

5 lipca 2011

Opracowanie cykliczne



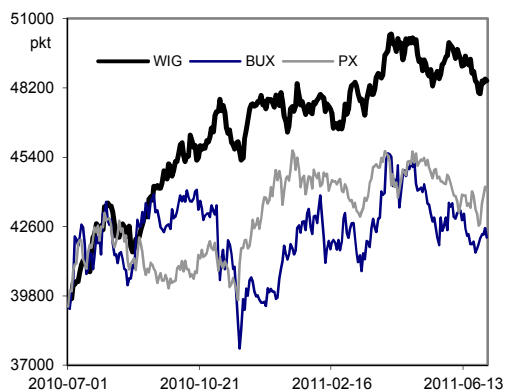
BRE DOM INWESTYCYJNY



Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	48 482
Średnie P/E 2011	13,1
Średnie P/E 2012	10,7
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 035 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

Przegląd miesięczny

Lipiec 2011

Rynek akcji

Mimo nawału złych informacji rynki akcji „trzymają się dzielnie”. Obniżenie oczekiwań co do danych makro pozwoli na coraz częstsze pozytywne zaskoczenia; sezon wyników powinien potwierdzić, że akcje nie są przewartościowane; ryzyko kryzysu zadłużeniowego choć nadal bardzo duże, na najbliższe tygodnie powinno osłabnąć; spadające ceny ropy i żywności obniżą presję inflacyjną – tym samym zatrzymując zacieśnianie polityki monetarnej na rynkach wschodzących. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji.

Ze spółek

Finanse. Zalecamy przeważanie w portfelu większych banków, w szczególności PKO BP, które jako jedne z pierwszych powinny skorzystać na poprawie sentymentu do sektora. Ponadto podtrzymujemy rekomendację kupuj na walory ING BSK oraz Kruka, oraz zalecenie redukcji dla Getin Holdingu i Millennium.

Paliwa. Nowa taryfa eliminuje krótkoterminowe ryzyka dla PGNiG i pozwoli na dyskontowanie ciekawych perspektyw w obszarze wydobywczym i infrastrukturalnym. Nadal pod presją pozostają marże w rafineriach i dlatego utrzymujemy negatywne nastawienie do Orlenu i Lotosu.

Energetyka. Ostatnie spadki cen energii w Niemczech pogorszyły sentyment do sektora. Polskie spółki nie powinny jednak tego odczuwać w wynikach. W przypadku PGE obciążeniem może być jednak perspektywa podaży akcji z MSP. Najciekawszą inwestycją jest Tauron.

Telekomunikacja. Sektor ze względu na swoje defensywne charakterystyki, zachowywał się lepiej niż szeroki rynek. W kolejnych miesiącach uważamy, że atrakcyjność branży spadnie m.in. ze względu na brak poprawy wyników i długą perspektywę kolejnej dywidendy.

Media. Drugi kwartał powinien być zdecydowanie lepszym okresem dla spółek mediowych niż pierwsze trzy miesiące roku. Obniżona ubiegłoroczną żałobą narodową baza porównawcza zapewni wzrosty wpływów z reklamy w spółkach telewizyjnych.

Informatyczne. Za najciekawsze spółki z sektora uznajemy Asseco Poland i AB. Mimo spadku notowań podtrzymujemy neutralne nastawienie do Comarchu.

Górnictwo i metale. Oczekiwana przez nas stabilizacja danych makro, szczególnie w Chinach, powinna pozytywnie wpływać na ceny metali, po „odklejeniu” się dywidendy akcje KGHM powinny szybko powrócić do obecnej ceny nominalnej. Nie wykluczamy dywidendy zaliczkowej po sprzedaży Polkomtela i Dialogu.

Przemysł. Spadek cen akcji Boryszewa w czerwcu generuje okazję do zakupu walorów Spółki. Nadal atrakcyjnie inwestycyjnie pozostają walory Impexmetal i Centrum Klima. Duża ilość ofert pierwotnych z Ukrainy i Rosji może zmniejszyć zainteresowanie inwestorów akcjami Astarty i Kernela.

Budownictwo. Podtrzymujemy sektorową rekomendację przeważaj. Duże kontrakty energetyczne nigdy nie były bliżej. Spółki są tanie, uwagę zwracamy szczególnie na: Mostostal Warszawa, Erbud i Unibep.

Deweloperzy. W czerwcu WIG-Deweloperzy spadł dwukrotnie mocniej niż indeks szerokiego rynku. Pomimo rosnącej konkurencji, sprzedaż mieszkań u poszczególnych deweloperów pozostaje na wysokim poziomie.

