mln)	713,8
Marża odsetkowa	2,9%	3,1%		3,5%		3,7%		MC (cena bieżąca)	10 349,9
WNDB	2 094,4	2 521,3	20,4%	2 862,3	13,5%	3 288,4	14,9%	Free float	44,3%
Wynik operacyjny*	1 199,9	1 544,9	28,8%	1 745,8	13,0%	2 011,9	15,2%		
Zysk brutto	357,5	485,2	35,7%	874,4	80,2%	1 132,1	29,5%		
Zysk netto	276,0	421,1	52,6%	652,4	54,9%	850,0	30,3%		
ROE	7,4%	10,2%		14,1%		15,6%		Zmiana ceny: 1m	11,1%
P/E	37,5	24,6		16,1		12,4		Zmiana ceny: 6m	39,8%
P/BV	2,7	2,3		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	-10,3%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	14,7
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,3

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj na walory Getin Holdingu, ponieważ dostrzegamy ryzyko potencjału podwyższenia naszych prognoz zysku na lata 2011-2013. Getin Noble Bank przeprowadził z sukcesem ofertę publiczną Open Finance. Oczekujemy, że z tytułu rozliczenia tej transakcji Getin Noble Bank zaksięguje przynajmniej 330 mln PLN zysku brutto w 1Q 2011, który nie jest uwzględniony w naszej prognozie na poziomie Getin Holdingu. Ponadto, dodatkowy zysk wpłynie pozytywnie na poziom współczynnika wypłacalności banku, podwyższając go o ok. 90pb. do 10,7% na koniec 2010, co przełoży się pozytywnie na tempo akcji kredytowej. W końcu, Zarząd Getin Holdingu cały czas nie ogłosił swojej strategii odnośnie akwizycji Allianz Banku, której celem ma być odwrócenie strat przejmowanego banku odłożonych w kapitałach własnych. Nasza obecna prognoza zysku netto nie uwzględnia efektu obniżenia efektywnej stopy podatkowej.

Wycena Open Finance w IPO sięgnęła blisko 1 mld PLN

Getin Noble Bank poinformował, że ostateczna cena akcji Open Finance w ramach oferty publicznej została ustalona na 18 PLN (względem ceny maksymalnej na poziomie 19,5 PLN). Oznacza to, że w ramach IPO wartość spółki została ustalona na 977 mln PLN (uwzględniając emisję 4,25 mln nowych akcji). Mając na uwadze, że wycena Open Finance na bilansie Getin Noble Banku wynosi 85 mln PLN, szacujemy że bank z tytułu sprzedaży 20,5 mln posiadanych akcji zaksięguje w 1Q 2011 zysk na poziomie ok. 330 mln PLN. Udział Getin Noble Banku spadnie z 100% do 54,4%.

Getin Noble Bank planuje emisję obligacji do 500 mln PLN

Getin Noble Bank poinformował, że planuje przeprowadzić emisję obligacji o maksymalnej wartości 500 mln PLN. Uważamy, że deklaracja ta związana jest z potencjalną emisją długu podporządkowanego, chociaż taka informacja nie znalazła się w komunikacie. Nie spodziewamy się emisji w najbliższym czasie, po tym jak spółka zakończyła proces upublicznienia spółki zależnej Open Finance. Bank wskazywał wcześniej, że koszt emisji długu podporządkowanego to ok. 400-500pb. ponad stopę rynkową WIBOR.

Program opcji menedżerskich Getin Holdingu zakłada 1,8 mld PLN zysku netto w sumie przez trzy lata 2011-2013

Getin Holding poinformował o głównych założeniach programu opcji menedżerskich na lata 2011-2013. Uczestnikami programu będą Członkowie Rady Nadzorczej Getin Holdingu, Członkowie Zarządu Getin Holdingu oraz Członkowie Zarządu spółek zależnych. Akcje będą objęte 9-miesięcznym lock-up'em od daty wprowadzenia ich do obrotu. Warunkiem przyznania opcji będzie wypracowanie skonsolidowanego zysku netto (dla akcjonariuszy dominujących) na poziomie 1,8 mld PLN w sumie w okresie lat 2011-2013. W naszej opinii, założenia planu opcji menedżerskich są mało ambitne.



Handlowy (Trzymaj)

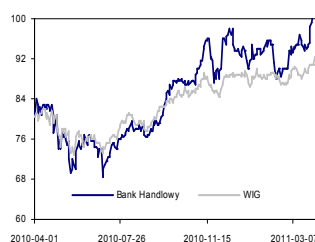
Cena bieżąca: 103,9 PLN Cena docelowa: 94 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m In PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m In PLN)	
Wynik odsetkowy	1 505,4	1 497,5	-0,5%	1 510,2	0,8%	1 606,5	6,4%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,8%	4,0%		3,8%		3,8%		MC (cena bieżąca)	13 575,5
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	11,6%
P/E	26,9	18,0		15,0		12,7		Zmiana ceny: 6m	18,7%
P/BV	2,2	2,1		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	28,4%
DPS	0,0	3,8		5,7		4,8		Max (52 tyg.)	103,9
Dyield (%)	0,0	3,6		5,5		4,7		Min (52 tyg.)	68,5

* przed kosztami rezerw



Uważamy, że obecna cena rynkowa Handlowego już w pełni dyskontuje atrakcyjną dywidendę jaką bank wypłaci z zysku za 2010 oraz efekt wejścia spółki do WIG 20. Bank jest notowany na wskaźniku P/E na poziomie 15,0x na 2011 i 12,1x na 2012, czyli odpowiednio 2% i 7% powyżej średniej dla spółek porównywalnych. W naszej opinii, w środowisku rosnących stóp procentowych Handlowy ze wskaźnikiem kredyty/depozytów na poziomie 57% jest narażony na ryzyko negatywnej wyceny portfela obligacji. Choć znaczna część negatywnej wyceny zostanie bezpośrednio odniesiona w kapitały własne, sądzimy, że częściowo może wpłynąć negatywnie na wynik handlowy, a przez to na zysk netto.

Handlowy zastąpi BZ WBK w indeksie WIG 20

GPW poinformowało 1 kwietnia po sesji, że w wyniku nadzwyczajnej rewizji indeksów po sesji 5 kwietnia Handlowy zastąpi BZ WBK w indeksie WIG 20.

Dywidenda za 2010 wyniesie aż 5,72 PLN na akcję

Handlowy poinformował o rekomendacji Zarządu banku w zakresie dywidendy za rok 2010. Zarząd rekomenduje dywidendę na poziomie 5,72 PLN na akcję. Oznacza to, że stopa wypłaty dywidendy sięgnie 99% skonsolidowanego zysku, a stopa dywidendy kształtuje się na bardzo wysokim poziomie 5,5%. Bank zaproponował termin ustalenia prawa do dywidendy na dzień 16 czerwca 2011 roku oraz termin wypłaty dywidendy na dzień 29 lipca 2011 roku. W naszych prognozach zakładaliśmy dywidendę na poziomie 4 PLN akcję.

Nowy Członek Zarządu

Handlowy poinformował, że w dniu 15 marca jego Rada Nadzorcza powołała Misbah Ur-Rahman-Shah na stanowisko Wiceprezesa Zarządu Banku na trzyletnią kadencję.



ING BSK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 888,5 PLN Cena docelowa: 850 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 402,5	1 627,6	16,0%	1 733,0	6,5%	1 816,4	4,8%	Liczba akcji (mIn)	13,0
Marża odsetkowa	2,2%	2,6%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	11 559,4
WNDB	2 474,0	2 682,5	8,4%	2 868,5	6,9%	3 000,1	4,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	976,5	1 096,5	12,3%	1 258,6	14,8%	1 337,6	6,3%		
Zysk brutto	724,1	934,1	29,0%	1 120,1	19,9%	1 234,7	10,2%		
Zysk netto	580,8	753,1	29,7%	896,1	19,0%	987,8	10,2%		
ROE	12,8%	14,3%		14,9%		14,9%		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/E	19,9	15,3		12,9		11,7		Zmiana ceny: 6m	4,3%
P/BV	2,4	2,0		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	15,5%
DPS	0,0	0,0		15,0		31,0		Max (52 tyg.)	922,0
Dyield (%)	0,0	0,0		1,7		3,5		Min (52 tyg.)	710,0

* przed kosztami rezerw



Chociaż ING BSK jest najtańszym bankiem wśród banków przez nas analizowanych w oparciu o oczekiwaną rentowność w 2011 (wskaźnik P/E 2011 wynosi tylko 12,9x, 14% poniżej średniej dla spółek porównywalnych), podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację. Uważamy, że w 2011 bank nie będzie w stanie utrzymać tempa poprawy marży odsetkowej odnotowanej w 2010, a już niski poziom kosztu ryzyka ogranicza od dołu jej dalszy spadek. W konsekwencji oczekujemy, że średnioroczne tempo wzrostu zysków ING BSK w perspektywie lat 2011-2012 będzie poniżej średniej dla sektora (15% względem 22%), co jest odzwierciedlone w obecnej wycenie relatywnej banku na 2012. W oparciu o oczekiwaną rentowność w 2012, ING BSK jest notowany na 11,7x, czyli tylko 3% poniżej średniej dla sektora.

W 2011 kredyty będą rosły szybciej niż depozyty dzięki hipotekom

Prezes ING BSK, Małgorzata Kołakowska, powiedziała w PAP, że w 2011 w banku saldo kredytów będzie rosło szybciej niż saldo depozytów. Podobnie jak w 2010 czynnikiem wzrostu będą kredyty hipoteczne. Bank zamierza sprzedać w 2011 podobną wartość kredytów hipotecznych jak w 2010. W ubiegłym roku ING BSK sprzedał 3,4 mld PLN kredytów hipotecznych i miał 10% udział w rynku nowej sprzedaży złotych kredytów hipotecznych, co przełożyło się na 41% wzrost salda kredytów hipotecznych. Prezes dodała, że na chwilę obecną nie pojawił się popyt na inwestycyjny kredyt korporacyjny. Z drugiej strony bank widzi większe zapotrzebowanie na kredyt obrotowy ze strony firm. W końcu, bank oczekuje, że popyt na finansowanie ze strony sektora JST spadnie w tym roku względem 2010 i 2009, kiedy bank wygrał przetargi o wartości odpowiednio 1,4 mld PLN i 1,7 mld PLN. W naszych prognozach oczekujemy, że w 2011 kredyty wzrosną 16% R/R po tym jak w 2010 wzrosły o 13% R/R. W depozytach oczekujemy 6% przyrostu R/R w 2011 względem płaskiego salda w 2010.

ING spodziewa się stabilizacji jakości portfela w 2011, ale wzrostu salda rezerw

Prezes ING BSK, Małgorzata Kołakowska powiedziała w PAP, że bank spodziewa się w 2011 stabilizacji jakości portfela kredytowego. Niemniej jednak saldo rezerw nominalnie będzie rosło R/R, co jest związane z powiększającym się portfelem kredytowym. Ponadto Prezes dodała, że bank chce, aby jego przychody rosły szybciej niż koszty. W konsekwencji pozwoli to utrzymać wskaźnik koszty/dochodów na poziomie poniżej 60%. Na koniec 2010 wskaźnik udziału kredytów z utratą wartości wyniósł 4,2%. W naszych prognozach spodziewamy się, że jego wartość pogorszy się nieznacznie w 2011 do 4,3%. Ponadto oczekujemy, że saldo rezerw w tym roku wyniesie 185 mln PLN, czyli spadnie o 9% R/R. W końcu spodziewamy się, że wskaźnik koszty do dochodów poprawi się z 59,1% w 2010 do 56,6% w 2011. W konsekwencji prognozujemy zysk netto za 2011 na poziomie 896 mln PLN (+19% R/R), co przekłada się na 12,9x P/E. Chociaż bank jest notowany 14% poniżej spółek porównywalnych na wskaźniku P/E za 2011, dyskonto to praktycznie znika w przypadku wskaźnika P/E na 2012

Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

ING BSK poinformował, że w dniu 1 kwietnia Cornelis Leenaars złożył rezygnację z pełnienia funkcji Członka Rady Nadzorczej z dniem 6 kwietnia 2011.



Kredyt Bank (Akumuluj)

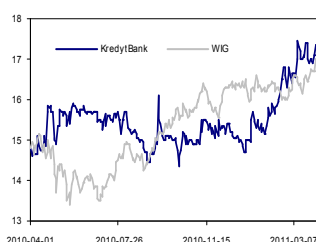
Cena bieżąca: 17,15 PLN Cena docelowa: 17,4 PLN

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 odsetkowy	1 061,2	1 127,8	6,3%	1 222,2	8,4%	1 312,5	7,4%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkowa	2,7%	2,7%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	4 658,9
WNDB	1 530,4	1 588,4	3,8%	1 712,8	7,8%	1 834,9	7,1%	Free float	12,8%
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	2,9%
P/E	134,8	25,1		14,0		10,6		Zmiana ceny: 6m	19,3%
P/BV	1,8	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	16,9%
DPS	0,0	0,0		0,4		0,0		Max (52 tyg.)	17,5
Dyield (%)	0,0	0,0		2,2		0,0		Min (52 tyg.)	14,4

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj na walory Kredyt Banku, ponieważ uważamy, że jest wyceniany atrakcyjnie na tle sektora. Obecnie notowany jest na wskaźniku P/E na poziomie 14,0x na 2011 i 10,6x na 2012, czyli odpowiednio 5% i 13% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. Uważamy, że obecna cena rynkowa nie uwzględnia w pełni potencjału poprawy rentowności w średnim terminie wynikającej ze spadku kosztu ryzyka. Oczekujemy, że po tym jak bank znacząco dorezerwował swój portfel kredytów konsumpcyjnych i hipotecznych w latach 2009-2010, jego koszt ryzyka będzie stopniowo konwergował w stronę średnich rynkowych, co pozwoli dostarczyć dynamikę zysków powyżej średniej dla sektora (78% w 2011 i 33% w 2012 względem średniej dla sektora na poziomie 26% w 2011 i 18% w 2012).

KBC sonduje rynek odnośnie sprzedaży Kredyt Banku – prasa

Parkiet doniósł, że KBC sonduje rynek odnośnie sprzedaży Kredyt Banku oraz potencjalnie Warty. Jest to rzekomo związane z wstrzymaniem procesu upublicznienia czeskiego CSOB. Według dziennika, IPO jest na razie odłożone do jesieni. W obliczu faktu o odłożeniu oferty CSOB jest prawdopodobne, że rynek zacznie spekulować odnośnie sprzedaży innych aktywów grupy, w tym Kredyt Banku i Warty. Zaznaczamy, że CSOB jest nie tylko znacznie większym bankiem niż Kredyt Bank, ale również znacznie bardziej zyskownym (rentowność kapitałów własnych Kredyt Banku wyniosła w 2010 6,9%, podczas gdy w CSOB sięgnęła poziomu 27,8%). W związku z tym jest dużo bardziej wartościowym aktywem dla grupy KBC. Zwracamy uwagę, że nasza wycena Kredyt Banku (9-miesięczna cena docelowa na poziomie 17,4 PLN) nie uwzględnia premii przejściowej.

Kredyt Bank planuje wypłatę dywidendy za 2010

Kredyt Bank poinformował, że Zarząd banku zamierza rekomendować dywidendę z zysku za 2010 na poziomie 0,37 PLN na akcję. Proponowany dzień ustalenia prawa do dywidendy to 14 czerwca 2011, a proponowany dzień wypłaty dywidendy to 30 czerwca 2011. Rekomendacja musi być jeszcze zaakceptowana przez Radę Nadzorczą banku i Walne Zgromadzenie. Informacja o dywidendzie jest dla nas dużym zaskoczeniem, ze względu na relatywnie niski poziom współczynnika kapitałów własnych (Tier-1 na poziomie 9,0% na koniec 2010). W naszych prognozach nie oczekiwaliśmy żadnej dywidendy. Proponowana dywidenda jest równoważnością 54% zysku osiągniętego w 2010 i przekłada się na 2,2% yieldu.



Millennium (Redukuj)

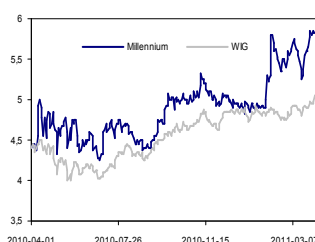
Cena bieżąca: 5,87 PLN Cena docelowa: 5,1 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	691,1	1 009,8	46,1%	1 159,8	14,9%	1 344,4	15,9%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkowa	1,5%	2,2%		2,4%		2,5%		MC (cena bieżąca)	7 121,0
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	3,0%
P/E	3 334,2	21,8		15,9		11,8		Zmiana ceny: 6m	17,6%
P/BV	1,8	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	33,4%
DPS	0,0	0,0		0,1		0,1		Max (52 tyg.)	5,9
Dywid (%)	0,0	0,0		1,7		2,5		Min (52 tyg.)	4,2

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj na walory Millennium. Uważamy, że obecna wycena banku na 2011 P/E na poziomie 15,9x, 9% powyżej średniej dla spółek porównywalnych, jest wymagająca. Przypuszczamy, że cena rynkowa Millennium spekulacyjnie uwzględnia premię przejściową związaną z doniesieniami prasowymi odnośnie potencjalnej zmiany właściciela strategicznego. Zwracamy uwagę, że BCP zakwalifikował rynek polski jako strategiczny, co w naszej opinii nie daje podstaw do oczekiwań szybkiego procesu dezinvestycji. W konsekwencji nasza wycena banku na poziomie 5,1 PLN w całości jest oparta o metodę dochodową.

Koszt ryzyka w 2011 może spaść poniżej 50pb. – Prezes

W trakcie Walnego Zgromadzenia Prezes banku, Bogusław Kott, powiedział, że koszt ryzyka w całym 2011 może kształtować się na poziomie z 4Q 2010, czyli ok. 50pb. lub niżej. Dodał, że nie widać pogorszenia zarówno w kredytach konsumpcyjnych, jak i korporacyjnych. W naszych prognozach na 2011 zakładamy koszt ryzyka na poziomie 57pb. (-7pb. R/R).

Millennium zamierza w kolejnych latach przeznaczać 35-50% zysku na dywidendę

Zarząd banku poinformował w trakcie Walnego Zgromadzenia akcjonariuszy, że bank zamierza przeznaczać w latach następnych 35-50% zysku netto na dywidendę. Dywidenda za 2010 wyniosła 0,1 PLN na akcję, czyli wskaźnik wypłaty wyniósł 36%. W naszych prognozach zakładamy, że wskaźnik wypłaty dywidendy wzrośnie z 40% w 2011 do 50% w 2013.

Bank cały czas rozważa emisje euroobligacji

Prezes banku, Bogusław Kott, poinformował, że plan wyemitowania euroobligacji przez bank jest cały czas aktualny. Z drugiej strony, wskazał na niesprzyjającą sytuację rynkową. Informacja jest zgodna z wcześniejszymi wypowiedziami Zarządu banku.

40 tys. Dobrych Kont otwartych w Millennium w ciągu 1,5 miesiąca

Millennium poinformowało w komunikacie prasowym, że w ciągu półtora miesiąca bank założył 40 tys. kont osobistych z nowej oferty. Według Izabeli Kamińskiej, Dyrektora banku odpowiedzialnego za Segment Klientów Detalicznych, zdecydowana większość klientów, którzy dotychczas otworzyli Dobre Konto, wykonała już pierwsze transakcje. Niestety w komunikacie nie ma informacji ile z tych 40 tys. kont zostało założonych przez dotychczasowych klientów banku. Millennium miał na koniec 2010 1,1 mln klientów detalicznych.

Rezygnacja Członka Rady Nadzorczej

Millennium poinformowało, że Paulo Jose de Ribeiro Moita de Macedo złożył rezygnację z funkcji Członka Rady Nadzorczej banku skutecznej z dniem 31 marca 2011.

S&P obniżył rating Millennium do BBpi

Agencja ratingowa Standard & Poor's obniżyła rating Millennium do "BBpi" z "BBBpi". Agencja podała, że decyzja odzwierciedla ostatnie obniżenie ratingu głównego akcjonariusza banku, BCP.

Fitch umieści rating Millennium na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym

Agencja Ratingowa Fitch umieściła rating Millennium na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym. Na liście tej został umieszczony rating podmiotu na poziomie "BBB" i rating długoterminowy "A(pol)". Agencja potwierdziła krótkoterminowy rating podmiotu na "F3", rating



wsparcia na "2". Rating indywidualny pozostaje na poziomie "C/D". Umieszczenie ratingu Millennium na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym jest konsekwencją umieszczenia na takiej liście ratingu BCP.



Pekao (Trzymaj)

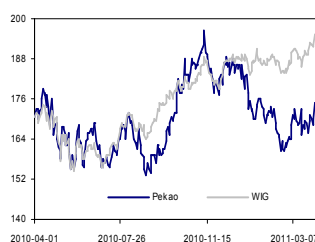
Cena bieżąca: 175 PLN Cena docelowa: 155 PLN

Analitik: 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) 45 913,1
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 2,3%
P/E	19,0	18,2		14,9		13,3		Zmiana ceny: 6m -1,7%
P/BV	2,5	2,3		2,2		2,1		Zmiana ceny: 12m 2,9%
DPS	0,0	2,9		6,8		10,0		Max (52 tyg.) 196,5
Dywid (%)	0,0	1,7		3,9		5,7		Min (52 tyg.) 153,0

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj na walory Pekao, ponieważ przy wskaźniku 2011 P/E na poziomie 14,9x spółka jest wyceniana na średnim poziomie dla sektora. W konsekwencji uważamy, że obecna cena rynkowa w znacznej mierze dyskontuje niższą dynamikę zysku w 2011 względem spółek porównywalnych. Po tym jak Zarząd zdecydował się zarekomendować dywidendę za 2010 na poziomie tylko 71% zysku skonsolidowanego, kwestia przekapitalizowania banku (wskaźnik kapitałów własnych na poziomie 18,0% na koniec 2010, który nie uwzględnia zatrzymanego zysku wygenerowanego w 2010) jest nadal otwarta.

Zysk netto za 4Q zgodny z oczekiwaniami

Pekao zaraportował wyniki za 2010, które implikują zysk netto za 4Q na poziomie 644 mln PLN (-2% Q/Q, ale +5% R/R). Wynik okazał się zgodny z naszymi (636 mln PLN), ale 4% poniżej oczekiwań rynkowych (669 mln PLN). Zgodnie z oczekiwaniami na wyniki 4Q miała negatywny wpływ rezerwa na działalność w leasingu. Wyniosła ona ok. 35 mln PLN względem naszych oczekiwań 35 mln PLN. Skorygowany zysk netto wyniósłby ok. 679 mln PLN i byłby zgodny z naszymi skorygowanymi oczekiwaniami. W wynikach warto zwrócić uwagę na relatywnie słaby wynik salda kredytów i depozytów, odpowiednio -2% Q/Q i -1% Q/Q, wynika to z innej klasyfikacji banku na Ukrainie. Bank został sklasyfikowany jako aktywno na sprzedaż, więc poszczególne linie bilansu nie są porównywalne Q/Q i R/R.

Dywidenda za 2010 wyniesie tylko 6,80 PLN na akcję

Pekao poinformował o rekomendacji Zarządu banku w zakresie dywidendy za rok 2010. Zarząd rekomenduje dywidendę na poziomie 6,80 PLN na akcję. Oznacza to, że stopa wypłaty dywidendy sięgnie 71% skonsolidowanego zysku, a stopa dywidendy kształtuje się na wysokim poziomie 3,9%. Bank zaproponował termin ustalenia prawa do dywidendy na dzień 23 maja 2011 roku oraz termin wypłaty dywidendy na dzień 8 czerwca 2011 roku. W naszych prognozach zakładaliśmy dywidendę na poziomie 8,9 PLN akcję.

Pekao zamierza wycofać się z banku na Ukrainie do końca 2011

Bank poinformował, że do końca 2011 zamierza wycofać się z rynku ukraińskiego i skoncentrować swoją działalność na rynku polskim. Bank już wcześniej informował o takim zamiarze. Obecnie Pekao wycenia w swoim skonsolidowanym sprawozdaniu inwestycję na Ukrainie na 580 mln PLN. W przypadku zbycia, bank oczekuje, że transakcja będzie miała neutralny wpływ na wyniki banku. Ponadto nabywca banku będzie musiał spłacić ok. 1,7 mld PLN gwarancji jakie Pekao udzieliło swojej spółce zależnej.

Pekao stawia na detal i średnie firmy w 2011

W trakcie konferencji powynikowej, Pekao zaprezentowało obszary, na których chce skupić swoją działalność w 2011. Bank mocno stawia na segment detaliczny, w którym chce rosnąć szybciej niż rynek. W szczególności Pekao liczy na kredyty konsumenckie oraz złotówkowe kredyty hipoteczne (rynek tych produktów ma wzrosnąć odpowiednio o 6,7% i 11,4% R/R). W ramach segmentu korporacyjnego, bank liczy na wzrost w kredytach dla małych i średnich firm oraz chce partycypować w kredytach dla dużych korporacji (rynek ma wzrosnąć odpowiednio o 4,7% i 4,2%). Po stronie oszczędności klientów, Pekao przede wszystkim stawia na depozyty detaliczne (rynek ma wzrosnąć o 9,3%). Dodatkowo, bank spodziewa się silnego wzrostu funduszy inwestycyjnych, przynajmniej na poziomie 11,7%.

Pekao oczekuje lekkiej poprawy marży odsetkowej w 2011

W trakcie konferencji powynikowej, Wiceprezes Pekao Luigi Lovaglio, poinformował, że bank



spodziewa się lekkiej poprawy marży odsetkowej w 2011. Będzie to wynikało z oczekiwań co do podwyżek stóp procentowych. Skala wzrostu będzie zależała od możliwości banku do zarządzania marżą depozytową na tle działań konkurencji.

Koszty w 2011 będą rosły poniżej inflacji

Bank zamierza utrzymać koszty pod kontrolą w 2011, co będzie skutkowało ich wzrostem poniżej poziomu inflacji. Oczekiwany wzrost kosztów osobowych wynikający z doszkalania i realokacji pracowników banku, będzie sfinansowany przez oszczędności w ramach kosztów rzeczowych. Ponadto, potencjalne odświeżenie marki (ale nie rebranding) nie powinno mieć znaczącego wpływu na wydatki.

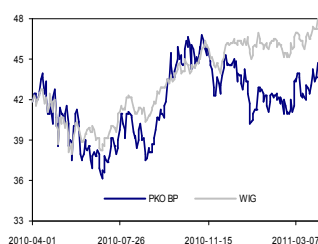


PKO BP (Kupuj)

Cena bieżąca: 44,9 PLN Cena docelowa: 48 PLN
Analityk: Iza Rokicka
Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	5 051,2	6 516,0	29,0%	7 510,9	15,3%	8 196,3	9,1%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	3,5%	4,0%		4,2%		4,1%		MC (cena bieżąca)	56 125,0
WNDB	8 607,0	10 021,9	16,4%	11 151,8	11,3%	11 978,7	7,4%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	4 624,0	5 948,4	28,6%	6 846,6	15,1%	7 419,9	8,4%		
Zysk brutto	2 943,3	4 079,2	38,6%	5 269,7	29,2%	6 209,3	17,8%		
Zysk netto	2 305,5	3 216,9	39,5%	4 192,5	30,3%	4 939,9	17,8%		
ROE	13,4%	15,4%		18,4%		19,3%		Zmiana ceny: 1m	3,2%
P/E	24,3	17,4		13,4		11,4		Zmiana ceny: 6m	-0,9%
P/BV	2,7	2,6		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	7,4%
DPS	1,0	1,9		1,0		1,7		Max (52 tyg.)	46,8
Dywid (%)	2,2	4,2		2,3		3,7		Min (52 tyg.)	36,2

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą opinię, że PKO BP jest najatrakcyjniejszą inwestycją w ramach polskiego sektora bankowego na bazie analizy fundamentalnej. Uważamy, że bardzo wysoki udział bieżących depozytów detalicznych (35%) korzystnie pozycjonuje bank w środowisku rosnących stóp procentowych. Rozszerzenie się marży depozytowej przełoży się pozytywnie na marżę odsetkową. Ponadto oceniamy, że obecna skala tworzenia rezerw jest konserwatywna, więc bank ma możliwość ich obniżenia w przyszłości. Z drugiej strony, dostrzegamy znaczne ryzyko podaży akcji ze strony Skarbu Państwa. Wtórna oferta publiczna akcji została zapowiedziana na drugą połowę września, a jej wartość może sięgnąć ok. 15 mld PLN (26,2% kapitalizacji spółki). Pomimo ryzyk w krótkim i średnim terminie, uważamy, że walory PKO BP są wyceniane atrakcyjnie. W konsekwencji podtrzymujemy naszą rekomendację PKO BP.

Zysk netto za 4Q na poziomie 868 mln PLN, zgodnie z oczekiwaniami

PKO BP zaraportowało wyniki za 2010, które implikują zysk netto za 4Q na poziomie 868 mln PLN (+2% Q/Q i +68% R/R). Wynik netto był 2% wyższy niż nasza prognoza (853 mln PLN) i 4% wyższy niż oczekiwania rynkowe (835 mln PLN). Niższy niż prognozowany wynik odsetkowy i handlowy zostały zrekompensowane niższymi kosztami (zarówno osobowymi jak i rzeczowymi) oraz niższym saldem rezerw.

4 mld PLN zysk netto w 2011 możliwe, aktualizacja strategii w 2H 2011

Zarząd PKO BP podtrzymał wcześniejsze deklaracje, że zysk netto w 2011 może przekroczyć 4 mld PLN. Oznaczałoby to utrzymanie dwucyfrowej dynamiki wyniku netto. Jednym z czynników wpływających pozytywnie na wyniki banku jest środowisko rosnących stóp procentowych. Oznacza to wyższą marżę depozytową, a w konsekwencji poprawę marży odsetkowej. Zarząd banku planuje uaktualnić średnioterminową strategię banku w drugiej połowie 2011.

Oferta wtórna akcji PKO BP odbędzie się w drugiej połowie września

Minister Skarbu, Aleksander Grad, poinformował, że MSP wspólnie z BGK zamierza przeprowadzić wtórny ofertę publiczną akcji PKO BP w drugiej połowie września. W ramach oferty zostanie sprzedany przynajmniej pakiet należący do BGK (10,3%). Czy i ile akcji sprzeda MSP (obecnie posiada 41,0%) będzie zależeć od zainteresowania inwestorów. Minister zapowiedział, że chce aby ok. 1/3 akcji oferowanych w ofercie było skierowanych do inwestorów indywidualnych. W ramach wieloletniego planu prywatyzacyjnego (na lata 2010-2013) MSP zamierza obniżyć swój udział w PKO BP maksymalnie do 25%. Oznacza to, że w ramach oferty wtórnej może być zaoferowanych maksymalnie 26,2% kapitału PKO BP, czyli ok. 15 mld PLN.

Skarb Państwa chce dokonać zmian w statucie PKO BP

Skarb Państwa wnioskuję o zmianę statutu PKO BP, wskutek której żaden akcjonariusz banku, oprócz Skarbu Państwa i BGK, nie będzie mógł wykonywać na Walnym Zgromadzeniu banku więcej niż 10% ogólnej liczby głosów. Zgodnie z projektowanymi zmianami w statucie od momentu, w którym udział Skarbu Państwa w kapitale zakładowym PKO BP spadnie poniżej 5%??? wygasną ograniczenia prawa głosowania akcjonariuszy. Obecnie Skarb Państwa ma 41%, a BGK 10,3% kapitału PKO BP. Mając na uwadze zapowiedzi Ministerstwa Skarbu o obniżeniu udziału Skarbu Państwa do poziomu 25%+ oraz, że Skarb Państwa nie chce oddać kontroli nad bankiem, powyższe zmiany w statucie nie powinny być zaskoczeniem. Nadzwyczajne Zgromadzenie Akcjonariuszy, które ma głosować nad zmianą statutu banku zaproponowaną przez Skarb Państwa jest zaplanowane na 14 kwietnia.

Jagiello będzie Prezesem PKO BP przez następne trzy lata

Rada Nadzorcza PKO BP wybrała Zbigniewa Jagiełło na kolejną kadencję na stanowisko Prezesa banku. Kadencja Zarządu trwa trzy lata, obecna kończy się 19 maja. Wynik konkursu nie jest dla nas zaskoczeniem. Informacja jest zgodna z naszymi oczekiwaniami.

Papierak zrezygnował z ubiegania się o powołanie do Zarządu następnej kadencji

PKO BP poinformowało, że Wiceprezes Zarządu banku, Wojciech Papierak, podjął decyzję o rezygnacji z ubiegania się o powołanie do Zarządu banku następnej kadencji. Obecnie jest odpowiedzialny za pion detaliczny. Informacja jest zgodna z wcześniejszymi spekulacjami prasowymi.

Powołanie pięciu nowych Członków Zarządu

Rada Nadzorcza PKO BP powołała pięciu nowych Członków Zarządu banku. Dołączą oni do wybranego wcześniej Prezesa Zbigniewa Jagiełło. Członkami Zarządu i jednocześnie Wiceprezesami PKO BP zostaną: Piotr Stanisław Alicki (obszar IT i usług), Bartosz Drabikowski (obszar rachunkowości i finansów), Jarosław Myjak (obszar rynku korporacyjnego), Jacek Obłąkowski (obszar rynku detalicznego) i Jakub Papierski (obszar bankowości inwestycyjnej). Zgodnie z podjętymi uchwałami wyżej wymienione osoby zostały powołane do pełnienia wskazanych funkcji w PKO Banku Polskim na wspólną kadencję Zarządu banku, która rozpocznie się z dniem odbycia zwyczajnego walnego zgromadzenia PKO BP zatwierdzającego sprawozdanie finansowe PKO BP za 2010. Z informacji przekazanej przez bank wynika, że nie został powołany Członek Zarządu odpowiedzialny za obszar ryzyka. W obecnej kadencji Zarządu funkcję tą pełni Krzysztof Dresler. Na chwilę obecną nie wiemy czy ta funkcja przypadnie jednemu z powołanych Członków Zarządu czy skład Zarządu zostanie uzupełniony w późniejszym terminie.

Ubezpieczyciele



PZU (Akumuluj)

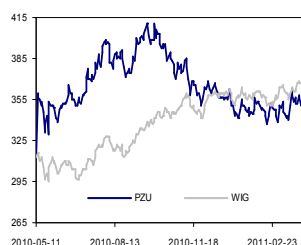
Cena bieżąca: 364 PLN Cena docelowa: 390 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-13

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn 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)	31 432,2
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%	Zmiana ceny: 1m	4,0%
Zysk brutto	4 565,8	3 029,4	-33,6%	3 077,4	1,6%	3 371,2	9,5%	Zmiana ceny: 6m	-7,8%
Zysk netto	3 762,9	2 439,2	-35,2%	2 492,7	2,2%	2 730,7	9,5%	Zmiana ceny: 12m	
ROE	24,0%	20,3%		18,7%		18,6%		Max (52 tyg.)	411,0
P/E	8,4	12,9		12,6		11,5		Min (52 tyg.)	312,5
P/BV	2,8	2,5		2,2		2,1			
DPS	0,0	0,0		11,8		17,3			
Dywid (%)	0,0	0,0		3,2		4,8			



Wyniki PZU za 4Q 2010 zaskoczyły nas in plus ze względu na szybsze niż zakładaliśmy w prognozach tempo poprawy rentowości w segmencie ubezpieczeń majątkowych. Segment ten osiągnął zysk na poziomie technicznym po tym jak przez pięć poprzednich kwartałów miał stratę. Uważamy, że w tym roku będzie postępować dalsza poprawa rentowości wsparta przez efekt podnoszenia cen polis komunikacyjnych w 2010, obniżki kosztów administracyjnych związane z restrukturyzacją zatrudnienia oraz brak szkód katastroficznych (powodzi). W naszej opinii, PZU jest atrakcyjnie wyceniane na tle polskich banków. Wskaźnik 2011 P/E dla PZU wynosi 13,2x, czyli 10% poniżej średniego poziomu dla polskich banków. Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj na walory PZU.

Wyniki 4Q lepsze od oczekiwań

PZU zaraportowało wyniki za rok 2010, które implikują zysk netto 4Q na wysokim poziomie 565 mln PLN (-20% Q/Q, ale +1% R/R). Wynik okazał się o 23% lepszy od konsensusu rynkowego (458 mln PLN) i 46% lepszy niż nasza prognoza (387 mln PLN). Pozytywne zaskoczenie wynika przede wszystkim z niższych niż oczekiwane odszkodowania i świadczenia w segmencie majątkowym. W konsekwencji, spółka zaraportowała zysk na poziomie technicznym w wysokości 209 mln PLN względem 24 mln PLN straty w 3Q 2010.

PZU planuje w 2011 roku spadek kosztów i wzrost składki

Przemysław Dąbrowski, Członek Zarządu PZU, powiedział, że PZU planuje spadek kosztów administracyjnych grupy i wzrost składki brutto w 2011. Koszty administracyjne grupy wyniosły w 2010 roku 1 663 mln PLN, spadając 8% R/R. W całym 2010 roku składka brutto wyniosła 14 544 mln PLN i wzrosła o 1% R/R. W naszych prognozach na 2011 zakładamy 5% wzrost składki brutto oraz 9% spadek kosztów administracyjnych.

Zarząd pracuje nad nową polityką dywidendową

Zarząd PZU potwierdził, że pracuje nad zmianą polityki dywidendowej spółki, tak aby dywidenda mogła przewyższać 45% zysku (teoretycznie mogłaby sięgać nawet 100%). Prezes zapowiedział, że wszelkie zmiany będą najprawdopodobniej komunikowane na Walnym Zgromadzeniu PZU (najprawdopodobniej 30 czerwca), po tym jak zaakceptuje je Rada Nadzorcza spółki. W naszych prognozach zakładamy, że stopa wypłaty dywidendy wzrośnie do 60% z zysku za 2011 i do 75% z zysku za 2012. Oczekujemy dywidendy za 2010 na poziomie 45%, czyli dywidendy 12,7 PLN na akcję.

Skarb Państwa pracuje nad zmianami w statucie PZU

Minister skarbu, Aleksander Grad, powiedział, że Skarb Państwa pracuje nad zmianami w statucie PZU, które mogą dotyczyć ograniczenia prawa głosu akcjonariuszy na WZA. Proponowane zmiany będą jeszcze konsultowane z Zarządem spółki i KNF. Uważamy, że zmiany w statucie PZU będą bliźniacze do zmian w statucie PKO BP jakie zaproponował Skarb Państwa. Jest bardzo prawdopodobne, że Skarb Państwa będzie chciał zagwarantować sobie kontrolę nad spółką nawet w sytuacji, gdy jego udział spadnie „znacznie” poniżej 50%. W PKO BP Skarb Państwa chce ograniczyć prawo głosu innych akcjonariuszy do 10%. Obecnie Skarb Państwa kontroluje 45,2% kapitału PZU.



MSP raczej nie będzie sprzedawać akcji PZU w tym roku

Minister Skarbu, Aleksander Grad, poinformował, że raczej nie będzie sprzedawać w tym roku akcji PZU. Zaznaczył, że zanim nastąpi ten moment, Skarb Państwa planuje zmianę statutu spółki tak, aby ograniczyć prawo głosu innych akcjonariuszy na WZA. W dniu 18 maja 2011 kończy się lock-up Skarbu Państwa na akcje PZU.

Andrzej Klesyk powołany na nową kadencję jako Prezes PZU

Rada Nadzorcza powołała Andrzeja Klesyka w skład Zarządu PZU i powierzyła mu funkcję Prezesa. Informacja jest zgodna z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami.

PZU wycofało się z negocjacji w sprawie zakupu Skarbca – prasa

Parkiet poinformował, że PZU wycofało się z negocjacji z Enterprise Investors w sprawie potencjalnego przejścia Skarbca Asset Management Holding. Mimo, że negocjacje miały być zaawansowane, strony nie dogadały się co do ceny, informuje dziennik. Anonimowe źródło *Parkietu* informuje, że w grze o Skarbca pozostały jeszcze dwa podmioty, fundusz private equity oraz spółka finansowa.

Paliwa, chemia

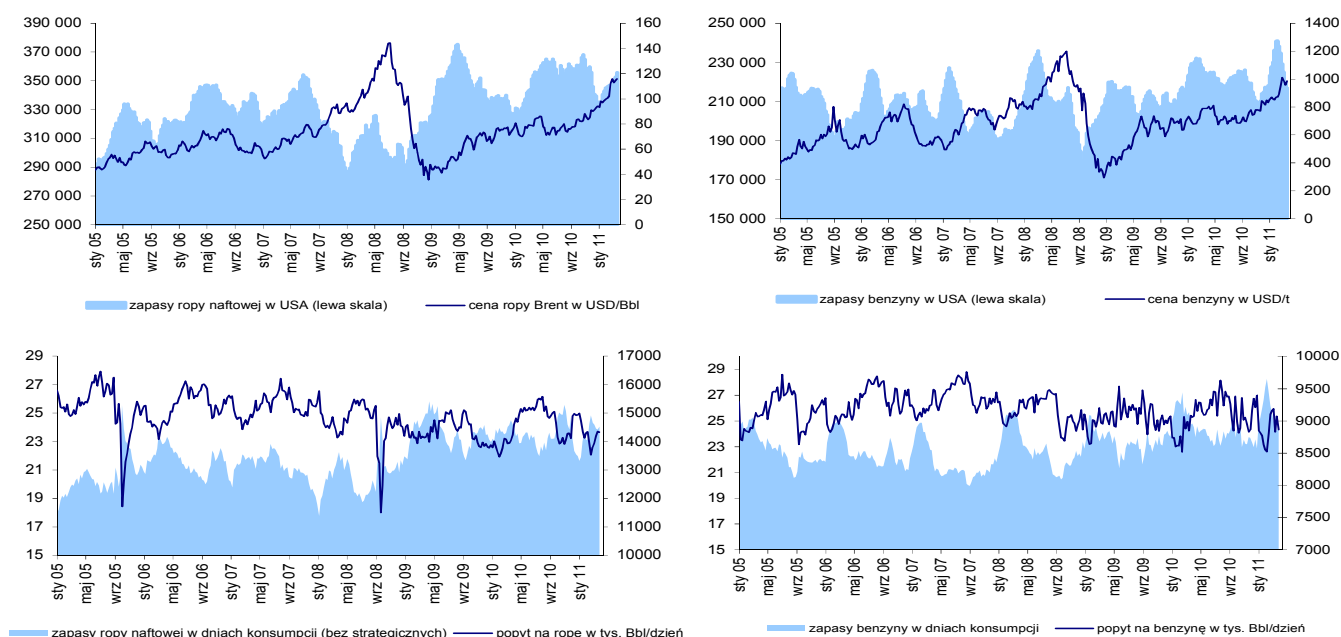
Skutki braku ulgi na biopaliwa

POPIHN uważa, że polski rząd nie zdąży na czas uzyskać zgody KE na przedłużenie obowiązujących do połowy roku niższych stawek akcyzowych na biopaliwo B100 (czysty bioester), co może wpłynąć na wzrost kosztów funkcjonowania polskich koncernów paliwowych zmuszonych przez konieczność realizacji celu wskaźnikowego do sprzedaży biopaliw poniżej kosztów zakupu. Według przedstawiciela organizacji paliwowej dodatkowe koszty mogą sięgnąć w tym roku 490 mln PLN. Premier zapowiedział, że rząd zajmie się tą kwestią. Jeśli rzeczywiście nie uda się utrzymać preferencyjnych stawek akcyzy to będzie to dodatkowym obciążeniem dla koncernów, szczególnie że przy obecnych rekordowych cenach paliw trudno będzie przenosić w pełni te koszty na klientów.