Handel. Spółki handlowe mają za sobą udany kwartał wspierany przez sezonowość i efekt niskiej bazy poprzedniego roku. Spodziewamy się wysokiej dynamiki wyników szczególnie u detalistów z sektora odzieży i obuwi.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Mondi (Akumuluj), ZUE (Kupuj), Centrum Klima (Kupuj), Cersanit (Trzymaj), Ciech (Akumuluj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Dom Development (Akumuluj), Polimex Mostostal (Trzymaj), Rafako (Akumuluj), Kopex (Trzymaj).

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	8
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	11
4. Statystyki rekomendacji	12
5. Banki	13
5.1. Getin	16
5.2. Handlowy	18
5.3. ING BSK	19
5.4. Kredyt Bank	19
5.5. Millennium	20
5.6. Pekao	21
5.7. PKO BP	22
6. Ubezpieczyciele	23
6.1. PZU	23
7. Usługi finansowe	24
7.1. Kruk	24
8. Paliwa, chemia	25
8.1. Ciech	26
8.2. Lotos	27
8.3. PGNiG	28
8.4. PKN Orlen	30
8.5. Police	32
8.6. ZA Puławy	33
9. Energetyka	34
9.1. CEZ	35
9.2. Enea	35
9.3. PGE	36
9.4. Tauron	37
10. Telekomunikacja	38
10.1. Netia	39
10.2. TP SA	40
11. Media	41
11.1. Agora	41
11.2. Cinema City	42
11.3. Cyfrowy Polsat	43
11.4. TVN	44
12. IT	45
12.1. AB	45
12.2. Action	46
12.3. ASBIS	47
12.4. Asseco Poland	48
12.5. ComArch	49
12.6. Sygnity	50
13. Górnictwo i metale	51
13.1. KGHM	51
13.2. LW Bogdanka	52
14. Przemysł	53
14.1. Astarta	54
14.2. Boryszew	55
14.3. Centrum Klima	57
14.4. Cersanit	58
14.5. Famur	59
14.6. Impexmetal	60
14.7. Kernel	61
14.8. Kęty	62
14.9. Kopex	63
14.10. Mondi	64
15. Budownictwo	65
15.1. Budimex	67
15.2. Elektrobudowa	69
15.3. Erbud	70
15.4. Mostostal Warszawa	71
15.5. PBG	72
15.6. Polimex Mostostal	74
15.7. Rafako	75
15.8. Trakcja Polska	76
15.9. Ulma Construcccion Polska	77



15.10. Unibep	78
15.11. ZUE.....	79
16. Deweloperzy	80
16.1. BBI Development	82
16.2. Dom Development	83
16.3. Echo Investment	84
16.4. GTC	85
16.5. J.W. Construction.....	86
16.6. P.A. Nova.....	87
16.7. Polnord	88
16.8. Robyg	89
17. Handel	90
17.1. Eurocash	93
17.2. LPP	94
17.3. NFI Empik	95
17.4. NG2	96
17.5. Vistula.....	97

Rynek akcji

Po słabym maju w czerwcu napływ negatywnych informacji jeszcze się nasilił: coraz trudniejsza sytuacja Grecji (obawy o pozostałe PIIGS), słabe dane makro i nadal rozczarowujące zachowanie wskaźników wyprzedzających, obniżenie prognoz wzrostu PKB w kluczowych gospodarkach, coraz bardziej prawdopodobne zagrożenie obniżeniem ratingu USA, rosnąca inflacja w Chinach, koniec QE2 czy wreszcie ostrzeżenia o słabszych wynikach (Carrefour, Philips, Nokia). Jeżeli dołożymy do tego jeszcze inne istotne wydarzenia całego półrocza, tj. zamieszki w krajach arabskich, trzęsienie ziemi w Japonii, rosnące stopy procentowe na rynkach wschodzących i początek serii podwyżek w strefie Euro to wydaje się, że jest to wystarczająca dawka, żeby rynki akcji poddały się silnej przecenie. Tymczasem od początku roku większość światowych indeksów nadal notuje wzrosty (S&P500 +4%, DAX +5,6%, WIG +1,9%, MSCI EM -1,6% - głównie za sprawą Chin i Brazylii). Nadal uważamy, że świadczy to o dużej sile rynku.