Słabe dane z amerykańskiego rynku paliw

Zapasy ropy w USA w marcu wzrosły aż o 9,3 mln baryłek (+2,7%) z uwagi na wyższy o 5,4% średni dzienny poziom importu i mimo wyższego poziomu wykorzystania mocy w rafineriach (średni wskaźnik CUR 83,4% wobec 81,6% w lutym). Marzec był także miesiącem spadku zapasów paliw gotowych, benzyny o 7,5% i średnich destylatów o 3,7%. Średni poziom konsumpcji dla tych kategorii implikował dynamiki w relacji do poprzedniego miesiąca na poziomie odpowiednio 1% i 3,4%. Wzrosty to raczej efekt sezonowego wzrostu popytu, o czym świadczą mogą miesięczne kroczące dynamiki w ujęciu r/r. W przypadku benzyny roczna dynamika jest ujemna (-0,1%). Dla średnich destylatów wynosi ona co prawda +4,5%, ale tak znaczący wzrost to efekt uwzględnienia wysokiego niepowtarzalnego odczytu z początku marca. Jeśli popyt utrzyma się na poziomie z ostatniego tygodnia to dynamika roczna spadnie w kolejnym do zaledwie +0,7%. Ostatni odczyt Departamentu Energii okazał się rozczarowujący, szczególnie że reakcji konsumentów na wysokie ceny detaliczne można oczekiwać dopiero po rozpoczęciu sezonu transportowego (ograniczenie wyjazdów urlopowych).

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



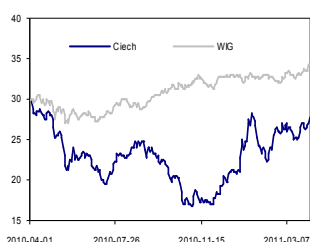
Ciech (Akumuluj)

Cena bieżąca: 27,69 PLN Cena docelowa: 27,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 686,7	3 960,3	7,4%	4 370,4	10,4%	4 391,4	0,5%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	402,1	382,0	-5,0%	499,1	30,7%	494,7	-0,9%	MC (cena bieżąca)	775,3
marża EBITDA	10,9%	9,6%		11,4%		11,3%		EV (cena bieżąca)	2 337,6
EBIT	172,0	144,2	-16,2%	258,6	79,3%	247,8	-4,2%	Free float	35,6%
Zysk netto	-73,8	20,5		92,2	349,8%	77,4	-16,0%		
P/E		37,8		8,4		10,0		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/CE	5,0	3,0		2,3		2,4		Zmiana ceny: 6m	36,5%
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-1,8%
EV/EBITDA	5,8	6,2		4,7		4,6		Max (52 tyg.)	28,7
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,6



W najbliższym czasie przedstawimy aktualizację prognoz i wyceny Spółki, uwzględniające już sprzedaż Gdańskich Fosforów. Podtrzymujemy jednak nasze pozytywne nastawienie i uważamy, że wyniki 1Q powinny potwierdzić znaczną poprawę marż w segmencie sodowym, która pozwoli na wypracowanie bardzo dobrych wyników w całym roku. Dodatkowym sezonowym wsparciem będzie obszar środków ochrony roślin, gdzie zanotowano wyraźne podwyżki w ujęciu r/r.

Spłata kredytów zgodnie z umową

Zgodnie z umową kredytową Ciech spłacił 18 marca kwotę 244,8 mln PLN realizując tym samym warunki ustalone z konsorcjum banków, a więc spłata 400 mln PLN zobowiązań.

Zgoda WZA na przejęcie Fosforów

Akcjonariusze ZA Puławy na WZA wyrazili zgodę na przejęcie od Ciechu Fosforów Gdańskich za łączną kwotę 228 mln PLN (w tym 120 mln PLN stanowi zadłużenie). Zgodę wyraził także UOKiK, tak więc warunki transakcji zostały spełnione i możliwa jest jej finalizacja jeszcze w kwietniu.



Lotos (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 46 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)	5 974,2
marża EBITDA	4,9%	5,9%		7,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)	11 975,4
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	6,6	9,2		11,8		6,3		Zmiana ceny: 1m	9,1%
P/CE	5,0	5,8		4,8		3,4		Zmiana ceny: 6m	50,8%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	46,1%
EV/EBITDA	16,1	10,3		6,6		5,4		Max (52 tyg.)	46,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	28,1



Akcje Lotosu były wyraźnie lepsze od szerokiego rynku mimo niekorzystnych trendów w otoczeniu makro. Na pewno duży wpływ na to miały kolejne doniesienia na temat prywatyzacji i potencjalnego zainteresowania zakupem gdańskiego koncernu ze strony zarówno rosyjskich firm jak i MOL-a czy funduszy *private equity*. Podtrzymujemy naszą opinię, że z powodów politycznych ostatecznie do prywatyzacji nie dojdzie, ale odległy termin decyzji w tej sprawie (koniec roku) będzie sprzyjać dalszej spekulacji. Podtrzymujemy negatywną rekomendację i oczekujemy, że impulsem do jej realizacji mogą być słabsze wyniki wg LIFO już za 1Q.

Prezes Machajewski o 1Q'2011 i planach na 2011

Wiceprezes Mariusz Machajewski zapowiedział, że Lotos w tym roku przerobi około 9,5 mln ton ropy (nasza prognoza zakładała już pełny przerób ponad 10 mln ton), a produkcja na złożu Yme ma się rozpocząć w lipcu, choć możliwe są dalsze opóźnienia (konieczność rewizji naszych założeń z ostatniego raportu, gdzie zakładaliśmy uruchomienie tego pola w 2Q'2011). Prezes spodziewa się również, że w 1Q'2011 wyniki operacyjne będą lepsze r/r z uwagi na efekt LIFO. Przyznał jednocześnie że marże rafineryjne w tym okresie są słabe.

Decyzja prywatyzacyjna na przełomie 2011 i 2012 roku

Minister skarbu zapowiedział, że na przełomie tego i przyszłego roku będzie znana lista potencjalnych inwestorów zainteresowanych zakupem Lotosu. Wtedy rząd przeanalizuje oferty i zdecyduje czy proces będzie kontynuowany i czy będzie zmiana strategii dla sektora. Wstępne oferty resort zbierze do 28 kwietnia. Przypomniał, że warunki dla inwestorów są trudne i obejmują m.in. zagwarantowanie inwestycji w wydobycie i pozostawienie siedziby w Gdańsku. Według agencji Dow Jones wśród zainteresowanych przejęciem Lotosu są Gazprom, TNK-BP, PGNiG, MOL i kilka funduszy *private equity*. Podtrzymujemy naszą opinię, iż ostatecznie do prywatyzacji Lotosu nie dojdzie z powodów politycznych i zaporowych warunków.

Rafinerie prawdopodobnie bez dywidendy

Wiceminister skarbu poinformował, że resort skłania się do niepobierania dywidendy z zysków Lotosu za rok 2010 z uwagi na poziom zadłużenia. Decyzja na pewno nie stanowi zaskoczenia.



PGNiG (Kupuj)

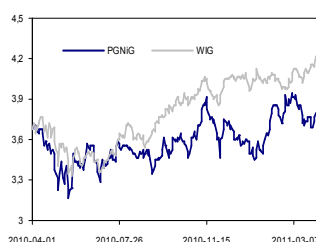
Cena bieżąca: 3,8 PLN

Cena docelowa: 4,4 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(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 (mln)	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)	22 420,0
marża EBITDA	14,7%	20,7%		17,7%		21,3%		EV (cena bieżąca)	26 347,2
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	18,7	9,1		12,9		10,7		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE	8,3	5,6		6,6		5,6		Zmiana ceny: 6m	5,6%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	3,5%
EV/EBITDA	8,2	5,3		6,4		4,9		Max (52 tyg.)	3,9
Dywid (%)	0,7	2,1		3,4		3,1		Min (52 tyg.)	3,2



Dobre wyniki za 4Q zostały zneutralizowane brakiem decyzji URE w sprawie nowej taryfy i zapowiedziami restrykcyjnej polityki w tym zakresie, co może zwiększyć ujemne spready na gazie z importu w 2Q i 3Q tego roku. W krótkim terminie ta kwestia może infekować kurs akcji PGNiG, ale w średnim okresie widzimy potencjał wzrostu związany z uruchamianymi projektami wydobywczymi i infrastrukturalnymi. Uważamy również, że mimo mniej korzystnej taryfy w 1Q wyniki za ten okres dzięki zyskom w dystrybucji oraz upstreamie będą bardzo dobre. Utrzymujemy pozytywną rekomendację.

Podwyższenie wniosku taryfowego

URE potwierdziło, że PGNiG złożyło uaktualnienie wniosku taryfowego podwyższając poziom oczekiwanej ceny hurtowej gazu. Decyzja Spółki zapewne wynika z widocznego w ostatnich dniach osłabienia złotego i utrzymujących się wysokich cen ropy. Przypominamy, że w perspektywie kwartału w kontrakcie jamalskim cena gazu jest stała w USD i ostateczny koszt dla PGNiG zależy od kursu złotego do dolara. Obecnie cena gazu w 2Q w USD jest już znana, natomiast polem do negocjacji z URE będzie oczekiwany poziom USD/PLN. Według naszych szacunków przy założeniu utrzymania się obecnych cen ropy i kursu złotego cena gazu rosyjskiego wzrosnie w 2Q o około 11%, co po uwzględnieniu struktury koszyka sprzedawanego surowca pozwala na wnioskowanie o podwyżkę na poziomie 8,5%. Przypominamy jednocześnie, że kluczowe dla PGNiG będą poziomy taryfy w 4Q, gdyż 2Q i 3Q mają mniejsze znaczenie dla rocznych wyników z uwagi na sezonowo niższy wolumen.

Konferencja po wynikach 4Q

Na telekonferencji wynikowej PGNiG potwierdziło, że wyniki za 4Q obok pozytywnego wpływu odwrócenia odpisów w dystrybucji zostały obciążone negatywnymi zdarzeniami jednorazowymi w segmencie wydobywczym. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej w tym obszarze wyniosło -339 mln PLN vs. -75 mln PLN w 3Q'2010. Różnica q/q to przede wszystkim odpisy związane z testem na utratę wartości (Norwegia -75 mln PLN i -74 mln PLN w Polsce na aktywa w budowie) oraz -69 mln PLN związane z saldem na różnicach kursowych (straty na pozycjach swapowych CIRS, które zostały zamknięte zgodnie z zapadalnością w 4Q podczas gdy zabezpieczana przez nie pożyczka została już w 3Q zrolowana na kredyt oparty na aktywach wydobywczym- Reserved Based Loan).

Propozycja dywidendy 6 groszy na akcję

Zarząd zaproponował wypłatę dywidendy z zysku za rok 2010 w kwocie 354 mln PLN, co implikuje 6 groszy na akcję. Wypłata dla MSP będzie miała charakter niepieniężny, podobnie jak w poprzednich latach. WZA podejmie w tej sprawie decyzję 20 kwietnia. Dzień dywidendy ustalono na 20 lipca, a dzień wypłaty na 6 października. Stopa dywidendy wynosi 1,6%.

Kilkanaście ofert na SPEC

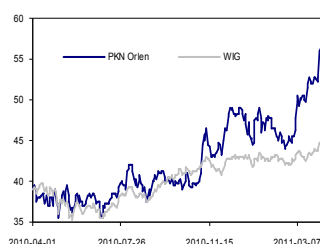
Na publiczne zaproszenie do negocjacji w sprawie zakupu warszawskiej spółki ciepłowniczej SPEC wpłynęło kilkanaście wstępnych ofert. Udział w procesie potwierdziły Penta i Kulczyk Investments. Wcześniej zainteresowanie ofertą wyrażały również PGE i PGNiG. Miasto oczekiwało wpływu ze sprzedaży SPEC na poziomie co najmniej 750 mln PLN, a prasa spekuluje że ze względu na zainteresowanie cena może sięgnąć nawet 2-3 mld PLN. SPEC to działalność regulowana oparta na zwrocie z WRA. Na koniec 2009 roku aktywa netto tej spółki wynosiły 990 mln PLN, a wartość aktywów trwałych 1,05 mld PLN. Trudno sobie wyobrazić, że oferowane ceny mogłyby istotnie przekraczać te poziomy, tym bardziej że w 2009 roku zwrot z aktywów netto na poziomie EBIT wyniósł 3,9% (znacznie poniżej WACC). Poziom EBITDA w latach 2006-09 oscylował wokół 130-140 mln PLN, co implikowałoby wskaźniki (po uwzględnieniu około 117 mln PLN gotówki netto) na poziomie 6,1-6,5.



PKN Orlen (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 56,45 PLN Cena docelowa: 41,6 PLN
Analityk: Kamil Kliszcz
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)	24 144,2
marża EBITDA	5,4%	6,6%		4,9%		5,1%		EV (cena bieżąca)	35 846,2
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	18,4	10,2		13,9		13,1		Zmiana ceny: 1m	13,7%
P/CE	6,2	5,0		5,5		5,3		Zmiana ceny: 6m	44,0%
P/BV	1,3	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	50,1%
EV/EBITDA	10,1	6,2		7,4		7,2		Max (52 tyg.)	56,5
Dywid (%)	0,0	0,0		2,0		1,5		Min (52 tyg.)	35,5



W marcu akcje PKN Orlen zachowywały się znacznie lepiej od szerokiego rynku i ostatecznie wzrosły aż o 15,5%. Rynek zdaje się ignorować niekorzystny poziom marż przerobowych, rosnące koszty zużyc własnych oraz zapowiedziane przez Zarząd obciążające wyniki 1H'2011 przestoje remontowe w rafinerii w Płocku. W naszej opinii ten optymizm mogą jednak schłodzić oczekiwane słabe wyniki wg LIFO w 1Q, w których prawdopodobnie powinien być także widoczny spadek premii ładowej w kontekście rosnącej konkurencji na rynku krajowym. Wysoki zysk na przeszacowaniu zapasów nie będzie raczej stanowił pocieszenia, tym bardziej, że bez kolejnej transakcji sprzedaży rezerw obowiązkowych będzie on już w pełni obciążał operacyjny cash flow. Utrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Słaba marża Orlenu, mimo wzrostu dyferencjału

PKN Orlen poinformował, że średnia marża rafineryjna w marcu wyniosła 1,3 USD/Bbl, podczas gdy dyferencjał Ural/Brent wzrósł do 3,5 USD/Bbl z 2,5 USD/Bbl w lutym. Po przeliczeniu tych parametrów po średnim kursie USD/PLN zagregowana marża koncernu wyniosła 13,8 PLN/Bbl wobec 21,5 PLN/Bbl w analogicznym okresie roku ubiegłego (-36% r/r). W całym 1Q'2011 ten parametr był gorszy r/r o 20%, nawet bez uwzględnienia pełnych wyższych kosztów zużyc własnych (marża podawana przez Spółkę kalkuluje tylko 6,5% podczas gdy całkowite zużycie własne w Orleniu sięga 12%, łącznie z energetyką). Przypominamy, że na przełomie I-go i II-go kwartału Orlen odczuje także negatywne skutki przestoju remontowego w Płocku.

Sprzedaż kolejnej transzy zapasów obowiązkowych

PKN Orlen zamierza w 2Q sprzedać kolejną transzę zapasów obowiązkowych, po tym jak jedna z 2 poprzednich transakcji wygasła z dniem 1 kwietnia. Z punktu widzenia bilansu będzie to utrzymanie status quo. Podtrzymujemy opinię przedstawioną w ostatnim raporcie, że taka forma sprzedaży zapasów nie wpływa na wycenę Spółki, tym bardziej że przy dzisiejszych cenach ropy koszty hedgingu raczej nie pozwalają na oszczędności vs. finansowanie kredytem bankowym.

Pomysł na zakaz sprzedaży alkoholu na stacjach

Grupa senatorów zgłosiła pomysł zmiany ustawy o wychowaniu w trzeźwości i wprowadzenie zakazu sprzedaży alkoholu na stacjach benzynowych. W przypadku Orlenu sprzedaż produktów pozapaliwowych generuje około 25-30% wyniku operacyjnego segmentu detalicznego, tak więc takie prawo nie tylko ograniczyłoby możliwości dalszego wzrostu zysków w tym obszarze, ale wpłynęłoby na obniżenie zysków. Wydaje się jednak, że wprowadzenie takich zmian jest mało prawdopodobne.

Rafinerie prawdopodobnie bez dywidendy

Wiceminister skarbu poinformował, że resort skłania się do niepobierania dywidendy z zysku Orlenu za rok 2010 z uwagi na poziom zadłużenia. Jest to zgodne z propozycją Zarządu przedstawioną w raporcie rocznym. Podtrzymujemy naszą opinię, iż w najbliższych 2 latach trudno liczyć na wysokie dywidendy z płockiego koncernu gdyż obecna poprawa bilansu to w dużej mierze efekt przesunięcia zobowiązań bankowych na kredyt kupiecki i sprzedaży zapasów obowiązkowych czy uprawnień do emisji CO₂, które będą musiały być odkupione. Środki ze sprzedaży Polkomtela Zarząd będzie chciał zapewne w znacznej części przeznaczyć na inwestycje w energetykę i upstream.



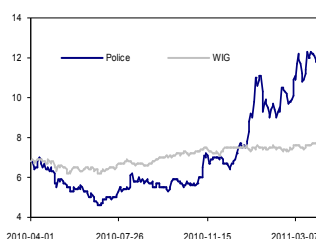
Police (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 11,95 PLN Cena docelowa: 5,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 485,6	2 022,6	36,2%	2 168,7	7,2%	2 222,2	2,5%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	-327,4	78,7		123,5	56,9%	124,5	0,9%	MC (cena bieżąca)	896,3
marża EBITDA	-22,0%	3,9%		5,7%		5,6%		EV (cena bieżąca)	1 242,8
EBIT	-407,5	4,3		50,5	1075,5%	54,2	7,2%	Free float	26,2%
Zysk netto	-422,1	25,7		25,9	0,7%	31,4	21,3%		
P/E		34,9		34,6		28,6		Zmiana ceny: 1m	7,7%
P/CE		9,0		9,1		8,8		Zmiana ceny: 6m	106,0%
P/BV	1,7	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	87,3%
EV/EBITDA		15,9		10,1		9,6		Max (52 tyg.)	12,3
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,6



Marzec przyniósł dalszą wyżkę kursu Polic, czemu oprócz korzystnych tendencji w sektorze nawozowym sprzyjały pojawiające się spekulacje o inwestorach z branży zainteresowanych prywatyzacją Spółki. W naszej opinii obecna cena akcji Polic jest już bardzo wymagająca i implikuje wyraźną premię do konkurentów, przy znacznie większych przypisanych ryzykach. Dostrzegamy wysokie prawdopodobieństwo spadku cen zbóż w nowym sezonie rolnym, co będzie wpływać na spadek cen nawozów i presję na marże na nawozach NPK przy ustalonych cenach surowców (ujemny efekt LIFO). W tym kontekście utrzymujemy negatywną rekomendację.

Turecki Nurol Holding zainteresowany Policami?

Według prasowych doniesień w ubiegłym miesiącu Police odwiedzili przedstawiciele tureckiego Nurol Holding (konglomerat spółek z różnych branż: budowlanej, metalurgicznej, finansowej i deweloperskiej), którym jako doradca towarzyszył reprezentant rumuńskiego Azomures (producent nawozów i melaminy należący do innego tureckiego holdingu). Podobno firma ta jest zainteresowana udziałem w prywatyzacji Polic. Podobnych doniesień na temat Polic było już kilka (Azoty Tarnów, przedstawiciele jakiejś rosyjskiej firmy), więc na razie należy poczekać na konkretne oferty, tym bardziej że proces prywatyzacji nie został jeszcze wznowiony. Zwracamy jednak uwagę, że obecna wycena Polic może być trudna do zaakceptowania dla inwestora branżowego.



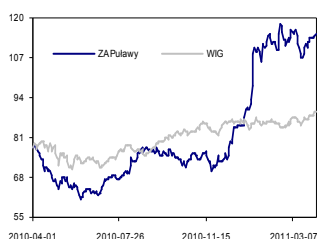
ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 115 PLN Cena docelowa: 106,1 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

(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)	2 198,2
marża EBITDA	4,0%	9,5%		12,1%		12,1%		EV (cena bieżąca)	2 319,5
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	61,9	16,8		11,6		11,4		Zmiana ceny: 1m	-0,2%
P/CE	21,4	10,2		7,3		7,1		Zmiana ceny: 6m	55,2%
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	47,4%
EV/EBITDA	25,6	9,2		6,6		6,3		Max (52 tyg.)	118,0
Dywidenda (%)	7,1	0,9		3,0		4,3		Min (52 tyg.)	61,1



Kurs ZA Puławy zachowywał się nieco gorzej od szerokiego rynku w marcu, ale podobnie jak w przypadku innych przedstawicieli sektora (poza Policami) należy to raczej traktować jako stabilizację po skokowych wzrostach z początku roku. Na razie otoczenie makro sprzyja i należy się spodziewać znakomych wyników za 1Q'2010, zarówno w obszarze nawozowym (wzrost cen na rynku krajowym i nowe moce w moczniku) jak i chemicznym (bardzo wysokie marże na kaprolaktamie i melaminie). W krótkim terminie utrzymujemy pozytywne nastawienie do Spółki, ale pozostajemy sceptyczni co do utrzymania się obecnych tendencji w sektorze nawozowym w drugiej połowie roku (ryzyko spadku cen zbóż), stąd neutralna rekomendacja inwestycyjna.

Zgoda WZA na przejęcie Fosforów

Akcjonariusze ZA Puławy na WZA wyrazili zgodę na przejęcie od Ciechu Fosforów Gdańskich za łączną kwotę 228 mln PLN (w tym 120 mln PLN stanowi zadłużenie). Zgodę wyraził także UOKiK, tak więc warunki transakcji zostały spełnione i możliwa jest jej finalizacja jeszcze w kwietniu.

Plany kolejnych przejęć

Według doniesień prasowych ZA Puławy zamierzają kontynuować politykę konsolidacji branży agrochemicznej i przyglądają się kolejnym spółkom z Grupy Ciech. Chodzi prawdopodobnie o Alwernię (związki fosforu, nawozy, materiały paszowe) oraz część środków ochrony roślin w Organice Sarzynie. Podobno ZAP nie wykluczają również zainteresowania Zachemem. Z oceną tych projektów, jeśli się potwierdzą, należy poczekać do informacji o wartości transakcji, aczkolwiek wydaje się że obecne otoczenie makro w agrochemii bardziej sprzyja sprzedającym. Akwizycje w warunkach rekordowych cen zbóż mogą być w naszej opinii ryzykowne.

Energetyka

Dywidendowe plany MSP w energetyce

Według wiceministra skarbu Jana Burego deklarowany przez Zarząd Enei poziom 30% dywidendy jest minimalny o najbliższe miesiące pokażą czy nie będzie to większa kwota. W przypadku PGE i Tauronu z uwagi na prowadzone projekty inwestycyjne resort przychylił się raczej do propozycji Zarządu, odpowiednio 30% i 40-50%. Wypowiedź ta wpisuje się w nasze założenia. W przypadku Enei zakładaliśmy wypłatę 50% zysku, co po opublikowanych wynikach za 4Q oznaczałoby wypłatę 0,7 PLN/akcję i yield na poziomie 3,2%. Wypłaty w przypadku Tauronu i PGE szacujemy odpowiednio na 0,15 PLN/akcję i 0,8 PLN/akcję, a więc stopy dywidendy 2,3% i 3,5%.

Popyt na energię w lutym +3,2% r/r

Według danych PSE popyt na energię w Polsce wzrósł w lutym w ujęciu r/r o 3,2% po wcześniejszym spadku w styczniu o 0,8%. Po pierwszych dwóch miesiącach dynamika roczna wynosi więc 1,1%. Zwracamy uwagę, że dane za pierwsze dwa miesiące roku zostały zaburzone przez warunki pogodowe. W styczniu 2011 średnie temperatury były wyższe r/r o ponad 6 stopni, podczas gdy w lutym średnia temperatura była niższa r/r o 1,3 stopnia. Wzrost konsumpcji prądu YTD jest co prawda niższy niż zakładane 2,4% w taryfach spółek dystrybucyjnych, ale na przestrzeni roku słabszy początek może zostać jeszcze nadrobiony. Jeśli chodzi o produkcję to wyraźnie wzrosła ona w elektrowniach na węgiel kamienny (+5% r/r), a nieznacznie spadła w przypadku elektrowni na węgiel brunatny (-0,8%). Może to trochę dziwić biorąc pod uwagę fakt rozruchu nowego bloku w Bełchatowie, który już przecież produkuje energię do systemu. Należy to jednak wiązać z tym, że obecnie trwają jeszcze przestoje remontowe 2 bloków 370 MW w tej elektrowni, rozpoczęte w kwietniu i sierpniu ubiegłego roku obniżające moc dyspozycyjną, a trwale we wrześniu 2010 wyłączono jeden z bloków w Elektrowni Turów. Warto jednak pamiętać, że w tym roku liczba dni remontowych w Elektrowni Bełchatów będzie istotnie niższa niż przed rokiem (według planu PSE spadnie ona z 672 dni do 534 dni), co oznacza że produkcja powinna wzrosnąć bardziej niż tylko o wytwarzanie z nowego bloku 858 MW.

Wnioski o darmowe uprawnienia do września

Komisja Europejska ustaliła, że kraje które chcą przydzielać darmowe uprawnienia na emisję CO₂ swoim elektrowniom od 2013 roku muszą złożyć odpowiednie wnioski w tej sprawie do końca września 2011. KE ma 6 miesięcy na analizę wniosku i jego akceptację. Dotyczy to również wniosków o darmowe certyfikaty dla nowych bloków. Urzędnicy unijni będą w tym wypadku badać czy rzeczywiście poszczególne projekty zostały fizycznie rozpoczęte przed końcem 2008 roku. Zgodnie z przyjętą definicją fizycznie rozpoczęte prace budowlane mogą również obejmować prace przygotowawcze, podjęte jednak zawsze na podstawie jednoznacznej zgody, jeśli to konieczne, odpowiednich władz (np. GINB). Oznacza to, że kraje UE powinny przedstawić taki dokument, wydany zgodnie z prawem krajowym. W przypadku braku takiej oficjalnej zgody na prace przygotowawcze, KE zezwala na inne dowody fizycznego rozpoczęcia prac, jednak muszą one ją przekonać, że decyzja inwestycyjna nie była podjęta pod wpływem możliwości uzyskania darmowych pozwoleń. Te oficjalne wytyczne są zgodne z wcześniejszymi ustaleniami i nie stanowią zaskoczenia. Kluczowe będą ostateczne decyzje KE w sprawie poszczególnych projektów.



CEZ (Trzymaj)

Cena bieżąca: 145,9 PLN Cena docelowa: 129,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-29

(mIn CZK)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	195 583,0	198 848,0	1,7%	200 950,5	1,1%	213 791,8	6,4%	Liczba akcji (mln) 538,0
EBITDA	91 063,0	89 089,0	-2,2%	86 396,5	-3,0%	92 612,8	7,2%	MC (cena bieżąca) 78 492,7
marża EBITDA	46,6%	44,8%		43,0%		43,3%		EV (cena bieżąca) 107 346,4
EBIT	68 187,0	65 057,0	-4,6%	61 787,1	-5,0%	67 383,8	9,1%	Free float 29,3%
Zysk netto	54 763,0	47 232,0	-13,8%	45 863,3	-2,9%	50 293,6	9,7%	
P/E	8,7	10,1		10,4		9,5		Zmiana ceny: 1m 8,5%
P/CE	6,1	6,7		6,8		6,3		Zmiana ceny: 6m 9,0%
P/BV	2,4	2,2		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m 34,9%
EV/EBITDA	6,7	7,0		7,5		7,1		Max (52 tyg.) 148,8
Dywid (%)	5,6	6,0		5,7		5,3		Min (52 tyg.) 118,7



Decyzja niemieckiego rządu dotycząca zamknięcia elektrowni jądrowych, która wpłynęła na mocny wzrost cen energii w kontraktach na rok 2012 (zbliżyły się do 60 EUR/MWh) wyraźnie wsparła kurs akcji CEZ, który w marcu wzrósł o ponad 10%. Spółka ma już jednak zabezpieczoną sprzedaż około 65% energii na rok 2012 po średniej cenie 51 EUR/MWh i nawet przy założeniu zawarcia reszty transakcji po 60 EUR, średni poziom będzie zbliżony do naszych założeń (54 EUR/MWh vs. 55 EUR/MWh). W tym kontekście nie widzimy podstaw do podnoszenia prognozy na kolejny rok (przypominamy, że rok 2011 już został w całości zabezpieczony) i uważamy, że ciekawszą ekspozycję na wzrost cen energii w 2012 stanowią polskie spółki energetyczne.

Decyzja niemieckiego rządu podbija ceny energii

Niemiecki rząd w związku z wydarzeniami w Japonii zdecydował o tymczasowym zamknięciu 7 najstarszych bloków jądrowych w celu dokonania wnikliwego ich przeglądu. Minister środowiska nie wyklucza, że wspomniane elektrownie już nie powrócą do pracy. Dwie z nich obecnie były już wyłączone, a 5 pozostałych ma moc zainstalowaną 5,2 GW, co stanowi łącznie 25% mocy jądrowych ogółem zainstalowanych w Niemczech. Przypominamy, że energia jądrowa to około 23% produkcji energii w tym kraju. Po tym komunikacie od razu zareagowała giełda energii, na której ceny kontraktów rocznych przekroczyły poziom 59 EUR/MWh, podczas gdy w ostatnich dniach oscylowały wokół 53 EUR/MWh. W krótszych kontraktach kwartalnych ceny przekroczyły 62 EUR/MWh. Podrożały również uprawnienia do emisji CO2 gdyż decyzja niemieckiego rządu oznacza konieczność zwiększenia produkcji w elektrowniach węglowych. Oczywiście wyższe ceny na rynku niemieckim to dobra informacja dla CEZ, aczkolwiek należy pamiętać że koncern ma już zakontraktowane wolumeny na rok 2011 i około 65% na rok 2012 (po cenie 51 EUR/MWh wobec naszego założenia 55 EUR/MWh). Wzrost cen uprawnień CO2 w tym momencie również jest korzystny gdyż wprowadzony podatek od darmowych certyfikatów jest obliczany na podstawie średnich cen ze stycznia i lutego.



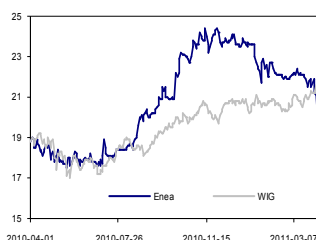
Enea (Trzymaj)

Cena bieżąca: 19,78 PLN Cena docelowa: 21,43 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 167,0	7 837,0	9,3%	7 882,6	0,6%	8 458,3	7,3%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 166,9	1 347,0	15,4%	1 417,4	5,2%	1 610,2	13,6%	MC (cena bieżąca)	8 731,7
marża EBITDA	16,3%	17,2%		18,0%		19,0%		EV (cena bieżąca)	7 533,7
EBIT	505,6	694,3	37,3%	725,5	4,5%	900,3	24,1%	Free float	18,4%
Zysk netto	513,6	620,8	20,9%	676,3	8,9%	762,4	12,7%		
P/E	17,0	14,1		12,9		11,5		Zmiana ceny: 1m	-11,0%
P/CE	7,4	6,9		6,4		5,9		Zmiana ceny: 6m	-10,9%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	6,9%
EV/EBITDA	6,9	4,8		5,3		5,7		Max (52 tyg.)	24,4
Dyyield (%)	2,3	1,9		3,7		3,1		Min (52 tyg.)	17,5



Fiasko procesu prywatyzacji i zapowiedź odsunięcia go do czasu uruchomienia inwestycji w Elektrowni Kozienice będą negatywnie wpływać na kurs Enei w najbliższych tygodniach. Premia wyceniona w poprzednich miesiącach związana z oczekiwaniami wysokiej ceny w wezwaniu będzie teraz neutralizowana tym bardziej, że pojawia się perspektywa systematycznego spadku poziomu gotówki wraz z rozpoczęciem budowy nowego bloku węglowego. Na poziomie EV/EBITDA, bez wyłączenia przychodów z KDT, Spółka jest wyceniana z 9% premią do Tauronu. Należy również pamiętać, że z uwagi na brak integracji pionowej wytwarzania, Enea w najmniejszym stopniu skorzysta na oczekiwanym wzroście cen energii w roku 2012.

Plany akwizycyjne

Prezes Maciej Owczarek poinformował, że Spółka może rozważyć udział w ewentualnej ofercie publicznej ZE PAK, ale na razie zajmuje się innymi projektami akwizycyjnymi. Prasa donosi, że może chodzić o odkupienie od EON większościowego pakietu w Elektrociepłowni Białystok, w której Enea posiada 30,3% akcji kupionych za 173 mln PLN. W 2009 roku EBITDA elektrociepłowni wyniosła 78 mln PLN (w 2007 i 2008 roku było to 55 mln PLN), co przy wycenie implikowanej przez wcześniejszą transakcję zakupu pakietu mniejszościowego od MSP (569 mln PLN) oznaczałoby 7,2 EV/EBITDA. Oczywiście nie znamy wyników za 2010 rok, ale wydaje się że transakcję przy takich parametrach przy obecnych wskaźnikach dla Enei (5,2) trudno będzie uznać za atrakcyjną.

Fiasko prywatyzacji

Proces prywatyzacji został zakończony bez rozstrzygnięć po tym jak resort skarbu nie porozumiał się z francuskim EdF, któremu wcześniej przyznano wyłączność negocjacyjną. MSP chce wrócić do tego procesu, ale dopiero po rozpoczęciu przez Spółkę inwestycji w budowę nowego bloku w Kozienicach.



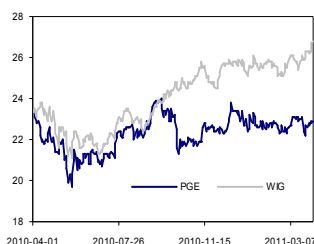
PGE (Kupuj)

Cena bieżąca: 22,85 PLN Cena docelowa: 26,73 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	21 623,4	20 476,5	-5,3%	22 398,2	9,4%	24 499,9	9,4%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	7 983,4	6 834,0	-14,4%	7 984,6	16,8%	9 083,4	13,8%	MC (cena bieżąca)	42 724,6
marża EBITDA	36,9%	33,4%		35,6%		37,1%		EV (cena bieżąca)	46 367,1
EBIT	5 344,7	4 185,3	-21,7%	5 090,0	21,6%	5 967,5	17,2%	Free float	30,7%
Zysk netto	3 370,7	2 991,9	-11,2%	3 774,5	26,2%	4 208,4	11,5%		
P/E	11,7	14,3		11,3		10,2		Zmiana ceny: 1m	0,7%
P/CE	6,6	7,6		6,4		5,8		Zmiana ceny: 6m	5,8%
P/BV	1,3	1,1		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	0,0%
EV/EBITDA	5,6	6,3		5,8		5,9		Max (52 tyg.)	24,0
Dyyield (%)	3,1	3,1		3,7		4,4		Min (52 tyg.)	19,7



PGE rozczarowała jakością wyników za 4Q i zapowiedzią opóźnień w uruchomieniu nowego bloku w Elektrowni Bełchatów. W najbliższym czasie nie widzimy czynników, które mogłyby wesprzeć notowania koncernu, tym bardziej, że po sprzedaży akcji Tauronu rynek będzie obecnie spekulował o możliwej podaży akcji PGE. Szansę na zmianę sentymentu do sektora upatrujemy w oczekiwanych wzrostach cen energii w kontraktach na rok 2012, które powinny być już widoczne w drugiej połowie tego roku. W tym kontekście podtrzymujemy rekomendację kupuj.

PGE rozważy udział w prywatyzacji SPEC

Prezes PGE Tomasz Zadroga poinformował, że PGE pobrało memorandum informacyjne w sprawie sprzedaży SPEC i analizuje obecnie udział w tym przetargu. Oferty można było składać do 28 marca, ale nie podano oficjalnej informacji czy PGE ostatecznie złożyło swoją wiążącą propozycję. Przypominamy, że zainteresowanie aktywami SPEC wyraziły już Dalkia, Fortum i PGNiG. Nie znamy wyników SPEC za rok 2010, ale w latach 2008 i 2009 spółka zarobiła na poziomie EBITDA odpowiednio 134 mln PLN i 143 mln PLN. Punktem odniesienia dla wyceny może być wartość księgową SPEC gdyż jest to spółka infrastrukturalna, regulowana przez URE, a jej zyskowność opiera się na zwrocie z WRA. Wartość aktywów netto wynosiła na koniec grudnia 2009 około 990 mln PLN, ale wydaje się że ze względu na fakt iż (podobnie jak w energetycznych spółkach dystrybucyjnych) nie uzyskuje jeszcze rentowności EBIT na poziomie WACC (za 2009 rok stopa zwrotu z aktywów trwałych wyniosła 3,7%) wycena powinna uwzględniać dyskonto do wartości księgowej. Według spekulacji prasowych miasto oczekiwało wstępnie kwoty 750 mln PLN. Uważamy, że biznes SPEC pasowałby zarówno do modelu PGE jak i PGNiG. Kluczowa oczywiście będzie cena przy ewentualnej akwizycji.

Po uwzględnieniu one-offów poniżej oczekiwań

PGE wypracowała w 4Q 1,1 mld PLN zysku operacyjnego, co plasuje się blisko naszych i rynkowych prognoz, ale należy zwrócić uwagę, że rezultat ten osiągnięto przy wysokim dodatnim saldzie na pozostałej działalności operacyjnej sięgającym +259 mln PLN. Nawet po uwzględnieniu niższych niż zakładaliśmy przychodów z rekompensat KDT (54 mln PLN vs. oczekiwane 125 mln PLN) oczyszczony EBIT (798 mln PLN bez KDT-ów i one-offów) plasowałby się około 15% poniżej naszych szacunków (937 mln PLN bez KDT-ów). Na wspomniane czynniki jednorazowe złożyły się przede wszystkim rozwiązania rezerw bilansowych w kwocie 232 mln PLN (głównie na podatek od nieruchomości i spory handlowe) oraz otrzymane odszkodowania (64 mln PLN). Znaczna część tych przychodów została zapewne ulokowana w segmencie wytwarzania (rezerwy na potencjalne zobowiązania podatkowe od nieruchomości w związku z niejasną interpretacją prawa), który wypracował 874 mln PLN zysku operacyjnego (prognoza 722 mln PLN).



Tauron (Kupuj)

Cena bieżąca: 6,27 PLN Cena docelowa: 8,87 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 633,6	15 428,9	13,2%	14 688,7	-4,8%	15 853,2	7,9%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	2 580,8	2 758,0	6,9%	2 833,8	2,7%	3 183,0	12,3%	MC (cena bieżąca)	10 988,5
marża EBITDA	18,9%	17,9%		19,3%		20,1%		EV (cena bieżąca)	12 890,4
EBIT	1 259,7	1 399,3	11,1%	1 361,1	-2,7%	1 609,5	18,2%	Free float	58,7%
Zysk netto	732,4	859,1	17,3%	918,9	7,0%	1 068,5	16,3%		
P/E	13,3	12,8		12,0		10,3		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/CE	4,7	5,0		4,6		4,2		Zmiana ceny: 6m	3,1%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	5,0	4,1		4,5		4,4		Max (52 tyg.)	6,9
Dywidenda (%)	0,6	0,0		2,5		2,5		Min (52 tyg.)	5,0



W marcu ostatecznie zrealizowało się ryzyko podaży akcji ze strony MSP, które mimo wcześniejszych deklaracji sprzedało 11,9% akcji Spółki, co negatywnie odbiło się na notowaniach. Obecnie inwestorzy będą jednak mogli już skupić się wyłącznie na fundamentach, bo statut Tauronu raczej wyklucza sprzedaż kolejnych pakietów przez resort skarbu. Perspektywa poprawy wyników w 2011 roku i najniższe wskaźniki EV/EBITDA w branży powinny stanowić pozytywny katalizator dla kursu. Przypominamy, że obok PGE Spółka stanowi najlepszą ekspozycję na scenariusz wzrostu cen energii w 2012 roku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Zarząd o wynikach i perspektywach 2011

Na konferencji po wynikach za 4Q Zarząd Tauronu zapowiedział poprawę wyników w 2011 roku i uznał poziom 1,0-1,1 mld PLN zysku netto oraz 3 mld PLN EBITDA za realne do osiągnięcia. W ujęciu segmentowym na pewno można oczekiwać wyraźnego zwiększenia EBIT w segmencie wydobywczym, w którym z początkiem tego roku ostatecznie uporano się z uskokiem tektonicznym obniżającym produkcję i podwyższającym koszty. Zarząd optymistycznie patrzy również na wyniki dystrybucji, mimo iż w 2010 roku rezultaty zostały wsparte wyższym wolumenem przesłanej energii niż został założony w taryfach URE. Cennik zatwierdzony przez regulatora na ten rok, przy założeniu zrealizowania 2,4% wzrostu wolumenów, pozwoli na dodatnią dynamikę zysków segmentu, do czego przyczynią się również niższe koszty związane z realizowanym programem dobrowolnych odejść (kosztował on w 2010 roku ponad 31 mln PLN tylko z uwagi na odprawy). Zarząd odniósł się również do tematu akwizycji i potwierdził że jest zainteresowany zakupem aktywów dystrybucyjnych Vattenfalla, ale nie za wszelką cenę. W tej chwili prowadzi już wstępne rozmowy z bankami w sprawie ewentualnego finansowania tej transakcji. Spółka weźmie również udział w prywatyzacji elektrowni wodnej w Niedzicy oraz do końca roku powinna zrealizować transakcję odkupu udziałów w kopalniach od Kompanii Węglowej. Ważną deklaracją jest poprawa wyników w dystrybucji w 2011 roku, gdyż ten segment budził nasze największe obawy w związku z wysoką bazą odniesienia. W tym kontekście widzimy potencjał do podniesienia naszych prognoz zysku na rok 2011. Przypominamy, że nasze szacunki na poziomie EBITDA i zysku netto to odpowiednio 2,8 mld PLN i 913 mln PLN.

MSP jednak sprzedał pakiet 11,9%

Resort skarbu mimo wcześniejszych deklaracji zdecydował się sprzedać 11,9% akcji Tauronu w formule przyspieszonej księgi popytu. Po transakcji udział MSP w akcjonariacie Tauronu spadnie do 30%. Przypominamy, że większość w Radzie Nadzorczej gwarantuje pakiet 25%, a więc biorąc pod uwagę jeszcze planowaną transakcję Tauronu z Kompanią Węglową (rozwodnienie do 6%) resort nie będzie już mógł sprzedawać kolejnych akcji, jeśli chce zachować kontrolę nad Spółką.

Telekomunikacja

Krótką listą na Polkomtel

Wg jeszcze nieoficjalnych informacji na krótkiej liście do kupna Polkomtela znalazły się następujące podmioty: TeliaSonera, Telefonica, Telenor, konsorcja finansowe TPG i Blackstone oraz Apaks i CVC Capital a także Zygmunt Solorz-Żak – główny akcjonariusz Cyfrowego Polsatu. Ten ostatni miał złożyć najwyższą ofertę cenową, tj. 18 mld PLN za cały pakiet (pozostałe oferty nie mniej niż 16 mld PLN). Transakcja ma szansę zamknąć się jeszcze w tym półroczu. Dotychczas przyjmowaliśmy wycenę Polkomtela na poziomie 16 mld PLN, co oznacza, że potwierdzenie się wycen na poziomie 18 mld PLN dodaje wartość do wyceny KGHM (+1,0% do MC), PKN (+1,9% do MC) i PGE (+0,8% do MC).

Polkomtel ma zapłacić 131 mln PLN kary

Urząd antymonopolowy nałożył na Polkomtel 131 mln PLN kary za brak współdziałania w trakcie kontroli urzędu w firmie. Operator zapowiedział odwołanie. Sprawa dotyczy kontroli na hurtowym rynku usługi telewizji mobilnej DVB-H. Wysokość nałożonej kary w stosunku do sprawy, której dotyczy wydaje się całkowicie nieuzasadniona. W tego typu przypadkach urząd zwykle nakładał maksymalnie kilkumilionowe kary. Obecna stanowi 0,7% wartości spółki. Oczekujemy, że w procesie odwoławczym kara zostanie zmniejszona.

PTC i Centertel razem

Urząd zgodził się na zawarcie spółki joint-venture między operatorami sieci PTC oraz PTK Centertel. Wspólna firma ma być odpowiedzialna za zarządzanie radiowymi sieciami dostępowymi obu operatorów, choć - zgodnie z zapowiedziami - nie stanie się właścicielem infrastruktury. Decyzja w dobrym kierunku, jest odzwierciedleniem współpracy właścicieli spółek na rynku europejskim i szukaniem oszczędności kosztowych. W krótkim okresie trudno oceniać wymierne korzyści, które przełożyłyby się na wycenę.



Netia (Trzymaj)

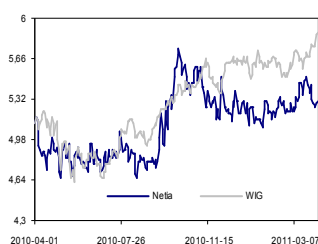
Cena bieżąca: 5,3 PLN

Cena docelowa: 5,4 PLN

Analitik: 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 (mln)	389,3
EBITDA	312,8	368,8	17,9%	381,4	3,4%	398,2	4,4%	MC (cena bieżąca)	2 063,5
marża EBITDA	20,8%	23,4%		23,6%		23,6%		EV (cena bieżąca)	1 664,1
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	23,3	33,7		18,9		14,8		Zmiana ceny: 1m	1,7%
P/CE	5,3	5,7		5,3		5,1		Zmiana ceny: 6m	-5,9%
P/BV	1,1	1,1		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	7,5%
EV/EBITDA	5,8	4,8		4,4		3,9		Max (52 tyg.)	5,8
Dyyield (%)	0,0	0,0		3,6		5,3		Min (52 tyg.)	4,7



Spółka przeprowadzi rebranding, który ma być lekarstwem na słabe dane dotyczące pozyskiwania nowych klientów. Jesteśmy sceptyczni co do takiej strategii, która będzie generować dodatkowe koszty i nie zmienia pozycji konkurencyjnej spółki na tle coraz trudniejszego rynku dostępu do internetu. W perspektywie najbliższych tygodni kluczowe pozostaje to, czy Netia kupi od KGHM operatora stacjonarnej telefonii Dialog (ryzyko przełączenia) a w konsekwencji to czy zapłaci ekstra dywidendę z zysku za rok 2010 (co najmniej 300 mln PLN). Nie bez znaczenia jest dla spółki również decyzja regulatora dotycząca dopłaty do usługi powszechnej. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Negatywna decyzja sądu

WSA w Warszawie ogłosił, że w sprawie zaskarżonej przez Spółkę decyzji Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie Netia nie ma racji i nie odzyska blisko 80 mln PLN wpłaconych w 2010 roku do Urzędu Skarbowego. Wyrok nie jest prawomocny. Spółce przysługuje prawo do wniesienia skargi kasacyjnej do NSA. Decyzja sądu jest zaskoczeniem, wprowadzie nie uwzględnialiśmy tej kwoty w wycenie akcji spółki, ale po zapewnieniach Zarządu wydawało się bardzo prawdopodobne, że Netia odzyska przynajmniej część kwoty.



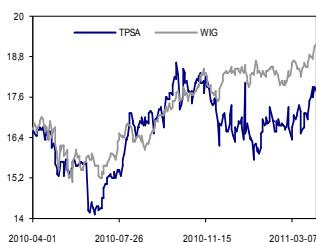
TP SA (Trzymaj)

Cena bieżąca: 17,75 PLN Cena docelowa: 17,6 PLN

Analityk: 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 (mln)	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)	23 707,8
marża EBITDA	37,7%	30,3%		37,4%		38,2%		EV (cena bieżąca)	28 535,2
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	18,5	142,5		18,5		17,0		Zmiana ceny: 1m	6,4%
P/CE	4,4	6,0		4,7		4,7		Zmiana ceny: 6m	1,4%
P/BV	1,4	1,6		1,7		1,8		Zmiana ceny: 12m	7,9%
EV/EBITDA	4,5	6,0		4,9		4,8		Max (52 tyg.)	18,7
Dywid (%)	8,5	8,5		8,5		8,5		Min (52 tyg.)	14,1



Wydaje się, że inwestorzy dyskontują już dywidendę (1,5 PLN na akcję) i sprzedaż Emitela). Przed nami nadal ważna dla wyceny decyzja UKE ws. dopłaty do usługi powszechnej oraz najprawdopodobniej dużo łagodniejsze stanowisko UKE ws. obniżek MTR (ostatecznie zamian 40% obniżki na inwestycje). W związku ze wzrostem ceny akcji spółki obniżamy rekomendację inwestycyjną z akumuluj do trzymaj.

Dywidenda za 2010

14 kwietnia WZA zadecyduje o wysokości dywidendy za 2010 rok. Zarząd rekomenduje wypłatę 1,5 PLN na akcję (DY 8,4%). Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 22 czerwca a dniem jej wypłaty 11 lipca.

Sprzedaż Emitela

TP podpisała przedwstępny umowę sprzedaży 100% pakietu akcji TP Emitel. Nabywcą jest fundusz private equity Montagu. Umowa opiewa na kwotę 1,7 mld PLN. TP wykaże na transakcji zysk netto na poziomie 1,2 mld PLN. Transakcja był oczekiwana, kwestią pozostawała wycena a ta jest wyższa niż ostatnio pojawiające się spekulacje (1,5 mld PLN). Jeżeli przejęcie zostanie sfinalizowane wycena akcji TP rośnie o 850 mln PLN (nadwyżka ponad wycenę Emitela implikowana wskaźnikami wyceny TP), tj. 0,64 PLN na akcję (+3,8%). Po nieco słabszych wynikach TP za 4Q, sporami z UKE i sporem z DPTG to pierwsza pozytywna informacja od dłuższego czasu.

UKE chce obniżki MTR o 41% lub inwestycji

UKE rozpoczęło konsultacje środowiskowe ws. stawek MTR jakie miałyby obowiązywać od lipca 2011. Propozycja UKE mówi o obniżce obecnej stawki aż o 41% do 9,66 gr/m. UKE dosyć otwarcie szantażuje rynek uzależniając mniej restrykcyjne obniżki od tego czy, operatorzy zgodzą się na inwestycje w infrastrukturę na terenach, gdzie jej obecnie brakuje a gdzie jest to nieopłacalne ekonomicznie. Tak duża obniżka jest oczywiście niekorzystna dla operatorów i wpływa na spadek przychodów o ok. 1,3 mld PLN, tj. 24% (w przypadku Centertela, 13% całej grupy TP). Ważniejsze jest jednak to, co UKE zamierza zrobić z asymetrią. W 2009 roku obniżenie MTR o ponad 50% dla trzech największych operatorów drastycznie rozszerzyło asymetrię umożliwiając P4 wejście z agresywną akcją cenową, które „popsuła” rynek. Czekamy na dalsze szczegóły dotyczące planów UKE w zakresie MTR (porozumienie i mniejsze obniżki (do 12 gr.) z UKE jest nadal możliwe). W zamian za odstąpienie od tak drastycznych cięć UKE chce zwiększenia inwestycji o ponad 270 mln PLN (na terenach, gdzie nie ma infrastruktury mobilnej) w zamian za łagodniejsze cięcia MTR-ów. Prezes UKE spodziewa się, że do zawarcia porozumienia z operatorami może dojść w ciągu dwóch miesięcy. Biorąc pod uwagę koszty nie przyjęcia „oferty” UKE porozumienie pomiędzy stronami to najbardziej prawdopodobny scenariusz.

Sąd odracza

Sąd Okręgowy w Warszawie odroczył bezterminowo rozprawę DPTG przeciw TP. O odroczenie rozprawy o 3 miesiące wnioskował pełnomocnik DPTG, który domagał się czasu na ustosunkowanie się do odpowiedzi TP, którą strona duńska otrzymała 3 marca. DPTG może zajmować aktywa TPSA w kolejnych krajach powiedział dla agencji Reuters szef relacji inwestorskich GN Store Nord. Spółka przygląda się wszystkim krajom, gdzie TPSA ma aktywa i prowadzi działalność. Do tej pory wszczęte zostały procedury we Francji, Holandii, Wielkiej Brytanii i Niemczech. Wszystko wskazuje na to, że konflikt będzie toczył się latami. W naszej wycenie TP uwzględniamy odszkodowanie na rzecz DPTG na poziomie 2,3 mld PLN.

Media



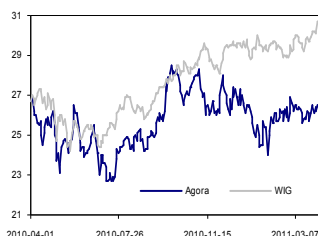
Agora (Akumuluj)

Cena bieżąca: 26,31 PLN Cena docelowa: 28,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
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)	1 340,2
marża EBITDA	12,1%	15,0%		14,6%		15,0%		EV (cena bieżąca)	1 218,4
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	35,0	18,6		19,7		15,6		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/CE	11,2	8,7		8,0		7,2		Zmiana ceny: 6m	-4,3%
P/BV	1,1	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	1,3%
EV/EBITDA	8,6	7,7		6,6		5,7		Max (52 tyg.)	28,5
Dywidenda (%)	0,0	1,9		2,5		2,5		Min (52 tyg.)	22,7



Wśród inwestorów panuje przekonanie, że wraz z wygaśnięciem impulsu oszczędnościowego w tym roku połączonym z wciąż kurczącymi się papierowymi segmentami rynku reklamowego Agora nie będzie w stanie utrzymać dotychczasowego poziomu wyników. Zwracamy jednak uwagę, że segmenty, co do których panuje przekonanie o utrzymywaniu się ujemnej dynamiki przychodów w tym roku charakteryzują się bardzo dużym udziałem kosztów zmiennych produkcji, co wpływa amortyzująco na wyniki przez nie generowane. Z drugiej strony w segmentach, w których należy oczekiwać odbicia przychodów/kontynuacji ich wzrostu (Internet, reklama zewnętrzna) posiadają wysokie koszty stałe i przez to znaczącą dźwignię operacyjną. Powyższa sytuacja stwarza według nas możliwość do dalszej poprawy wyników Grupy mimo braku pola do dalszych oszczędności i nadal spadających przychodów w prasie i czasopiśmie. Na naszych konserwatywnych prognozach przewidujących spadek utrzymanie dotychczasowego poziomu zysku operacyjnego (mimo konsolidacji Heliosa) Agora notowana jest z ponad 11% dyskontem w stosunku do spółek porównywalnych. Daje to spółce istotny potencjał wzrostu notowań. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki sprzedaży dzienników w styczniu

W styczniu rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* spadło o 2,1%. Spadek rozpowszechniania dotknął w tym okresie również inne tytuły ogólnopolskie: *Fakt* (-3,1% r/r), *Rzeczpospolitą* (-2,0% r/r), *Dziennik. Gazetę Prawną* (-6,4% r/r) oraz *Super Express* (-1,2% r/r). Po bardzo dużych spadkach rozpowszechniania *Gazety* w pierwszej połowie zeszłego roku negatywny trend został wyhamowany. Również sprzedaż komisowa *Gazety* zmalała w styczniu o 2,1%, co powinno prowadzić do stabilizacji wpływów ze sprzedaży wydawnictw w pierwszym kwartale 2011 roku. W odniesieniu do konkurentów wciąż widać umacnianie się *Rzeczpospolitej. Dziennik. Gazeta Prawna* natomiast z uwagi na początek roku i charakterystyczne dla tego okresu publikacje podatkowe zanotował sezonowo wyższą sprzedaż (wciąż jednak przekładającą się na 15,7% spadku sprzedaży kioskowej).



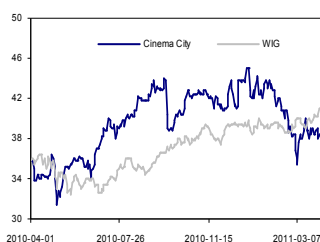
Cinema City (Akumuluj)

Cena bieżąca: 37,6 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	237,0	12,0%	270,9	14,3%	317,9	17,4%	Liczba akcji (mln)	51,2
EBITDA	46,5	56,5	21,4%	61,6	9,1%	75,5	22,6%	MC (cena bieżąca)	1 925,1
marża EBITDA	22,0%	23,8%		22,7%		23,7%		EV (cena bieżąca)	1 870,2
EBIT	30,2	37,0	22,6%	41,2	11,1%	53,3	29,6%	Free float	17,6%
Zysk netto	24,4	31,0	26,8%	35,0	12,9%	45,5	30,0%		
P/E	19,4	15,4		13,7		10,5		Zmiana ceny: 1m	5,4%
P/CE	11,7	9,5		8,6		7,1		Zmiana ceny: 6m	-5,8%
P/BV	2,6	2,3		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	12,5%
EV/EBITDA	12,0	8,4		7,5		6,1		Max (52 tyg.)	45,1
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		14,6		Min (52 tyg.)	31,3



Pierwszy kwartał 2011 roku był dla Cinema City trudnym okresem. Pojawiające się w tym okresie premiery filmowe nie były w stanie powtórzyć ubiegłorocznego sukcesu *Avatara*, *Alicji w Krainie Czarów* i *Ciacha* (łącznie ponad 5,0 mln sprzedanych biletów w Polsce). Problemem, z którym poza spadkiem frekwencji spółka będzie się musiała zmierzyć w pierwszym kwartale jest też spadek średniej ceny biletów (35% sprzedanych przed rokiem biletów stanowiły wejściówki na seanse 3D), co dodatkowo uwydatni spadek przychodów z biletów. Spadki wpływów powinny zostać jednak złagodzone przez konsolidację nowych aktywów w Czechach, Węgrzech i na Słowacji. Kolejne kwartały powinny przynieść poprawę sytuacji i dalsze odrabianie strat z pierwszych trzech miesięcy roku. Już drugi kwartał dzięki sequelom kilku hitów (*Piraci z Karaibów*, *Kung Fu Panda*, *Kac Vegas*), przy osłabionym przez żałobę i powodzie 2Q2010 daje szansę na odrobienie części strat z początku roku. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 4Q2010

Wyniki Cinema City w czwartym kwartale 2010 roku ukształtowały się nieco poniżej naszych oczekiwań. Przychody spółki wyniosły 56,6 mln EUR wobec 59,1 mln EUR naszej prognozy, przy czym odchylenie powstało przede wszystkim na przychodach ze sprzedaży biletów. Niższa od zakładanej przez nas średnia cena biletu spowodowała, że wpływy z tego tytułu osiągnęły 32,6 mln EUR, tj. o 5,4% mniej niż przed rokiem i 8,7% mniej niż przewidywały nasze prognozy. Pozostałe źródła przychodów kształtowały się na poziomach zbliżonych do naszych prognoz: sprzedaż barowa przyniosła 10,9 mln EUR, wpływy reklamowe 8,3 mln EUR, a wpływy dystrybucyjne 4,2 mln EUR. W podziale na poszczególne rynki Cinema City zanotowało wzrost liczby sprzedanych biletów na rynku rumuńskim (+28,5%), bułgarskim (+12,2%) i węgierskim (+9,6%). Wzrosty w Rumunii i Bułgarii były jednak efektem powiększenia sieci kinowej w tych krajach, gdyż uwzględniając wyłącznie porównywalne kina, jedynym wzrostowym rynkiem pozostawały Węgry. Wynik operacyjny wyniósł 6,4 mln EUR (vs. 7,0 mln EUR naszej prognozy). Na poziomie netto osiągnięcie spółki okazało się 8,7% niższe od naszych szacunków (5,6 mln EUR vs. prognozowane 6,5 mln EUR).

Podsumowując, wyniki Cinema City lekko rozczarowują przede wszystkim za sprawą średniej ceny biletów (niższa sprzedaż wolumenowa była sygnalizowana przez spółkę we wcześniejszym komunikacie). Cena średniej wejściówki wzrosła co prawda o 2,3% jednak był to wyłącznie efekt osłabienia euro wobec walut regionu.

Perspektywy 2011 roku okiem Zarządu

W czasie telekonferencji powynikowej Zarząd Cinema City podzielił się swoim poglądem na perspektywy 2011 roku. W jego opinii 2011 rok zapowiada się dobrze dla branży kinowej. W Polsce będą mieć miejsce liczne premiery rodzimych produkcji, których brakowało w roku ubiegłym. Jednocześnie w pierwszym kwartale oczekiwać należy spadku liczby sprzedanych biletów, gdyż zeszłoroczny duży sukces *Avatara* i *Alicji w Krainie Czarów* ustawił poprzeczkę bardzo wysoko. Głównym celem spółki na bieżący rok będzie osiągnięcie jak największych efektów synergii z przejęcia części aktywów Palace Cinema w Czechach i na Węgrzech., choć proces restrukturyzacji tego nabytku potrwa najprawdopodobniej dłużej niż jeden rok. Spółka będzie się starała by mimo przejęcia mniej rentownych w tej chwili kin marża EBITDA Grupy utrzymała się powyżej poziomu 20%. W odniesieniu do dalszego wzrostu bazy multipleksów Zarząd planuje w tym roku otwarcie 5-7 multipleksów z 50-70 ekranami, z czego 3-5 multipleksów w Rumunii, jeden w Polsce i jeden w Bułgarii. Pierwsze dwa miesiące roku przyniosły w Polsce dość istotny spadek liczby sprzedanych biletów a dodatkowo uwzględniając mniejszy udział sprzedaży biletów 3D można spodziewać się, że spadek wartościowy będzie jeszcze wyraźniejszy. W drugim kwartale jednak baza odniesienia jest już dużo niższa za sprawą jednorazowych wydarzeń (żałoba narodowa, powodzie) oraz słabego repertuaru i spodziewać się należy odrobienia części strat z pierwszego kwartału. W przejętych aktywach widzimy bardzo duży potencjał do poprawy wyników, choć spodziewamy się, że pełny efekt



zostanie osiągnięty co najmniej w 3-letniej perspektywie. W odniesieniu do tempa rozbudowy sieci deklarowanego przez Zarząd widać jest wyraźnie trudności z jakimi spotyka się spółka w odniesieniu do rynku deweloperskiego. Do niedawna deklarowany poziom przyrostu ekranów kinowych na ten rok sięgał 80-100 ekranów. Dzięki przejęciu Palace Cinema różnica w tempie wzrostu nie powinna być jednak w bieżącym roku tak bardzo widoczna.



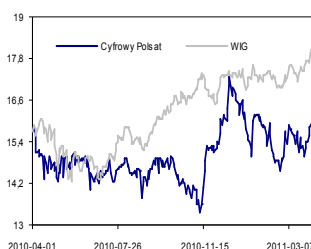
Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15,97 PLN Cena docelowa: 15,3 PLN

Analityk: 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	1 488,5	17,6%	1 528,8	2,7%	1 578,9	3,3%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	327,4	405,7	23,9%	449,3	10,8%	479,2	6,6%	MC (cena bieżąca)	4 285,2
marża EBITDA	25,9%	27,3%		29,4%		30,3%		EV (cena bieżąca)	4 225,6
EBIT	285,5	324,7	13,7%	354,2	9,1%	358,3	1,2%	Free float	14,0%
Zysk netto	237,9	257,6	8,3%	286,8	11,3%	290,7	1,3%		
P/E	18,0	16,6		14,9		14,7		Zmiana ceny: 1m	0,4%
P/CE	15,3	12,7		11,2		10,4		Zmiana ceny: 6m	11,6%
P/BV	13,0	9,5		7,7		6,5		Zmiana ceny: 12m	5,8%
EV/EBITDA	13,0	10,5		9,4		8,6		Max (52 tyg.)	17,3
Dywid (%)	4,7	3,6		4,2		4,4		Min (52 tyg.)	13,4



Zgodnie z oczekiwaniami Cyfrowy Polsat zaprezentował słabsze wyniki finansowe. W najbliższych dniach powinno naszym zdaniem dojść do ostatecznego przejęcia kontroli nad Telewizją Polsat. Jednocześnie jednak opóźnia się start usługi szerokopasmowego dostępu do Internetu w technologii LTE, która potencjalnie miała wpłynąć na osiągnięcie przez spółkę przewagi konkurencyjnej w zakresie tego segmentu działalności. Ponadto hamulcem dla wzrostu notowań mogą być obawy o ewentualną podaż akcji ze strony głównego akcjonariusza, który uczestniczy w procesie składania ofert na Polkomtel i może potencjalnie potrzebować dodatkowej gotówki na sfinansowanie tej akwizycji. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki zgodne z oczekiwaniami

Wyniki finansowe jakie Cyfrowy Polsat zaprezentował za czwarty kwartał 2010 roku były zbliżone zarówno do naszych oczekiwań jak i konsensusu rynkowego. Przychody abonamentowe z usług telewizyjnych sięgnęły w omawianym okresie 353,4 mln PLN (vs. 354,6 mln PLN naszej prognozy). Zbieżne z naszymi oczekiwaniami okazały się też przychody abonamentowe z usług telekomunikacyjnych oraz grupa pozostałych przychodów. O odchyleniu od naszej prognozy przychodów zdecydowała niższa wartość przychodów ze sprzedaży sprzętu (7,3 mln PLN vs. oczekiwane 14,0 mln PLN).

Koszty licencyjne wyniosły 99,9 mln PLN (wobec 100,8 mln PLN prognozy). Mniejsze od naszych oczekiwań okazały się natomiast koszty przesyłu sygnału (18,0 mln PLN przy prognozowanych 21,0 mln PLN) i koszty wynagrodzeń (28,4 mln PLN, prognozowaliśmy 31,0 mln PLN). Pozostałe grupy kosztowe były bardzo zbliżone do naszych prognoz. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -11,4 mln PLN i było nieznacznie lepsze od naszych prognoz (-12,3 mln PLN). Przyczyną odchylenia był minimalnie mniejszy od założeń przyrost odpisów należności. Ostatecznie wynik operacyjny wyniósł 47,6 mln PLN (vs. 46,5 mln PLN prognozy). Przy zbliżonym do zera saldzie działalności finansowej oraz 10,4 mln PLN zapłaconego podatku dochodowego przełożyło się to na 36,9 mln PLN zysku netto, przy oczekiwanych przez nas 39,1 mln PLN zysku.

Podsumowując, wyniki nie stanowią zaskoczenia dla inwestorów i powinny zostać przyjęte w sposób neutralny. O przyszłych notowaniach spółki decydować będzie tempo przyrostu abonentów usługi szerokopasmowego dostępu do internetu oraz kwestia ewentualnej podaży akcji ze strony głównego akcjonariusza. Pozytywnie na postrzeganie spółki powinno przekładać się rozpoczęcie konsolidacji Telewizji Polsat, co najprawdopodobniej nastąpi w drugim kwartale 2011 roku.

Oczekiwania dotyczące dynamiki segmentu telewizyjnego reklamy podtrzymane

Prezes Libicki podtrzymał wcześniejsze szacunki przewidujące wzrost segmentu telewizyjnego rynku reklamowego o 8% w perspektywie najbliższych 2-3 lat. Przewidywania Zarządu są zbieżne z naszymi oczekiwaniami. Traktujemy je jako konserwatywne założenie i widzimy potencjał do przekroczenia celu zwłaszcza w 2012 roku.

Aneks do umowy inwestycyjnej

Cyfrowy Polsat poinformował o podpisaniu 24 marca aneksu do umowy inwestycyjnej dotyczącej nabycia 100% udziałów w Telewizji Polsat. Aneks precyzuje terminy przekazywania środków z tytułu nabycia akcji Telewizji Polsat. 2,6 mld PLN ma zostać przekazane nie później niż na 48 dni od daty zawarcia umowy sprzedaży akcji (co jest zgodnie z wcześniejszymi deklaracjami do końca marca) i nie wcześniej niż po wydaniu Cyfrowemu Polsatowi przez sprzedających akcji telewizyjnej spółki. Jednocześnie Cyfrowy Polsat w ciągu 5 dni od dnia zawarcia umów kredytowych między Cyfrowym Polsatem a bankami finansującymi wyda warranty subskrypcyjne. Aneksy nie wpływają na kluczowe punkty wcześniejszego porozumienia. Podtrzymujemy pozytywną opinię o transakcji.

Podpisanie umów kredytowych

Spółka poinformowała o podpisaniu umów kredytowych związanych z finansowaniem zakupu Telewizji Polsat. Umowa kredytu przewiduje udzielenie kredytu terminowego do maksymalnej kwoty w wysokości 1,4 mld PLN oraz kredytu rewolwingowego do maksymalnej kwoty w wysokości 200 mln PLN. Oba kredyty będą oparte o WIBOR i naliczoną marżę banku. Marża ta będzie uzależniona od wskaźnika dług netto/EBITDA i będzie malała wraz ze spadkiem tego wskaźnika. Ostatecznym terminem spłaty kredytu terminowego i kredytu rewolwingowego jest 31 grudnia 2015 roku. Ponadto spółka podpisała umowę na kredyt pomostowy w wysokości 1,4 mld PLN (na dzień podpisania około 350 mln EUR). Kredyt ten będzie oparty o EURIBOR powiększony o marżę i będzie spłacany w ciągu 12 miesięcy od podpisania umowy. Zawarcie umów na finansowanie było jednym z warunków zawieszających transakcję zakupu 100% udziałów w Telewizji Polsat. Oczekujemy szybkiego zamknięcia transakcji.



TVN (Trzymaj)

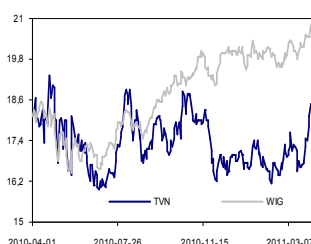
Cena bieżąca: 18,4 PLN

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)	6 290,6
marża EBITDA	37,4%	24,5%		27,4%		29,9%		EV (cena bieżąca)	8 537,4
EBIT	612,1	363,8	-40,6%	499,0	37,2%	664,6	33,2%	Free float	43,7%
Zysk netto	420,8	45,6	-89,2%	280,8	515,7%	394,5	40,5%		
P/E	14,9	137,9		22,4		15,9		Zmiana ceny: 1m	7,5%
P/CE	10,4	21,5		11,7		9,7		Zmiana ceny: 6m	4,5%
P/BV	4,9	5,9		4,7		3,8		Zmiana ceny: 12m	1,7%
EV/EBITDA	10,3	14,4		11,3		9,0		Max (52 tyg.)	19,3
Dywid (%)	4,2	1,7		0,0		1,3		Min (52 tyg.)	16,0



Marzec był dobrym okresem dla notowań TVN. Akcje spółki od początku tego miesiąca zyskały na wartości 7,5% przekraczając wyznaczony przez nas poziom ceny docelowej. W chwili obecnej TVN notowany jest z 33% premią w stosunku do zagranicznych spółek porównywalnych na bazie tegorocznego wskaźnika EV/EBITDA. Premia ta jest w dużym stopniu uzasadniona szybszym tempem wzrostu wyniku wiążącym się z wchodzeniem w rentowność platformy 'n' oraz wyższym oczekiwanym tempem wzrostu polskiego rynku reklamowego na tle wielu dojrzałych rynków Europy Zachodniej (szacujemy, że w ciągu dwóch lat dojdzie do całkowitego zniwelowania premii). Poziom premii nie pozostawia jednak w naszej opinii dalszego potencjału wzrostowego dla spółki. Dlatego też obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne do trzymaj.

Zakończenie nadawania sygnału w TVN Warszawa

Grupa TVN poinformowała o zakończeniu emisji sygnału telewizyjnego TVN Warszawa i przeniesieniu do internetu wszystkich aktywności związanych z tym projektem. Całkowite wyłączenie emisji sygnału telewizyjnego nastąpi 31 maja. W okresie od 26 marca do 31 maja będą nadawane tylko powtórki programów. Grupa TVN spodziewa się pozytywnego wpływu tej decyzji na wynik finansowy w tym roku. Pierwotnie uruchomiony w połowie grudnia 2008 roku TVN Warszawa miał 2 lata na osiągnięcie rentowności EBITDA. Z uwagi na kryzys termin ten został później wydłużony do trzech lat (podobnie jak w przypadku TVN CNBC). Z uwagi na brak perspektyw na osiągnięcie pozytywnej marży EBITDA do końca roku Zarząd zdecydował się na rezygnację z projektu. Na starcie TVN Warszawa miała być poligonem dla Grupy w obszarze reklamy lokalnej. W przypadku powodzenia projektu Zarząd nie wykluczał innych regionalnych stacji w dużych miastach. Niepowodzenie stacji definitywnie przekreśla te plany.

Decyzja WZA w sprawie dywidendy

WZA TVN zdecydowało o wypłacie dywidendy z zysku za 2010 rok w kwocie 0,04 PLN na akcję. W konsekwencji dywidenda wyniesie od 13,7 mln PLN do 14,2 mln PLN w zależności od liczby akcji, która będzie w momencie ustalania prawa do dywidendy. Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 18 kwietnia, a jej wypłata nastąpi 5 maja. Decyzja WZA jest zgodna z oczekiwaniami i zgodna z wcześniejszą rekomendacją Zarządu.

Prognoza wzrostu rynku reklamowego podtrzymana

Prezes Markus Tellenbach podtrzymuje prognozę wzrostu rynku reklamy telewizyjnej w 2011 roku na wysokim jednocyfrowym poziomie. Grupa spodziewa się, że cały rynek reklamowy wzrośnie w tym roku o 5-6 proc., a segment online zyska kilkanaście procent. Nasze prognozy w odniesieniu do segmentu telewizyjnego przewidują 8% wzrost wartości w 2011 roku. W przypadku segmentu online spodziewamy się 20% wzrostu wartości.

IT



AB (Akumuluj)

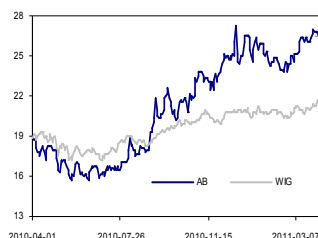
Cena bieżąca: 26 PLN

Cena docelowa: 27,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2008/09	2009/10	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
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)	401,9
marża EBITDA	2,9%	2,2%		2,3%		2,0%		EV (cena bieżąca)	486,6
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	15,4	11,4		8,3		9,4		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/CE	12,8	9,9		7,4		8,3		Zmiana ceny: 6m	19,5%
P/BV	1,6	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	43,3%
EV/EBITDA	6,4	8,2		6,8		7,1		Max (52 tyg.)	27,2
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	15,7



AB jest w tej chwili notowane przy 10,5xP/E 2010/2011 oraz 6,7xEV/EBITDA 2010/2011, co pozostawia w naszej opinii spółce pewien potencjał wzrostowy. W pierwszym kwartale roku kalendarzowego powinniśmy mieć do czynienia z kontynuacją tendencji wzrostu przychodów (spodziewamy się niskiej dwucyfrowej dynamiki wzrostu w ujęciu r/r) oraz ograniczenia kapitału obrotowego narosłego w sezonie wysokiej sprzedaży, co powinno poprawić sytuację płynnościową spółki i zostać pozytywnie odebrane przez inwestorów. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



Action (Akumuluj)

Cena bieżąca: 19,3 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)	332,5
marża EBITDA	1,6%	2,3%		2,3%		2,3%		EV (cena bieżąca)	399,0
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	14,3	12,6		10,3		8,9		Zmiana ceny: 1m	-1,0%
P/CE	9,5	8,7		8,0		7,2		Zmiana ceny: 6m	-2,7%
P/BV	1,9	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-13,5%
EV/EBITDA	7,6	8,3		7,4		6,5		Max (52 tyg.)	24,0
Dyyield (%)	0,0	4,2		2,9		3,9		Min (52 tyg.)	15,9



Marzec, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, przyniósł publikację solidnych wyników finansowych za czwarty kwartał 2010 roku. Spodziewamy się, że wyniki 2011 roku będą stały pod znakiem poprawiających się wolumenów sprzedaży oraz oszczędności kosztowych, które zapewniła zeszłoroczna restrukturyzacja. Nie spodziewamy się też, by spółka mogła w tym roku ponieść straty na różnicach kursowych jakie stały się jej udziałem w minionym roku. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki zgodne z planem

Wyniki Actionu za 4Q2010 okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami. Przychody ze sprzedaży wyniosły 634,6 mln PLN i były niższe od przez nas zakładanych o 1,0%. Niższa od prognozowanej była marża brutto na sprzedaży (7,5% przy prognozowanych 8,2%). Niższa marża jest spowodowana wyższymi ujemnymi różnicami kursowymi. Odchylenie to jednak zgodnie z polityką zabezpieczeń prowadzoną przez spółkę zostało zrekompensowane dodatnimi różnicami kursowymi na poziomie salda na pozostałej działalności operacyjnej. Koszty ogólne działalności wyniosły 34,0 mln PLN wobec prognozowanych 36,0 mln PLN wskazując na szybsze od naszych oczekiwań rozpoznawanie wprowadzanych w zeszłym roku oszczędności. Jak wspominaliśmy saldo pozostałej działalności operacyjnej było pod wpływem dodatnich różnic kursowych i wyniosło +1,5 mln PLN (vs. -1,5 mln PLN prognozy). Wynik operacyjny ukształtował się ostatecznie na poziomie 14,8 mln PLN, przy 15,1 mln PLN naszych oczekiwań. Saldo na działalności finansowej (-1,1 mln PLN) i obciążenie podatkowe (2,8 mln PLN) okazały się zbliżone do naszych oczekiwań, przez co wynik netto okresu wyniósł 10,9 mln PLN (vs. 11,1 mln PLN oczekiwań).

2011 rok okiem Zarządu

Dystrybutor sprzętu informatycznego Action spodziewa się w tym roku dwucyfrowej dynamiki przychodów oraz utrzymania marży na poziomie co najmniej 7,5%. Wzrost obrotów w 1Q2011 powinien sięgnąć 10%. Ponadto spółka myśli o akwizycjach spółek do 600 mln PLN obrotów rocznie, z segmentu internetowego. Grupa zakłada także w 2011 r. wzrost dynamiki sprzedaży eksportowej powyżej 30%, ekspansję marek własnych na rynku sieci handlowych, rozwój sprzedaży korporacyjnej oraz penetrację rynku małych i średnich sklepów RTV/AGD. W połowie roku wprowadzi program menedżerski. Potencjalne rozwodnienie kapitału ma być nie większe niż 5%. Marża brutto na poziomie 7,5% jest naszym zdaniem zdecydowanie do przekroczenia przez spółkę w tym roku (w całym 2010 roku wyniosła ona 7,9%, mimo poniesienia niewielkich strat na różnicach kursowych). Bardziej konserwatywne są natomiast nasze oczekiwania w stosunku do dynamiki przychodów – spodziewamy się 6,3% wzrostu przychodów w skali całego roku.



ASBIS (Akumuluj)

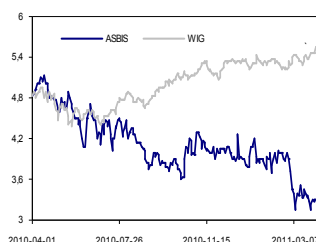
Cena bieżąca: 3,2 PLN

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)	278,0
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		67,6		8,1		5,0		Zmiana ceny: 1m	-5,9%
P/CE		13,9		5,8		4,0		Zmiana ceny: 6m	-14,9%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-35,1%
EV/EBITDA	12,8	7,3		5,2		3,9		Max (52 tyg.)	5,1
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,1



Asbis mocno rozczarował wynikami osiągniętymi w ostatnich trzech miesiącach ubiegłego roku. Dodatkowo opublikowana przez spółkę prognoza wyników na 2011 rok również nie została przyjęta przez inwestorów z entuzjazmem. Duże spadki notowań jakie miały miejsce po publikacji wyników w znacznym stopniu dyskontują jednak niższe wyniki zakończonego roku oraz słabsze perspektywy 2011 roku określone prognozą Zarządu. Przy uwzględnieniu szacunków przedstawionych przez kierownictwo spółki Asbis notowany jest przy wskaźniku 8,1-10,4xP/E. Ponadto środowisko walutowe pierwszego kwartału wydaje się być korzystne dla spółki. Choć doświadczenia poprzednich okresów pokazały, że spółka nie zawsze jest w stanie w pełni przełożyć dobre otoczenie walutowe na osiągnięte rezultaty to jednak należy oczekiwać choćby minimalnego wsparcia wyników 1Q2011 przez różnice kursowe. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



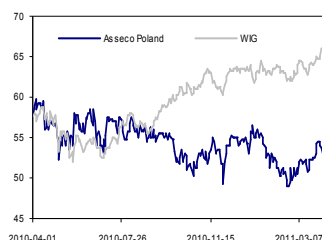
Asseco Poland (Kupuj)

Cena bieżąca: 52,85 PLN Cena docelowa: 65,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-31

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 050,3	3 195,8	4,8%	3 389,2	6,1%	3 616,2	6,7%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	646,1	676,1	4,6%	663,2	-1,9%	692,0	4,3%	MC (cena bieżąca)	4 099,3
marża EBITDA	21,2%	21,2%		19,6%		19,1%		EV (cena bieżąca)	4 012,9
EBIT	525,5	550,1	4,7%	537,0	-2,4%	563,1	4,9%	Free float	60,2%
Zysk netto	373,4	414,6	11,1%	383,0	-7,6%	409,0	6,8%		
P/E	11,0	9,9		10,7		10,0		Zmiana ceny: 1m	2,2%
P/CE	8,3	7,6		8,1		7,6		Zmiana ceny: 6m	1,6%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-9,8%
EV/EBITDA	7,0	6,2		6,1		5,5		Max (52 tyg.)	59,6
Dywid (%)	2,6	3,0		2,8		3,0		Min (52 tyg.)	49,0



W marcu Zarząd Asseco Poland poinformował o zawieszeniu planów wprowadzenia spółki do notowań na NASDAQ. Choć spodziewamy się, że pomysł dual listingu nie został ostatecznie zaniechany i spółka wróci do niego w przyszłości to jednak nawet krótkoterminowe ograniczenie ryzyka podaży akcji powinno przenieść ciężar zainteresowania inwestorów na osiągnięte przez Asseco wyniki finansowe i pozytywnie przekładać się na notowania spółki. Według danych zaprezentowanych przez Zarząd bieżący portfel zamówień na poziomie Grupy osiągnął wartość 2888 mln PLN, z czego 2314 mln PLN stanowią zamówienia na rozwiązania własne, co dobrze naszym zdaniem zabezpiecza perspektywę najbliższych kilkunastu miesięcy. Dość pokaźna rentowność dywidendowa (3,4%) oraz atrakcyjne dyskonto w stosunku do spółek porównywalnych (11,0% na bazie wskaźnika EV/EBITDA, 15,9% na bazie wskaźnika P/E) również wskazują na dużą atrakcyjność inwestycyjną spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Lepiej od oczekiwań

Wyniki Asseco Poland były zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie zysku netto oraz znacząco lepsze od naszych prognoz i konsensusu rynkowego na poziomie zysku operacyjnego. Zgodnie założeniami przyjętymi w prognozie na wynik netto wpływ miały wydarzenia jednorazowe: koszty przeprowadzenia akwizycji Formula Systems w wysokości 10,7 mln PLN (oczekiwaliśmy 10,0 mln PLN kosztów), odpis wartości firmy w Asseco Spain na kwotę 30,2 mln PLN, odpis wartości firmy w Asseco Central Europe na kwotę 14,5 mln PLN (prognozowaliśmy łączny odpis wartości firmy na kwotę 30,0 mln PLN) oraz rozwiązanie rezerwy z tytułu podatku odroczonego w związku z umorzeniem akcji własnych na kwotę 58,1 mln PLN (zgodnie z oczekiwaniami). Tym samym wpływ wydarzeń jednorazowych okazał się w mniejszym stopniu pozytywny niż to zakładaliśmy w prognozach.

Źródłem pozytywnego zaskoczenia są natomiast wyniki konsolidowanej jedynie za grudzień Formula Systems, która osiągnęła 19,5 mln PLN zysku operacyjnego i 16,0 mln PLN zysku netto przyczyniając się w dużym stopniu do odchylenia na poziomie EBIT (oczekiwaliśmy 11,0 mln PLN zysku). Pozytywne zaskoczenie tylko w części generowane jest przez dobre wyniki Formula Systems w czwartym kwartale. W części wynika bowiem z nieproporcjonalnie wysokiej alokacji wyniku w grudniu (około 46% kwartalnego wyniku).

Przychody Grupy Asseco Poland wyniosły w omawianym okresie 1046,0 mln PLN, tj. o 4,2% więcej od naszych szacunków. Odchylenie od prognozy przychodów jest przy tym w głównej mierze efektem wyższych obrotów zrealizowanych za okres konsolidacji przez Formula Systems (152,6 mln PLN vs. 110 mln PLN prognozy). Marża brutto na sprzedaży była zbliżona do naszych oczekiwań (30,4% wobec oczekiwanych 30,3%). Koszty ogólne działalności (161,0 mln PLN) okazały się o 1,6 mln PLN niższe od naszych prognoz.

Ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej sięgnęło -1,0 mln PLN, przy prognozowanych -4,0 mln PLN. W rezultacie powyższych czynników zysk operacyjny Asseco Poland wyniósł 156,5 mln PLN, przy zakładanych przez nas 137,6 mln PLN. Na poziomie salda na działalności finansowej spółka zaksięgowwała wspomniane wyżej koszty przejęcia Formula Systems oraz odpisy wartości firmy, a kwota obciążenia podatkowego obniżona została o odwrócenie rezerwy. W rezultacie zysk netto spółki w czwartym kwartale wyniósł 99,9 mln PLN (vs. 99,5 mln PLN zysku zgodnie z naszą prognozą).

Podsumowując, wyniki Asseco Poland oceniamy umiarkowanie pozytywnie. Nawet po skorygowaniu rezultatów Formula Systems z uwzględnieniem proporcjonalnej alokacji wyniku w poszczególnych miesiącach wyniki 4Q2010 w Asseco Poland okazały się znacząco wyższe od oczekiwań rynkowych. Uwagę zwraca również bardzo wysoki poziom gotówki jaki udało zgromadzić się spółce. Na koniec roku stan środków pieniężnych sięgnął 842,2 mln PLN, przy 335,3 mln PLN zaciągniętych linii kredytowych.

Kontrakt z PSE Operator

Asseco Poland podpisało z PSE Operator umowę o wartości 9,75 mln PLN brutto dotyczącą

świadczenia usług serwisowych oraz utrzymaniowych oprogramowania SIRE. Przedmiotem umowy jest świadczenie usług serwisowych w zakresie warstwy aplikacji biznesowych, utrzymania ciągłości realizacji funkcji systemu oraz usług serwisu profilaktycznego dotyczących Systemu Informatycznego Rynku Energii Elektrycznej (SIRE). Kontrakt został zawarty na okres trzech lat, a jego realizacja rozpocznie się 16 kwietnia 2011 roku. Informacja o wyborze najlepszej oferty pojawiła się jakiś czas temu. Po odrzuceniu przez KIO zażalenia złożonego przez Sygnity podpisanie kontraktu stało się kwestią czasu. Umowa nie stanowi dużego zastrzyku dla tegorocznego portfela kontraktów spółki: zwiększy go o około 2,6 mln PLN.

Asseco Poland nie kupi akcji Banku Polskiej Spółdzielczości od MSP

Rada Nadzorcza Banku Polskiej Spółdzielczości na posiedzeniu nie wyraziła zgody na zbycie akcji banku, będących w posiadaniu Skarbu Państwa, na rzecz Asseco Poland. MSP zamknęło przetarg na sprzedaż akcji BPS bez rozstrzygnięcia. Zakup 1,6% akcji PBS miał być poboczną inwestycją spółki i raczej nie był pozytywnie odbierany przez inwestorów. Dlatego też nie sądzimy by zablokowanie transakcji mogło mieć znaczące przełożenie na notowania.

Plany wejścia na NASDAQ wstrzymane

Spółka poinformowała o zawieszeniu planów włączenia do notowań na NASDAQ. Jednocześnie podtrzymała intencje wejścia na NASDAQ w dłuższej perspektywie. Zgodnie z treścią komunikatu spółka nie wyklucza, że w przyszłości w przypadku znalezienia dużej firmy informatycznej, akwizycja mogłaby być realizowana ze środków pochodzących z emisji akcji Asseco Poland S.A. na NASDAQ. Zawieszenie planów dual listingu odbieramy pozytywnie. Inwestorzy są mocno zmęczeni ciągnącym się od blisko półtora roku ryzykiem podaży akcji i w związku z tym zawieszenie planów emisji zostanie z pewnością przyjęte z satysfakcją. Pozwoli to w naszej opinii na skupienie uwagi inwestorów na dobrych wynikach kwartalnych regularnie pokazywanych przez spółkę zamiast na kwestiach związanych z kolejnymi emisjami.