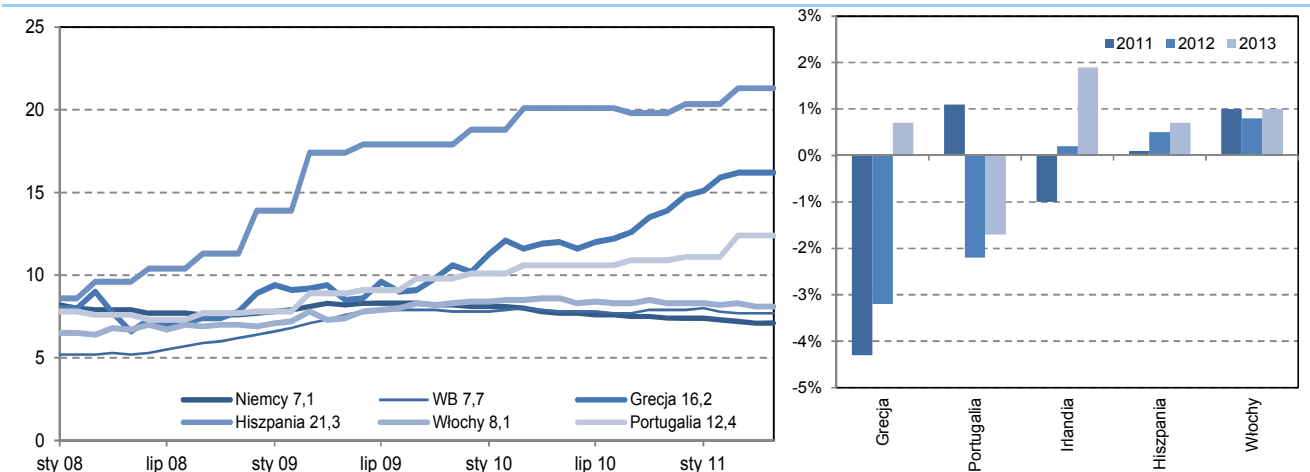
Ewidentne spowolnienie wzrostu gospodarczego w stosunku do oczekiwań z początku roku, nie zmienia jednak faktu, że światowa gospodarka w br. nadal powinna rozwijać się w tempie blisko 4% (3,8%, w przyszłym roku 4,1%), wyniki spółek w USA ciągle okazują się być lepsze niż oczekiwania analityków (głównie za sprawą dużej ekspozycji na azjatyckie rynki wschodzące, rozczarowania wynikami dotyczą przede wszystkim spółek europejskich z ekspozycją na Strefę Euro) a bieżące wyceny nie wskazują na przewartościowanie akcji. Już w okresie wakacyjnym spodziewamy się, że przy obniżonych oczekiwaniach (najniższe wskaźniki optymizmu od połowy 2010) dane makro zaczną częściej zaskakiwać pozytywnie (wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu, sentyment konsumenta, rynek pracy) niż negatywnie. Spadek cen ropy a przede wszystkim cen żywności będzie stwarzał mniejszą presję na inflację, szczególnie na rynkach wschodzących. Wyraźnie poprawia się sytuacja w Japonii, gdzie do sierpnia produkcja przemysłowa powinna powrócić do poziomów sprzed marcowego trzęsienia ziemi odblokowując m.in. łańcuch dostaw komponentów dla fabryk z innych krajów. Kryzys zadłużeniowy w Europie, chociaż nadal nie został rozwiązany, w perspektywie najbliższych miesięcy powinien osłabnąć na sile.

Na GPW brak nowego kapitału wśród krajowych funduszy powoduje, że szansę na wybicie z obecnej konsolidacji daje chyba tylko zwiększona aktywność inwestorów zagranicznych. Takiego scenariusza oczekujemy. W obserwowanej od dwóch miesięcy korekcie WIG20 zachowuje się lepiej niż inne indeksy rynków wschodzących, głównie dzięki relatywnej sile sektorów defensywnych: energetyce, telekomunikacji. Na rynku wzrostowym, w całym spektrum EM, WIG20 zapewne będzie słabiej zachowującym się indeksem, ale na poziomie selekcji spółki takie jak: KGHM, PGNiG, banki, sektor budowlany czy media powinny zachowywać się istotnie lepiej niż indeks.

Ekonomia z wielką polityką w tle

Grecja wykonała pierwszy krok, który pozwoli na uspokojenie sytuacji na rynkach finansowych - przynajmniej w krótkiej perspektywie. Przyjęcie przez grecki parlament drastycznego programu oszczędnościowego otwiera drogę do wprowadzenia kolejnej transzy pomocy ze strony UE. Obecnie kluczem pozostaje przyjęcie programu restrukturyzacji długu, tak żeby wprowadzane przez rząd reformy i ich efekty nie były „pożerane” przez rosnące koszty obsługi zadłużenia (jak dotychczas). Naprzeciw temu wychodzi propozycja francuska zakładająca, że posiadacze obligacji, które zapadają do 2014 roku, zainwestują 70% tej kwoty w 30-letnie obligacje (ich wartość nominalna gwarantowana poprzez spółkę celową posiadającą obligacje krajów z najwyższą wiarygodnością kredytową lub instytucje takie jak ECB). Plan zakłada warunek konieczny, tj. musi pojawić się nieformalna deklaracja agencji ratingowych, że nie obniżą one ratingu greckich obligacji do poziomu „niewypłacalność”. Plan obejmuje zarówno obligatariuszy publicznych jak i prywatnych.