Zakupy Sapiensa

Sapiens International Corporation N.V., spółka z grupy Formula Systems przejętej przez Asseco Poland w 2010 roku, podpisał niewiążący list intencyjny w sprawie połączenia z firmami FIS Software Ltd. oraz IDIT I.D.I. Technologies Ltd. List intencyjny przewiduje wypłatę łącznie ok. 75 mln USD dla spółek FIS Software i IDIT I.D.I. Technologies w formie gotówki, akcji Sapiens oraz opcji zakupu akcji Sapiens. Przeprowadzenie transakcji jest uzależnione od spełnienia wielu warunków obejmujących ukończenie badania due diligence, podpisanie przyręczonej umowy oraz uzyskanie stosownych zgód ze strony spółek i stron trzecich. FIS Software Ltd. oferuje kompleksowe rozwiązania dla ubezpieczeń na życie i emerytur, a swoją działalność koncentruje w Ameryce Północnej, Azji Wschodniej i Europie Zachodniej. Z kolei IDIT I.D.I. Technologies Ltd. oferuje rozwiązania dla ubezpieczeń majątkowych i wypadkowych na rynkach: wschodnioazjatyckim, australijskim i zachodnioeuropejskim.

Zwołanie WZA

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy zostało zwołane na 28 kwietnia. Zdecyduje ono m.in. o wypłacie proponowanej przez Zarząd dywidendy w wysokości 1,8 PLN na akcję. Proponowanym dniem ustalenia prawa dywidendy jest 17 maja, a dniem jej wypłaty 1 czerwca. Implikowana bieżącą ceną akcji rentowność dywidendowa wyniesie w przypadku zatwierdzenia projektu około 3,4%.



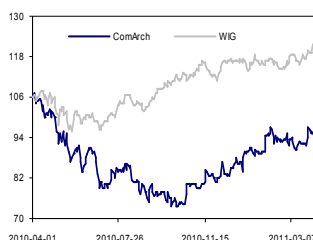
ComArch (Trzymaj)

Cena bieżąca: 94,2 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)	758,5
marża EBITDA	7,7%	8,4%		10,7%		11,5%		EV (cena bieżąca)	647,8
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	23,5	17,5		17,4		14,8		Zmiana ceny: 1m	0,6%
P/CE	10,2	9,0		9,2		8,5		Zmiana ceny: 6m	28,0%
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	-10,3%
EV/EBITDA	11,9	10,4		7,5		6,4		Max (52 tyg.)	105,6
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		2,0		Min (52 tyg.)	73,6



Choć zbudowany na ten moment portfel zamówień na 2011 rok (ponad 406 mln PLN, o 18% więcej niż rok wcześniej) wskazuje na bardzo dobre perspektywy bieżącego roku to jednak potencjalny wzrost kosztów działalności wynikający m.in. z wzrostu zatrudnienia w spółce (Zarząd Comarchu przewiduje zatrudnienie dodatkowych 300 pracowników) może naszym zdaniem nie pozwolić na osiągnięcie skali poprawy wyników jakiej oczekują inwestorzy. W naszym modelu wyceny prognozujemy w 2011 roku 34,5% wzrostu wyniku EBITDA w porównaniu do 2010 roku. Mimo to Comarch notowany jest przy tej prognozie z 14,8% premią w stosunku do spółek porównywalnych na bazie wskaźnika EV/EBITDA. Z tego też względu uważamy, że obecna wycena w dużym stopniu odzwierciedla potencjał spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Gorzej od oczekiwań

Wyniki Comarchu w czwartym kwartale okazały się znacząco słabsze od naszych oczekiwań na poziomie operacyjnym oraz zgodne z prognozami na poziomie wyniku netto. Źródłem odchylenia na poziomie wyniku operacyjnego były bardzo wysokie koszty ogólne działalności spółki. Odchylenia in plus powstały na podatku dochodowym, gdzie spółka zaksięgowła ujemną wartość na poziomie -7,0 mln PLN, podczas gdy spodziewaliśmy się 1,6 mln PLN obciążenia podatkowego. Drugim źródłem odchylenia in plus jest strata mniejszości, która okazała się wyższa niż zakładaliśmy (-6,9 mln PLN vs. -2,2 mln PLN prognozy).

Przychody Comarchu sięgnęły w 4Q2010 264,4 mln PLN tj. o 5,4% były wyższe od naszych oczekiwań. Głównymi motorami wzrostu przychodów okazały się przy tym segment handlu (+33,0 mln PLN r/r) oraz segment TMT (+9,4 mln PLN r/r). Mimo wzrostu udziału sprzętu kosztem oprogramowania własnego nastąpił tylko niewielki spadek marży brutto na sprzedaży (26,6% vs. 25,5% naszej prognozy i 27,1% przed rokiem). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu sięgnęły aż 49,0 mln PLN i było to najważniejsze negatywne zaskoczenie publikacji (w poprzednim roku, który był dotąd rekordowy pod tym względem koszty te wynosiły 36,4 mln PLN). Niemiecki SoftM obniżył przy tym skonsolidowany wynik operacyjny o 5,5 mln PLN, a spółki celowe zanotowały stratę w wysokości 2,3 mln PLN. Ostatecznie wynik operacyjny Comarchu wyniósł 19,2 mln PLN.

Saldo na działalności finansowej wyniosło -2,6 mln PLN, wobec oczekiwanych +0,4 mln PLN. Przy wspomnianych wyżej odchyleniach na poziomie obciążenia podatkowego i straty mniejszości (efekt wyższej od oczekiwań straty SoftM) wynik netto ukształtował się na poziomie 30,6 mln PLN.

Podsumowując, wyniki Comarchu stanowią lekkie rozczarowanie w relacji do naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Mimo pozytywów płynących z dynamiczniejszego wzrostu przychodów oraz bardzo dobrej rentowności brutto spółka nie jest w stanie utrzymać dyscypliny kosztowej i wykorzystać powyższych trendów do znacznej poprawy wyników. Spółka poinformowała, że portfel zamówień na 2011 rok ma obecnie wartość 406,3 mln PLN tj. o 18% więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Stosunkowo duży przyrost portfela będzie przekładał się na poprawę wyników w 2011 roku, jednak wobec tak dużego wzrostu kosztów jaki miał miejsce w 4Q2010 poprawa ta może być znacząco mniejsza od tej, której oczekują inwestorzy.

Podwyższenie kapitału w Cracovii?

Według nieoficjalnych informacji PAP pod koniec marca lub w połowie kwietnia Rada Miasta Krakowa może podjąć uchwałę, która umożliwi dokapitalizowanie przez Comarch klubu MKS Cracovia SSA kwotą 30 mln PLN. W wyniku dokapitalizowania klubu Comarch zwiększyłby swoje zaangażowanie do około 66%. Podtrzymujemy opinię, że podwyższenie kapitału w klubie nie stanowi żadnej wartości dodanej dla spółki (marketingowy efekt jest w pełni wykorzystany już przy obecnym zaangażowaniu).

Zmiany w statucie Cracovii

Według informacji przekazanych przez przedstawicielkę Wydziału Informacji, Turystyki i Promocji Miasta Krakowa przygotowywany jest projekt zmian w statucie Cracovii. Media spekulują, że jest to przygotowanie do podwyższenia kapitału jakie ma się odbyć w sportowym klubie. Podtrzymujemy opinię, że podwyższenie kapitału w Cracovii i zwiększenie udziału w kapitale przez Comarch nie stanowi dla spółki wartości dodanej.

Wybór najkorzystniejszej oferty w przetargu na system cyfrowej rejestracji rozpraw

Oferta Comarchu o wartości 12,64 mln PLN brutto została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu organizowanym przez Ministerstwo Sprawiedliwości na dostawę i wdrożenie systemu cyfrowej rejestracji przebiegu rozpraw sądowych w sądach powszechnych. Zamówienie obejmuje 56 jednostek sądowych w tym: 11 sądów apelacyjnych i 45 sądów okręgowych. Ze względu na sprzętowy charakter zamówienia oczekujemy, że marża na kontrakcie będzie znacząco poniżej przeciętnej rentowności realizowanej przez spółkę.



Komputronik (Zawieszona)

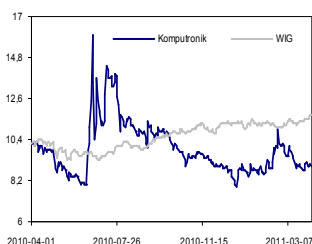
Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

Cena bieżąca: 9 PLN

Cena docelowa: -

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	982,9	834,5	-15,1%	888,5	6,5%	945,4	6,4%	Liczba akcji (mln)	8,6
EBITDA	5,7	13,8	142,1%	19,1	38,6%	22,9	19,6%	MC (cena bieżąca)	77,4
marża EBITDA	0,6%	1,7%		2,2%		2,4%		EV (cena bieżąca)	115,0
EBIT	-3,2	5,5		10,8	94,4%	14,4	33,9%	Free float	35,0%
Zysk netto	-1,9	3,3		6,1	86,5%	9,2	50,3%		
P/E		23,7		12,7		8,4		Zmiana ceny: 1m	-5,2%
P/CE	10,5	6,7		5,3		4,4		Zmiana ceny: 6m	-10,8%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-11,0%
EV/EBITDA	21,3	8,4		6,0		4,8		Max (52 tyg.)	16,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		1,6		Min (52 tyg.)	7,9



Komputronik opublikował wysokie dynamiki sprzedaży za styczeń i luty, co daje szanse na pozytywne zaskoczenie na wynikach finansowych 1Q2011. Oczekujemy, że rekordowo niska marża brutto na sprzedaży odnotowana w ostatnim kwartale 2010 roku była pod wpływem jednorazowych wydarzeń i nie powinna powtórzyć się w kolejnych okresach. Jednocześnie zgodnie z oczekiwaniami pojawiły się pierwsze problemy z umową inwestycyjną z Texass Ranch, które mogą w przyszłości wpływać na powstanie dodatkowego ryzyka kredytowego we wzajemnych rozliczeniach z kontrahentem. Z uwagi na niską płynność notowań Komputronika zawieszamy naszą rekomendację na spółkę.

Pierwsze problemy z CC Energy

CC Energy poinformowało o uchyleniu oświadczenia woli złożonego przez ówczesnego Prezesa Jacka Piotrowskiego dotyczącego części umowy inwestycyjnej między Texass Ranch a Komputronikiem z lipca 2010 roku. Jednocześnie CC Energy wniósł pozew sądowy o zapłatę przez Komputronik kwoty około 1,5 mln PLN, które pierwotnie miały być rozliczone obligacjami zamiennymi na akcje CCE. Zgodnie z oczekiwaniami zaczęły się kłopoty z umową inwestycyjną z Texass Ranch. W naszej wycenie nigdy nie uwzględnialiśmy kwoty około 50 mln PLN, którą w lipcu 2012 roku Texass Ranch ma zapłacić Komputronikowi za akcje CCE. Okazuje się jednak, że problemy mogą dotknąć tej części płatności, która miała być rozliczona poprzez wzajemną kompensację zobowiązań. CCE wyraźnie stara się zmniejszyć wartość wzajemnych zobowiązań, które są przewidziane do kompensacji i przejść do rozliczenia zobowiązań na bazie brutto. Spowodować to może wzrost ryzyka kredytowego dla Komputronika.

Lutowe wyniki sprzedaży

Komputronik poinformował, że w lutym 2011 roku jego przychody wyniosły 68,6 mln PLN i były o ponad 28% wyższe niż przychody w lutym 2010 roku. Po pierwszych dwóch miesiącach bieżącego roku i ostatniego kwartału roku obrachunkowego 2010/2011 przychody przekroczyły 135 mln PLN i były wyższe o blisko 28% od przychodów uzyskanych w analogicznym okresie roku ubiegłego. Największą dynamiką wzrostu przychodów odznaczała się, zgodnie z komunikatem, sprzedaż do klientów biznesowych oraz sprzedaż w kanale internetowym. Dane opierają się najprawdopodobniej na dynamikach spółki-matki, a więc częściowo wynikają z konsolidacji salonów Karenu. Takie ujęcie odpowiada jednak zaledwie za 2,5-3 mln PLN powstałego w ciągu dwóch miesięcy odchylenia, a zatem nie stanowi głównego czynnika zaraportowanego wzrostu. Drugą ważną kwestią jest rentowność realizowanej sprzedaży. Komputronik mimo znaczących wzrostów obrotu w 4Q2010 zawiódł inwestorów osiąganą marżą. Spodziewamy się, że marża osiągnana na przestrzeni dwóch pierwszych miesięcy roku powinna być już lepsza od słabego wyniku czwartego kwartału, jednak biorąc pod uwagę, że liderem wzrostu jest segment biznesowy nie należy oczekiwać, by marża mogła osiągnąć ubiegłoroczny poziom 13,7%.

Plany reorganizacji sieci sklepów

Komputronik planuje otwarcie w tym roku 10 nowych salonów sprzedaży. Jednocześnie Zarząd deklaruje chęć zmiany lokalizacji części z nich. Spółka planuje też poszerzyć ofertę o usługi doradcze w zakresie m.in. konfiguracji sprzętu i oprogramowania dla odbiorców indywidualnych oraz firm. Będzie to już trzeci rok restrukturyzacji sieci. W odniesieniu do planów dotyczących otwarć nowych salonów 10 nowych punktów sprzedaż wydaje nam się optymistycznym założeniem. Biorąc pod uwagę niewielką liczbę otwieranych obecnie galerii handlowych znalezienie takiej liczby atrakcyjnych lokalizacji może okazać się trudne do osiągnięcia.



Sygnity (Akumuluj)

Cena bieżąca: 22,84 PLN Cena docelowa: 22 PLN
Analityk: Piotr Grzybowski
Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-11

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	563,2	521,5	-7,4%	568,9	9,1%	650,9	14,4%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-69,1	-9,3	-86,5%	38,9		47,6	22,4%	MC (cena bieżąca)	271,5
marża EBITDA	-12,3%	-1,8%		6,8%		7,3%		EV (cena bieżąca)	287,9
EBIT	-103,6	-36,4	-64,9%	12,7		28,3	123,0%	Free float	81,4%
Zysk netto	-104,5	-43,3	-58,6%	5,9		20,0	239,8%		
P/E				46,2		13,6		Zmiana ceny: 1m	24,9%
P/CE				8,5		6,9		Zmiana ceny: 6m	43,4%
P/BV	1,0	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	64,3%
EV/EBITDA				7,4		5,6		Max (52 tyg.)	22,8
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		2,2		Min (52 tyg.)	12,8



W marcu Sygnity opublikowało lepsze od naszych oczekiwań wyniki czwartego kwartału 2010 roku. Ponadto przedstawiona przez Zarząd skala oszczędności przekracza nasze wcześniejsze oczekiwania. Łącznie z kosztami rezerw na odprawy baza kosztowa na 2011 rok obniżona została już o około 45 mln PLN, przy 42 mln PLN jakie zakładaliśmy w naszym ostatnim raporcie. Dodatkowo konsolidacja czterech spółek zależnych otwiera drogę do dalszych oszczędności wynikających ze zredukowania kosztów centrali z przejmowanych spółek. Powyższe czynniki skłaniają nas do podtrzymania pozytywnej rekomendacji na spółkę mimo przekroczenia przez nią ceny docelowej przewidzianej dla niej w ostatniej aktualizacji raportu. W najbliższym czasie zrewidujemy nasze założenia modelowe, co skutkować będzie podniesieniem ceny docelowej spółki.

Operacyjnie lepiej od oczekiwań

Wyniki Sygnity za czwarty kwartał 2010 roku ukształtowały się nieco powyżej naszych prognoz i oczekiwań rynkowych. Pod względem zrealizowanego wyniku netto rezultaty okazały się nieznacznie lepsze od naszych prognoz i gorsze od konsensusu rynkowego.

Przychody Sygnity wyniosły w czwartym kwartale 179,0 mln PLN i były wyższe od naszych oczekiwań o 1,4%. Wyższym przychodom towarzyszyła wysoka marża brutto na sprzedaży, która wyniosła 21,2% (vs. 19,0% naszej prognozy). In minus zaskoczyły natomiast koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, które sięgnęły 33,0 mln PLN wobec zakładanych 29,9 mln PLN. Zwracamy przy tym uwagę, że rozbieżności pomiędzy prognozami marży brutto i kosztów ogólnego zarządu wynikać mogą z innej struktury rozpoznanej redukcji zatrudnienia (płace pracowników centrali wchodzi do kosztów ogólnego zarządu, płace pracowników projektowych do marży brutto).

Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +0,4 mln PLN (oczekiwaliśmy -0,5 mln PLN). W rezultacie zysk operacyjny Sygnity wyniósł w omawianym okresie 5,3 mln PLN, przy 3,2 mln PLN naszej prognozy i 3,3 mln PLN konsensusu rynkowego.

Saldo na działalności finansowej ukształtowało się nieco poniżej naszych prognoz i wyniosło -2,9 mln PLN (-2,5 mln PLN według prognozy). Większe niż przez nas zakładane było obciążenie podatkowe (1,7 mln PLN przy zakładanych przez nas 0,9 mln PLN).

Podsumowując, wyniki Sygnity oceniamy pozytywnie. Poza wyższym od prognoz zyskiem operacyjnym spółka osiągnęła też na koniec roku 66,9 mln PLN gotówki (co przekłada się na 7,2 mln PLN długu netto), co potwierdza stabilne finansowanie spółki. W bieżącym roku widoczne w wynikach 4Q2010 oszczędności powinny znacząco obniżyć bazę kosztową działalności. Również portfel zamówień (330 mln PLN) daje naszym zdaniem spółce potencjał do wzrostu przychodów i tym samym poprawienia wyników.

Kontrakt z PSE Operator

Sygnity podpisało z PSE Operator umowę na świadczenie usług serwisu rozszerzonego i serwisu profilaktycznego w zakresie warstwy aplikacji biznesowych oprogramowania SIRE oraz usług utrzymania ciągłości realizacji funkcji SIRE. Wartość zamówienia to 5,6 mln PLN netto. Powyższy kontrakt to około 1,0% naszej skonsolidowanej prognozy przychodów spółki na ten rok.

Umowa na finansowanie z Deutsche Bankiem

Zarząd Sygnity poinformował, o zawarciu z Deutsche Bank PBC umowy kredytowej o linię wielozadaniową, na podstawie której Bank udostępnił Sygnity linię kredytową w wysokości 30 mln PLN. Linia ta przeznaczona będzie na współfinansowanie bieżącej działalności Spółki w postaci kredytu w rachunku bieżącym oraz limitu na gwarancje bankowe. Okres ważności linii wynosi 36 miesięcy tj. do 31 marca 2014 roku. Wcześniej spółka podpisała umowę kredytową na podobną kwotę z ING BSK. Pozyskanie finansowania traktujemy jako wyraz rosnącego zaufania do spółki. Stwarza ono spółce również możliwość wyeliminowania części krótkoterminowego i drogiego długu oraz aktywniejszego uczestnictwa w przetargach.



Perspektywy dla spółki okiem Zarządu

Na spotkaniu z dziennikarzami Sygnity zapowiedziało dalszą pracę nad redukcją wydatków i chce zmniejszyć bazę kosztową w 2011 r. o minimum 10%. Wzrost sprzedaży w bieżącym roku powinien być zbliżony do wzrostu rynku informatycznego. Spółka podtrzymuje plan zakończenia 2011 r. z rentownością na poziomie operacyjnym. Zgodnie z wypowiedzią Prezesa Biedrzyckiego spółka będzie też chciała wypracować zysk netto. Zdaniem Prezesa baza kosztowa jest obecnie niższa o 40 mln PLN w skali roku. Dzięki konsolidacji spółek zależnych baza ta będzie dalej spadać. Koszty odprawy jakie spółka poniosła w czwartym kwartale wyniosły około 2,0 mln PLN. Zapowiedzi Zarządu w odniesieniu do rentowności operacyjnej i netto są zgodne z oczekiwaniami. Jeżeli bazę kosztową traktujemy jako koszty operacyjne działalności pomniejszone o wartość sprzedanych towarów i materiałów wówczas celem Zarządu jest obniżenie bazy kosztowej o 49,0 mln PLN (spodziewamy się 42,0 mln PLN oszczędności w 2011 roku).

Górnictwo, metale



KGHM (Trzymaj)

Cena bieżąca: 187 PLN

Cena docelowa: 188,5 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-24

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	11 060,5	17 990,7	62,7%	14 632,8	-18,7%	13 986,6	-4,4%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	3 645,7	8 359,0	129,3%	5 315,7	-36,4%	4 484,1	-15,6%	MC (cena bieżąca)	37 400,0
marża EBITDA	33,0%	46,5%		36,3%		32,1%		EV (cena bieżąca)	33 857,6
EBIT	3 098,1	7 725,6	149,4%	4 662,4	-39,6%	3 769,3	-19,2%	Free float	68,0%
Zysk netto	2 540,2	6 233,4	145,4%	3 752,3	-39,8%	3 053,1	-18,6%		
P/E	14,7	6,0		10,0		12,2		Zmiana ceny: 1m	2,7%
P/CE	12,1	5,4		8,5		9,9		Zmiana ceny: 6m	49,5%
P/BV	3,6	2,2		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	74,4%
EV/EBITDA	10,0	4,1		6,4		7,5		Max (52 tyg.)	187,5
Dywid (%)	6,2	10,7		5,3		4,0		Min (52 tyg.)	88,5



Krótkoterminowa perspektywa dla akcji KGHM prezentuje się lepiej niż oczekiwaliśmy. Pomimo rosnących zapasów i słabego popytu z Chin (-7% r/r) ceny miedzi utrzymują się na rekordowych poziomach. W najbliższych miesiącach sytuacja ta powinna poprawić się, m.in. za sprawą popytu ze strony przedsiębiorstw japońskich, które po trzęsieniu ziemi wznowią produkcję i rozpoczną odbudowę infrastruktury. Wg Antaika w br. Chiny zwiększą import miedzi o 7%. Dodatkowo inwestorzy mogą liczyć na wyższą niż rekomenduje Zarząd (11,42 PLN) dywidendę z zysku za 2010. Zakładamy, że będzie to 20 PLN na akcję. Pozostajemy sceptyczni co do zachowania się cen miedzi w średnim i długim okresie (spadek do 7 200 USD/t w 2013), przede wszystkim za sprawą rozbudowy mocy wytwórczych kopalń począwszy od roku 2012. Na bazie już realizowanych projektów w latach 2013-14 wzrosną one o 3 mln ton, co odpowiada 15% popytu. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj. W perspektywie najbliższych tygodni, oczekujemy, że zapasy na giełdach sezonowo zaczną obniżać się (efekt dodatkowo wzmocniony powrotem popytu z Japonii), co powinno dać impuls wzrostowy dla akcji KGHM.

Dywidenda

Rozpoczyna się okres dyskusji na temat dywidendy jaką spółka może wypłacić z zysku za 2010 rok (4,6 mld PLN). Zarząd przedstawił program inwestycyjny na kwotę blisko 11 mld PLN, spółka pozyska jednak środki ze sprzedaży telekomów (4,6 mld PLN) oraz z bieżącej działalności operacyjnej (6,3 mld PLN). Wg naszych szacunków dostępne na koniec roku środki finansowe to ok. 13,5 mld PLN. Ostatnie lata wskazują, że KGHM nie realizował wszystkich zakładanych inwestycji (średnie wykonanie to 62% planu). Z dużym prawdopodobieństwem należy przyjąć, że obecnie będzie podobnie, dlatego podwyższamy nasze prognozy w zakresie wysokości dywidendy za 2010 rok z 2 do 4 mld PLN (20 PLN na akcję, yield brutto 11,2%).

Rynek miedzi - w tym roku jeszcze deficyt, w 2012 rusza podaż

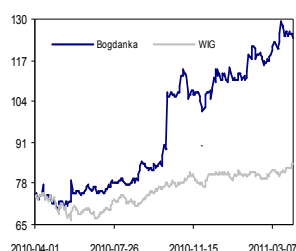
W roku 2010 przybyło zaledwie 385 tys. ton mocy, w roku 2011 prognoza ICSG mówi o wzroście na poziomie 437 tys. ton. Dopiero rok 2012 powinien przynieść powrót do przyrostu mocy na poziomie średnim z lat koniunktury (760 tys. ton). Prawdziwy boom ma pojawić się w latach 2013-14 (projekty już realizowane w Chile, Peru, Afryce), kiedy oddane zostaną inwestycje zwiększające zdolności produkcyjne kopalń o blisko 3 mln ton rocznie (15% prognozowanego w tym czasie popytu). Jednym z głównych inwestorów na rynkach światowych są Chiny, które zwiększą do 2015 roku wydobycie we własnych firmach o 1,2 mln ton. Obok nowych inwestycji 4Q2010 pokazuje, że spadkowy trend wykorzystania już zainstalowanych mocy (trwa od 2006 roku) prawdopodobnie właśnie ulega odwróceniu. W krótkim okresie, perspektywa rysuje się bardziej pozytywnie. Zapasy miedzi sezonowo powinny spadać już od początku marca. W tym roku jednak cykl może być zaburzony trzęsieniem ziemi w Japonii i wycofaniem się tamtejszego popytu. W najbliższym czasie popyt ten powinien odbudowywać się, co powinno prowadzić do spadku zapasów i jeszcze jednego impulsu wzrostowego na cenach metalu.



LW Bogdanka (Akumuluj)

Cena bieżąca: 123,9 PLN Cena docelowa: 138,6 PLN
Analitik: Michał Marczak
Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-22

(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 (mln)	34,0
EBITDA	368,0	414,5	12,7%	546,9	31,9%	750,9	37,3%	MC (cena bieżąca)	4 214,2
marża EBITDA	32,9%	33,7%		35,8%		37,8%		EV (cena bieżąca)	4 147,7
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	22,0	18,3		15,2		10,4		Zmiana ceny: 1m	3,2%
P/CE	12,7	11,4		9,1		6,6		Zmiana ceny: 6m	17,3%
P/BV	2,4	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	69,7%
EV/EBITDA	10,3	9,7		7,6		5,3		Max (52 tyg.)	129,2
Dywid (%)	0,2	2,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	69,5



Pomimo opóźnienia w budowie szybu 2.1 (pierwotnie oddanie inwestycji w maju), za 4 miesiące LWB uruchomi wydobywanie węgla w Polu Stefanów, co rozpocznie okres dynamicznego wzrostu zysków wynikającego z rosnącej produkcji. Dodatkowo sytuacja na rynku węgla w Polsce (spadek zapasów) i na rynkach światowych (wyższe ceny o ponad 30% vs. węgiel ze Śląska) ułatwia kopalniom podwyżki cen. W marcu podwyższyliśmy nasze dotychczasowe prognozy wzrostu cen węgla z 3% do 4,9% r/r, co przekłada się również na wyższe prognozy zysku w bieżącym (+7%) i przyszłym roku (+10%). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki za 2010

W 2010 zysk netto zamknął się kwotą 230 mln PLN (+20,4%) przy przychodach na poziomie 1,23 mld PLN (+10% r/r). Na koniec roku spółka dysponowała gotówką netto na poziomie 222 mln PLN, co oznacza, że LWB zakończy największe inwestycyjne związane z uruchomieniem wydobywania w Polu Stefanów (do końca 2011) nie „wchodząc” w zadłużenie netto.

Perspektywa najbliższych kwartałów

W roku 2011 oczekujemy, że koszt jednostkowy produkcji wzrośnie do 166,3 PLN/t, co będzie efektem wzrostu amortyzacji oraz wzrostu kosztów wynagrodzeń. Przy założeniu wzrostu średniorocznej ceny sprzedaży węgla do 219 PLN/t (+4,9% r/r), zysk per tona wzrośnie do 52,9 PLN, co przy założeniu niezmiennego wolumenu produkcji oznaczałoby wzrost zysku przed opodatkowaniem o 28 mln PLN. W prognozie zakładamy, że w br. spółka sprzeda o 1 mln ton węgla więcej niż w 2010 (Zarząd: 1-1,5 mln ton), co dodaje kolejne 53 mln PLN zysku brutto.

Krajowy rynek węgla

Sytuacja na krajowym rynku węgla energetycznego poprawia się, chociaż poziom cen sprzedaży w dalszym ciągu rośnie bardzo powoli. Ceny węgla w portach ARA osiągnęły poziom 126 USD/t, węgiel rosyjski w portach bałtyckich kosztuje 120 USD/t. Zgodnie z danymi Ministerstwa Gospodarki średnia cena sprzedaży węgla energetycznego z kopalń śląskich w styczniu br. to 265 PLN (+3,2% r/r), tj. 98 USD. Po uwzględnieniu różnej kaloryczności węgla oraz kosztów transportu cena węgla krajowego jest nadal o ponad 30% niższa niż cena węgla z importu. Podtrzymujemy opinię, że spadek zapasów węgla w kraju (w styczniu 3,4 mln ton vs. 5,3 mln ton przed rokiem) i wysokie ceny importu będą umożliwiały podwyżki cen ze strony kopalń na Śląsku (cenotwórcze, 90% krajowej produkcji).

Przemysł

Amica

Perspektywa na 2011 rok

Spółka w bieżącym roku chciałaby osiągnąć dwucyfrowy wzrost przychodów, zakładając że rynek AGD wzrośnie o 3% r/r. Spółka planuje podwoić wynik operacyjny oraz wynik netto, czemu sprzyjać będzie zlecenie produkcji pralek i lodówek zewnętrznemu kontrahentowi z Turcji i Chin (w ubiegłym roku Spółka sprzedała Samsungowi fabrykę pralek i lodówek, a nowy właściciel do końca marca bieżącego roku produkuje sprzęt dla Amiki po cenach odpowiadającym kosztom wytworzenia sprzed sprzedaży zakładu, później Spółka zleci produkcję zewnętrznemu producentowi). Jedynym ryzykiem wzrostu marży w bieżącym roku są drożące surowce, w tym stal (blachy stalowe) i ropa naftowa (plastiki). Między 2010 rokiem, a 2009 ceny blachy stalowej wzrosły o 23%, a każdy wzrost cen o 10% to wzrost kosztów wytworzenia o 1,5-2%. W 4Q10 średnio ceny produktów udało się podwyższyć o 1,5%, a w 1Q11 o 2-3%, co jak na razie nie buduje ryzyka kurczenia się rentowności, ale dalszy gwałtowny wzrost może być dla Spółki niekorzystny. Amica podtrzymała zapowiedzi dotyczące wypłaty dywidendy z zysku za 2010 rok w wysokości 23 mln PLN, co dawałoby 6,3% DY oraz zapowiedziała chęć przeprowadzenia skupu akcji własnych, który mógłby się zacząć pod koniec 2011 roku i trwałby do końca 2013 roku (w sumie Spółka mogłaby przeznaczyć na ten cel 60 mln PLN, co przy bieżącej cenie pozwalałoby na skup 15,7% akcji znajdujących się w obrocie). Spółka zapowiedziała również, że po przeprowadzeniu negocjacji z nowymi dostawcami pralek i lodówek w 3Q10 Grupa będzie w stanie przedstawić inwestorom prognozę wyniku na 2011 rok. Amica zamierza w ciągu 3-5 miesięcy sprzedać centrum logistyczne w Gorzowie (dawne aktywa przejętej za zobowiązania Spółki Ares) za około 15-20 mln PLN. W następnym roku planowana jest również sprzedaż galerii handlowej Panorama w Gorzowie za kilkadziesiąt mln PLN (wcześniej jednak Spółka zamierza przygotować obiekt do sprzedaży, co prowadziłoby do wzrostu czynszów, gdyż obecnie te dają jedynie około 13% yield na wynajmie powierzchni). Amica zapowiedziała, że w bieżącym roku wydatki inwestycyjne są szacowane na kwotę około 40 mln PLN.

Boryszew

Prognoza Zarządu na 2011 rok

Spółka podała do publicznej wiadomości prognozę wyników finansowych Grupy na 2011 rok, która zakłada wypracowanie przychodów na poziomie 3936 mln PLN (+25,6% r/r), EBITDA 337 mln PLN (+23,9% r/r), EBIT 240 mln PLN (+25,0% r/r) i zysku netto bez wyłączenia akcjonariuszy mniejszościowych 176 mln PLN (+40,8% r/r). Założenia makroekonomiczne do prognozy przyjmują, że w ciągu roku średnia wartość kursów walutowych EUR/PLN wyniesie 3,9 a USD/PLN 2,8. Z kolei ceny metali założono na poziomie 2400 USD/T dla aluminium, 8400 USD/T dla miedzi, 2400 USD/T dla ołowiu oraz 2450 USD/T dla cynku. Zakładając, zgodnie z zapowiedziami Zarządu, że potencjał Maflow sięga 5 mln PLN zysku netto miesięcznie (około 60 mln PLN rocznie) i pozostałe Spółki Boryszew (bez Grupy Impexmetal) wypracują 20-30 mln PLN zysku netto wobec około 18-20 mln PLN w roku ubiegłym, to na Grupę Impexmetal przypadłoby 86-96 mln PLN zysku netto w 2011 roku (Prognoza DI BRE 89,7 mln PLN). Zakładając, że Impexmetal wypracuje 86-96 mln PLN zysku netto w 2011 roku, to uwzględniając akcjonariuszy mniejszościowych tej Spółki, Boryszew na bieżący rok notowany jest ze wskaźnikiem P/E na poziomie 18,7-19,4.

Złożenie oferty na zakup przedsiębiorstwa z branży automotive

Spółka poinformowała o złożeniu oferty warunkowej na zakup aktywów francuskiego przedsiębiorstwa Sealynx Automotive Transieres w upadłości, wraz ze spółkami zależnymi w Tunezji, Maroku i Rumuni. Spółka specjalizuje się w produkcji systemów uszczelniających dla przemysłu motoryzacyjnego. Sealynx w końcu 2010 roku zatrudniała 1160 pracowników. Największymi klientami dostawcy są producenci aut - Grupa Renault i Peugeot - Citroen PSA, jak również Grupa Volkswagen, Ford, Daimler - Mercedes i Opel.

ES-System

Wyniki 4Q10

W czwartym kwartale 2010 roku przychody Spółki wyniosły 48,5 mln PLN i były o 17,5% wyższe w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Głównym motorem wzrostu obrotów była sprzedaż eksportowa, która była o 68,6% r/r wyższa. Wysoka sprzedaż zagraniczna, to rezultat wzrostu zamówień portfela eksportowego o 35% r/r, jaki mieliśmy okazję obserwować w końcówce 3Q10. W przypadku sprzedaży na terenie kraju, to ta w 4Q10 wzrosła o 9,3% r/r i była o 11,2% wyższa w porównaniu do 3Q10. Mimo wzrostu cen materiałów, potrzebnych do wytworzenia w 4Q10 (blachy stalowe, plastiki, aluminium) marża brutto ze sprzedaży wyniosła 36,6% i była o 0,6 p.p. niższa w porównaniu do 3Q10 i o 1,1 p.p. niższa niż w 4Q09. W czwartym kwartale 2010 roku koszty sprzedaży rosły o 19,2% r/r, a koszty zarządu o 8,1% r/r.

Wzrosty w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego miały już miejsce w 3Q10 i związane były z przekwalifikowaniem kosztu zespołu badawczego z kosztów wytworzenia do kosztów zarządu. Wzrost kosztów sprzedaży, podobnie jak w 3Q10 związany był z wyższą premią dla sprzedawców, w związku ze zwiększeniem dystrybucji w kanale hurtowym (w wyniku działań antykrzysowych wynikających ze zmniejszenia inwestycji deweloperskich). W sumie marża operacyjna w 4Q10 (uwzględniająca wszystkie zmiany kwalifikacji kosztów) wyniosła 10,1% i była o 1,7 p.p. wyższa w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego oraz o 0,02 p.p. niższa niż miało to miejsce w 3Q10. Nominalnie wynik operacyjny w 4Q10 wzrósł o 41,2% r/r, a zysk netto o 29,6% r/r. Wynik operacyjny i netto były również wyższe w porównaniu do 3Q10 o odpowiednio 6,5% q/q i 4,9% q/q.

Orzeł Biały

Wyniki 4Q10

W czwartym kwartale 2010 roku przychody ze sprzedaży wyniosły 96,9 mln PLN i były wyższe o 43,8% r/r, za sprawą wyższego o 9,3% wolumenu sprzedaży oraz 7,6% wzrostu średnich cen ołowiu (w PLN) (około 30% po uwzględnieniu hedgingu). Transakcje zabezpieczające obniżyły wartość przychodów o 1,7 mln PLN. Wynik operacyjny był o 29,2% r/r niższy, za sprawą utworzenia rezerwy na wyburzenie kominów w wysokości 2,8 mln PLN oraz przyspieszenia amortyzacji części składników środków trwałych, co przyczyniło się do wzrostu amortyzacji w 4Q10 w stosunku do jej średniej wartości w 1-3Q10 o 1,5 mln PLN (z czego 1 mln PLN miał wpływ na wyniki, a 0,5 mln PLN zostało zaktywowane na zapas). Zawiązana rezerwa i wzrost amortyzacji ma związek z planowanym na lata 2011-2013 programem inwestycyjnym o wartości 63 mln PLN, którego pośrednim efektem będzie pozytywne przełożenie na moce produkcyjne w granicach 25-38% (szacunki DI BRE). Gdyby nie oba wspomniane efekty, to wynik operacyjny byłby o 1,3% r/r niższy. Wynik brutto wyniósł 10,3 mln PLN (-20,4% r/r), a wynik netto 8,0 mln PLN (-23,1% r/r), gdyby nie oba wcześniej wspomniane efekty, to wynik brutto i netto byłby wyższy o odpowiednio 8,8% r/r i 13,0% r/r. Warto w wynikach za 4Q10 zwrócić również uwagę na wysoką zmienność cen ołowiu notowanych w PLN w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego (w 4Q10 odchylenie standardowe cen ołowiu w PLN wyniosło 321,6 PLN, a w 4Q09 219,8 PLN). Niestabilność i gwałtowne zmiany cen ołowiu na światowych rynkach powodują, że Spółka zmuszona jest szybko reagować zmianą cenników, a nie dopasowanie do cen światowych wpływa na obniżenie rentowności (szczególnie ma to miejsce, gdy ceny ołowiu na światowych rynkach ulegają gwałtownej korekcie). W 4Q10 miała miejsce również wysoka efektywna stopa podatkowa (23,5% zysku brutto), co wynikało przede wszystkim ze wspomnianej zawiązanej rezerwy na wyburzenie kominów, która nie została zakwalifikowana jako koszt uzyskania przychodu, przez co wyższy był wynik będący podstawą obliczenia podatku.

Seco Warwick

Wyniki 4Q10

W 4Q10 przychody ze sprzedaży były o 114,4% r/r wyższe i podobnie jak w poprzednich kwartałach najbardziej wzrastała sprzedaż segmentów pieców próżniowych (+144,6% r/r), pieców atmosferowych (+358,6% r/r) oraz pieców topialnych (+158,9% r/r). Względem 3Q10 nadal pozytywna dynamika była zauważalna w wielkości obrotów segmentów CAB (110,3% q/q), linii A/P (+149,4% q/q) i pieców topialnych (+128,9% q/q). Stabilizacja w sprzedaży nastąpiła natomiast w segmencie pieców próżniowych, gdzie względem 3Q10 wielkość obrotu spadła o 6,4%. Nadal w 4Q10 najbardziej aktywnymi klientami Spółki byli przedstawiciele branży energetyki jądrowej, narzędziowej i maszynowej. Podobnie również jak we wcześniejszych kwartałach wysoki poziom kontraktacji miał miejsce w zakresie pieców próżniowych, natomiast niski wciąż utrzymywał się w zakresie obróbki aluminium (CAB i A/P). W 4Q10 pojawiły się jednak pierwsze zamówienia na linii A/P, co może być oznaką długo oczekiwanego ożywienia na światowym rynku obróbki aluminium. Pierwsze oznaki wzrostu widoczne były również ze strony europejskiego przemysłu motoryzacyjnego, a bardzo wysoka ilość nowych zamówień miała miejsce w Chinach i Indiach. Wzrost backlogu, jaki miał miejsce od początku 2010 roku i powolne zwiększenie poziomu przychodów w kolejnych kwartałach skutkowało istotną poprawą rentowności. W 4Q10 zysk operacyjny wzrósł do 8,2 mln PLN (+205,4% r/r), a zysk netto z 1,2 mln PLN w 4Q09 do 18,1 mln PLN w 4Q10. Na poziom wyniku netto w 4Q10 pozytywny wpływ miało rozliczenie nabycia spółki Retech poniżej wartości godziwej co wygenerowało pojedynczy efekt na poziomie 11,3 mln PLN. Bez powyższego czynnika jednorazowego wynik netto wyniósłby 6,8 mln PLN.

Zetkama

Prognoza Zarządu na 2011 rok

Spółka podała prognozę na rok 2011, która zakłada osiągnięcie przychodów na poziomie 213,8 mln PLN (+8,7% r/r), EBITDA na poziomie 23,0 mln PLN (+33,9% r/r) oraz zysku netto na poziomie 10,5 mln PLN (+106,2%). Spółka na prognozie Zarządu na bieżący rok notowana jest ze wskaźnikiem 7,9 P/E.



Astarta (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 80,75 PLN Cena docelowa: 63,6 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn UAH)	2009	2010P	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)	2 018,8
marża EBITDA	40,6%	58,5%		43,7%		30,5%		EV (cena bieżąca)	2 159,8
EBIT	457,5	1 046,3	128,7%	757,8	-27,6%	504,0	-33,5%	Free float	25,9%
Zysk netto	323,4	963,5	197,9%	675,6	-29,9%	353,9	-47,6%		
P/E	17,6	5,9		8,4		16,1		Zmiana ceny: 1m	-15,4%
P/CE	13,7	5,0		6,6		10,6		Zmiana ceny: 6m	10,9%
P/BV	4,3	2,6		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	34,9%
EV/EBITDA	12,1	5,5		6,4		8,8		Max (52 tyg.)	102,0
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		4,2		Min (52 tyg.)	54,7



Wstępne wyniki za 2010 rok, jakie Spółka podała w komunikacie w lutym bieżącego roku wskazują, że w 4Q10 przychody ze sprzedaży wyniosły 787,8 mln UAH (+9,4% vs. prognoza DI BRE), zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 143,9 mln UAH (-52,1% vs. prognoza DI BRE), EBITDA -16,6 mln UAH (vs. prognoza DI BRE 244,9 mln UAH) i zysk operacyjny -65,6 mln UAH (vs. prognoza DI BRE 199,3 mln UAH). Prawdopodobnie jest to efekt jednego z trzech czynników - sprzedaży zboża w 4Q10 po cenach niższych niż zakładano w 3Q10 podczas zbiorów (przez co w 4Q10 przy realnej sprzedaży Spółka musiała zaksięgować stratę względem wcześniej zaksięgowanego zysku), spadającej rentowności w segmencie produkcji cukru, skutkiem wzrostu cen buraków nie będących przedmiotem własnej produkcji (te Spółka przerabia jako pierwsze, a w okresie I-X 2010 ceny buraka na Ukrainie wzrosły o 40,8% r/r), lub wyższy niż wynikało to z naszych szacunków efekt na rewaluacji wartości aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą (skutkiem spadających cen mleka w 4Q10). 27 kwietnia Spółka opublikuje pełen raport finansowy za 2010 rok, do tej pory jednak rynek będzie wyłącznie spekulował, co w rzeczywistości mogło mieć miejsce w wynikach za 4Q10. Dodatkowo negatywny wpływ na kształtowanie się kursu na giełdzie ma sprzedaż 1,5 mln akcji przez Przewodniczącego Rady Nadzorczej z około 9% dyskontem do ceny rynkowej. Inwestorzy mogą w wyniku tego spekulować, że dotychczasowi właściciele nie wierzą w możliwość utrzymania się wysokich wyników w przyszłości. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Sprzedaż akcji przez Przewodniczącego RN

Spółka poinformowała o sprzedaży 1,5 mln akcji, stanowiących 6% akcji znajdujących się w obrocie przez Przewodniczącego Rady Nadzorczej Valeriego Korotkov. Akcje sprzedawane były po 80 PLN, czyli z około 9% dyskontem do ceny zamknięcia z wcześniejszego dnia.

Prezydent o planach wobec zniesienia zakazu na handel ziemią

Prezydent Ukrainy poinformował, że po uchyleniu moratorium na sprzedaż ziemi (prawdopodobnie po 01.01.2012) również obcokrajowcy zostaną dopuszczeni do zakupywania terenów uprawnych. Popyt na ziemię ze strony obcokrajowców może przyczynić się do zwiększenia stawek, po jakich sprzedawane będą działki.

Rząd jednak za kwotami po 31 III

Po sygnałach płynących ze strony Prezydenta Ukrainy dotyczących nie wprowadzenia kwot eksportowych na Ukrainie po 31 marca 2011 roku, Rząd ostatecznie zdecydował się na przedłużenie czasu obowiązywania kwot eksportowych do 1 lipca 2011 roku. Według informacji z Ministerstwa Rolnictwa kwoty zwiększone zostały wyłącznie w zakresie eksportu kukurydzy o 2 mln ton. Utrzymanie ograniczeń eksportowych, to neutralna informacja dla eksporterów, negatywna natomiast dla producentów, którzy nie mogą skorzystać z wysokich cen zbóż na rynkach zagranicznych.

Stan zbóż ozimych

Według informacji Ukraińskiego Ministerstwa Rolnictwa straty zbóż ozimych są obecnie szacowane na około 500 tys. ha (około 7-9% całkowitego arealu przeznaczonego za zboża ozime) wobec 730 tys. ha strat w roku ubiegłym.



Centrum Klima (Kupuj)

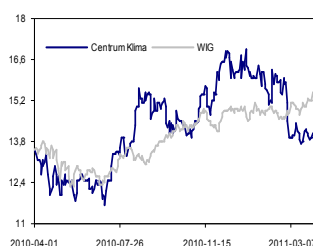
Cena bieżąca: 13,9 PLN

Cena docelowa: 17,3 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-31

(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)	118,4
marża EBITDA	13,1%	12,2%		14,2%		14,7%		EV (cena bieżąca)	120,4
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	17,1	17,8		11,9		9,6		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	14,3	13,1		9,0		7,5		Zmiana ceny: 6m	-3,0%
P/BV	1,8	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	6,6%
EV/EBITDA	12,0	12,0		7,6		6,3		Max (52 tyg.)	17,0
Dywid (%)	1,4	3,2		3,3		4,2		Min (52 tyg.)	11,6



Mimo wzrostów sprzedaży w 4Q10 o 19,8% r/r (+20,4% r/r na produkcji i +19,5% r/r na dystrybucji) zysk operacyjny (po wyłączeniu efektu jednorazowego na sprzedaży nieruchomości w Piastowie w wysokości 1,4 mln PLN) spadł o 41,1% r/r. Słabszy rezultat wynikał z rosnących kosztów surowców (stal w 4Q10 wzrosła o 35,6% r/r) oraz niekorzystnej relacji USD/PLN w 3Q10, gdy Spółka dokonała zakupu towaru, który następnie dystrybuowany był w 4Q10. Mimo tego długoterminowe perspektywy dla Centrum Klima pozostają niezmiennione. Po przeprowadzce do nowego zakładu moce produkcyjne (w segmencie produkcji) podwoiły się, a według publicznych zapowiedzi Prezesa (w wywiadzie dla PAP) w styczniu i lutym sprzedaż wzrosła o 20-30% r/r. Poprawa według Prezesa zauważalna jest również na poziomie marż (Spółka z opóźnieniem 2-3 miesięcznym przetrzuca wzrastające koszty na klienta ostatecznego). Baza 1Q10 jest niska (1,5 mln PLN EBIT i 1,3 mln PLN zysku netto), co wynika z niesprzyjających warunków pogodowych zanotowanych w tym okresie. Pierwsze oznaki poprawy zanotowane w 1Q11 powinny przywrócić wiarę inwestorów w Spółkę, tym bardziej że w kolejnych okresach prawdopodobne jest dalsze zapełnienie mocy produkcyjnych nowego zakładu (szacujemy, że w 2H10 moce wykorzystywane były tylko w niespełną 60%). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 4Q10

W 4Q10 przychody ze sprzedaży wyniosły 21,2 mln PLN i były o 19,8% r/r wyższe, głównie dzięki wysokiej dynamice w segmencie produkcji (+20,4% r/r) oraz dystrybucji (+19,5% r/r). Wysoka wartość obrotu w obydwu segmentach, to z jednej strony efekt ożywienia w sprzedaży produktów na co złożyła się dobra pogoda w październiku i listopadzie oraz stosunkowo duża ilość inwestycji realizowanych w końcówce roku (sprzedaż w Grupie PSB w październiku była o 12% r/r wyższa, w listopadzie o 21% r/r wyższa, a w grudniu o 10% r/r wyższa). Z drugiej strony jest to efekt rosnących cen stali, które według naszych szacunków były o 35,6% r/r wyższe oraz dynamicznie wzrastającego wolumenu sprzedaży na produkcji, który był o 10,8% r/r wyższy (wolumen sprzedaży mógłby być jeszcze większy, gdyby nie opady śniegu, jakie miały miejsce na terenie kraju w grudniu, które sparaliżowały część prac budowlanych, w wyniku czego asortyment produkcji pozostał w zakładzie i realna sprzedaż została dokonana dopiero w styczniu). Wzrost wolumenów sprzedaży nie spowodował w 4Q10 wzrostu wyników operacyjnych, co było rezultatem niekorzystnego kształtowania się kursu USD/PLN w 3Q10 (wówczas Spółka zamówiła dużą część towaru, który następnie był dystrybuowany w 4Q10 wpływając na spadek marży brutto ze sprzedaży segmentu) oraz dynamicznego wzrostu cen stali (+10% q/q), miedzi (+22,2% q/q) oraz aluminium (15,5% q/q), które są wykorzystywane do produkcji przewodów wentylacyjnych (głównym surowcem potrzebnym do produkcji jest blacha ocynkowana, natomiast miedź używana jest do zgrzewania kolanek, a aluminium jest dodatkiem do określonego asortymentu). W sumie marża brutto na sprzedaży w segmencie dystrybucji wyniosła 22,0% (wobec 23,3% w 3Q10, 23,7% w 2Q10 i 24,8% w 3Q10) a na produkcji tylko 8,9% (wobec 12,3% w 3Q10, 29,1% w 2Q10 i 25,3% w 1Q10). W sumie zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 4,1 mln PLN i nominalnie był najniższy w roku. Koszty sprzedaży i zarządu w 4Q10 wzrosły o odpowiednio 89,6% r/r i 35,2% r/r, ale były one również o odpowiednio 7,2% i 0,2% niższe niż w 3Q10. Na poziomie pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych Spółka zanotowała zysk w wysokości 1,4 mln PLN w związku ze sprzedażą zakładu w Piastowie. W sumie wynik operacyjny w 4Q10 wyniósł 2,3 mln PLN (+48,1% r/r), ale gdyby nie wydarzenie jednorazowe związane ze sprzedażą aktywów, to EBIT wyniósłby jedynie 0,9 mln PLN i byłby o 41,1% r/r niższy. Na poziomie brutto i netto rezultat 4Q10 był o odpowiednio 54,4% r/r i 39,7% r/r niższy, ale podobnie jak na poziomie wyniku operacyjnego, gdyby nie sprzedaż zakładu, to rezultat byłby znacząco niższy niż w analogicznym okresie roku ubiegłego.

Zarząd za dywidendą za 2010 rok

Spółka poinformowała, że Zarząd będzie rekomendował wypłatę 0,45 PLN dywidendy na akcję z zysku za 2010 rok. Przy bieżącej cenie rynkowej dywidenda dawałaby 3,3% DY.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym agencji PAP Prezes Perendyk zapowiedział, że Centrum Klima planuje zdecydowaną poprawę wyników w bieżącym roku, na co złożą się rosnący popyt na produkty Spółki, zwiększenie mocy wytwórczych po przeprowadzce do nowego zakładu oraz rosnący eksport. Największe ryzyko Prezes postrzega w dynamicznie drożejących surowcach, które powoli będą przerzucane na klientów. W pierwszych miesiącach bieżącego roku ceny stali wzrosły o około 15%, a w całym roku podwyżki sięgnąć mogą nawet 50%. Spółka jest w stanie dostosowywać ceny artykułów do drożejących surowców z 2-3 miesięcznym opóźnieniem. W wypowiedzi zaznaczono, że sprzedaż w styczniu i lutym wzrosła o 20-30% r/r, również zdecydowanie lepsze jak w ubiegłym roku były marże. O ile w 2010 roku eksport stanowił nieco mniej niż 30%, to jak dotychczas w 1Q11 jest on znacznie powyżej progu 30%. Udział asortymentu będącego przedmiotem własnej produkcji wynosi obecnie 35-40%, a docelowo ma sięgnąć 45%.



Cersanit (Redukuj)

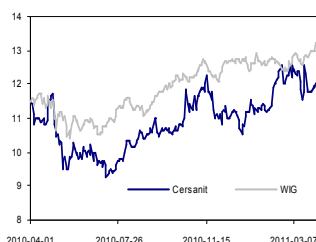
Cena bieżąca: 12 PLN

Cena docelowa: 10,4 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 415,2	1 531,5	8,2%	1 675,8	9,4%	1 806,1	7,8%	Liczba akcji (mln)	216,4
EBITDA	284,7	253,5	-11,0%	331,8	30,9%	374,3	12,8%	MC (cena bieżąca)	2 596,6
marża EBITDA	20,1%	16,6%		19,8%		20,7%		EV (cena bieżąca)	3 386,5
EBIT	168,1	142,0	-15,5%	208,6	46,9%	244,3	17,1%	Free float	27,5%
Zysk netto	-8,1	103,0		132,2	28,3%	163,9	24,0%		
P/E		25,2		19,6		15,8		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/CE	16,0	12,1		10,2		8,8		Zmiana ceny: 6m	10,9%
P/BV	1,6	2,0		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	10,8%
EV/EBITDA	10,0	13,6		10,2		8,8		Max (52 tyg.)	12,6
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		2,0		Min (52 tyg.)	9,3



W 4Q10 mimo wzrostu przychodów ze sprzedaży o 13,3% r/r marża zysku brutto ze sprzedaży spadła do poziomu 35,1% nie notowanego od początku 2000 roku. Po części tak drastyczny spadek rentowności, to efekt sprzedaży zalegającego towaru po niskich cenach, z drugiej strony z kolei utrzymywania się średnich cen płytek na lokalnym rynku na niskim poziomie. Dodatkowo na wyniki operacyjne negatywnie wpływały rosnące koszty sprzedaży (+16,3% r/r), które były związane z wyższymi premiami dla handlowców. W 4Q10 marża operacyjna bez wpływu pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych wyniosła 6,2% i była kwartalnie najniższa od początku 2000 roku, a nominalnie wynik operacyjny (20,1 mln PLN) na tak niskim poziomie ostatni raz był w 1Q01. Dopóki dwaj najwięksi producenci w branży (Cersanit i Ceramika Paradyż), kontrolujący około 70% mocy produkcyjnych na terenie kraju zdecydowanie nie podniosą cenników, to prawdopodobnie wyniki producentów płytek nadal pozostaną na niskich poziomach. W 1Q11 spodziewamy się nieznacznej poprawy rentowności w związku z nieznacznymi podwyżkami, jakie mieliśmy okazję obserwować w styczniu i lutym (W Grupie PSB ceny wzrosły o odpowiednio 2,9% m/m i 0,4% m/m). Nie bez znaczenia będzie również spodziewany spadek sprzedaży zalegających zapasów. Mimo niskiej sprzedaży w 1Q10, skutkiem niesprzyjających warunków pogodowych baza tego kwartału jest wysoka, ze względu na dodatnie różnice kursowe (przychody 299,7 mln PLN, EBIT 25,3 mln PLN, zysk netto 58,8 mln PLN). W 1Q11 na wyniki negatywnie działać będzie przeszacowanie wartości portfela kredytów, na skutek osłabienia UAH do EUR o 5,9% na przestrzeni kwartału (całkowity negatywny efekt na różnicach kursowych szacujemy na 19,1 mln PLN). Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Wyniki 4Q10

W 4Q10 przychody ze sprzedaży wyniosły 370,0 mln PLN i wzrosły o 12,3% r/r. Największy wzrost obrotu odnotowano został w segmencie płytek ceramicznych (+49,2% r/r) oraz segmencie artykułów około ceramicznych (+43,7% r/r). Gorzej niż w analogicznym okresie roku ubiegłego kształtowała się sprzedaż w segmencie ceramiki sanitarnej, gdzie zanotowano 50,5% r/r spadek. Wyższa wartość obrotu w segmencie płytek ceramicznych i artykułów około ceramicznych nie pociągnęła za sobą wzrostu rentowności brutto ze sprzedaży segmentu, która wyniosła odpowiednio 16,8% i 19,2%. W pierwszym przypadku rentowność spadła do poziomu najniższego nie notowanego od dwóch ostatnich lat, natomiast w drugim rentowność w bieżącym roku była niższa tylko w 1Q10. Po części, według informacji ze Spółki niższa rentowność jest rezultatem wymiany części kolekcji i sprzedaży starego asortymentu po niższych cenach. Wraz ze spadkiem obrotów w segmencie ceramiki sanitarnej (sprzedaż najniższa kwartalnie od początku 2008 roku) obniżce uległa również rentowność segmentu, która w 4Q10 wyniosła 3,6% i była najniższa od początku 2009 roku. Na wynik operacyjny negatywny wpływ miały rosnące koszty sprzedaży (+16,3% r/r i -21,3% q/q) oraz koszty zarządu (+9,7% r/r i +11,0% q/q). W sumie wynik operacyjny wyniósł 20,1 mln PLN i był o 39,5% niższy niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Netto wynik na przychodach i kosztach finansowych wyniósł -5,1 mln PLN, głównie za sprawą różnic kursowych wynikających z przeszacowania portfela kredytów kwotowanych w innych walutach niż PLN. Wynik netto w 4Q10 wyniósł 3,9 mln PLN i był niższy o 91,5% r/r.

Ceny płytek w PSB

W styczniu 2011 roku w Polskich Składach Budowlanych odnotowano wzrost średniej ceny w kategorii płytek ceramicznych oraz wyposażenia łazienek i kuchni o 2,9% m/m. 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 wyniósł 2,07% m/m. W lutym wzrost cen był kontynuowany, średnio ceny kategorii płytek ceramicznych, wyposażenia łazienek i kuchni wzrosło o 0,4% 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
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%

Źródło: PSB S.A., DI BRE Banku



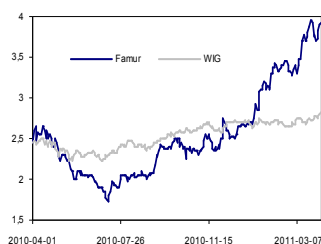
Famur (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 3,93 PLN Cena docelowa: 2,3 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	695,1	885,4	27,4%	752,2	-15,0%	791,4	5,2%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	133,6	140,5	5,2%	153,3	9,1%	174,9	14,0%	MC (cena bieżąca)	1 892,3
marża EBITDA	19,2%	15,9%		20,4%		22,1%		EV (cena bieżąca)	1 861,9
EBIT	100,8	94,1	-6,6%	97,2	3,3%	118,6	22,1%	Free float	11,8%
Zysk netto	58,0	79,8	37,5%	75,1	-5,9%	93,4	24,3%		
P/E	32,6	23,7		25,2		20,3		Zmiana ceny: 1m	18,7%
P/CE	20,8	15,0		14,4		12,6		Zmiana ceny: 6m	60,4%
P/BV	2,7	2,3		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	58,5%
EV/EBITDA	14,8	13,4		12,1		10,3		Max (52 tyg.)	4,0
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		2,6		Min (52 tyg.)	1,7



Wyniki za 4Q10 były zgodne z naszymi prognozami. Znacząco wyższe okazały się być przychody (+49,6% vs. prognozy DI BRE), ale wraz z nimi Spółka zanotowała niższe rentowności w segmentach maszyn górniczych i innych urządzeń dla górnictwa o odpowiednio -3,2 p.p. oraz -5,8 p.p. Warto wspomnieć przy tym, że rentowność wykonywanych w 4Q10 umów była na wysokim poziomie (KHW za 83,9 mln PLN oraz połowa umowy dla kontrahenta meksykańskiego za 14,9 mln EUR). W 1Q11 oprócz kosztów osobowych i kosztów mediów, jakie są widoczne w 4Q10 z tytułu uruchomienia nowego zakładu (Famur-2 zatrudnia około 100 nowych osób) w wyniku pojawi się również amortyzacja nowego obiektu (ponad 10 mln PLN w skali roku). Spółka nie informowała o zdobyciu większych kontraktów, jakie miałyby być wykonywane w 1Q11, a rozruch nowego zakładu, którego koniec jest spodziewany w marcu powodować będzie, że nowy obiekt w 1Q11 nie przyniesie Spółce dodatkowych przychodów. Dodatkowym elementem ryzyka dla producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa są rosnące ceny stali. Przy niskich ofertach cenowych składanych w kontraktach na obudowy ścianowe istnieje ryzyko niedoszacowania kosztów wytworzenia, a stal odpowiada za 80-90% kosztów wytworzenia. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym agencji PAP Prezes Łaski przyznał, że w bieżącym roku Spółka zamierza osiągnąć wyniki lepsze niż w 2010 roku. Portfel zamówień jest obecnie wypełniony do połowy, co oznacza dwukrotną poprawę w porównaniu z analogicznym okresem roku ubiegłego. Zdaniem Prezesa nowy zakład produkcyjny osiągnie pełne moce w połowie bieżącego roku. Nowa inwestycja umożliwi produkowanie ciężkich napędów przemysłowych oraz przekładni, które mogą być zastosowane w kolejnictwie, energetyce wiatrowej, przemyśle hutniczym, stoczniowym i górnictwie odkrywkowym. Spółka nie wyklucza akwizycji na terenie kraju, ale jeśli zwiększy się wykorzystanie zaawansowanych technologii, to nie wyklucza skierowania się na rynki bardziej rozwinięte. Spółka nie wyklucza również zaangażowania się w budowę nowych zakładów od podstaw. W 1Q11 obok kosztów osobowych i mediów pojawi się jeszcze amortyzacja nowego zakładu, która wyniesie ponad 10 mln PLN rocznie. Do tej pory Famur na rynku uchodził za spółkę o stosunkowo istotnie zamortyzowanym parku maszynowym, co miało istotny wpływ na realizowane rentowności na poziomie operacyjnym i netto. Bieżący rok może, to zmienić, gdyż rynek nadal jest stosunkowo trudny pod względem uzyskiwanych marż, a nowe zamówienia zakładu Famur-2, według zapowiedzi Spółki, nie będą jeszcze miały miejsca w 1Q11. Dodatkowo w 1Q11 Spółka nie informowała o zdobyciu żadnej większej umowy na obudowy ścianowe, co prowadzi naszym zdaniem będzie do obniżenia wyniku w pierwszym kwartale (w części Famur, gdyż do dotychczasowego biznesu w 1Q11 dojdzie jeszcze przejęty Remag). Biorąc pod uwagę, że producent kombajnów chodnikowych osiągnie podobne wyniki jak w 2009 roku (26,4 mln PLN zysku netto), to w 1Q11 producent kombajnów chodnikowych może dołożyć się do wyniku netto na poziomie 5,6 mln PLN.

Umowy z Kompanią Węglową

Spółka poinformowała o podpisaniu umowy na dostawę 118 sekcji obudowy zmechanizowanej wraz z magistralą ciśnieniową i spływową za 27,9 mln PLN netto dla KWK Ziemowit oraz na dostawę 166 sekcji obudowy dla KWK Chwałowice za 25,7 mln PLN. Strony ustaliły, że przedmiot umowy zostanie zrealizowany do 20 tygodni od momentu jej zawarcia. Biorąc po uwagę uzgodniony czas dostawy prace nad obudową ścianową trwać będą prawdopodobnie w 2Q11 i pierwszej połowie 3Q11. Należy pamiętać, że na rynku obudów zmechanizowanych ma miejsce obecnie duża konkurencja (o zlecenia walczą Fazos, Tagor oraz Glinik), co sprawia, że zgłaszane ceny są niskiej wartości i prawdopodobnie marża na ich wykonywaniu będzie niska. Dodatkowym zagrożeniem w pierwszej połowie roku są dynamicznie wzrastające ceny stali, które stanowią 80-90% kosztów wytworzenia obudów ścianowych i kompleksów ścianowych. Przy niskich cenach oferowanych przez dostawców maszyn ryzyko jest tym większe, jeśli okazałoby się, że nie doszacowali oni kosztów wytworzenia.



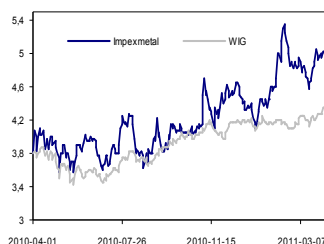
Impexmetal (Kupuj)

Cena bieżąca: 4,99 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	169,0	23,2%	189,6	12,2%	206,3	8,8%	MC (cena bieżąca)	998,0
marża EBITDA	7,7%	7,0%		7,0%		7,9%		EV (cena bieżąca)	1 380,3
EBIT	73,3	107,5	46,7%	130,9	21,7%	150,1	14,7%	Free float	43,4%
Zysk netto	25,6	76,9	200,0%	89,7	16,7%	108,3	20,8%		
P/E	41,6	13,0		11,1		9,2		Zmiana ceny: 1m	1,8%
P/CE	11,9	7,2		6,7		6,1		Zmiana ceny: 6m	23,5%
P/BV	1,3	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	30,3%
EV/EBITDA	11,4	8,4		7,3		6,0		Max (52 tyg.)	5,4
Dyield (%)	0,0	0,0		3,1		3,6		Min (52 tyg.)	3,6



Grupa w 4Q10 znacząco zwiększyła wolumen sprzedaży (+0,8 q/q i +20% r/r), z czego rekordowy od 2007 roku wolumen miał miejsce w HAK (blachy aluminiowe) (22,6 tys. ton), przy mocach rzędu 80-85 tys. ton rocznie. Wysokie zapotrzebowanie na blachy aluminiowe, jakie mieliśmy okazję obserwować w 4Q10 powinno prowadzić w kolejnych okresach do zwiększenia siły przetargowej walcowni i wzrostu marży przerobowych. Te ostatnie na aluminium, liczone jako różnica średniej ceny produktu i średniej ceny surowca, były o 17,3% wyższe w 4Q10 względem najniższego poziomu zanotowanego w 3Q09, mimo że cena aluminium w tym okresie wzrosła o 19,7%. Obserwowane obecnie wysokie zapotrzebowanie na ołów na rynku krajowym przy wysokiej cenie na rynkach światowych oraz słabej złotówce do dolara gwarantować będzie wypracowanie wysokich wyników segmentu recyklingu baterii ołowiowych (Baterpol). Wolumen segmentu w 4Q10 wyniósł 10,5 tys. ton wobec absolutnego rekordu zanotowanego w 3Q10 (10,6 tys. ton) (przy mocach no poziomie 40-45 tys. ton rocznie). Spółka przy bieżącej cenie na 2011 rok, biorąc pod uwagę nasze szacunki, notowana jest z P/E na poziomie 11,1. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Decyzja w sprawie koncentracji Baterpolu i Orła Białego 13 kwietnia

13 kwietnia bieżącego roku przed SOKiK odbędzie się rozprawa w sprawie zgody na przejęcie Baterpolu przez Orła Białego. Prezes Orła Białego przy okazji prezentacji wyników za 4Q10 zapowiedział, że jeśli decyzja okazałaby się przychylna, to wówczas nie wykluczone jest sfinalizowanie wcześniej rozpoczętej transakcji. Na wynikach za 2010 wcześniej uzgodniona cena za Baterpol powodowałaby, że przejęcie zrealizowane zostało na P/E równym 5,0. Poprzednio podpisana umowa przedwstępna wygasła, a obecnie znacznie lepsza sytuacja płynnościowa Impexmetal oraz duża kontrybucja do wyników Grupy (29,1% wyniku netto wygenerowanego w Grupie w 2010 roku) powodowałaby, że za podmiot zależny - Impexmetal mógłby zażądać co najmniej 270-290 mln PLN (bez długu) (przejęcie po 12-13 P/E na 2010 rok). Ostatecznie jednak oceniamy prawdopodobieństwo pozytywnej decyzji w sprawie przejęcia za mało prawdopodobne.



Kernel (Akumuluj)

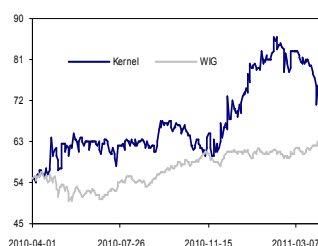
Cena bieżąca: 76 PLN

Cena docelowa: 87,8 PLN

Analityk: 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)	5 599,3
marża EBITDA	18,2%	18,7%		18,0%		15,9%		EV (cena bieżąca)	5 749,8
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	13,6	12,8		9,9		9,5		Zmiana ceny: 1m	-8,1%
P/CE	11,6	11,2		8,6		8,1		Zmiana ceny: 6m	15,9%
P/BV	5,2	3,3		2,7		2,1		Zmiana ceny: 12m	38,3%
EV/EBITDA	10,1	10,8		7,1		6,3		Max (52 tyg.)	86,1
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	55,0



W krótkim terminie pozytywną informacją dla Spółki jest powodzenie przeprowadzonej oferty wtórnej 5,4 mln akcji. W średnim terminie jednak wszystko zależy od faktu, czy zagraniczny inwestor, który złożył zapis na około 80% akcji w ofercie nie będzie planował dalszej ich odsprzedaży (bank inwestycyjny). W takim wariancie, biorąc pod uwagę dużą ilość planowanych ofert publicznych z regionu Ukrainy na drugą połowę roku, polskim inwestorom może zabraknąć gotówki na dalsze zwiększanie zaangażowania w akcjach Spółki. To z kolei powodować będzie, że notowaniom może być trudno na dynamiczne wybiecie. Patrząc ze strony fundamentów pierwsza połowa roku będzie dla Spółki bardzo dobra, co wynika z przerabiania tańszego ziarna, jakie zostało zakupione w 3Q10. Baza pierwszego kwartału nadal jest niska (przejęcie Allseeds nastąpiło w 2Q10). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Spółki.

Prezydent o planach wobec zniesienia zakazu na handel ziemią

Prezydent Ukrainy poinformował, że po uchyleniu moratorium na sprzedaż ziemi (prawdopodobnie po 01.01.2012) również obcokrajowcy zostaną dopuszczeni do zakupywania terenów uprawnych. Popyt na ziemię ze strony obcokrajowców może przyczynić się do zwiększenia stawek, po jakich sprzedawane będą działki.

Rząd jednak za kwotami po 31 III

Po sygnałach płynących ze strony Prezydenta Ukrainy dotyczących nie wprowadzenia kwot eksportowych na Ukrainie po 31 marca 2011 roku Rząd ostatecznie zdecydował się na przedłużenie czasu obowiązywania kwot eksportowych do 1 lipca 2011 roku. Według informacji z Ministerstwa Rolnictwa kwoty zwiększone zostały wyłącznie w zakresie eksportu kukurydzy o 2 mln ton. Utrzymanie ograniczeń eksportowych, to neutralna informacja dla eksporterów, negatywna natomiast dla producentów, którzy nie mogą skorzystać z wysokich cen zbóż na rynkach zagranicznych.

Spółka emituje akcje pod przejęciem

Spółka poinformowała o emisji do 5 milionów akcji w procesie budowania przyspieszonej książki popytu (6,8% akcji znajdujących się obecnie w obrocie). Zakończenie budowania książki popytu nastąpiło 31 marca o godzinie 18:00 GMT. Środki mają zostać przeznaczone na akwizycje, w tym zakup 71% akcji Ukrros za kwotę 42 mln USD, potencjalny zakup portu przeładunku zboża za około 120-130 mln USD, oraz potencjalny zakup za około 60 mln USD instalacji tłoczni przerabiających około 300 tys. ziaren słonecznika rocznie na Ukrainie. Zarząd przedstawił jednocześnie szczegóły dotyczące przejmowanego Ukrros, który użytkuje 93 tys. ha gruntów, elewatory o pojemności 87 tys. oraz cukrownie przerabiające około 22 tys. ton buraków cukrowych dziennie. EV Ukrros szacowana jest przez Zarząd na poziomie 160 mln USD (z czego 100 mln USD przypada na dług netto). Między Ukrros a Kernelem zdaniem Zarządu istnieją duże efekty synergii, które wynikają z bliskiego położenia farm obu przedsiębiorstw rolnych. Dodatkowo istnieje możliwość zwiększenia ilości uprawianego buraka cukrowego, który na ziemiach należących do Kernela zwiększyłby rotację upraw i przyczyniłby się do zwiększenia ilości zbiorów z hektara (dotychczasowo na ziemiach należących do Kernel prawie nie uprawiano buraka cukrowego). Ukrros zdaniem Zarządu nie dołoży się do wyniku roku obrotowego 2010/2011, natomiast w roku 2011/2012 kontrybucja do wyniku EBITDA Kernela z nowego przejęcia mogłaby wynieść około 40 mln USD (to dawałoby przejęcie na poziomie 4,0 EV/EBITDA na kolejny rok). Kontrybucja segmentu cukrowni do wyniku ogółem mogłaby wynieść około 21 mln USD, przy założeniu, że średnio ceny będą się kształtowały na poziomie 6000 UAH/T. Kernel zamierza również renegecować lub zrolować zadłużenie, jakie obecnie posiada Ukrros celem zmniejszenia kosztu jego finansowania. Naszym zdaniem, o ile dołączenie elewatorów oraz ziemi uprawnej może być dla Spółki korzystne i może budować efekty synergii, to punktem ryzyka jest przejęcie cukrowni znajdujących się w strukturze Ukrros.



Te ostatnie są znacznie gorszej efektywności, niż te znajdujące się w strukturze giełdowego konkurenta – Astarty, co powoduje, że gdyby ceny cukru gwałtownie spadały po 3Q11, to wówczas ryzyko spadku wyników finansowych Ukrrossu jest duże i bardziej dotkliwe niż w przypadku Astarty. Zarząd Kernela zakłada, że ceny cukru w kolejnym sezonie utrzymają się na poziomie 6000 UAH/T (w roku obrotowym 2011/2012) (obecnie znajdują się na poziomie około 8000 UAH/T). W naszych założeniach spodziewamy się, że zwiększenie areálu buraka cukrowego na Ukrainie z 500 do 570 tys. ha i brak negatywnych warunków pogodowych (brak suszy) przyczyni się do zwiększenia ilości produkowanego cukru i powstania nadwyżki na terenie kraju (produkcja na poziomie 2,1 mln ton wobec popytu na poziomie 1,8-2,0 mln ton cukru). Nasze założenia kształtowania się cen cukru na Ukrainie kształtują się na poziomie 5710 UAH/T w roku 2011 i 3544 UAH/T w roku 2012. Przy takich cenach rentowność cukrowni w strukturze Ukrross mogłaby drastycznie spaść. Obecnie, według naszych prognoz Kernel na kolejny sezon notowany jest ze wskaźnikiem 6,8 EV/EBITDA. Aby przejęcie Ukrross było przynajmniej neutralne dla akcjonariuszy Kernela, to segment cukrowy musi wypracować co najmniej 25% z założonych na przyszły sezon 21 mln USD EBITDA. Przejęcie Ukrross oceniamy na bardziej ryzykowne i mniej atrakcyjne niż miało, to miejsce w przypadku Allseeds.

Oferta zakończona sukcesem

Spółka poinformowała o zakończeniu oferty 5,4 mln akcji (7,3% akcji znajdujących się w obrocie) po cenie 74 PLN za akcje. Łączne wpływy z oferty wyniosły 399,4 mln PLN (141,1 mln USD) wobec planowych do uzyskania 135 mln USD. Wydanie akcji inwestorom uczestniczącym w ofercie nastąpi w środę 6 kwietnia 2011 roku. Według opinii udzielanych na PAP - sukces oferty może być po części efektem dużego zapisu jednego z zagranicznych inwestorów, który w trakcie trwania budowy książki zadeklarował gotowość objęcia 80% z zaoferowanych 5,4 mln akcji. Jeśli rzeczywisty udział inwestora wyniósł 80% oferty, to będzie on zmuszony ujawnić swoją obecność w akcjonariacie (zaangażowanie powyżej 5%). Wówczas jego dane poznamy najszybciej w drugiej połowie tygodnia. Sukces oferty to pozytywna informacja dla kształtowania się kursu Kernela na giełdzie. Kluczowe jednak będzie, jaki będzie cel objęcia akcji przez zagranicznego inwestora. Najgorszą informacją mogłoby być, iż ten złożył zapis na akcje celem ich dalszej odsprzedaży na rynku (bank inwestycyjny). W takim przypadku rynek po ujawnieniu może oczekiwać, że w przyszłości pojawi się kolejna podaż akcji.

Stan zbóż ozimych

Według informacji Ukraińskiego Ministerstwa Rolnictwa straty zbóż ozimych są obecnie szacowane na około 500 tys. ha (około 7-9% całkowitego areálu przeznaczzonego za zboża ozime) wobec 730 tys. ha strat w roku ubiegłym.



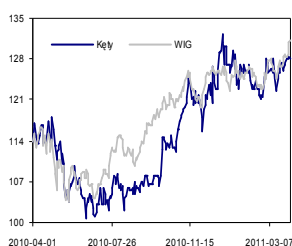
Kęty (Akumuluj)

Cena bieżąca: 128,1 PLN Cena docelowa: 134,8 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-22

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 111,0	1 210,6	9,0%	1 339,7	10,7%	1 418,0	5,8%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	189,0	177,0	-6,4%	203,1	14,8%	217,5	7,1%	MC (cena bieżąca)	1 181,8
marża EBITDA	17,0%	14,6%		15,2%		15,3%		EV (cena bieżąca)	1 481,0
EBIT	124,9	109,7	-12,2%	128,9	17,5%	140,3	8,9%	Free float	59,4%
Zysk netto	70,6	90,4	28,0%	94,9	5,0%	104,2	9,8%		
P/E	16,7	13,1		12,5		11,3		Zmiana ceny: 1m	1,9%
P/CE	8,8	7,5		7,0		6,5		Zmiana ceny: 6m	12,9%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	11,7%
EV/EBITDA	7,3	8,2		7,3		6,7		Max (52 tyg.)	132,4
Dywid (%)	0,0	3,1		3,1		4,8		Min (52 tyg.)	100,7



W bieżącym roku sprzedaż Grupy Kęty wspierać będzie rosnąca liczba rozpoczynanych projektów w budownictwie mieszkaniowym, która w IQ'11 była o 40,4% r/r wyższa wobec 8,1% spadku r/r w 4Q10. Jest to wynikiem rosnącej liczby wydawanych pozwoleń na budowę, jaką obserwowaliśmy w drugiej połowie 2010 roku (+3,6% r/r w 3Q10 i +6,0% w 4Q10). Dobre perspektywy rysują się po stronie budownictwa komercyjnego związanego z obiektami handlowymi. W 2011 roku ilość oddawanej do użytku powierzchni handlowej na terenie kraju wzrosła do około 770-790 tys. m² wobec mniej niż 550 tys. m² oddanych w 2010 roku. Jeszcze lepiej przedstawiają się perspektywy 2013 roku, kiedy ilość oddanej powierzchni ma się zwiększyć nawet do 1 mln m², co stanowi absolutny rekord od 1999 roku. Najgorzej przedstawiają się perspektywy realizacji projektów biurowych (liczba oddanych na terenie samej stolicy w bieżącym roku spadnie do około 120-130 tys. m² wobec 190 tys. m² dostarczonych w 2010 roku) oraz projektów związanych z udostępnieniem powierzchni logistycznej (na koniec 2010 roku udział pustostanów na terenie kraju wynosił około 15%). Na dobrym otoczeniu makroekonomicznym w przemyśle korzystać powinien segment SWW, który około 35-40% sprzedaży kieruje do tego typu odbiorców. W lutym produkcja przemysłowa na terenie kraju wzrosła 10,7% r/r, a na terenie Niemiec w styczniu +12,5% r/r. Towarzyszyły temu wysokie wskaźniki PMI dla przemysłu (Niemcy 60,9 i Polska 54,8). Podtrzymujemy akumuluj dla akcji Grupy Kęty.

Wstępna prognoza na 1Q11

Zarząd Grupy Kęty w prognozie wyników na 1Q11 spodziewa się, że sprzedaż wyniesie około 300-310 mln PLN (+28% r/r), zysk operacyjny 22-24 mln PLN (+58% r/r) (+30% po uwzględnieniu transakcji zabezpieczających) oraz zysk netto 15-17 mln PLN (+13% r/r). Zarząd zwraca uwagę na wysoką dynamikę SUB (+67% r/r) dzięki wykonywaniu prac nad projektem SKY Tower, oraz segmentu SWW (+30% r/r). SSA i SOG odnotowały 10% r/r wzrost sprzedaży. Zarząd szacuje, że wynik na transakcjach zabezpieczających wyniesie +2,6 mln PLN, a koszty finansowe około -3,5 mln PLN. Wyniki 1Q11 są wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, na co również złożyły się bardziej sprzyjające warunki pogodowe.



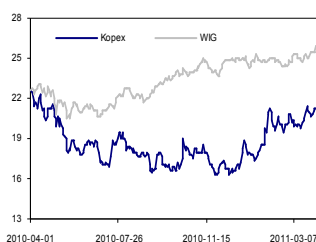
Kopex (Redukuj)

Cena bieżąca: 21,1 PLN Cena docelowa: 15,9 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 313,4	2 367,5	2,3%	2 224,3	-6,0%	1 889,0	-15,1%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	217,1	178,1	-18,0%	224,9	26,3%	246,5	9,6%	MC (cena bieżąca)	1 568,4
marża EBITDA	9,4%	7,5%		10,1%		13,0%		EV (cena bieżąca)	2 003,5
EBIT	145,3	93,6	-35,6%	136,0	45,3%	152,8	12,4%	Free float	28,5%
Zysk netto	87,2	34,4	-60,6%	82,4	139,6%	94,3	14,5%		
P/E	18,0	45,6		19,0		16,6		Zmiana ceny: 1m	3,9%
P/CE	9,9	13,2		9,2		8,3		Zmiana ceny: 6m	24,4%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-1,4%
EV/EBITDA	9,2	11,5		8,9		8,1		Max (52 tyg.)	22,2
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		3,0		Min (52 tyg.)	16,3



Mimo zapowiedzi głównego akcjonariusza dotyczących osiągnięcia w 2010 roku połowy zysku netto, jaki Spółka zanotowała w 2009 roku, co oznaczałoby, że wynik netto 4Q10 wyniesie około 22,4 mln PLN Grupa Kopex w tym okresie wypracowała jedynie 13,3 mln PLN (zgodne z oczekiwaniami DI BRE). Dodatkowo mimo wysokich zanotowanych przychodów w 4Q10 (+35,6 vs. prognozy DI BRE) rentowność segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego była o 1,4 p.p. niższa od zakładanej i zarazem najniższa w całym roku. To potwierdzały nasze przypuszczenia, że rynek jest nadal bardzo słaby i mimo, że liczba nowych przetargów jest większa, to ich rentowność jest bardzo niska (często zerowa). Dodatkowym elementem ryzyka dla producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa są rosnące ceny stali. Przy niskich ofertach cenowych składanych w kontraktach na obudowy ścianowe istnieje ryzyko niedoszacowania kosztów wytworzenia, a stal odpowiada za 80-90% kosztów wytworzenia. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym PAP Prezes Marian Kostempki podtrzymał zamiar wypracowania w 2011 roku 100 mln PLN zysku netto. Zdaniem Zarządu restrukturyzacja Grupy jest już praktycznie zakończona – strat nie przynosi już odlewnia w Stalowej Woli, spółki serbskie i Waratah. Najbardziej perspektywicznym segmentem są usługi górnicze, które w ciągu trzech najbliższych lat mają być główną nogą w działalności Grupy. W zakresie sprzedaży urządzeń elektrycznych i elektronicznych w bieżącym roku planowane jest co najmniej powtórzenie zeszłorocznego wyniku (29,5 mln PLN EBIT w 2010 roku vs. 50,8 mln PLN w 2009 roku). Najgorzej sytuacja przedstawia się w Spółce zależnej Tagor, gdzie Grupa stara się od dłuższego czasu pozyskać zamówienia w celu obłożenia mocy produkcyjnych. Prezes zapowiedział, że w bieżącym roku oszczędności z tytułu kosztów finansowych wynieść mogą około 7-8 mln PLN (spadek wielkości zadłużenia), a z tytułu kosztów zarządu sięgnąć mogą kilka mln PLN. Zarząd nie będzie rekomendował wypłaty dywidendy z zysku za 2010 rok, przyznaje jednak, że byłoby to możliwe w kolejnym roku. Spółka prowadzi rozmowy akwizycyjne z kilkoma niewielkimi podmiotami zagranicznymi, niewykluczone jest, że na ten cel przeznaczy kilkanaście milionów złotych (spółki z Australii, RPA i USA). Poza tym w bieżącym roku Spółka nie przewiduje większych inwestycji w zakładach. Możliwe są niewielkie prace modernizacyjne i inwestycje odtworzeniowe.

Kopex chce Glinik

W wywiadzie udzielonym portalowi WNP Prezes Marian Kostempki zadeklarował, że Kopex jest zainteresowany przejęciem wszystkich spółek z grupy kapitałowej Glinik. Spółka złożyła ofertę zakupu wszystkich podmiotów grupy Glinik. Prezes podkreślił, że Kuźnia Glinik jest Spółką mogącą produkować nie tylko na potrzeby Grupy, ale również na rzecz klientów zewnętrznych. Z kolei Zakład Maszyn Górniczych (zajmujący się produkcją obudów zmechanizowanych) mógłby przyczynić się do zmiany strategii produktowej wewnątrz grupy Kopex (ze względu na uznaną markę na rynku byłych republik radzieckich). Glinik od 2009 roku boryka się z problemami płynnościowymi spowodowanymi stratami na opcjach walutowych związanych z 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. 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. Marka obudów Glinika na rynkach wschodnich jest znacznie bardziej rozpoznawalna niż Fazosu (podmiot zależny od Famur) i Tagoru (podmiot zależny od Kopex). Niewykluczone, że gdyby

udało się przejąć aktywa Glinika, to produkcja obudów zmechanizowanych zostałaby przeniesiona z Tagoru do Glinika. To jednak wymagałoby podjęcia restrukturyzacji nowego podmiotu w Grupie i zamknięcia zdecydowanej części produkcji w Tagorze. W krótkim terminie miałyby to negatywny wpływ na wyniki realizowane przez Grupę Kopex (koszty zamknięcia dotychczas użytkowanego zakładu, zwolnień, odpisów aktualizacyjnych, restrukturyzacji), natomiast w długim terminie wpłynęłoby na zmniejszenie konkurencji na rynku krajowym i poprawie marży na realizowanych obudowach. Marżowość kontraktów na terenie kraju jest obecnie na tyle niska, że Tagor w 2010 roku miał 28 mln PLN starty netto. Jak na razie perspektywa przejęcia Spółek Grupy Glinik wydaje się odległa ze względu na możliwe wydłużenie się negocjacji dotyczących ceny przejmowanego podmiotu (szacujemy, że mogłoby się to wydarzyć najszybciej w końcu bieżącego roku).



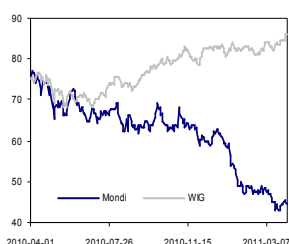
Mondi (Akumuluj)

Cena bieżąca: 79,65 PLN Cena docelowa: 88,7 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-31

(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)	3 982,5
marża EBITDA	16,0%	21,6%		23,0%		21,8%		EV (cena bieżąca)	4 062,6
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	55,8	16,0		9,9		10,4		Zmiana ceny: 1m	-7,9%
P/CE	21,0	9,8		7,2		7,5		Zmiana ceny: 6m	-31,2%
P/BV	3,4	2,8		2,2		2,2		Zmiana ceny: 12m	-41,7%
EV/EBITDA	21,4	9,2		6,8		7,3		Max (52 tyg.)	76,7
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		10,1		Min (52 tyg.)	43,0



W związku z rosnącymi cenami papieru (w IH2011 +25% r/r) podwyższamy tegoroczną prognozę zysku netto do 401 mln PLN (+18,6%), co przy obecnej cenie implikuje P/E2011 na poziomie 10,0. Szczególnie w IH2011 Świecie będzie raportować wysoką dynamikę zysków. W pierwszym półroczu 2010 spółka wygenerowała 77 mln PLN zysku netto, tj. o 30% mniej, niż w samym 4Q2010. 13 kwietnia spółka organizuje spotkanie z inwestorami, na którym przedstawi omówienie wyników za 2010 r. i perspektywy na 2011 r. Oczekujemy, że Zarząd przedstawi powody, dla których rekomenduje niewypłacanie dywidendy z zysku za 2010 r. pomimo faktu, że kondycja finansowa firmy na to pozwala. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Prognoza na 2011 r.

W 2011 r. spółka zwiększy wolumen produkcji o 40 tys. ton (+3% r/r), co wraz z rosnącymi cenami papieru pozwoli na utrzymanie dynamicznego wzrostu zysków. W 1Q2011 średnie ceny kraftlinera wynoszą 602 euro/t, testlinera 454 euro/t a flutingu 430 euro/t, co oznacza wzrost w ujęciu r/r odpowiednio o 39/30/36%. Również w 2 kwartale ceny będą charakteryzować się ponad-20% wzrostem r/r, co wynika m.in. z niskiej bazy 2010 roku. W całym 2011 roku średnia cena sprzedaży CCM powinna być wyższa w stosunku do 2010 o 15% (uwzględniając strukturę asortymentową). W perspektywie najbliższych trzech lat w obszarze papierów CCM na rynku europejskim nie powinny powstać duże nowe moce produkcyjne. Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku papieru do produkcji worków. Powinno to prowadzić do stabilizacji cen na obecnych poziomach.

Dywidenda

Dotychczas zakładaliśmy, że spółka wypłaci w postaci dywidendy co najmniej połowę zysku netto za rok 2010. Wg naszych szacunków w połowie 2011 roku relacja długu netto do EBITDA za 4 kwartały spadnie do 0,5, co uznać należy za poziom bardzo bezpieczny i umożliwiający dzielenie się zyskami z akcjonariuszami. Zarząd spółki rekomenduje jednak niewypłacanie dywidendy w br. Decyzję podejmie WZA, zwołane na 13 kwietnia. Dlaczego taka rekomendacja Zarządu? Odpowiedzią może być informacja zawarta w prezentacji spółki matki o tym, że w br. Świecie chce odkupić od PEP elektrociepłownię. Mondi posiada opcję call (PEP kwestionuje prawo wykonania opcji, sprawa w sądzie arbitrażowym), cena odkupu to ok. 112 mln PLN.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w lutym

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w styczniu 23,0% r/r i 15,4% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 14,4% r/r i 2,1% m/m.

Budownictwo drogowe

Rząd rozmawia z EBI w sprawie finansowania drogowego PPP

Rząd prowadzi konsultacje z bankami w sprawie budowy dwóch odcinków autostrad w systemie PPP. Chodzi o odcinki: A2 Warszawa – Kukuryki, A1Tuszyn – Pyrzowice. Z informacji prasowych wynika, że do budowy A1 wartej 5-6 mld PLN EBI ma dołożyć 30-50%. Udział banku zachęciłby do finansowania inwestycji banki komercyjne. Przetarg na A1 ma zostać ogłoszony już w połowie roku. Poszukiwania inwestorów na A2 rozpoczną się po podpisaniu umowy na A1. Powodzenie projektu uzależnione jest od systemu PPP, jaki rząd wybierze. W pierwszym wariantie koncesjonariusz bierze na siebie wszystkie ryzyka: finansuje inwestycję, ustala stawki za przejazd i zbiera opłaty. W 2-gim wariantcie firmy nie mają wpływu na wysokość stawek, ale przy finansowaniu pomaga Państwo, gwarantując kredyty na realizację projektu i płacąc za utrzymanie drogi.

Budownictwo energetyczne

Banki łaskawym okiem patrzą na projekt elektrowni w Stalowej Woli

Elektrownia Stalowa Wola prowadzi rozmowy z EBI i EBOR w sprawie finansowania budowy bloku parowo-gazowego. Wstępnie zakładano, że finansowanie dłużne pokryje 50% kosztów budowy bloku. W trakcie rozmów okazało się, że projekt można zadłużyć do poziomu 70%. EBOR wchodziłby do projektu wspólnie z bankami komercyjnymi, EBI zaś samodzielnie. Umowa finansowania ma zostać podpisana do końca sierpnia. Z 12 firm, które złożyły wstępne oferty na budowę bloku, wybrano 5. Do końca marca ma być pozyskane pozwolenie na budowę, zaś do końca kwietnia mają być podpisane umowy z PSE Operator i Gaz-System.

Elektrotim

Prezes o wynikach 2011 roku

Prezes Elektrotimu przyznaje, że portfel zleceń spółki ma już wartość 150 mln PLN, tzn. jest o ponad 2 razy większy niż w roku ubiegłym. Zakontraktowane zlecenia zostaną wykonane głównie w ciągu najbliższego pół roku. W 2011 roku możliwy jest wzrost przychodów Elektrotimu o 30% r/r. Oznaczałoby to osiągnięcie przychodów na poziomie posiadanego portfela zleceń. Wzrost portfela zamówień to efekt poprawiającej się sytuacji rynkowej i większej liczby zamówień z dziedziny elektroenergetyki, odpowiadającej za około 20% sprzedaży Grupy. Spółka, jako członek konsorcjum, stara się o zlecenie przy budowie sieci na Dolnym Śląsku, wartość około 200 mln PLN. Spółka złożyła też Skarbowi Państwa ofertę nabycia udziałów Elektromontażu Poznań. List intencyjny został też podpisany z pozostałymi akcjonariuszami spółki, Budimexem i Bankiem Handlowym.

Energoinstal

Kontrakt za 233,4 mln PLN

Energoinstal (lider) w konsorcjum z Elektrobudową i firmą Budus, podpisał kontrakt z KGHM na budowę bloków parowo-gazowych o mocy elektrycznej 45 MW w Polkowicach. Wartość umowy to 233,4 mln PLN. Na Energoinstal, lidera konsorcjum, przypadają prace o wartości 69,8 mln PLN (34% przychodów spółki w 2009 roku).

Energomontaż Południe

PBG pozostanie akcjonariuszem Energomontażu

P. Kamiński, p.o. Prezesa Energomontażu, jak i przedstawicielka PBG, potwierdzają, że PBG nie zamierza wycofać się z akcjonariatu Energomontażu. P.o. Prezesa Energomontażu przypuszcza, że PBG będzie chciało zwiększyć zaangażowanie w spółce. Przedstawicielka PBG potwierdza te przypuszczenia.

Plany wyników finansowych w 2011 roku

W 2011 roku Energomontaż Południe zakłada wzrost sprzedaży do 350 mln PLN i jako cel - osiągnięcie 5% rentowności. Portfel zamówień na rok 2011 ma wartość 250 mln PLN, do tego spółka zakłada 30 mln PLN przychodów ze sprzedaży mieszkań. W 2011 roku spółka wygenerowała 338 mln PLN przychodów, ale 20% z tego zapewnił stadion w Gdańsku. W 2012 roku należy spodziewać się większego tempa wzrostu przychodów. Na lata 2011 mln PLN

spółka posiada zamówienia warte 120 mln PLN (2012: 100 mln PLN, 2013: 20 mln PLN). Sprzedaż mieszkań w Katowicach ma przynieść 70 mln PLN przychodów w ciągu 2 lat, przy jednocyfrowej rentowności. W ciągu 2 lat spółka planuje spłacić zadłużenie, związane z realizacją działalności deweloperskiej (osiedle w Katowicach, biurowiec we Wrocławiu, łącznie 125 mln PLN). Na razie spółka skupi się na rozwoju organicznym. Rozważane jest założenie małej spółki – biura projektowego lub spółki z segmentu spalarni odpadów lub biomasy.

Mirbud

Ambitna prognoza na rok 2011

Mirbud prognozuje w 2011 roku 520,7 mln PLN przychodów, 68 mln PLN EBIT, 81,8 mln PLN EBITDA i 43,7 mln PLN zysku netto. Dzięki przejęciu PRDiM, przychody Grupy mają wzrosnąć o 100 mln PLN, zaś zysk o 5 mln PLN. Marywilska powinna wygenerować 50 mln PLN przychodów i 15 mln PLN zysku. W przypadku pozostałych spółek, Mirbud i JHM Development, założono wzrost obrotów o 20%.

Mostostal Płock

Sprzedaż stoczni Centromost

Mostostal Płock dokonał sprzedaży 50% udziałów w stoczni Centromost. Udziały zostały sprzedane za 1,9 mln PLN. Wartość bilansowa udziałów na koniec Q4 2010 wyniosła 0 PLN. Mostostal Płock dokonał też zbycia nieruchomości w Płocku, które użytkowała spółka Centromost. Cena sprzedaży netto to 5,6 mln PLN, przy wartości księgowej aktywów na poziomie 1,5 mln PLN. Płatność będzie rozłożona w czasie: 3,8 mln PLN w dniu podpisania umowy, do połowy 2011: 2 mln PLN, do połowy 2012: 2 mln PLN, do połowy 2013: 1 mln PLN. Wiadomość pozytywna. Spółka wygeneruje na transakcji 6 mln PLN zysku. Stocznia przestanie negatywnie wpływać na wyniki finansowe (1,7 mln PLN – udział w stratach stoczni w Q4 2010).

50 mln PLN w portfelu zleceń

W tegorocznym portfelu zleceń Mostostalu Płock znajdują się zlecenia warte około 50 mln PLN. Firma złożyła dodatkowo około 100 ofert za łączną kwotę 500 mln PLN. Prezes Mostostalu szansę na pozyskanie zleceń na kolejne 50 mln PLN na ten rok ocenia na 90%. Szanse na następne 50 mln PLN Prezes ocenia na 30-40%.



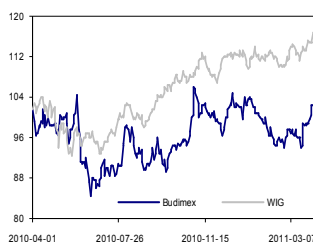
Budimex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 102 PLN Cena docelowa: 98,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-28

(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)	2 604,1
marża EBITDA	6,7%	8,0%		5,8%		6,5%		EV (cena bieżąca)	2 235,7
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%	224,0	-16,2%	235,0	4,9%		
P/E	15,0	9,7		11,6		11,1		Zmiana ceny: 1m	5,2%
P/CE	13,4	9,0		10,6		10,1		Zmiana ceny: 6m	7,4%
P/BV	4,4	3,8		3,9		3,3		Zmiana ceny: 12m	5,2%
EV/EBITDA	8,0	2,2		7,9		7,7		Max (52 tyg.)	106,1
Dyield (%)	5,7	6,7		8,9		4,3		Min (52 tyg.)	84,6



Największym zaskoczeniem wyników Q4 2010 jest bardzo wysoki cash flow operacyjny (944 mln PLN, bez gotówki należnej konsorcjantom). Cash flow za ostatnie lata nie odpowiada zyskom spółki i praktycznie w całości związany jest z różnicą między poziomem zobowiązań i należności (około 1,5 mld PLN). Na dodatni cash flow wpływać mogą zaliczki z GDDKiA lub opóźnione rozliczenia z podwykonawcami. Działania takie w długim terminie istotnie nie wpływają na wartość spółki. Z drugiej strony, tak wysokie stany gotówki mogą być częściowo nierozpoznanym wynikiem finansowym lat ubiegłych, rodzajem „poduszki bezpieczeństwa” na trudne czasy. W wywiadzie Prezes spółki sugeruje, że Q1 2011 może być lepszy, niż Q1 2010. Wynikać może to naszym zdaniem jedynie z przesunięcia wyniku z lat ubiegłych na rok 2011. Nie wiemy, jak dużą poduszką bezpieczeństwa dysponuje Budimex. Pozytywne sygnały po stronie wysokich stanów gotówkowych w pewnym stopniu kompensuje agresywna polityka pozyskiwania nowych kontraktów. Oczekujemy spadku konkurencji i poprawy sentymentu do sektora w II połowie 2011 roku. Na razie rynek nie będzie skłonny dyskutować bardzo dobrych wyników Budimexu, gdy porównywalne spółki wynikami zaskakują negatywnie. Najbliższe dwa kwartały powinny wiele wyjaśnić jeśli chodzi o stany gotówkowe spółki, które w bardzo dużym stopniu ważą na wycenie. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Pełne dane o wynikach Q4 2010

Przychody w Q4 2010 wyniosły 1,27 mld PLN (prognoza: 1,18 mld PLN), EBIT 72 mln PLN (prognoza: 57,1 mln PLN), zysk netto zaś 60,1 mln PLN (prognoza: 50,7 mln PLN). Wyniki na poziomie operacyjnym oceniamy pozytywnie. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 9,2% (prognoza: 8,7%), koszty ogólne zaś 46,2 mln PLN (prognoza: 43,6 mln PLN). Saldo rezerw na straty na kontraktach wzrosło o 30,6 mln PLN (prognoza: 19,5 mln PLN). Naszą uwagę zwraca bardzo wysoki cash flow operacyjny w wysokości 1 mld PLN (spadek należności i wzrost zobowiązań). Wyniki Q4 2010 oceniamy pozytywnie.

Kontrakt za 536 mln PLN

Budimex podpisał umowę z GDDKiA na zaprojektowanie i budowę obwodnicy Augustowa. Wartość umowy to 536 mln PLN (11% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Termin realizacji prac to 42 miesiące. Oferta Budimexu była istotnie niższa niż oferty konkurencyjnych firm, co może rodzić ryzyka w zakresie poziomu marż.

KIO odrzuciło odwołania w sprawie wyboru oferty Budimexu za 758,3 mln PLN

Krajowa Izba Odwoławcza odrzuciła protesty konkurencyjnych firm, w sprawie wyboru oferty Budimexu na modernizację odcinka linii E/CE 30 LCS Iława. Podpisanie umowy będzie możliwe, pod warunkiem braku odwołań w sprawie decyzji KIO do sądu. Wartość oferty to 758,3 mln PLN (15,5% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Wartość kolejnej oferty cenowej w przetargu to: 788,8, 819,6, 824,0 mln PLN.

Kontrakt za 20,0 mln PLN

Budimex wygrał przetarg zorganizowany przez Politechnikę Lubelską na budowę kompleksu dydaktyczno – naukowego. Wartość umowy to 20 mln PLN (0,4% prognozowanych przychodów spółki na rok 2011).

Plany wypłaty rekordowej dywidendy, 9,08 PLN na akcję (DY = 9,1%)

Zarząd Budimexu proponuje przeznaczenie na dywidendę całego jednostkowego zysku netto w wysokości 226,3 mln PLN, co łącznie z 5,5 mln PLN z kapitału zapasowego dawałoby 231,8 mln PLN, czyli 9,08 PLN na akcję (DY = 9,1%). Dzień dywidendy oraz termin wypłaty dywidendy zostanie ustalony w późniejszym okresie.



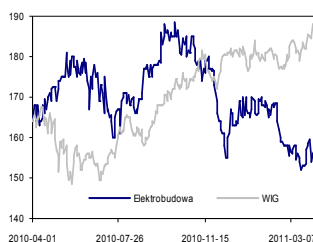
Elektrobudowa (Akumuluj)

Cena bieżąca: 156,9 PLN Cena docelowa: 178,6 PLN

Analityk: 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 (mln)	4,7
EBITDA	123,5	64,0	-48,2%	74,0	15,7%	82,3	11,2%	MC (cena bieżąca)	744,9
marża EBITDA	17,6%	8,1%		9,7%		9,7%		EV (cena bieżąca)	628,8
EBIT	69,0	53,1	-23,1%	62,1	17,0%	69,7	12,3%	Free float	42,3%
Zysk netto	54,5	45,1	-17,4%	56,4	25,3%	63,1	11,8%		
P/E	13,7	16,5		13,2		11,8		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/CE	6,8	13,3		10,9		9,8		Zmiana ceny: 6m	-16,0%
P/BV	2,6	2,3		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	-4,3%
EV/EBITDA	8,4	10,9		8,5		7,3		Max (52 tyg.)	188,4
Dywid (%)	2,0	2,2		2,3		2,5		Min (52 tyg.)	152,0



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 elektrowniach) i ma głównie charakter podwykonawczo-produkcyjny. Ryzyko erozji marż w 2011 roku, obecne głównie w przypadku dużych zleceń drogowych, w bardzo niewielkim stopniu dotyczy spółkę. Elektrobudowa ma również lepsze perspektywy wzrostu, niż wielu konkurentów branżowych, notowanych na GPW. 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 Q4 2010

Przychody w Q4 2010 wyniosły 286,6 mln PLN (prognoza: 215 mln PLN), EBIT 14,7 mln PLN (prognoza: 18,2 mln PLN), zysk netto zaś 12,3 mln PLN (prognoza: 14,9 mln PLN). Pomimo, że wyniki nominalnie przedstawiają się gorzej od naszych oczekiwań, oceniamy je pozytywnie. Jakość na poziomie operacyjnym jest dobra. Marża brutto na sprzedaży okazała się niższa, niż zakładaliśmy (9,2%, prognoza: 10,5%). Niższej marży nie interpretujemy jednak negatywnie. Za zaskoczenie pozytywne na poziomie przychodów odpowiadają w dużej mierze kontrakty ogólnobudowlane, charakteryzujące się niższą marżą, niż działalność produkcyjna. Koszty ogólne w Q4 2010 wyniosły 5,3 mln PLN (prognoza: 5,8 mln PLN). Ostatecznie, wynik na sprzedaży wyniósł 21 mln PLN (prognoza: 16,8 mln PLN). Źródłem niższego EBIT były duże pozostałe koszty operacyjne netto (6,3 mln PLN, prognoza: pozostałe przychody operacyjne netto = 1,4 mln PLN). Z kwoty tej 4,5 mln PLN to rezerwa związana z realizacją prac podwykonawczych na budowie Stadionu Narodowego. Widzimy szansę na odwrócenie tej rezerwy w 2011 roku.

Kontrakt za 233,4 mln PLN

Elektrobudowa (partner) w konsorcjum z Energoinstal (lider) i Budus (partner), podpisała kontrakt z KGHM na budowę bloków parowo-gazowych o mocy elektrycznej 45 MW w Polkowicach. Wartość umowy to 233,4 mln PLN, z czego wartość prac przypadających na Elektrobudowę to 109,2 mln PLN (14,4% prognozowanych przychodów spółki na rok 2011). Termin realizacji prac to grudzień 2012 roku. Na Energoinstal (lider konsorcjum) przypadają prace o wartości 69,8 mln PLN (34% przychodów spółki w 2009 roku).

Kontrakt za 27,5 mln PLN

Elektrobudowa podpisała z Rafako umowę za 27,5 mln PLN (3,6% prognozowanych przychodów na rok 2011), dotyczącą prac podwykonawczych związanych z budową instalacji odsiarczania bloku 1 i 2 w Bełchatowie. Termin zakończenia prac to Q2 2012.

Dywidenda wyniesie 4 PLN/akcję (DY = 2,6%)

Rada nadzorcza pozytywnie zaopiniowała wypłatę dywidendy w wysokości 4 PLN na akcję (DY = 2,6%).



Erbud (Kupuj)

Cena bieżąca: 39 PLN

Cena docelowa: 48,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	954,6	1 108,1	16,1%	1 340,6	21,0%	1 362,6	1,6%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	68,3	33,0	-51,7%	62,7	90,0%	68,3	8,9%	MC (cena bieżąca)	490,3
marża EBITDA	7,2%	3,0%		4,7%		5,0%		EV (cena bieżąca)	396,1
EBIT	60,5	24,9	-58,8%	54,5	118,9%	60,0	10,0%	Free float	27,5%
Zysk netto	41,7	15,2	-63,5%	46,8	207,8%	51,7	10,5%		
P/E	11,8	32,2		10,5		9,5		Zmiana ceny: 1m	-14,3%
P/CE	9,9	21,0		8,9		8,2		Zmiana ceny: 6m	-25,0%
P/BV	2,1	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-26,8%
EV/EBITDA	5,2	11,5		6,3		5,6		Max (52 tyg.)	61,0
Dyield (%)	0,3	1,3		0,6		1,9		Min (52 tyg.)	39,0



Wyniki Erbudu za Q4 2010 były dla nas i dla rynku negatywnym zaskoczeniem. Za słaby wynik odpowiedzialne były głównie spółki zależne Erbudu, generalne wykonawstwo w kraju również nie zachwyciło. Wyniki Q4 2010 skłoniły nas do obniżenia prognoz i wyceny spółki. Od tego czasu kurs firmy spadł o ponad 15%. Podtrzymujemy obniżone prognozy. Sądzymy, że na tle sektora, Erbud w 2011 roku powinien wypracować ponadprzeciętną rentowność, co związane jest m.in. z realizacją kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu. Spółka posiada w ramach budownictwa kubaturowego perspektywę wzrostu, co związane jest z aktywną działalnością w zakresie realizacji inwestycji dla klientów prywatnych (ekspozycja na odradzające się budownictwo centrów handlowych i biurowców). Poprawie powinna ulec rentowność działalności drogowej (zakończenie realizacji kontraktu D&B) i eksportowej (ewentualne wygaszenie działalności we Francji i Belgii). Produkcja konstrukcji stalowych będzie wygaszana, co zredukuje straty generowane przez ten segment działalności. Lepsze wyniki działalności deweloperskiej powinny zapewnić niższe koszty budowy projektów. Nasza cena docelowa implikuje ponad 20% potencjału wzrostu kursu. Podwyższamy rekomendację inwestycyjną do kupuj.

Kontrakt za 41 mln PLN

Erbud poinformował o podpisaniu z firmą M-Alfa Osiedle umowy na budowę osiedla mieszkaniowego w Gdańsku. Wartość umowy to 41 mln PLN (3,1% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2011). Termin realizacji prac to październik 2012.



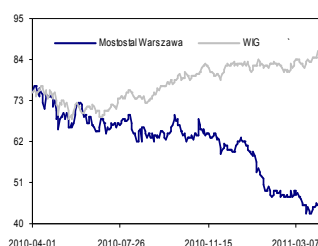
Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 44,7 PLN Cena docelowa: 59,9 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-11

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 712,1	2 570,4	-5,2%	2 770,5	7,8%	2 666,5	-3,8%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	209,1	119,7	-42,8%	106,5	-11,1%	133,1	25,0%	MC (cena bieżąca)	894,0
marża EBITDA	7,7%	4,7%		3,8%		5,0%		EV (cena bieżąca)	693,8
EBIT	181,2	84,3	-53,5%	69,4	-17,7%	95,1	37,0%	Free float	29,9%
Zysk netto	117,3	62,5	-46,7%	57,9	-7,4%	78,5	35,5%		
P/E	7,6	14,3		15,4		11,4		Zmiana ceny: 1m	-7,9%
P/CE	6,2	9,1		9,4		7,7		Zmiana ceny: 6m	-31,2%
P/BV	1,9	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-41,7%
EV/EBITDA	3,0	5,0		6,5		5,0		Max (52 tyg.)	76,7
Dyield (%)	0,7	4,0		3,4		3,2		Min (52 tyg.)	43,0



Kurs Mostostalu Warszawa doświadczył mocnych spadków, z uwagi na oczekiwania dotyczące słabych wyników w Q4 2010. Poprawa nadejdzie dopiero w 2012 roku. Mimo to, uważamy, że wycena spółki jest niska i pozostawia potencjał do wzrostu notowań. Mostostal Warszawa notowany jest obecnie przy $EV/S = 0,25$. Jest to silne wsparcie dla kursu. $EV/S = 0,3$ oznacza dyskontowanie marży netto = 2,5% i $P/E = 12$. Oczekiwania te są konserwatywne, gdyż obecnie spółki pozyskują kontrakty z docelową marżą EBIT = 3%. Mostostal ma też atrakcyjne perspektywy wzrostu w segmencie energetycznym. Grupa posiada silną bazę podwykonawczą i uczestniczy w praktycznie wszystkich dużych przetargach. Sukcesy w przetargach mogą istotnie wpływać na wyniki i postrzeganie spółki. Przykładowo, zdobycie kontraktu na budowę bloków w Opolu oznaczałoby wzrost portfela zamówień Mostostalu o 3 mld PLN. Obecnie cały portfel zleceń Grupy ma wartość około 3,5 mld PLN. Mostostal stosuje konserwatywną politykę księgową. Przykładowo, spółka zakłada większe wzrosty kosztów budowy, niż konkurenci. Oferuje to akcjonariuszom duży poziom bezpieczeństwa i rodzi nadzieje na zaskoczenia pozytywne. Pozostajemy konserwatywni w prognozach. Zakładamy jedynie 2,77 mld PLN przychodów w 2011 roku, mimo to, że portfel zleceń na ten rok jest zapełniony w ponad 90%. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q4 2010: bez rezerw na straty byłoby prawie 25 mln PLN zysku?

Wyniki Q4 2010 są zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie nominalnym. Spółka wygenerowała 681,7 mln PLN przychodów (prognoza: 727,1 mln PLN), 12,1 mln PLN EBIT (prognoza: 5,7 mln PLN) oraz 6,6 mln PLN zysku netto (prognoza: 5,0 mln PLN). Niższa niż oczekiwaliśmy również okazała się marża brutto, świadcząca bezpośrednio o rentowności realizowanych kontraktów (4,3%, prognoza: 4,7%). Niższe były za to koszty ogólne (22 mln PLN, prognoza: 28 mln PLN). Za słabą marżę brutto na sprzedaży odpowiada naszym zdaniem głównie wzrost salda rezerw na straty na kontraktach. Na poziomie skonsolidowanym wzrost salda w Q4 2010 to co najmniej 22,2 mln PLN (brak precyzyjnych danych). Na poziomie jednostkowym wzrost salda w Q4 2010 to co najmniej 30,9 mln PLN. Gdyby Mostostal w Q4 2010 nie zawiązał rezerw na straty na kontraktach, wynik brutto na sprzedaży wyniósłby co najmocniej 51,3 mln PLN (marża: 7,5%). Marża EBIT wówczas byłaby bardzo zadowalająca i wyniosłaby ponad 4%. Wynik netto byłby zbliżony do 25 mln PLN. Mostostal konserwatywnie szacuje rentowność kontraktów, co rodzi szansę, że część rezerw mogłaby być w przyszłości rozwiązana. W efekcie, wyniki Q4 2010 oceniamy lekko pozytywnie. Cash flow operacyjny w Q4 2010 wyniósł 184,9 mln PLN.

Wybór oferty za 200,2 mln PLN

Energia Kogeneracja poinformowała o wyborze oferty Mostostalu Warszawa na budowę bloku opalanego biomasą w Elblągu. Wartość oferty to 200,2 mln PLN (7,4% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). W piątek powinna zostać podpisana umowa w sprawie budowy bloku. Blok ma być oddany do użytku w grudniu 2012 roku.

Kontrakty Wrobisu na 54,8 mln PLN

Wrobis, spółka zależna Mostostalu Warszawa, podpisała dwa kontrakty budowlane. Pierwsza umowa została podpisana z Dom Development i dotyczy budowy dwóch etapów inwestycji we Wrocławiu, przy ul. Nyskiej. Wartość umowy to 38,05 mln PLN. Budowa ma zakończyć się 30 marca 2013 roku. Drugi z kontraktów został podpisany ze spółką Plac Strzelecki i dotyczy budowy budynku biurowego. Wartość kontraktu to 16,8 mln PLN. Termin realizacji to 31 sierpnia 2012 roku.

Kontrakt za 52,6 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Acciona Infraestructuras podpisał umowę z Jagiellońskim Centrum Informacji na budowę budynków parku i inkubatora technologii. Wartość umowy to 52,6 mln PLN, czyli 1,9% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011. Termin realizacji prac to 20 miesięcy.

Kontrakty Wrobisu za 36 mln PLN

Wrobis podpisał dwa kontrakty budowlane warte łącznie 36 mln PLN (1,3% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). Kontrakty dotyczą budowy budynku produkcyjnego i budowy kanalizacji sanitarnej.

Rada Nadzorcza pozytywnie o dywidendzie = 0,55 na akcję

Rada Nadzorcza Mostostalu pozytywnie zaopiniowała wypłatę w formie dywidendy 11 mln PLN, czyli 0,55 na akcję (DY = 1,3%).



PBG (Trzymaj)

Cena bieżąca: 179,2 PLN Cena docelowa: 180,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-28

(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%	302,0	-5,5%	266,8	-11,7%	MC (cena bieżąca)	2 561,7
marża EBITDA	13,1%	11,7%		12,6%		13,3%		EV (cena bieżąca)	2 356,8
EBIT	286,5	272,7	-4,8%	249,1	-8,6%	216,2	-13,2%	Free float	37,4%
Zysk netto	210,6	224,3	6,5%	208,1	-7,2%	197,8	-5,0%		
P/E	12,2	11,4		12,3		13,0		Zmiana ceny: 1m	-8,6%
P/CE	9,7	9,5		9,8		10,3		Zmiana ceny: 6m	-25,6%
P/BV	1,8	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	-16,8%
EV/EBITDA	9,6	10,6		7,8		8,3		Max (52 tyg.)	252,0
Dyield (%)	0,0	0,8		2,2		2,0		Min (52 tyg.)	179,2



Wycena rynkowa stawia spółce bardzo wysokie oczekiwania. W latach 2011+, wraz z zakończeniem realizacji kontraktów podpisanych z PGNiG w 2008 roku, oczekujemy erozji marż w części budowlanej. W 2010 roku rentowność brutto na sprzedaży w segmencie gazu ziemnego i ropy naftowej wynosiła prawie 23%, co daje około 19% rentowności EBIT. Na rynku standardem jest rentowność EBIT = 3%. Dla prac specjalistycznych może być to 5-10%, ale nie 20%. Wskaźnik EV/S na poziomie ponad 1,0 dyskontuje utrzymanie bardzo wysokich marż albo bardzo wysoką przyszłą dynamikę przychodów. Dla porównania, Mostostal Warszawa składa oferty w tych samych przetargach, co PBG (z wyjątkiem przetargów PGNiG) i jest wyceniany po EV/S = 0,25. Uważamy, że kontrakt na budowę terminala LNG może być gorszy, niż stare kontrakty z PGNiG. Oczekujemy marży EBIT na realizacji prac ~ 10%. Od podpisania umowy, ceny wybranych materiałów, w tym głównie stali, istotnie wzrosły. Kontrakt ma formułę D&B. Czynnikiem ryzyka obarczone są duże kontrakty drogowe. Istnieje ryzyko, że spółka, podobnie jak w przypadku stadionów, będzie księgowała przychody z kontraktów z minimalną rentownością. Rynek potencjalnych nowych kontraktów w 2011 roku szacujemy na 34,6 mld PLN, co uwzględniamy w prognozach. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Q4 2010: nominalnie zgodnie z oczekiwaniami, ale jakość wyniku jest słaba

PBG wygenerowało w Q4 2010 809,2 mln PLN przychodów (prognoza: 884,3 mln PLN), 101,3 mln PLN EBIT (prognoza: 115,1 mln PLN) oraz 85,3 mln PLN zysku netto (prognoza: 81,2 mln PLN). Jakość wyniku Q4 2010 jest jednak słaba. Zwracamy uwagę na niską marżę brutto na sprzedaży (11,2%, prognoza: 14,8%, Q4 2009: 14,8%). Koszty ogólne okazały się niższe, niż oczekiwaliśmy (30,5 mln PLN, prognoza: 37,7 mln PLN). Duży pozytywny wpływ na EBIT miały zdarzenia jednorazowe, w tym: wycena nieruchomości (24,2 mln PLN), odwrócenie odpisów należności (15,5 mln PLN), wycena instrumentów pochodnych (4,4 mln PLN), zysk ze zbycia aktywów (4,8 mln PLN). Bez zdarzeń jednorazowych, wynik netto za Q4 2010 wyniósłby jedynie 51,8 mln PLN. Cash flow operacyjny w Q4 2010 wyniósł aż 329,8 mln PLN, co wynika ze zmian kapitału obrotowego. Jest to dobry wynik, sądźmy jednak, że w dużej mierze związany z zaliczkami wypłaconymi przez GDDKiA (efekt jednorazowy). Wyniki Q4 2010 oceniamy negatywnie.

Słabe wyniki Q4 2010 w Hydrobudowie

W Q4 2010 Hydrobudowa wygenerowała 370,6 mln PLN przychodów (prognoza: 359 mln PLN), 6,9 mln PLN EBIT (prognoza: 7,3 mln PLN) oraz 0,0 mln PLN wyniku netto (zgodnie z prognozą). Podobnie jak w przypadku PBG, jakość wyników jest słaba. Spółka wygenerowała rekordowo niską marżę brutto na sprzedaży (1,9%, oczekiwania DI BRE: 2,6%). Koszty ogólne wyniosły 16,6 mln PLN (szacunki: 13,3 mln PLN). Ostatecznie, spółka zamknęła Q4 2010 ze stratą na sprzedaży na poziomie 10,6 mln PLN (szacunki: 6,0 mln PLN). To, że spółce udało się wypracować zerowy wynik netto, jest zasługą zdarzeń jednorazowych. Bardzo niską marżę brutto na sprzedaży spółka zawdzięcza rozliczeniu ujemnej rentowności w segmencie budownictwa przemysłowego i mieszkaniowego. W segmencie tym są księgowane m.in. kontrakty stadionowe. Hydrobudowie w Q4 2010 udało się wypracować 145,6 mln PLN dodatnich przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Nie jest to zły wynik, liczyliśmy jednak na ponad 200 mln PLN. Uważamy, że spółka może zawdzięczać otrzymanie dużego cash flow realizacji kontraktów drogowych (zaliczki od GDDKiA). Spółka będzie odpowiedzialna za realizację prac na odcinku autostrady A4. Wyniki Hydrobudowy za Q4 2010 oceniamy negatywnie.

PBG pozostanie akcjonariuszem Energomontażu

P. Kamiński, p.o. Prezesa Energomontażu, jak i przedstawicielka PBG, potwierdzają, że PBG



nie zamierza wycofać się z akcjonariatu Energomontażu. P.o. Prezesa Energomontażu przypuszcza, że PBG będzie chciało zwiększyć zaangażowanie w spółce. Przedstawicielka PBG potwierdza te przypuszczenia.

Kontrakt drogowy za 64,7 mln PLN

Konsorcjum firm: PBG, Hydrobudowa, Aprivia i OHL podpisało umowę z Gminą Miasta Gdańsk na budowę połączenia Portu Lotniczego z Portem Morskim Gdańsk. Wartość kontraktu to 129,3 mln PLN, z czego 50% przypadnie na spółki z Grupy PBG (64,6 mln PLN, czyli 2,3% prognozowanych przychodów PBG w 2011 roku).

Podwykonawcy mówią o opóźnieniach na Stadionie Narodowym

Podwykonawcy, na pytania prasy, przyznają, że prace nad budową Stadionu Narodowego są opóźnione. Jeden z rozmówców przyznaje, że stadion może być oddany przed 30 czerwca, jednak część robót będzie kończona po tym terminie. Przedstawiciele Narodowego Centrum Sportu przyznają, że opóźnienie w otwarciu obiektu mogłoby skutkować dla wykonawcy karami umownymi, tak za opóźnienie, jak i z utracone wpływy z zaplanowanych na stadionie imprez.



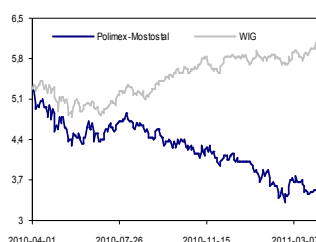
Polimex Mostostal (Akumuluj)

Cena bieżąca: 3,52 PLN Cena docelowa: 4,03 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 836,7	4 164,8	-13,9%	5 125,5	23,1%	5 195,1	1,4%	Liczba akcji (mln)	521,7
EBITDA	343,6	308,1	-10,3%	326,0	5,8%	356,2	9,3%	MC (cena bieżąca)	1 836,4
marża EBITDA	7,1%	7,4%		6,4%		6,9%		EV (cena bieżąca)	2 345,0
EBIT	264,9	219,0	-17,4%	206,0	-5,9%	235,6	14,4%	Free float	64,3%
Zysk netto	156,4	112,7	-27,9%	142,8	26,7%	184,4	29,1%		
P/E	10,4	14,5		12,9		10,0		Zmiana ceny: 1m	-3,8%
P/CE	6,9	8,1		7,0		6,0		Zmiana ceny: 6m	-18,7%
P/BV	1,3	1,1		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-28,7%
EV/EBITDA	6,0	6,9		7,2		6,2		Max (52 tyg.)	5,1
Dyyield (%)	0,3	1,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,3



Wycena Polimexu Mostostalu istotnie spadła od początku roku, w antycypacji słabych wyników finansowych. Wyniki Q4 2010 na poziomie operacyjnym okazały się nieznacznie wyższe od naszych oczekiwań. Polimex na tle sektora budowlanego jest podmiotem średnio-cyklicznym. Rok 2011 powinien przynieść poprawę wyników w segmencie produkcji, chemii i energetyki. Oczekujemy 29,3% dynamiki zysku netto w 2011 roku i podobnego wzrostu w 2012 roku. W roku 2010 wyniki Polimexu obciążyla duża strata spółki zależnej Coifer (ponad 20 mln PLN) oraz straty w segmencie produkcji innych spółek zależnych. W 2011 roku czynniki te nie wystąpią. Sytuacja w segmencie produkcji ulega poprawie, w zakładzie siedleckim wolumeny wykorzystanej stali wzrosną w Q1 q/q o ponad 10%. Dynamiczny wzrost cen stali jedynie w krótkim okresie może hamować wzrost marż w segmencie produkcji. Liczymy, że na wynik 2011 roku pozytywnie wpłynie rozpoznanie ulg podatkowych z tytułu inwestycji w SSE. Polimex ma łącznie 100 mln PLN ulg podatkowych do rozpoznania (z tego 22,8 mln PLN w 2011 roku). Spółce udało się również zakontraktować większość podwykonawców w ramach budowy odcinka drogi S69. Kontrakt ten budził nasze obawy, gdyż zaoferowana przez Polimex cena była znacznie niższa, niż oferty konkurentów. Od 2013 roku na wyniki Polimexu będą wpływać duże inwestycje sektora energetycznego, co powinno pozwolić na powrót marży EBIT do poziomu 5%. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Kontrakt za 344,8 mln PLN

Torpol, spółka zależna Polimexu, podpisała w konsorcjum kontrakt z PKP PLK na modernizację linii E/CE 65 na odcinku LCS Gdańsk, LCS Gdynia. Wartość umowy to 850,6 mln PLN, z czego Torpol odpowiadać będzie za prace warte około 344,8 mln PLN (6,8% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2011). Czas realizacji prac to 36 miesięcy.

Wybór oferty za 72,5 mln PLN

Wybrano ofertę Polimexu na budowę budynku Sądu Okręgowego i Sądu Rejonowego w Zamościu. Wartość oferty to 72,5 mln PLN (1,5% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2011).



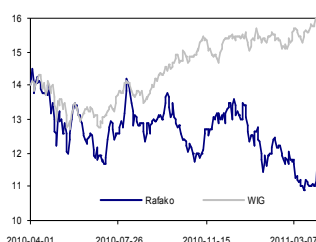
Rafako (Akumuluj)

Cena bieżąca: 12,05 PLN Cena docelowa: 13,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-01

(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)	838,7
marża EBITDA	7,0%	6,1%		5,5%		5,5%		EV (cena bieżąca)	650,0
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	22,2	19,2		14,9		13,7		Zmiana ceny: 1m	2,1%
P/CE	16,3	15,1		12,0		11,1		Zmiana ceny: 6m	-5,9%
P/BV	2,3	2,1		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	-12,7%
EV/EBITDA	8,9	8,9		8,4		7,7		Max (52 tyg.)	14,3
Dywid (%)	0,0	2,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,9



2010-04-01 2010-07-26 2010-11-15 2011-03-07

Skarb Państwa wycofał się ze sprzedaży pakietu akcji ZE PAK i kopalni Rafako. Z jednej strony oznacza to utraconą szansę nabycia aktywów po atrakcyjnej cenie, z drugiej zaś spadek ryzyk związanych z dużym wzrostem poziomu zadłużenia Rafako. Obecnie działalność Rafako ogranicza się do core business, czyli budownictwa energetycznego. Przetargi rozstrzygną się później, niż zakładano na początku 2010 roku, niemniej, inwestycje związane są z cyklem odtworzeniowym mocy wytwórczych w polskiej energetyce i muszą zostać zrealizowane. Pierwszym rozstrzygniętym przetargiem będzie prawdopodobnie kontrakt na budowę bloku w Opolu. Zakładamy, że wykonawca inwestycji wartej 9,9 mld PLN zostanie wybrany w H2 2011. Pozostałe duże zlecenia (Turów, Kozienice, Jaworzno) mogą być rozstrzygnięte w 2012 roku. Duże kontrakty energetyczne najwcześniej pojawią się w wynikach spółek w 2013 roku - stąd premia na wskaźnikach wyceny Rafako na rok 2012. Pozyskanie jednego dużego zlecenia uwzględniamy w prognozach, co generuje dużą dynamikę przychodów Rafako w 2013 roku. Marginesem bezpieczeństwa dla Rafako pozostaje duża wartość zawiązanych rezerw (ponad 165 mld PLN na ryzyka związane z kontraktami). Część rezerw mogłoby zostać rozwiązane, co pozytywnie wpływałoby na wyniki 2011 i 2012 (nie uwzględniamy tego w prognozach). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Q4 2010: lepiej niż w zakładaliśmy

Wyniki Rafako w Q4 2010 okazały się lepsze od naszych prognoz, tak nominalnie, jak i na poziomie operacyjnym. Spółce udało się wypracować 327,4 mln PLN przychodów (prognoza: 275 mln PLN), 17,6 mln PLN EBIT (prognoza: 10,1 mln PLN) oraz 12,3 mln PLN zysku netto (prognoza: 8,8 mln PLN). Spółce udało się wygenerować znacznie wyższą niż prognozowana marżę brutto na sprzedaży (17%, prognoza: 10,3%). Nie wiemy, co jest źródłem tak wysokiej marży, gdyż Rafako nie publikuje już pełnej noty o zmianach w stanie rezerw z tytułu strat na kontraktach. Wyższe od naszych założeń okazały się koszty ogólne (21,3 mln PLN, prognoza: 17,1 mln PLN). Na wynik negatywnie wpłynęły też pozostałe koszty operacyjne netto w wysokości 16,7 mln PLN, z tytułu zawiązania rezerw na koszty z tytułu nieterminowej realizacji kontraktów. Cash flow operacyjny w Q4 2010 wyniósł 21,1 mln PLN. Wyniki Q4 2010 oceniamy pozytywnie.

MSP rezygnuje ze sprzedaży PAK-u Rafako

MSP podjęło decyzję o rezygnacji z negocjacji dotyczących sprzedaży ZE PAK. MSP planuje IPO PAK w II połowie 2011 roku. Możliwe jest również IPO kopalni węgla Konin i Adamów. Elektrim zrzekł się z możliwości dokupienia pozostałych udziałów ZE PAK. Akcjonariusz Elektrimu, p. Solorz Żak, przyznał, że popiera plany IPO PAK. Proponuje jednocześnie, aby PAK dokonał emisji akcji, na inwestycje i przejęcie obu kopalni. Skarb pozytywnie ocenia ten pomysł.

Rafako skoncentruje się na podstawowej działalności

Prezes Rafako stwierdził, że po rezygnacji MSP z prywatyzacji PAK i kopalni, nie ma mowy o powrocie do transakcji. Spółka zamierza się skoncentrować na podstawowej działalności. Rafako startuje i zamierza wystartować w praktycznie wszystkich przetargach na budowę nowych bloków energetycznych w Polsce. Spółka chce też budować spalarnie odpadów i realizować projekty związane z ograniczeniem emisji przez energetykę. Rafako zamierza startować w przetargach na budowę bloków w Ostrołęce i Pelplinie. W Ostrołęce selekcja inwestorów ma zostać uruchomiona jeszcze przed końcem marca. Wartość przetargu Energa szacuje na 6 mld PLN. W Pelplinie blok 1000 MW zamierza zbudować Kulczyk Investments. Rozpoczęły się już prekwalfikacje.



Kontrakt produkcyjny za 74,3 mln PLN

Rafako podpisało umowę z firmą Martin na kwotę 18,5 mln EUR (74,3 mln PLN, czyli 5,2% prognozowanych przychodów na rok 2011). Kontrakt dotyczy wykonania elementów ciśnieniowych kotła do utylizacji odpadów komunalnych wraz z kompletacją urządzeń pomocniczych, konstrukcji stalowych, montaż i uruchomienie w instalacji Roskilde w Danii.

Wybór oferty za 18,8 mln PLN

EUAS – Ankara (Turcja) wybrała ofertę konsorcjum firm Rafako i EFOR Makina na modernizację elektrofiltrów bloku 3 i 4 w Elektrociepłowni Soma (Turcja). Wartość oferty to 53,2 mln PLN, z czego na Rafako przypada 18,8 mln PLN (1,3% prognozowanych przychodów Rafako na rok 2011).



Trakcja Polska (Trzymaj)

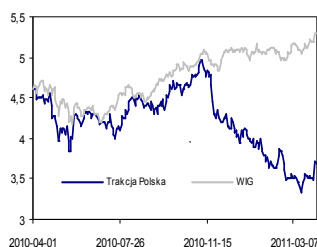
Cena bieżąca: 3,7 PLN

Cena docelowa: 3,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-22

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	711,6	491,2	-31,0%	2 409,2	390,5%	2 520,6	4,6%	Liczba akcji (mln)	232,1
EBITDA	86,8	54,8	-36,9%	173,4	216,5%	181,2	4,5%	MC (cena bieżąca)	858,8
marża EBITDA	12,2%	11,2%		7,2%		7,2%		EV (cena bieżąca)	1 301,2
EBIT	76,7	44,1	-42,5%	127,7	189,5%	135,5	6,1%	Free float	39,9%
Zysk netto	71,6	32,6	-54,5%	72,2	121,6%	85,5	18,4%		
P/E	8,3	18,2		11,9		10,0		Zmiana ceny: 1m	5,4%
P/CE	7,3	13,7		7,3		6,5		Zmiana ceny: 6m	-20,4%
P/BV	1,6	1,5		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-17,4%
EV/EBITDA	5,2	7,0		7,5		6,4		Max (52 tyg.)	5,0
Dywid (%)	2,7	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,3



Trakcja Polska poinformowała o nie dojdzie do skutku połączenia z Tiltra Group. Za niepowodzenie połączenia odpowiedzialne były czynniki formalne, związane głównie z protestem jednego z akcjonariuszy. Prezes Trakcji Polskiej nie wyklucza jednak, że spółki powrócą do rozmów nt. fuzji. Uważamy, że obecnie kluczowa jest opinia akcjonariusza branżowego Trakcji, Comsa-Emte. Nie wydaje nam się, aby zaszła fundamentalna zmiana w podejściu strategicznym Comsy. W przypadku, gdyby Trakcja Polska ostatecznie nie zdecydowała się na połączenie lub przeprowadziła inną akwizycję po niższej cenie, mogłoby mieć to pozytywny wpływ na wycenę firmy. Sama Trakcja Polska, z wyłączeniem Tiltry, w 2012 roku ma szansę na ponad 60 mln PLN zysku netto (P/E ~ 10, EV/EBITDA <5). Dużą poprawę rentowności w 2012 roku mają zapewnić kontrakty typu D&B. Kontrakty te jednocześnie charakteryzują się dużą ekspozycją na ryzyka związane ze wzrostem cen materiałów budowlanych i kosztów budowy. Na razie podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Q4 2010

W Q4 2010 Trakcja Polska zrealizowała 217,7 mln PLN przychodów (prognoza: 211,3 mln PLN), 20,1 mln PLN EBIT (prognoza: 18,4 mln PLN) i 13,1 mln PLN zysku netto (prognoza: 15,5 mln PLN). Marża brutto na sprzedaży okazała się bardzo zbliżona do naszych oczekiwań (12%, prognoza: 12,4%). Koszty ogólne wyniosły 7,8 mln PLN (prognoza: 7,5 mln PLN). Wyniki Q4 2010 na poziomie są bardzo zbliżone do naszych założeń. Za dodatnie odchylenie na poziomie EBIT odpowiadają pozostałe przychody operacyjne. Za ujemne odchylenie na poziomie zysku netto odpowiada wysokie saldo pozostałych kosztów finansowych netto (4,4 mln PLN). Za saldo odpowiadają głównie rozliczone na poziomie działalności finansowej koszty akwizycji Tiltra Group w kwocie 8,4 mln PLN (zdarzenie jednorazowe). Wyniki Q4 2010 oceniamy neutralnie.

Komentarz do wygaśnięcia umowy połączenia z Tiltra

Prezes Trakcji Polskiej przyznaje, że nie wyklucza prowadzenia dalszych negocjacji z akcjonariuszami Tiltry. Dziś trudno się odnieść do tego, czy do nich dojdzie oraz jakie mogą być ich efekty. Na razie nie ma planów uchylecia uchwał, dotyczących finansowania połączenia (emisja akcji za 328,3 mln PLN i obligacji za 297,2 mln PLN). Trakcja nadal rozważa akwizycję przedsiębiorstw z branży budownictwa drogowego i energetycznego. Na razie jednak rozmowy z innymi spółkami nie są prowadzone.

Portfel zamówień na rok 2011 to 700 mln PLN

Prezes Trakcji Polskiej przyznaje, że z całego portfela zamówień, wartego 2,5 mld PLN, około 700 mln PLN to zlecenia do realizacji w 2011 roku. Wpływy z projektów D&B w 2011 roku będą niewielkie, ich realizacja na dobre rozpocznie się dopiero w 2012 roku. H1 2011 będzie raczej słabe – spółce brakuje pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych, a dodatkowo realizowane kontrakty są nisko marżowe. Szansą na wyższe marże jest rok 2012, wówczas można mówić o powrocie do rentowności z 2009 i częściowo 2010 roku. Z uwagi na połączenie z Tiltra, Zarząd Trakcji nie będzie rekomendował wypłaty dywidendy z zysku za rok 2010.

KIO odrzuciło odwołania w sprawie wyboru oferty Trakcji za 434,5 mln PLN

Krajowa Izba Odwoławcza odrzuciła protesty konkurencyjnych firm, w sprawie wyboru oferty Trakcji Polskiej (z 5-ego miejsca) na modernizację odcinka linii E/CE 30 LCS Malbork. Podpisanie umowy będzie możliwe, pod warunkiem braku odwołań w sprawie decyzji KIO do sądu. Wartość oferty to 868,9 mln PLN, z czego udział Trakcji Polskiej to 434,5 mln PLN (18% prognozowanych przychodów Trakcji na rok 2011).



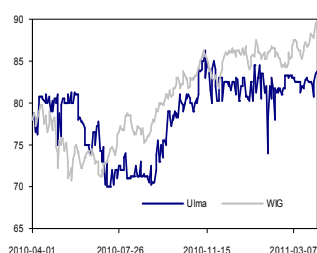
Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

Cena bieżąca: 83,7 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%	128,8	23,6%	115,9	-10,0%	MC (cena bieżąca) 439,9
marża EBITDA	41,1%	48,4%		50,3%		47,1%		EV (cena bieżąca) 569,3
EBIT	4,0	27,3	590,3%	52,8	93,2%	40,0	-24,2%	Free float 18,7%
Zysk netto	-5,5	10,2		33,3	225,9%	24,2	-27,5%	
P/E		43,0		13,2		18,2		Zmiana ceny: 1m 0,8%
P/CE	7,0	5,1		4,0		4,4		Zmiana ceny: 6m 3,3%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m 7,1%
EV/EBITDA	9,2	6,2		4,4		4,9		Max (52 tyg.) 86,2
Dywidenda (%)	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 Q4 2010 zgodne z oczekiwaniami

Wyniki Q4 2010 są bardzo zbliżone do naszych oczekiwań. Spółka wygenerowała 60,0 mln PLN przychodów (prognoza: 60,4 mln PLN), 13,1 mln PLN EBIT (prognoza: 13,1 mln PLN) oraz 7,2 mln PLN zysku netto (prognoza: 7,5 mln PLN). Jeśli chodzi o strukturę wyniku, lepszy okazał się zysk brutto na sprzedaży (18,4 mln PLN, prognoza: 17,6 mln PLN). Związane jest to z niższą, niż oczekiwana, amortyzacją (19,4 mln PLN, prognoza: 22,4 mln PLN). Koszty ogólne wyniosły 5,4 mln PLN, tzn. były wyższe, niż oczekiwaliśmy (4,3 mln PLN). Szczególnie w oczy rzucają się wysokie koszty sprzedaży (Q4: 2,8 mln PLN, 3Q 2010: 5,3 mln PLN). Uważamy, że wzrost kosztów ogólnych w Q4 2010 nie jest trwały. Podsumowując, wyniki Q4 2010 oceniamy neutralnie.



Unibep (Kupuj)

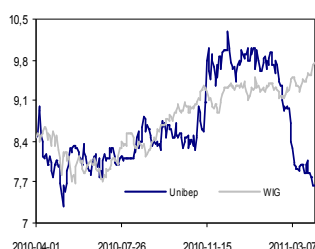
Cena bieżąca: 7,66 PLN

Cena docelowa: 9,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	392,7	657,9	67,5%	734,6	11,7%	822,6	12,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	31,4	35,7	13,8%	29,7	-16,8%	51,2	72,5%	MC (cena bieżąca)	259,9
marża EBITDA	8,0%	5,4%		4,0%		6,2%		EV (cena bieżąca)	283,4
EBIT	26,6	29,8	11,7%	24,6	-17,4%	46,0	87,2%	Free float	27,3%
Zysk netto	17,8	22,7	27,5%	20,0	-11,8%	37,9	89,4%		
P/E	14,6	11,5		13,0		6,9		Zmiana ceny: 1m	-8,8%
P/CE	11,5	9,1		10,3		6,0		Zmiana ceny: 6m	-10,3%
P/BV	2,4	1,9		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-14,2%
EV/EBITDA	8,4	7,6		9,5		5,0		Max (52 tyg.)	10,3
Dywid (%)	1,3	0,0		0,8		2,9		Min (52 tyg.)	7,3



W ciągu ostatnich 2 miesięcy kurs Unibepu spadł o około 20%. Uważamy, że za spadek notowań odpowiada pogorszenie się sentymentu do sektora budowlanego, połączone z relatywnie wysokimi wskaźnikami P/E i EV/EBITDA spółki na rok 2010 i 2011. Podtrzymujemy opinię, że duża poprawa wyników spółki będzie miała miejsce w 2012 roku, co związane jest z poprawą rentowności działalności budowlanej i rozpoznaniem wyniku z oddania lokali w dużym projekcie deweloperskim Point House. Obecnie strategia rozwoju Unibepu koncentruje się na segmencie eksportu i rozwoju własnych komercyjnych przedsięwzięć deweloperskich. W segmencie eksportu dużym sukcesem spółki jest formuła cost + fee, w oparciu o którą Unibep rozlicza się w ramach realizacji dwóch dużych zleceń rosyjskich. Oznacza to, że spółka nie ponosi ryzyka wzrostu kosztów budowy i cen usług podwykonawczych. Ryzyko to dotyczy jedynie kontraktu białoruskiego, rozliczanego w oparciu o stałą cenę. Projekty komercyjne, w które zaangażował się Unibep, w długim terminie mogą przyczynić się do wzrostu wartości spółki. W krótkim terminie jednak realizacja tych inwestycji może generować ryzyka bilansowe (konieczność zwiększenia zadłużenia). Stara cena docelowa na poziomie 9,3 PLN, nie uwzględniająca jeszcze perspektyw rozwoju działalności deweloperskiej w segmencie komercyjnym, implikuje ponad 20% potencjału wzrostu kursu. Podwyższamy rekomendację do kupuj.

Wyniki Q4 2010 lepsze dzięki deweloperce, gorzej w budownictwie

W Q4 2010 Unibep wygenerował 186 mln PLN przychodów (prognoza: 200,4 mln PLN), 10,5 mln PLN EBIT (prognoza: 9,5 mln PLN) i 7,7 mln PLN zysku netto (prognoza: 7,2 mln PLN). Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 9% (prognoza: 7,8%). Analiza wyników w segmentach działalności pokazuje, że za wyższy wynik odpowiedzialna jest działalność deweloperska (tak wyższe przychody, jak i wyższa marża: aż 32,5%, prognoza: 24%). Wyższe przychody z działalności deweloperskiej nie mają wartości prognostycznej – chodzi jedynie o moment przekazania lokali. Przychody i marża w ramach działalności budowlanej okazały się niższe, niż zakładaliśmy (marża: 4,5%, prognoza: 5,8%). Niska marża brutto w budownictwie wpisuje się w trendy panujące obecnie w branży. Działalność pozostała, w tym produkcja i działalność nie przypisana do konkretnych segmentów, wygenerowały stratę w wysokości 3,1 mln PLN brutto. Strata wynika m.in. ze słabych kontraktów w ramach działalności produkcyjnej (rok 2010 to zapewnianie mocy nowego zakładu). Wynik z działalności drogowej był bardzo zbliżony do naszych oczekiwań. Koszty ogólne wyniosły 5,7 mln PLN (prognoza: 6,0 mln PLN). Podsumowując, pomimo wyższego EBIT i zysku netto, ze względu na specyficzną strukturę wyniku Q4 2010, wyniki Q4 2010 oceniamy neutralnie.

Bardzo niska oferta na budowę Stadionu w Lublinie (83,1 mln PLN)

Unibep złożył najniższą ofertę cenową na zaprojektowanie i budowę Stadionu w Lublinie. Wartość złożonej oferty to 83,1 mln PLN. Łącznie oferty złożyło 9 konsorcjów. Kolejne oferty są droższe o odpowiednio: 34,3% (Budimex, 111,6 mln PLN), 39% (KPBP Budus, 115,5 mln PLN), 57,2% (ABM Solid, PBK PeBeKa, 130,7 mln PLN).



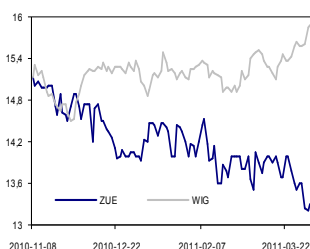
ZUE (Kupuj)

Cena bieżąca: 13,29 PLN Cena docelowa: 19,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-24

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	199,9	392,4	96,3%	505,4	28,8%	535,8	6,0%	Liczba akcji (mln)	22,0
EBITDA	18,7	32,4	73,0%	46,8	44,6%	50,3	7,5%	MC (cena bieżąca)	292,4
marża EBITDA	9,4%	8,2%		9,3%		9,4%		EV (cena bieżąca)	245,7
EBIT	16,8	25,6	52,7%	38,5	50,2%	39,6	2,9%	Free float	27,3%
Zysk netto	8,6	16,8	94,6%	29,0	72,4%	30,1	4,0%		
P/E	24,6	17,4		10,1		9,7		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	20,1	12,4		7,8		7,2		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	4,1	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	14,4	9,7		5,3		4,4		Max (52 tyg.)	15,1
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	13,2



W ostatnich miesiącach ZUE pozyskało wiele nowych kontraktów. Szacujemy, że portfel zleceń pro forma ZUE na rok 2011 ma wartość prawie 500 mln PLN. Struktura portfela zleceń na rok 2011 będzie inna, niż struktura portfela na rok 2010. Dominować będą zlecenia z segmentu tramwajowego, gdzie ZUE ma silniejszą pozycję rynkową. Powinno to przynieść wyższe marże, niż w przypadku zleceń kolejowych. W dodatku, podwykonawców na kontraktach tramwajowych można zakontraktować znacznie wcześniej, niż na kontraktach kolejowych, co ogranicza ryzyka związane ze wzrostem cen materiałów i podwykonawstwa. W wynikach Q4 2010 uwagę zwrócił ujemny cash flow operacyjny. Ujemny cash flow związany jest z opóźnionym rozliczeniem należności z wybranych kontraktów miejskich i na razie nie budzi naszych obaw. Spółka powinna zaprezentować dodatni cash flow operacyjny w Q2 2011. Ryzykiem dla spółki pozostaje możliwe ograniczenie wydatków przez miasta, związane z dużym poziomem zadłużenia. Uważamy jednak, że ryzyka te w większym stopniu dotyczą wybranych inwestycji kubaturowych (muzea, parki technologiczne, baseny,..), a w mniejszym inwestycji w transport. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Q4 2010: wyniki nieznacznie niższe od oczekiwań na poziomie operacyjnym

ZUE w Q4 2010 wygenerowało 155,2 mln PLN przychodów (prognoza: 158,6 mln PLN), 11,9 mln PLN EBIT (prognoza: 13,2 mln PLN) oraz 9,9 mln PLN zysku netto (prognoza: 9,3 mln PLN). Wyniki ZUE za Q4 2010 okazały się nieznacznie gorsze od naszych oczekiwań na poziomie operacyjnym. Związane jest to głównie z marżą brutto na sprzedaży, która wyniosła 10,1% (prognoza: 11,0%). Koszty ogólne w Q4 2010 wyniosły 3,5 mln PLN (prognoza: 4,2 mln PLN). W efekcie, wynik na sprzedaży wyniósł 12,1 mln PLN (prognoza: 13,2 mln PLN). Naszą uwagę zwraca również cash flow, który w Q4 2010 okazał się ujemny i wyniósł -9,4 mln PLN. Ujemny cash flow wynika z wzrostu należności, które nie są przeterminowane. Nie dostrzegamy obecnie ryzyka związanego z wzrostem stanu należności. Podsumowując, wyniki Q4 2010 oceniamy neutralnie / lekko negatywnie.

Już około 500 mln PLN w portfelu na rok 2011

Portfel zleceń ZUE ma wartość 800 mln PLN, z czego około 500 mln PLN przypada na rok 2011. Zarząd przyznaje, że realizacja prognoz na rok 2011 jest niezagrożona. Wynik za 2010 rok, nieznacznie niższy niż zakładała prognoza opublikowana w prospekcie emisyjnym, Zarząd uzasadnia opóźnieniem w rozstrzygnięciu wybranych przetargów.

Kontrakt za 50 mln PLN i 30,5 mln PLN

ZUE podpisało dwa kontrakty. Pierwszy z nich dotyczy budowy linii tramwajowej w Poznaniu. Wartość umowy, realizowanej w konsorcjum, to 182,9 mln PLN, z czego na ZUE przypada 50 mln PLN. Termin realizacji prac to kwiecień 2012 roku. Drugi z kontraktów dotyczy remontu i rozbudowy linii tramwajowej na warszawskiej Pradze. Wartość umowy to 30,5 mln PLN, zaś termin realizacji to 250 dni od daty podpisania umowy.

Kontrakt za 32,4 mln PLN

ZUE podpisało umowę z PKP PLK na zaprojektowanie i wykonanie robót polegających na modernizacji stacji trakcyjnej na szlaku Olszawice – Włoszczowa Płn. Wartość umowy to 32,4 mln PLN (6,4% przychodów na rok 2011). Termin realizacji to 10-12-2011.

Kontrakt za 10,7 mln PLN

ZUE w konsorcjum z Tor-Kar-Sson podpisało umowę z Tramwajami Warszawskimi na remont i przebudowę torowiska w W-wie przy ul. Nowowiejskiej. Wartość umowy to 10,7 mln PLN, czyli 2,1% prognozowanych przychodów ZUE na rok 2011. Termin realizacji prac to koniec lipca 2011.

Deweloperzy

Echo Investment

Plany rozpoczęcia 20 inwestycji w 2011 roku

W 2011 roku Echo planuje rozpocząć 20 nowych inwestycji, w tym 10 projektów komercyjnych. W ramach działalności mieszkaniowej, Echo planuje sprzedać w bieżącym roku 500 mieszkań i działek budowlanych (2010: 180, w tym 130 mieszkań). Zarząd nie planuje rekomendować wypłaty dywidendy za ten rok. W H1 2011 Echo może sprzedać Park Postępu i centrum handlowe w Pabianicach. W dalszej części roku sprzedany może być outlet w Szczecinie lub/i poznańskie biurowce Malta. Na zakupy w 2011 roku spółka pragnie wydać 100 mln PLN (2010: 280 mln PLN).

Nabycie dwóch nieruchomości

Echo Investment, za pośrednictwem spółek zależnych, zakupił od Orbisu dwa hotele – hotel Cracovia w Krakowie, przy al. Focha 1 oraz hotel Neptun w Szczecinie, przy ul. Jana Matejki 18. Umowy zostały podpisane pod rygorem zaprzestania prowadzenia w nieruchomościach działalności hotelowej. W Krakowie mają powstać, po uzgodnieniach z władzami miasta, budynki o funkcji mieszanej. W Szczecinie planowana jest rozbudowa CH Galaxy o część rekreacyjno-gastronomiczno-usługowo-wystawienniczą. Łączna kwota zakupu nieruchomości to 59,5 mln PLN, z czego 80% zostało już zapłacone, a 20% zostanie zapłacone do końca lipca 2011.

Niedawny nabycie Echa wpisany na listę zabytków

Orbis sprzedał Echo Investment hotel Cracovia za 32,5 mln PLN. Na działce Echo planowało budowę wielofunkcyjnego kompleksu z pow. mieszkaniową. Wiadomość zmobilizowała architektów, którym udało się doprowadzić do wpisania obiektu do wojewódzkiej ewidencji zabytków. Orbis decyzje o sprzedaży hotelu tłumaczy tym, że hotel nie spełnia standardów sieci Accor, a ewentualna przebudowa obiektu byłaby skomplikowana i nieopłacalna.

Gant Development

Korekta prognoz wyników finansowych

Gant Development skorygował prognozy na rok 2010 i 2011. W 2010 roku przychody mają wynieść 156,6 mln PLN, zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej zaś 9,0 mln PLN (wcześniej: 256,5 mln PLN, 47,8 mln PLN). W 2011 roku przychody mają wynieść 338,2 mln PLN, zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej zaś 30,1 mln PLN (wcześniej: 478,4 mln PLN i 86,5 mln PLN). Zarząd korektę prognoz tłumaczy opóźnieniami w realizacji i oddaniach projektów, co z kolei wynika z czynników administracyjnych i pogodowych. Prognoza została skorygowana tak późno, z uwagi na prace prowadzone przez audytora. W tym roku Gant planuje rozpocząć budowę 1,5 tys. mieszkań i emisję w marcu obligacji za 100 mln PLN.

Bardzo słabe wyniki sprzedaży za styczeń i luty 2011

Gant Development sprzedał w styczniu 37 mieszkań netto, a w lutym 38 netto. Rezygnacje objęły 29 lokali. Duże rezygnacje wynikały z podwyżki VAT (Gant przerzucał podwyżkę VAT na klientów).

Możliwa współpraca z bankami w sprawie nowych projektów

Gant rozważa współpracę z bankami w sprawie realizacji nowych projektów deweloperskich. Chodzi o grunty, których nabycie zostało sfinansowane kredytem. Model współpracy byłby następujący: powstaje spółka joint-venture, do której bank wnosząby grunt, zaś deweloper know-how i wsparcie operacyjne. Wiele też wskazuje na to, że Gant porozumie się akcjonariuszem, p. Jutkiewiczem, w sprawie realizacji projektu na należącej do niego działce przy ul. Jana Kazimierza w Warszawie. W 2011 roku spółka ma sprzedać 1200 mieszkań, w 2012 roku zaś 1500. W 2010 roku sprzedano 926 lokali. Wiceprezes spółki uspokaja także, że opóźnienie w realizacji wybranych inwestycji mieszkaniowych nie rodzi ryzyk dla dewelopera po stronie finansowania.

Kredyt na projekt w Opolu za 19,6 mln PLN

Spółka zależna Ganta zawarła umowę kredytową z BRE Bankiem Hipotecznym na realizację budowy osiedla w Opolu. Wartość kredytu to 19,6 mln PLN. Termin spłaty kredytu to grudzień 2012.



NFI Octava

Zamiar podjęcia negocjacji w sprawie sprzedaży Magnolii

Zarząd NFI Octava podjął decyzję o nawiązaniu kontraktu z ograniczonym kręgiem potencjalnych inwestorów, w celu określenia ich zainteresowania nabyciem aktywów lub udziałów funduszu, w szczególności spółki Legnicka Park (właściciel CH Magnolia we Wrocławiu). Magnolia odpowiedzialna jest za 90-95% NAV spółki. Fundusz notowany jest z nieco poniżej 20% dyskonta do NAV.

Ronson Development

Słabe wyniki w 2011 roku, poprawa w roku 2012

Zarząd Ronsona spodziewa się, że deweloper w 2011 roku pokaże słabe wyniki, z uwagi na niewielką liczbę przekazywanych lokali (maksymalnie: 159 lokali do przekazania). W Q2 2011 może pojawić się strata. Poprawy należy oczekiwać w 2012 roku. Wówczas spółka może przekazać 600 lokali. W 2010 roku deweloper przekazał 386 mieszkań. Spółka planuje emisję obligacji na sfinansowanie nowych inwestycji. Plan na rok 2011 zakłada sprzedaż 550 mieszkań, czyli dwa razy więcej, niż spółka uzyskiwała w ostatnich latach. W 2012 roku sprzedaż ma sięgnąć 800 mieszkań. Bank ziemi firma planuje głównie w W-wie. Firma podtrzymała plany rozpoczęcia w 2011 roku 1200 lokali.



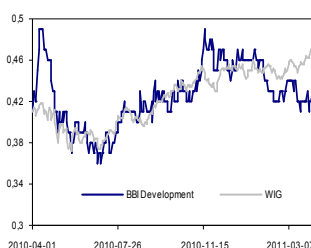
BBI Development (Kupuj)

Cena bieżąca: 0,43 PLN Cena docelowa: 0,53 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

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)	224,9
marża EBITDA	-778,4%	44,8%		24,2%		45,8%		EV (cena bieżąca)	391,9
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		16,6		22,5		6,9		Zmiana ceny: 1m	-2,3%
P/CE		16,4		22,1		6,9		Zmiana ceny: 6m	2,4%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	2,4%
EV/EBITDA		10,7		30,4		10,5		Max (52 tyg.)	0,5
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,4



Od czasu naszego ostatniego raportu, najważniejsze wydarzenia w spółce dotyczyły sprzedaży części nieruchomości, pozyskania finansowania oraz postępu prac w kluczowych inwestycjach. Pomimo straty z tytułu sprzedaży inwestycji w Dziwnowie i Kiekrzu, obie transakcje uznajemy za korzystne z punktu widzenia realizacji długoterminowej strategii spółki. Zbycie nieruchomości zmniejszyło skonsolidowane zadłużenie o kwotę 45,4 mln PLN i pozwoliło Zarządowi skoncentrować się na kluczowych inwestycjach w Warszawie. W lutym BBI udało się pozyskać kredyt budowlany na kwotę 7,5 mln PLN, na finansowanie Kwartału A inwestycji Koneser. BBI uplasowało też emisję obligacji o wartości nominalnej 40 mln PLN i przedłużyło kredyt finansujący inwestycję w Szczecinie. Liczymy na pozyskanie w Q3 2011 kredytu finansującego inwestycję Plac Unii. Powyższe umowy wyraźnie zmniejszają ryzyko związane z finansowaniem realizowanych inwestycji. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Możliwa zamiana Kina Wars na „Pasaż Simonsa”

Zgodnie z informacjami prasowymi, BBI Development rozpoczął negocjacje z miastem Warszawa w sprawie zamiany kina Wars (w posiadaniu BBI) na działkę położoną u zbiegu ulicy Długiej oraz Bohaterów Getta. Do września 1939 stał tam tzw. Pasaż Simonsa. Miasto dokona teraz wyceny obu nieruchomości i wyliczy, ile BBI musiałby dopłacić do transakcji.

Podpisanie aneksów do umów kredytowych

Spółka podpisała 2 aneksy do umów kredytowych z Bankiem PKO BP, przesuwające datę spłaty kredytów na 30 września 2012 i 30 czerwca 2013. Kredyty były udzielone na finansowanie zakupu nieruchomości projektu mieszkaniowego „Małe Błonia” w Szczecinie oraz na sfinansowanie realizacji I fazy tej inwestycji.



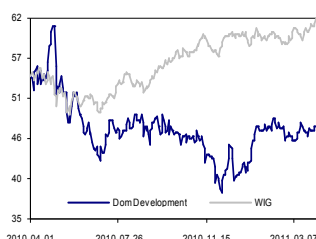
Dom Development (Kupuj)

Cena bieżąca: 47,39 PLN Cena docelowa: 54,4 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)	1 163,9
marża EBITDA	16,1%	12,0%		16,2%		16,9%		EV (cena bieżąca)	1 315,4
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	14,5	28,8		14,1		9,0		Zmiana ceny: 1m	4,3%
P/CE	14,1	27,2		13,7		8,8		Zmiana ceny: 6m	2,6%
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-13,4%
EV/EBITDA	12,8	19,7		13,0		6,8		Max (52 tyg.)	61,0
Dywid (%)	1,7	1,7		1,0		4,3		Min (52 tyg.)	38,5



Wyniki oceniamy neutralnie. W Q4 2010 udało się deweloperowi znaleźć nabywców na 412 lokali, co jest wynikiem bardzo zbliżonym do naszej prognozy (409). Efektywność sprzedaży (sprzedaż / średnia oferta) w Q4 2010 wyniosła 24%, co w świetle rosnącej podaży na rynku jest wynikiem bardzo dobrym. W Q1 2011 wyniki sprzedaży również powinny być dobre, niższe jednak, niż w Q4 2010. Zapowiedzi spółki, poczynione na konferencji inwestorskiej, są zgodne z naszymi prognozami lub bardzo do nich zbliżone. W kontekście możliwych wyników roku 2012 (oddania mieszkań w projektach rozpoczętych w H2 2010 i H1 2011) oraz dużej płynności finansowej dewelopera, **podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

Wyniki Q4 2010 w żaden sposób nie zaskakują

W Q4 2010 Dom Development wygenerował 96,4 mln PLN przychodów (prognoza: 93,9 mln PLN), 9,4 mln PLN EBIT (prognoza: 9,9 mln PLN) i 7,0 mln PLN zysku netto (prognoza: 6,7 mln PLN). Marża brutto na sprzedaży wyniosła 27,9% (prognoza: 27,5%). Koszty ogólne okazały się o 0,5 mln PLN niższe, niż zakładaliśmy (17,2 mln PLN, prognoza: 17,7 mln PLN). Na koniec Q4 2010 dług netto wyniósł 44,8 mln PLN (prognoza: 38,9 mln PLN). Wyższy dług netto to efekt nieznacznie wyższych, niż prognozowane, zapasów (1 119,0 mln PLN, prognoza: 1 085,0 mln PLN). Podsumowując, wyniki są bardzo zbliżone do naszych szacunków, oceniamy je neutralnie.

Rozpoczęcie inwestycji we Wrocławiu

Dom Development poinformował o rozpoczęciu inwestycji we Wrocławiu. W I etapie powstanie 116 mieszkań (łącznie w inwestycji: 460 lokali). Dom Development wprowadził inwestycję do sprzedaży i podpisał kontrakt budowlany ze spółką zależną Mostostalu Warszawa, Wrobis. Prezes przyznaje, że spółka myśli o kolejnych inwestycjach poza Warszawą. W rachubę wchodzi rynek poznański, trójmiejski, krakowski. Prawdopodobnie jednak w 2011 roku spółka będzie koncentrować się na Warszawie i Wrocławiu. Ceny mieszkań w 1 etapie inwestycji Oaza będą wynosić o 5,7 tys./m² do 7,25 tys./m².



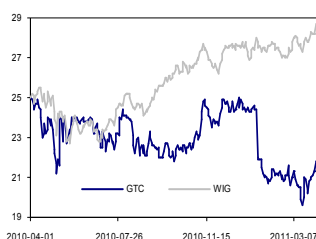
GTC (Akumuluj)

Cena bieżąca: 21,69 PLN Cena docelowa: 24,03 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-03

(mIn EUR)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	156,4	169,0	8,1%	202,1	19,6%	258,7	28,0%	Liczba akcji (mln) 219,4
EBITDA	-121,7	111,1		265,5	138,8%	367,4	38,4%	MC (cena bieżąca) 4 758,2
marża EBITDA	-77,8%	65,8%		131,3%		142,0%		EV (cena bieżąca) 10 655,6
EBIT	-122,1	110,6		265,0	139,6%	366,9	38,5%	Free float 58,8%
Zysk netto	-125,2	41,9		147,7	252,2%	217,8	47,4%	
P/E		28,2		8,0		5,4		Zmiana ceny: 1m 1,8%
P/CE		27,8		8,0		5,4		Zmiana ceny: 6m -3,2%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m -11,3%
EV/EBITDA		21,4		10,0		7,7		Max (52 tyg.) 25,0
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 19,6



Q4 2010 przyniósł zauważalną poprawę wyniku finansowego GTC w porównaniu do Q2 i Q3. Dobry Q4 był efektem poprawy koniunktury na rynku powierzchni komercyjnej, co doprowadziło do wzrostu wartości nieruchomości inwestycyjnych w portfelu spółki. Zakończenie wakacji czynszowych w wybranych obiektach wpłynęło na wzrost zysku z czynszów o 4,4% Q/Q (pomimo sprzedaży biurowców Nefryt i Topaz w październiku 2010). W 2011 r. i w kolejnych latach wzrost wartości akcji GTC będzie napędzany przez dwa kluczowe czynniki. Po pierwsze, dyskontujemy plan inwestycyjny spółki, zakładając 73% wzrost oferowanej powierzchni biurowej i handlowej do końca 2013 r. Po drugie spodziewamy się, że w latach 2011-2013 w portfelu obecnie ukończonych nieruchomości stopy kapitalizacji spadną o 0,54 p.p., poziom pustostanów zmniejszy się o 17 p.p., natomiast czynsze wzrosną o około 9%. Takie założenia implikują w okresie 2011-2013 wzrost zysku z działalności komercyjnej w średnim tempie 28% rocznie oraz średnio 216 mln EUR/rok zysku z aktualizacji wartości nieruchomości. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki za Q4 2010

Całkowite przychody GTC w Q4 2010 wyniosły 54,4 mln EUR i były o 30% wyższe od naszych prognoz. Za tak dużą różnicę odpowiada segment mieszkaniowy, w którym sprzedaż w Q4 (22,4 mln EUR) była na podobnym poziomie jak łącznie w pierwszych 3 kwartałach 2010. W segmencie wynajmu powierzchni komercyjnej przychody wyniosły 32,0 mln EUR (prognoza: 33,0 mln EUR), co jest 3,6% wzrostem w stosunku do Q3. Wynik na poziomie zysku netto wyniósł 25,3 mln PLN (prognoza: 27,5 mln EUR). Za niższy od prognoz zysk netto odpowiada przede wszystkim znaczny wzrost kosztów ogólnego zarządu w Q4 (10,2 mln EUR, prognoza: 3,0 mln EUR). Wynika on z kosztów rozliczenia akcji fantomowych przyznawanych kadrze kierowniczej. Inne kluczowe pozycje rachunku zysków i strat nie odbiegały istotnie od naszych prognoz: zysk brutto na sprzedaży: 25,3 mln EUR (prognoza 26,0 mln EUR), rewaluacja nieruchomości inwestycyjnych (łącznie z inwestycjami w stowarzyszeniach) 28,6 mln EUR (prognoza: 27,9 mln EUR).

Ogólnie wynik GTC oceniamy lekko pozytywnie. Widać, że spółka chce szybko uwolnić gotówkę z segmentu mieszkaniowego, nawet kosztem niższych marż (taki scenariusz również zakładamy w naszych prognozach). W działalności komercyjnej nastąpiła wyraźna poprawa w stosunku do Q3 2010, lecz nieco niższa, niż spodziewaliśmy się w naszych prognozach. Dobrze oceniamy zysk z przeszacowania nieruchomości. Spodziewamy się, że gdy lepsza koniunktura gospodarcza w krajach SEE stanie się faktem, spółka będzie w stanie wykazać zysk z przeszacowania kolejnych nieruchomości.



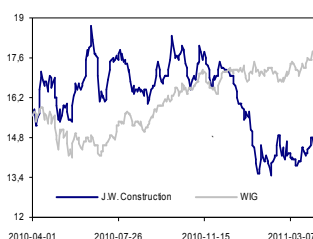
J.W. Construction (Akumuluj)

Cena bieżąca: 14,39 PLN Cena docelowa: 16,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(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 (mln)	54,1
EBITDA	152,9	155,3	1,6%	153,0	-1,5%	142,3	-7,0%	MC (cena bieżąca)	778,1
marża EBITDA	21,4%	25,0%		29,0%		38,6%		EV (cena bieżąca)	1 115,6
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	7,8	8,5		8,1		10,6		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	6,8	7,4		6,9		8,6		Zmiana ceny: 6m	-17,8%
P/BV	2,1	1,7		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-5,6%
EV/EBITDA	8,8	6,9		7,3		10,3		Max (52 tyg.)	18,7
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	13,5



Z uwagi na słabą strukturę, wyniki Q4 2010 oceniamy lekko negatywnie. J.W. zdecydowało się na nabycie gruntu na Woli za 174 mln PLN. Umowa warunkowa, podpisana z Black Lion NFI, wejdzie w życie, pod warunkiem pozyskania dla gruntu MPZP. Sama cena nabycia gruntu jest atrakcyjna (około 1160 PLN/PUM). Obawy budzić może jednak skala projektu (3000 mieszkań) i wysokość nakładu finansowego na nabycie ziemi. Częściowo na spadek obaw wpływa struktura finansowania transakcji (120 mln PLN: obligacje 4-letnie dla Black Lion, reszta: gotówka). Szacujemy, że nabycie gruntu wpłynie na wzrost LTV spółki na koniec 2012 roku z 58,5% (poziom bezpieczny) do 75,1% (63,9% nie uwzględniając obligacji dla Black Lion NFI). Wzrost LTV może negatywnie wpływać na zdolność do rozpoczynania nowych projektów deweloperskich. Atutem dewelopera pozostaje relatywnie niedrogi bank ziemi. Na razie podtrzymujemy nasze prognozy, cenę docelową i rekomendację akumuluj.

Wyniki Q4 2010

W Q4 2010 J.W. Construction wygenerowało 162,5 mln PLN przychodów (prognoza: 154,8 mln PLN), 39,1 mln PLN EBIT (prognoza: 39,7 mln PLN) oraz 24,1 mln PLN zysku netto (prognoza: 24,0 mln PLN). Struktura wyniku Q4 2010 jest słaba. Przychody z działalności deweloperskiej okazały się zbliżone do naszych oczekiwań, niższa była jednak marża brutto ze sprzedaży w segmencie (26,1% po korekcie o wyłączenia konsolidacyjne, prognoza: 35,3%). Wynik hotelarstwa i TBS jest zbliżony do naszych oczekiwań. Koszty ogólne w Q4 2010 wyniosły 18,5 mln PLN (prognoza: 13,3 mln PLN). Ostatecznie, wynik na sprzedaży wyniósł 22,8 mln PLN (prognoza: 40,4 mln PLN). Spółka „uratowała” wynik EBIT i netto, dokonując wyceny nieruchomości (+10,2 mln PLN) oraz generując netto 6,2 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych. Przewidywaliśmy 0,8 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto. Podsumowując, z uwagi na słabą strukturę, wyniki Q4 2010 oceniamy negatywnie.

Warunkowa umowa nabycia gruntu za 174 mln PLN

J.W. Construction podpisał umowę z Black Lion NFI w sprawie nabycia gruntu o powierzchni 81,2 tys. m² przy ul. Prymasa Tysiąclecia. Umowa ma charakter warunkowy – uzależniona jest od wejścia w życie MPZP do dnia 31 grudnia 2011. Wcześniej J.W. deklarował, że na gruncie mogłoby powstać nawet 3000 mieszkań, co oznacza, że działka pozwalałaby na budowę około 150 tys. PUM. Cena za grunt to 174 mln PLN, z czego 120 mln PLN to obligacje 4-letnie, które obejmie Black Lion. Pozostała część płatności to gotówka. Cena nabycia 1 PUM to około 1160 PLN. W wyniku transakcji LTV dewelopera na koniec 2012 roku wzrośnie z 58,5% do 75,1% (nie uwzględniając obligacji: 63,9%).

74 mieszkania sprzedane brutto w lutym 2011

J.W. Construction sprzedał brutto 74 lokale w lutym b.r.



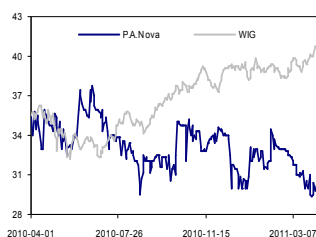
P.A. Nova (Kupuj)

Cena bieżąca: 30,29 PLN Cena docelowa: 40,4 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	157,6	146,5	-7,1%	181,0	23,6%	196,8	8,7%	Liczba akcji (mln)	10,0
EBITDA	24,4	27,9	14,5%	32,3	15,6%	44,1	36,6%	MC (cena bieżąca)	302,6
marża EBITDA	15,5%	19,1%		17,9%		22,4%		EV (cena bieżąca)	478,9
EBIT	22,5	25,7	14,6%	30,0	16,7%	41,9	39,4%	Free float	39,4%
Zysk netto	18,6	20,2	8,4%	21,0	4,0%	24,8	18,2%		
P/E	13,0	15,0		14,4		12,2		Zmiana ceny: 1m	-5,3%
P/CE	11,8	13,5		13,0		11,2		Zmiana ceny: 6m	-13,4%
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-15,5%
EV/EBITDA	9,0	13,6		14,8		13,2		Max (52 tyg.)	37,7
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	29,3



W październiku miało miejsce otwarcie Galerii Sanowa, pierwszej galerii handlowej spółki o powierzchni 20,6 tys. m². Szacujemy, że realizacja inwestycji pozwoliła na wzrost wartości PA Nova o prawie 50 mln PLN. Kolejne przedsięwzięcia deweloperskie są w przygotowaniu. Jest to m.in. galeria handlowa w Kędzierzynie-Koźlu i Jaworznie oraz dwa parki handlowe (Zamość, Stalowa Wola). PA Nova poszukuje kolejnych projektów z segmentu handlowego (grunty / udziały w spółkach). Wtórna emisja akcji umożliwi spółce realizację 3-4 własnych przedsięwzięć deweloperskich jednocześnie. Bez emisji, PA Nova byłaby w stanie realizować tylko budowę galerii handlowej w Kędzierzynie-Koźlu i obiektu w Stalowej Woli, nie byłaby też w stanie nabyć nowych gruntów. Rok 2011 przyniesie postęp prac budowlanych, przygotowawczych oraz najmu w przypadku własnych inwestycji deweloperskich. Rok 2011 powinien również przynieść nowe zewnętrzne kontrakty deweloperskie. PA Nova posiada szereg atutów - niskie zadłużenie, relatywnie tani bank ziemi, projekty o niskim ryzyku konkurencji ze strony innych deweloperów, kompetentny i wiarygodny Zarząd, bardzo dobre wyniki finansowe. Akcje PA Nova wyceniamy metodą NAV. Za cenę docelową uznajemy zdyskontowaną wartość aktywów na koniec 2012 roku. Dostrzegając ponad 30% potencjału wzrostu kursu, rekomendujemy kupno walorów PA Nova.

Wyniki Q4 2010 bardzo zbliżone do prognoz

W Q4 2010 PA Nova wygenerowała 46,1 mln PLN przychodów (prognoza: 42,8 mln PLN), 13,0 mln PLN EBIT (prognoza: 12,7 mln PLN) oraz 10,1 mln PLN zysku netto (prognoza: 9,4 mln PLN). Nieznacznie niższa okazała się marża brutto na sprzedaży (31,9%, prognoza: 33,3%). Wyższe niż przewidywaliśmy okazały się koszty ogólne (1,3 mln PLN, prognoza: 0,8 mln PLN). W efekcie, pomimo wyższych przychodów, wynik na sprzedaży jest zbieżny z oczekiwaniami (13,4 mln PLN). Podsumowując, wyniki Q4 2010 są bardzo zbliżone do naszych szacunków. Oceniamy je neutralnie.

10 zagranicznych funduszy zainteresowanych nabyciem Sanovej

PA Nova przyznaje, że 10 funduszy z krajów takich jak Austria, Niemcy i Anglia jest zainteresowanych nabyciem Galerii Sanowa. Realnym terminem sprzedaży jest rok 2012. Po sprzedaży PA Nova może wypłacić dywidendę. Spółka w Lwowie szuka operatora, który zostałby operatorem galerii handlowych. Jeśli partnera uda się znaleźć, spółka może kupić w Lwowie grunt i rozpocząć realizację inwestycji. Spółka może również pozyskać kontrakt budowlany w białoruskim Mińsku.

Kontrakt z Tesco za 10,1 mln PLN

PA Nova podpisała z Tesco umowę na budowę marketu wielkopowierzchniowego. Wartość umowy to 10,1 mln PLN, czyli 5,6% oczekiwanych przychodów spółki w 2011 roku.

Umowa sprzedaży 2 obiektów handlowych za 73,8 mln PLN

PA Nova poinformowała o podpisaniu umowy sprzedaży dwóch obiektów handlowych firmie Kaufland Polska Markety. Wartość umów to 73,8 mln PLN. Umowy zostały już rozliczone w wynikach Q4 2010.



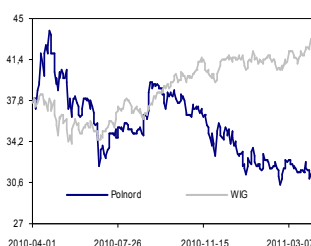
Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 31,61 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)	699,0
marża EBITDA	48,3%	28,0%		25,9%		35,6%		EV (cena bieżąca)	1 400,7
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	11,0	13,6		11,9		7,0		Zmiana ceny: 1m	-2,7%
P/CE	10,6	13,0		11,5		6,8		Zmiana ceny: 6m	-16,1%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-14,6%
EV/EBITDA	12,7	28,1		15,4		8,7		Max (52 tyg.)	44,0
Dywid (%)	2,7	2,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	30,5



Wyniki Q1 2011 oceniamy lekko pozytywnie, z uwagi na wyższą niż oczekiwana marżę brutto na sprzedaży i niższe koszty ogólne. Rok 2011 powinien przynieść rozpoczęcie kolejnych inwestycji, wzrost sprzedaży mieszkań i spadek kosztów zarządu (cel nowego Zarządu: -20% r/r). Stopniowo Polnord będzie uwalniać środki zamrożone w gruntach i generować zyski, co przełoży się na spadek długu netto. Dużą poprawę wyników i poziomu długu netto może przynieść pozyskanie odszkodowania za grunty pod drogi na Wilanowie. Pomimo sprawy sądowej w toku, sądzimy, że najbardziej prawdopodobne jest polubowne rozwiązanie sporu. W przypadku zgody miasta na ugodę, środki przeznaczone na wykup gruntów powinny znaleźć się w budżecie miasta na rok 2011 (wówczas Polnord w 2011 roku mógłby otrzymać ok. 70 mln PLN). Poprawa struktury oferty powinien przynieść wzrost sprzedaży mieszkań w 2011 roku. Liczymy na dobre wyniki sprzedaży lokali za marzec. Dostrzegamy również szansę na pozyskanie w 2011 roku nowych projektów, w formule PPP. Spółka jest atrakcyjna, pod względem przyszłych wyników, jak i dużego dyskonta do BV. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

107 mieszkań sprzedanych netto w lutym 2011

Polnord sprzedał w lutym 115 mieszkań brutto, rezygnacje zaś objęły 8 lokali.

Szansa na rozstrzygnięcie w sprawie dróg w 2011 roku

Miasto Warszawa złożyło skargę do NSA na korzystne dla Polnordu rozstrzygnięcie Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w sprawie zaskarżenia decyzji o odmowie wypłaty odszkodowania za grunty pod drogi na Wilanowie. Prezes Polnordu przyznaje, że spółka jest gotowa do podjęcia negocjacji z miastem i liczy na spływ odszkodowań już w 2011 roku.

Wyniki w 2011 roku lepsze niż w roku 2010

Prezes Polnordu uważa, że wyniki 2011 roku mogą być istotnie lepsze, niż w roku 2010. W 2011 roku deweloper ma przekazać ponad 700 lokali (2010: 525). Na wynik może wpływać pozytywnie sprzedaż dwóch działek w Gdańsku (projekt Galeon i biurowiec przy ul. Kartuskiej). Na wyniki może też wpływać odszkodowanie z tytułu gruntu pod drogi na Wilanowie. Jesienią 2011 lub wiosną 2012 rozpocznie się budowa na Wyspie Spichrzów. Na początku przyszłego roku ruszy budowa CH na Wilanowie. Jesienią zostanie złożony wniosek o pozwolenie na budowę. Spółka chce kontynuować działalność w Rosji, w tym zaprosić partnera do realizacji projektu w Saratowie. Spółka podtrzymuje plan zwiększenia efektywności sprzedaży mieszkań do 20% (z 14%). Spółka prowadzi rozmowy w sprawie nabycia dwóch działek w Warszawie, pozwalających na budowę 500-1000 mieszkań.

Umowa w sprawie Wyspy Spichrzów opóźni się o 3 miesiące

Miasto Gdańsk i Polnord, wbrew wcześniejszym zapowiedziom, nie podpiszą przed końcem marca umowy inwestycyjnej w sprawie wspólnego przedsięwzięcia na Wyspie Spichrzów. Umowa ma zostać zawarta do 15 lipca b.r. Za opóźnienia odpowiada konieczność wykonania dodatkowych badań geologicznych na terenie inwestycji. Dotychczasowe badania wskazują, że budowa garażu metodą podstropową w wybranych miejscach może być trudna do realizacji.



Robyg (Kupuj)

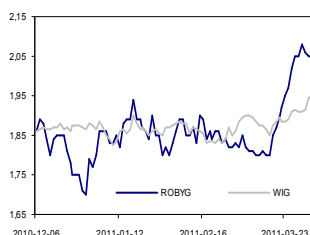
Cena bieżąca: 2,05 PLN

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)	527,6
marża EBITDA	8,6%	16,7%		21,6%		25,1%		EV (cena bieżąca)	853,8
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	71,3	16,6		14,8		5,3		Zmiana ceny: 1m	10,8%
P/CE	63,8	16,3		14,4		5,2		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,7	1,0		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	118,2	18,5		16,8		5,0		Max (52 tyg.)	2,1
Dywid (%)	0,0	0,0		2,1		2,4		Min (52 tyg.)	1,7



Wyniki Robyga są zbliżone do naszych oczekiwań. Różnica na poziomie EBIT i zysku netto wynika głównie ze zdarzeń jednorazowych. Spółka podtrzymała plany sprzedaży 1000 mieszkań w 2011 roku. Sprzedaż ma się rozkładać równomiernie pomiędzy kwartały. Oznacza to konieczność sprzedaży około 250 lokali w Q1 2011, co jest naszym zdaniem realne. W obliczu niskich oczekiwań dotyczących wzrostu sprzedaży mieszkań w branży, sądzimy, że wyniki sprzedaży mieszkań w Robygu mogłyby zaskakiwać pozytywnie. Publikacji wyników sprzedaży za Q1 2011 spodziewamy się wraz z raportem finansowym za Q1 2011. Robyg ogłosił dążenie do utrzymania w przyszłych latach sprzedaży mieszkań na poziomie około 1000 rocznie i rozpoczęcie działalności w segmencie komercyjnym. Cena, po jakiej Robyg objął 50% udziałów w dwóch projektach realizowanych przez podmioty powiązane, jest atrakcyjna, co pozytywne świadczy o podejściu udziałowców do rozwoju działalności Robyga. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q4 2010 nieznacznie gorsze od prognoz

W Q4 2010 Robyg wygenerował 93 mln PLN przychodów (prognoza: 91,1 mln PLN), 13,2 mln PLN EBIT (prognoza: 15,5 mln PLN) oraz 9,5 mln PLN zysku netto (prognoza: 11,3 mln PLN). Niższa okazała się marża brutto ze sprzedaży (22,6%, prognoza: 25,8%). Koszty ogólne były zbliżone do naszych prognoz (10,1 mln PLN, prognoza: 9,9 mln PLN). Pozytywnie na wynik netto wpłynęło bardzo niskie pozostałe koszty finansowe netto (0,1 mln PLN, w tym +2,7 mln PLN – wycena odsetek płatnych podmiotom powiązanym). Z drugiej strony, na poziomie zaksięgowanego podatku zabrakło zdarzenia jednorazowego w postaci rozpoznania aktywa podatkowego z tytułu likwidacji spółki Piekarnicza. Podsumowując, wyniki Q4 2010 są nieznacznie gorsze od naszych oczekiwań. Różnica jednak, w kontekście oczekiwanych 100 mln PLN zysku netto w 2012 roku nie jest istotna. Wyniki Q4 2010 oceniamy neutralnie.

Plany Robyga na rok 2011

Robyg podtrzymał plan sprzedaży 1000 mieszkań w 2011 roku. Celem spółki jest, aby sprzedaż rozkładała się równomiernie między kwartały. Celem na lata przyszłe jest utrzymanie poziomu sprzedaży w wysokości 1000 mieszkań sprzedanych rocznie. Robyg ogłosił rozpoczęcie działalności w segmencie komercyjnym. Spółka może przejąć grunt na Wilanowie, o powierzchni 3 ha, od spółki powiązanej Olimpia Europe Construction. Możliwe są też inne formy współpracy w ramach realizacji inwestycji. Na gruncie mogłyby powstać obiekty biurowe o powierzchni 40 tys. m². Inwestycja mogłaby się rozpocząć w II połowie 2011 roku. W 2012 roku zaś mogłaby ruszyć budowa parku handlowego w Gdańsku, towarzyszącego inwestycji Lawendowe Wzgórze. Spółka cały czas negocjuje zakupy gruntów pod projekty mieszkaniowe i liczy, że transakcje uda się sfinalizować do końca H1 2011.

Robyg obejmuje udziały w projekcie biurowym na Wilanowie

Robyg poinformował o nabyciu od Wildetio Limited po cenie nominalnej 25,5 tys. PLN 51% udziałów w spółce Wilanów Office Center. Wildetio jest spółką cypryjską zaangażowaną w inne projekty Nanette Real Estate Group (jeden z akcjonariuszy Robyga). Z związku z transakcją, Spółka dokonała inwestycji w wysokości 8,5 mln PLN, która zostanie m.in. wykorzystana na spłatę zobowiązań Wilanów Office Center wobec Wildetio. Po dokonaniu transakcji pozostałe zadłużenie Wilanów Office Center wobec Wildetio wynosić będzie około 24,8 mln PLN. Wilanów Office Center jest wieczystym użytkownikiem gruntu na Wilanowie, o powierzchni około 3 ha. Spółka szacuje, że na gruncie mogłyby powstać około 35-40 tys. m² powierzchni najmu.

Nabycie 50% udziałów w projekcie Robyga Jelonki

Robyg nabył od jednego z akcjonariuszy, Nanette, 50% udziału w spółce celowej Robyg Ogród Jelonki. Spółka jest właścicielem gruntu o pow. 37 tys. m², dającego możliwość budowy 600



mieszkań o powierzchni użytkowej 38 tys. m². Obecnie spółka realizuje 1 fazę projektu, 46 lokali zostało przedsprzedanych. Cena sprzedaży udziałów to 18 mln PLN. Na 31 marca 2011 zadłużenie spółki celowej to 13,1 mln PLN, w tym 8,4 mln PLN to pożyczka od Nanette. Pożyczka od Nanette ma zostać spłacona po pozyskaniu kredytu bankowego.

Plany wypłaty 0,07 PLN w formie dywidendy

Robyg poinformował w komunikacie, że z zysku za 2010 rok planuje wypłacić 18 mln PLN, czyli 0,07 PLN na akcję w formie dywidendy (DY = 3,4%). Jednocześnie, rada nadzorcza przyjęła generalne zasady polityki dywidendowej spółki, zgodnie z którymi firma zamierza przeznaczać około 40% skonsolidowanego zysku na dywidendę, w zależności od sytuacji finansowej oraz potrzeb.

Handel

AmRest

Podniesienie kapitału

WP Holdings VII B.V dokonał zapisu w ramach Dodatkowej Subskrypcji Akcji na 1 048 000 akcji po cenie emisyjnej 75 PLN za akcję. Zarząd podjął uchwałę w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego w drodze prywatnej emisji akcji serii 8 skierowanej do WP Holdings VII B.V. z wyłączeniem prawa poboru. Kapitał zakładowy podniesiony zostanie z kwoty 199 820,99 EUR o kwotę 12 235,90 EUR do kwoty 212 056,89 EUR, w drodze emisji 1 223 590 akcji po cenie emisyjnej 75 PLN.

Bomi

Zmiana władzy

Rada nadzorcza dokonała w drodze kooptacji wyboru w skład Rady Nadzorczej panów Macieja Zientarę oraz Jarosława Karasińskiego.

Bytom

Upadłość Intermoda

Sąd ogłosił upadłość Intermoda Fashion wchodzącej w skład grupy i obejmującej likwidację jej majątku.

Zmiana zaangażowania

Udział Investors TFI w kapitale spółki spadł z 32,81% do 23,52% w wyniku rejestracji akcji serii N.

Podwyższenie kapitału

W związku ze złożeniem przez obligatariuszy oświadczeń o zamianie 64 obligacji V serii na akcje serii L zarząd podjął uchwałę w sprawie wydania w zamian za obligacje V serii 640.000 akcji serii L. Wraz z wydaniem dokumentów akcji serii L nastąpi nabycie praw z tych akcji i podwyższenie kapitału zakładowego Spółki z 70 610 000 PLN do 71 250 000 PLN. Od tego momentu kapitał zakładowy Spółki dzielić się będzie na 71 250 000 akcji o wartości nominalnej 1 PLN każda, z którymi łącznie związane będzie prawo do 71 250 000 głosów na Walnym Zgromadzeniu. Nowe akcje serii L stanowić będą 0,90% w kapitale zakładowym i 0,90% w ogólnej liczbie głosów na Walnym Zgromadzeniu.

Zmiany władz

Pan Sławomir Wasilewski został powołany do Rady Nadzorczej spółki.

Empik

Zmiany władz

Marc Grosman został powołany na Członka Rady Nadzorczej NFI EMF.

EKO Holding

Plany akwizycyjne

Eko Holding prowadzi intensywne rozmowy na temat akwizycji. Na koniec 2011 chce mieć minimum 300 sklepów EKO, chce też otworzyć kilkadziesiąt drogerii Jasmin i sklepów franczyzowych Rabat-Detal. Spółka jest zainteresowana akwizycjami spółek średnich, o obrotach od 40 do 100 mln PLN w segmencie detalicznym i dystrybucyjnym. EKO widzi szanse rozwoju franczyzowej sieci spożywczej Rabat Detal.

Zakup Rovita

Zarząd EKO Holding podpisał przedwstępne warunkowe umowy sprzedaży akcji serii A imiennych i uprzywilejowanych oraz akcji zwykłych na okaziciela z głównymi akcjonariuszami spółki Rovita SA, których skutkiem będzie docelowo nabycie przez spółkę EKO 77,32% udziałów w kapitale akcyjnym spółki Rovita oraz 86,91% udziałów w liczbie głosów na WZA tej spółki. W ramach umów nabytych zostanie łącznie 10 mln akcji serii A imiennych i uprzywilejowanych oraz 544 529 akcji zwykłych za łączną kwotę 11,6 mln PLN. Transakcja zostanie dokonana w dwóch transzach – I transza w 2011 w liczbie 9,1 mln akcji; II transza - po zakończeniu roku obrotowego 2012 w liczbie 1,5 mln akcji (II transza to akcje sprzedawane przez Witolda Jękot, Prezesa Zarządu Rovita). Rovita od 06.2010 jest notowana New Connect. Jest spółką dystrybucyjną branży spożywczej, a przez swoją spółkę zależną prowadzi działalność detaliczną ośmiu sklepów ogólnospożywczych. Spółka działa na obszarze południowo-wschodniej Polski. Posiada 2 magazyny główne: w Nadomicach i Krakowie (o

łącznej powierzchni ponad 10 tys. m²), 3 magazyny typu cross-dock o łącznej powierzchni ponad 2 tys. m² (Jarosław, Kielce, Lublin) oraz magazyn Cash&Carry w Jaśle (760 m²). Prowadzone sklepy, w formie supermarketu, mają powierzchnię od 150 do 700 m² i znajdują się na terenie województwa małopolskiego. Skonsolidowane przychody spółki za 4 kwartały 2010 roku wyniosły 304 330 tys. PLN a zysk brutto wyniósł 222 tys. PLN. Dzięki tej transakcji Grupa EKO Holding wzmocni swoją pozycję w Polsce południowo-wschodniej.

Gino Rossi

Wyniki 4Q 2011

Spółka osiągnęła w 4Q 2010 47,6 mln PLN sprzedaży (płasko r/r), 25,9 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (wzrost 25% r/r). Niższe r/r koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (-4%) pozwoliły na osiągnięcie ponad 12x wyższego wyniku na sprzedaży r/r. Saldo pozostałej działalności operacyjnej było dodatnie i powiększyło wynik operacyjny o 1,4 mln PLN wobec straty 11,39 mln PLN w 4Q 2009. Saldo działalności finansowej było ujemne -5,8 mln PLN wobec -2,7 mln PLN w 4Q 2009. Ostatecznie spółka osiągnęła 1,95 mln PLN zysku netto wobec 14,3 mln PLN straty w 4Q 2009. W całym 2010 Gino Rossi miało 6,8 mln PLN skonsolidowanego wyniku netto wobec 25 mln PLN straty w 2009. Wyniki są lepsze od prognoz Zarządu. Pozostała działalność operacyjna dodaje do wyniku, jednak są to głównie odzyskane należności (3,5 mln PLN) oraz wyprzedane zapasy, które wcześniej zostały odpisane w koszty (4,9 mln PLN). Wysokie koszty finansowe zawierają różnice kursowe od kredytu zaciągniętego w CHF. Wygenerowane operacyjne przepływy pieniężne spółka wydała na spłatę kredytów i ostatecznie dług netto na koniec 2010 wyniósł 37,5 mln PLN, spadek o 9% r/r (1,8x EBITDA 2010 lub 2,14x skorygowana EBITDA). Wyniki oceniamy pozytywnie. Są one rezultatem przeprowadzonej w spółce restrukturyzacji sieci sprzedaży. Zamknięcie nierentownych lokalizacji pozwoliło na zwiększenie średniej sprzedaży na sklep, rentowności brutto na sprzedaży (wzrost w 2010 o 4,4 p.p.) i na spadek kosztów stałych (czynsze itp.). Zakończono postępowanie upadłościowe spółki Cosimo Martinelli Poland sp. z o. o. wchodzącej w skład grupy kapitałowej.

List intencyjny nabycia 51% udziałów w Kazar

Zarząd Gino Rossi podpisał list intencyjny w sprawie zakupu 51% udziałów w Kazar Footwear sp. z o.o. Wycena 100% udziałów Kazar to przedział 180-216 mln PLN jeśli Kazar osiągnie w 2011 EBITDA na poziomie 18 mln PLN. Cena nabycia ma zostać zapłacona częściowo w formie gotówkowej, a częściowo w formie akcji Gino Rossi. Udziałowiec posiadający 99% w spółce Kazar stanie się właścicielem takiej ilości akcji, jaka mieści się w przedziale 50-66% akcji po zarejestrowaniu podwyższenia kapitału. Na pozostałe akcje uprawniające do 66% głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy Udziałowiec będzie miał obowiązek ogłosić wezwanie. Okres wyłączności negocjacyjnej to 4 miesiące. Warunkiem zawieszającym umowy jest zbycie Simple Creative Products S.A. Kazar posiada 33 salony, w 2011 ma powstać 5 nowych. Zgodnie z szacunkami Zarządu przychody Kazar w 2010 roku wyniosły 75,7 mln PLN, wynik netto 8,5 mln PLN, a EBITDA 12,6 mln PLN. Zakup udziałów w spółce Kazar jest zaskoczeniem o tyle, że Zarząd Gino Rossi mówił wcześniej o zakupie spółki do restrukturyzacji. Kazar jest dobrze znaną i wysoce rentowną spółką. Sama wycena udziałów w Kazar jest atrakcyjna dla sprzedającego. Przy założeniu tej samej dynamiki wyniku netto i EBITDA w 2011 wycena Kazar mieści się w przedziale 15-18x PE 2011, co daje od 13% dyskonta do 4% premii do mediany dla spółek z branży. Pozytywne jest, że łączą się spółki z tej samej branży (synergie) a dotychczasowy udziałowiec Kazar będzie większościowym akcjonariuszem w Gino Rossi. Nie znana jest cena emisyjna nowych akcji Gino Rossi.

Wiesław Wojaś kontrolujący 9,47% kapitału Gino Rossi jest przeciwny planowanej transakcji zakupu spółki Kazar przez Gino Rossi. Do przegłosowania emisji akcji bez prawa poboru, które miałyby objąć udziałowiec Kazar potrzebna jest zgoda 4/5 akcjonariuszy.

Zarząd Gino Rossi poinformował, że strony potencjalnej transakcji sprzedaży Simple negocjują umowę sprzedaży akcji, w taki sposób by została ona podpisana najpóźniej do dnia 30.04.2011.

Zmiana zaangażowania

Fundusze inwestycyjne zarządzane przez Quercus Parosolowy SFIO oraz Quercus Absolutnego Zwrotu FIZ zmniejszyły udział w kapitale zakładowym Gino Rossi z 5,80% do 5,25%.

Intersport

Sprzedaż za marzec

Przychody ze sprzedaży osiągnięte w marcu 2011 wyniosły 14,18 mln PLN i były niższe o 9,5% r/r. Narastająco, w okresie od stycznia do marca 2011, przychody ze sprzedaży wyniosły 53,1 mln PLN i były niższe o 31,3% r/r. Zarząd podał w komunikacie, że w swojej strategii przewidział niższe obroty w tym okresie i uwzględnił je w prognozie finansowej na rok 2011.



Prognoza 2011

Prognoza na 2011, to:

1. przychody netto ze sprzedaży w wysokości 222 mln PLN;
2. zysk brutto w przedziale kwotowym 1,6 - 3,0 mln PLN;
3. wartość EBITDA w wysokości 11,3 mln PLN.

Prima Moda

Wyniki 4Q 2010

Spółka w 4Q 2010 miała 15,3 mln PLN sprzedaży, wzrost 11% r/r, 1,9 mln PLN zysku operacyjnego (188% r/r) i 1,9 mln PLN zysku netto. W wynikach pomogła wyższa marża brutto na sprzedaży r/r (57% w 4Q 2010 wobec 54% w 4Q 2009), płaskie koszty sprzedaży i ogólnego zarządu i dodatnio kontrybuujący do wyniku netto podatek. W całym 2010 spółka miała 1,1 mln PLN zysku netto wobec 2,1 mln PLN straty w 2009. Wyniki finansowe dobre, słabe przepływy operacyjne, głównie przez znaczny spadek zobowiązań handlowych.

Redan

Sprzedaż za styczeń-luty 2011

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży zrealizowane w miesiącach styczeń - luty 2011 wyniosły 48,3 mln PLN i były wyższe o 13 % r/r. Poziom sprzedaży sieci dyskontowej Textilmarket zwiększył się o 10% osiągając wartość 22,4 mln PLN. Na rynku modowym, grupa zwiększyła sprzedaż o 20% osiągając wartość 25,8 mln PLN.

Silvano

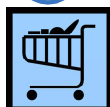
Zmiany władz

Rada Nadzorcza zdecydowała o odwołaniu Baiba Gegere i Norberto Rodriguez Lopez z funkcji Członków Zarządu spółki.

Wojas

Sprzedaż za marzec

Przychody ze sprzedaży w marcu 2011 wyniosły 11 631 tys. PLN i były wyższe o 19,5 % r/r. W okresie styczeń - marzec 2011 wielkość skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży wyniosła 28 125 tys. PLN i była wyższa o 17,6 % r/r.



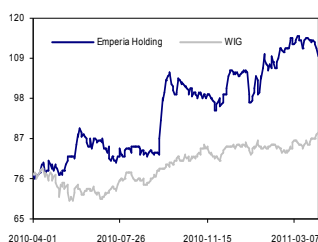
Emperia Holding (Zawieszona)

Cena bieżąca: 109,5 PLN Cena docelowa: -

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	5 257,1	5 916,6	12,5%	6 051,6	2,3%	6 462,5	6,8%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	148,9	203,5	36,7%	187,2	-8,0%	213,2	13,9%	MC (cena bieżąca)	1 655,1
marża EBITDA	2,8%	3,4%		3,1%		3,3%		EV (cena bieżąca)	2 015,8
EBIT	96,0	135,1	40,7%	112,5	-16,7%	124,4	10,6%	Free float	76,4%
Zysk netto	59,0	95,4	61,9%	77,1	-19,2%	85,6	11,0%		
P/E	28,1	17,3		21,5		19,3		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	14,8	10,1		10,9		9,5		Zmiana ceny: 6m	6,3%
P/BV	2,2	1,9		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	42,8%
EV/EBITDA	12,9	9,1		10,8		9,5		Max (52 tyg.)	115,0
Dyyield (%)	0,8	0,5		0,6		0,7		Min (52 tyg.)	76,0



Emperia miała pod koniec 1Q 2011 przedstawić strategię rozwoju na kolejne lata. Spółka poinformowała ostatnio, że prognozy finansowe zostaną opublikowane po określeniu wszystkich elementów transakcji sprzedaży spółek dystrybucyjnych Tradis.

Wyniki 4Q 2010

Przychody w 4Q 2010 zwiększyły się o 7,4% r/r do 1 531,7 mln PLN. Rentowność brutto na sprzedaży w 4Q była nieznacznie niższa r/r i wyniosła 16,3% wobec 16,6% w 4Q 2009. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były na zbliżonym poziomie r/r, co pozwoliło na wygenerowanie wyniku na sprzedaży 45,8 mln PLN (wzrost o 44,8% r/r). Dodatkowo saldo pozostałej działalności operacyjnej (3,5 mln PLN) i niższe niż w 4Q 2009 koszty finansowe (-3,8 mln PLN wobec -4,1 mln PLN w 4Q 2009) pozwoliły na wygenerowanie wyniku brutto 100% wyższym r/r. Ostatecznie dzięki niższej efektywnej stopie podatkowej r/r (21,1% wobec 25,2% w 4Q 2009) spółka raportowała wynik netto 36,1 mln PLN (wzrost 110% r/r). W całym 2010 Emperia miała 135,1 mln PLN zysku operacyjnego (wzrost 19,3% r/r) i zysku netto 95,4 mln PLN (wzrost 37,6% r/r). Spółka wygenerowała bardzo dobry poziom przepływów operacyjnych (277 mln PLN). Wyniki powyżej konsensusu. Spółka wyjaśnia osiągnięcie wyników efektem skali w segmencie dystrybucji (dojrzwianie centrów dystrybucyjnych). Niższa marża brutto na sprzedaży to z kolei wynik presji cenowej wywieranej przez konkurentów (w detalu i dystrybucji) oraz wynik słabych warunków atmosferycznych w 4Q 2010, co utrudniało realizowanie aktywnej sprzedaży w dystrybucji. Bardzo dobry poziom operacyjnych przepływów pieniężnych, w tym głównie zmiana zobowiązań pozwoliła na zmniejszenie długu netto o ponad 16% r/r.

Porządkowanie struktur

Zarząd spółki podpisał umowę dotyczącą nabycia przez spółkę EMP Investment Limited z siedzibą w Nikozji (Cypr), od spółki Emperia udziałów w spółce Elpro Sp. z o.o. z siedzibą w Lublinie (80 626 udziałów o wartości nominalnej 40 313 000 PLN, co stanowi 100% udziałów w kapitale zakładowym i liczbie głosów na walnym zgromadzeniu). Strony umowy określiły wartość udziałów Elpro Sp. z o.o. na kwotę 200 000 000 PLN. Przeniesienie aktywów jest elementem wdrażania nowej struktury zarządzania nieruchomościami i inwestycjami w nieruchomości Emperia. W nowej strukturze spółka Elpro będzie kontynuowała dotychczasową działalność jako deweloper i zarządzający nieruchomościami grupy. Inwestycja w udziały spółki Elpro ma charakter krótkoterminowej lokaty kapitałowej.

Skup akcji

Spółka w ramach programu skupu nabyła 1 170 akcji własnych po 105,90 PLN za jedną akcję. Od dnia rozpoczęcia programu skupu akcji własnych, spółka nabyła 181 728 akcji w sumie wydając na to około 18,3 mln PLN. Zarząd poinformował również, że nowe prognozy wyników finansowych zostaną przedstawione w momencie ostatecznego określenia wszystkich elementów transakcji wynikających z umowy inwestycyjnej zawartej pomiędzy Emperia Holding S.A. a Eurocash S.A.

Zarząd przedłużył o 6 miesięcy tj. do dnia 30.09.2011 okres trwania programu skupu akcji własnych.



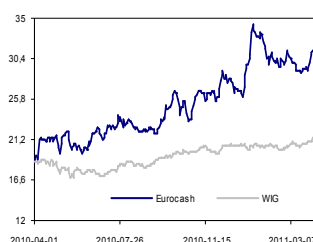
Eurocash (Kupuj)

Cena bieżąca: 31,2 PLN Cena docelowa: 37,4 PLN

Analityk: 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) 4 605,7
marża EBITDA	2,9%	3,0%		3,0%		3,4%		EV (cena bieżąca) 5 097,8
EBIT	145,2	170,5	17,4%	319,6	87,5%	422,4	32,2%	Free float 48,5%
Zysk netto	102,5	128,5	25,3%	202,0	57,2%	287,8	42,5%	
P/E	41,0	33,2		22,8		17,2		Zmiana ceny: 1m 2,3%
P/CE	27,7	22,6		15,7		12,8		Zmiana ceny: 6m 25,6%
P/BV	11,5	9,3		4,2		3,9		Zmiana ceny: 12m 66,0%
EV/EBITDA	20,8	19,0		12,4		9,9		Max (52 tyg.) 34,4
Dyield (%)	1,0	1,2		1,5		2,1		Min (52 tyg.) 18,8



W dalszym ciągu trwa due diligence należącej do Emperii spółki dystrybucyjnej Tradis. Zakończenie badania w spółce powinno ustalić ostateczną cenę nabycia Tradis. W dalszym ciągu spółka czeka również na decyzję UOKiK w sprawie koncentracji. Spodziewamy się, że spółka ma za sobą udany kwartał, zwracamy jednak uwagę, że w 2011 Wielkanoc przypada później niż w 2010 i wyższa sprzedaż z tym związana wpłynie na wyniki 2Q (w 2010 wyższa sprzedaż dotyczyła 1Q). Podtrzymujemy rekomendację kupuj z ceną docelową 37,4 PLN.

Nabycie udziałów w Pol-Cater

Spółka nabyła 100% udziałów w spółce Pol Cater Holding Sp. z o.o. z siedzibą w Puchałach ("Pol Cater"). Pol Cater poprzez spółkę zależną Dania Fast Food jest jednym z czołowych dystrybutorów towarów szybko zbywalnych towarów konsumpcyjnych (FMCG) do segmentu HoReCa w Polsce. Głównymi klientami są niezależne restauracje, sieci restauracji, firmy cateringowe oraz sieci stacji benzynowych. W okresie 12 miesięcy zakończonych 30 września 2009 r. spółka osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie 153,8 mln PLN.

Zmiana zaangażowania

FMR LLC zmniejszył udział w kapitale zakładowym Eurocash z 5,30% do 4,96%. FMR LLC wraz ze spółkami pośrednio i bezpośrednio zależnymi mają 5,03% kapitału zakładowego.



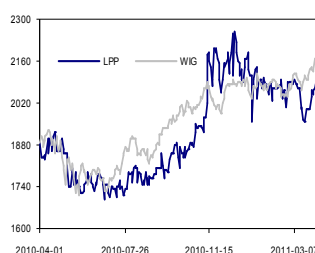
LPP (Akumuluj)

Cena bieżąca: 2106 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	2 080,0	3,8%	2 393,8	15,1%	2 756,4	15,1%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	277,4	296,6	6,9%	398,1	34,2%	448,5	12,7%	MC (cena bieżąca)	3 686,1
marża EBITDA	13,8%	14,3%		16,6%		16,3%		EV (cena bieżąca)	3 836,1
EBIT	181,3	202,1	11,5%	292,9	44,9%	340,0	16,1%	Free float	39,5%
Zysk netto	104,7	140,2	33,9%	217,4	55,1%	258,2	18,7%		
P/E	34,7	26,3		17,0		14,3		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/CE	18,1	15,7		11,4		10,1		Zmiana ceny: 6m	13,7%
P/BV	5,3	5,7		4,9		4,4		Zmiana ceny: 12m	14,4%
EV/EBITDA	13,9	13,3		9,6		8,4		Max (52 tyg.)	2 255,0
Dywidenda (%)	0,0	2,3		3,4		4,8		Min (52 tyg.)	1 700,0



Spółka pokazała bardzo dobre wyniki sprzedaży za marzec kończąc 1Q 2011 z przychodami 18% wyższymi r/r. Spółka od kilku miesięcy raportuje ujemną różnicę w marży brutto na sprzedaży r/r. W marcu 2011 rentowność również była niższa od marży z marca 2010, jednak ujemna różnica w rentowności była niższa (-2 p.p.) od raportowanych w poprzednich miesiącach. Ostatecznie LPP zamknęła 1Q 2010 z marżą brutto na sprzedaży na poziomie około 51,1%, czyli 1,4 p.p. niższą w porównaniu do 1Q 2010. Naszym zdaniem bez uwzględniania różnic kursowych i zdarzeń jednorazowych wyniki uzyskane w okresie styczeń-marzec pozwolą na wygenerowanie zysku netto w 1Q 2011. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj z ceną docelową 2 300 PLN.

Sprzedaż za marzec

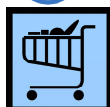
Skonsolidowane przychody ze sprzedaży osiągnięte w marcu 2011 wyniosły ok. 171 mln PLN i były wyższe r/r o 27%. Szacunkowa wartość marży brutto na sprzedaży wyniosła 62% i była niższa o ok. 2 punkty procentowe od zrealizowanej w marcu roku poprzedniego. Przychody ze sprzedaży w okresie styczeń - marzec 2011 wyniosły 494 mln PLN i były wyższe o 18% r/r. Spółka pokazała bardzo dobre wyniki sprzedaży za marzec a różnica w marży brutto na sprzedaży r/r zmniejszyła się po raz pierwszy od kilku miesięcy. Bez uwzględniania zdarzeń jednorazowych i różnic kursowych zrealizowana w marcu sprzedaż i rentowność brutto powinny pozwolić na wygenerowanie zysku netto w 1Q 2011.

Zamiana obligacji na akcje

Kapitał zakładowy LPP został podwyższony z kwoty 3 500 554 PLN do kwoty 3 523 130 PLN, w wyniku zgłoszenia oświadczeń o zamianie obligacji serii A i objęcia akcji serii K przez obligatariuszy w ramach zarejestrowanego warunkowego kapitału zakładowego i rejestracji 11 288 akcji zwykłych na okaziciela serii K. Liczba wszystkich wyemitowanych przez spółkę akcji wynosi 1 761 565.

Zmniejszenie zaangażowania

Aviva OFE zmniejszył udział w kapitale zakładowym LPP z 9,05% do 8,97%.



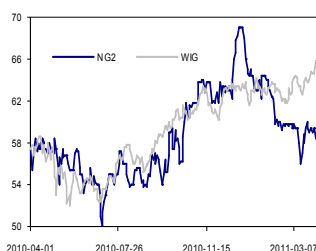
NG2 (Akumuluj)

Cena bieżąca: 58,35 PLN Cena docelowa: 63 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-23

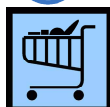
(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	922,4	1 029,6	11,6%	1 213,3	17,8%	1 380,8	13,8%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	126,5	154,9	22,5%	211,3	36,4%	252,3	19,4%	MC (cena bieżąca)	2 240,6
marża EBITDA	13,7%	15,0%		17,4%		18,3%		EV (cena bieżąca)	2 281,0
EBIT	108,2	133,5	23,5%	187,2	40,2%	222,5	18,8%	Free float	31,1%
Zysk netto	83,5	120,6	44,5%	146,7	21,7%	176,8	20,5%		
P/E	26,8	18,6		15,3		12,7		Zmiana ceny: 1m	-1,9%
P/CE	22,0	15,8		13,1		10,8		Zmiana ceny: 6m	1,4%
P/BV	6,6	5,2		4,4		3,8		Zmiana ceny: 12m	1,5%
EV/EBITDA	18,2	14,9		10,8		8,8		Max (52 tyg.)	68,9
Dywid (%)	1,7	1,7		3,0		4,3		Min (52 tyg.)	50,0



NG2 ma za sobą kiepski początek roku. Spółka zatowarowała sklepy kolekcją wiosenną, przez co nie miała zapasu na wyprzedaże i w okresie styczeń-luty 2011 raportowała ujemne dynamiki sprzedaży r/r. W marcu temperatury były niskie i dane o sprzedaży słabe. Spodziewamy się, że nie jest to trend dotyczący branży a specyficzna sytuacja NG2. Spodziewamy się, że w 1Q 2011 spółka nie uniknie straty na poziomie netto. Należy jednak pamiętać, że 1Q roku zwykle nie jest istotny dla rocznego wyniku netto. Spodziewamy się, że kolejne miesiące 2011 będą lepsze i już w kwietniu spółka będzie sprzedawała więcej (kwiecień 2010 był dla detalistów wyjątkowo słabym miesiącem). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj z ceną docelową 63,0 PLN.

Sprzedaż za marzec

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży za miesiąc marzec wyniosły 100,3 mln PLN i były wyższe r/r o 1,8%. Przychody za okres styczeń - marzec wyniosły 185,0 mln PLN i były niższe r/r o 5,5%. Przychody ze sprzedaży detalicznej za miesiąc marzec wyniosły 82,6 mln PLN i były wyższe r/r o 3,6%, narastająco za okres styczeń - marzec wyniosły 153,0 mln PLN i były niższe o 5,3% r/r. Spółka argumentuje słabą sprzedaż za marzec i za cały 1Q 2011 chłodnymi temperaturami i sklepami zatowarowanymi w kolekcję wiosenną. Spodziewamy się, że sprzedaż zrealizowana w marcu nie wystarczy na wygenerowanie dodatniego wyniku netto za 1Q 2011.



Vistula (Trzymaj)

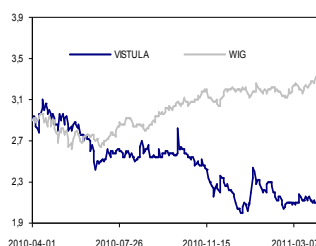
Cena bieżąca: 2,11 PLN

Cena docelowa: 2,1 PLN

Analityk: 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)	235,4
marża EBITDA	14,2%	11,1%		12,3%		13,5%		EV (cena bieżąca)	460,8
EBIT	40,2	23,3	-42,2%	34,1	46,4%	47,6	39,8%	Free float	40,5%
Zysk netto	16,9	1,7	-90,2%	10,3	522,1%	21,0	102,9%		
P/E	13,9	141,5		22,8		11,2		Zmiana ceny: 1m	0,5%
P/CE	6,8	13,4		9,1		6,4		Zmiana ceny: 6m	-19,8%
P/BV	1,0	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-25,7%
EV/EBITDA	8,0	11,8		9,3		7,3		Max (52 tyg.)	3,1
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Vistula pokazała słabe wyniki za 4Q 2010 i cały 2010. Pozytywne w wynikach były dynamiki sprzedaży segmentu odzieżowego, natomiast segment jubilerski zgodnie z oczekiwaniami pokazał ujemne dynamiki sprzedaży/m2 oraz słabszą r/r rentowność brutto na sprzedaży. Spółka sprzedała w 1Q 2011 jedną z posiadanych nieruchomości (sprzedaż i wpływ będą widoczne w wynikach 1Q 2011) i spłaciła część kredytów. W dalszym ciągu jednak nie jest wyjaśniona kwestia finansowania na ten rok – do 1Q 2012 Vistula musi spłacić lub przedłużyć spłatę ponad 100 mln PLN. Oprócz emisji akcji Vistuli Zarząd myśli o IPO odzieżowej spółki zależnej Deni Cler, jednak jest to spółka, która osiąga najsłabsze dynamiki sprzedaży w segmencie odzieżowym grupy. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową 2,1 PLN.

Wyniki 4Q 2010 i 2010

Przychody w 4Q 2010 wyniosły 107,4 mln PLN, czyli -2,7% poniżej naszych oczekiwań. Wynik operacyjny wyniósł 12,4 mln PLN wobec 13,1 mln PLN prognozowanych (-5,0%). Wynik netto wyniósł 5,5 mln PLN wobec prognozowanych przez nas 5,8 mln PLN. W całym 2010 spółka uzyskała 353,9 mln PLN przychodów (spadek -13,3% r/r), 23,3 mln PLN zysku operacyjnego (spadek -42,2% r/r) i 1,7 mln PLN zysku netto wobec 16,9 mln PLN w 2009. Wyniki są zbliżone do naszych prognoz. Spodziewaliśmy się nieznacznie wyższych przychodów oraz niższej marży brutto na sprzedaży w 4Q 2010 (56,3% wobec 55,1%P). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były w sumie w 4Q 2010 o 1 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań. W całym roku 2010 na wyniki w segmencie jubilerskim największy wpływ miał spadek popytu na biżuterię (przychody) oraz rosnące ceny złota i srebra (rentowność). W segmencie odzieżowym spółka poprawiła rentowność brutto na sprzedaży przy niższych przychodach.

IPO Deni Cler i dwucyfrowy wynik netto 2011

Vistula rozważa wprowadzenie na warszawską giełdę spółki zależnej Deni Cler, oferującą ekskluzywną odzież dla kobiet. Wiążące decyzje w tej sprawie powinny zapaść w drugiej połowie tego roku. Deni Cler posiada obecnie 30 salonów firmowych w największych miastach w Polsce. Prezes zapowiedział, że w tym roku grupa będzie dążyć do dwucyfrowego wyniku netto.

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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@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

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

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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:
BZ WBK

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-09-15	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	215,40	213,50
WIG w dniu rekomendacji	44147,39	47457,37

Erbud

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-07-05	2010-11-05	2011-01-19	2011-03-02
kurs z dnia rekomendacji	50,00	53,80	54,55	47,90
WIG w dniu rekomendacji	39805,41	47066,40	48371,02	47141,05

Komputronik

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-09-28	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	10,80	9,03
WIG w dniu rekomendacji	45017,26	47457,37

TPSA

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-07-29	2010-09-08	2010-10-28	2010-12-01
kurs z dnia rekomendacji	15,55	16,50	18,00	16,17
WIG w dniu rekomendacji	42415,78	42991,99	46059,42	45361,07

TVN

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-08-04	2010-09-03	2010-10-27	2010-11-29	2011-02-16
kurs z dnia rekomendacji	18,70	17,15	18,50	16,50	16,77
WIG w dniu rekomendacji	43412,75	42704,39	45756,17	45641,90	47349,61

Unibep

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2010-09-14	2010-12-03
kurs z dnia rekomendacji	8,38	9,94
WIG w dniu rekomendacji	44223,72	46481,15

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mond, 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, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

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

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

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

W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Przeгляд 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.