Stopa bezrobocia (LS) i prognozy wzrostu PKB (PS) w wybranych krajach Strefy Euro



Źródło: Eurostat, Commerzbank

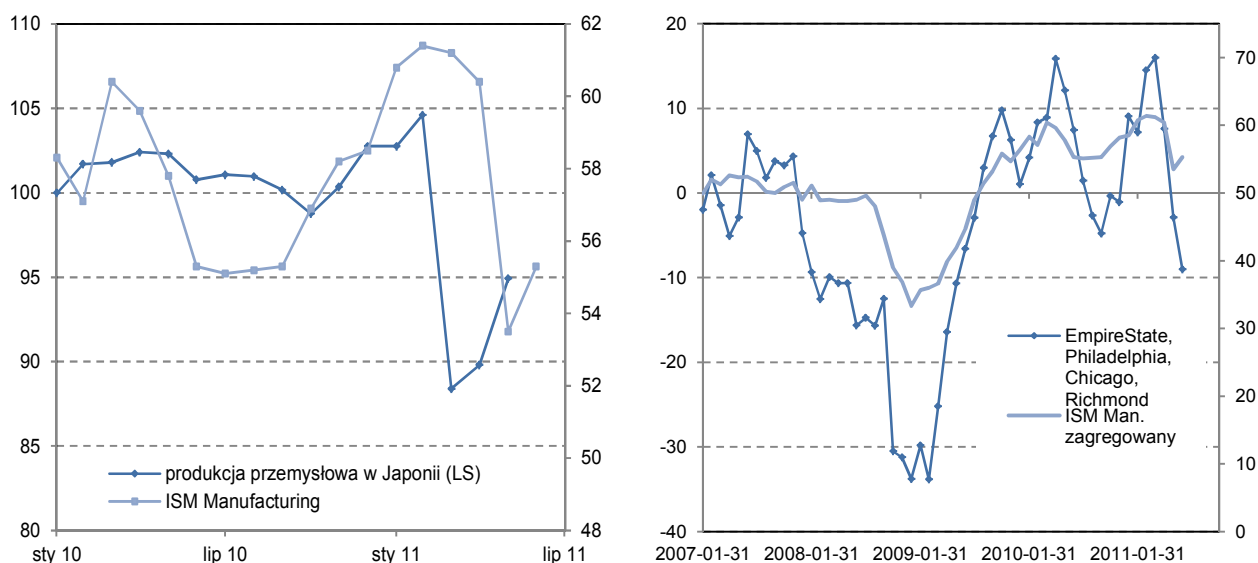
Oczywiście to zaledwie mały krok w kierunku rozwiązania problemu zadłużenia krajów peryferyjnych w Europie, które nadal nie pozbyły się fundamentalnych problemów. Zarówno Grecja jak i Portugalia zanotują w tym roku spadek PKB na poziomie 2-3%. Wzrost gospodarczy w Hiszpanii, Włoszech czy Irlandii nie przekracza 0,5% i w dużej mierze opiera się na popycie zewnętrznym (ryzyko wejścia w recesję w przypadku dalszego spowolnienia wzrostu w pozostałych krajach Strefy Euro). Dodatkowo pierwszy z wymienionych krajów cały czas notuje wzrost stopy bezrobocia, która przekroczyła 21%. Dużą niepewność wprowadzają również agencje ratingowe, które obniżając ocenę kredytową długu danego kraju bądź sektora takiego jak banki, wywołują natychmiastową reakcję rynków finansowych i automatyczny wzrost spread'ów płaconych do niemieckich papierów dłużnych lub problem ze znalezieniem popytu na te papiery. Wreszcie czynnikiem zapalnym jest system bankowy w Hiszpanii, w której nadal obniżają się ceny nieruchomości zwiększając ryzyko problemów z bilansami małych banków. Podwyżki stóp procentowych w Strefie Euro dodatkowo mogą przyspieszać skalę niespłacania hipotek i narastanie problemu. Czynniki te nadal będą wywoływać turbulencje na rynkach finansowych i utrzymywanie się wysokich premii w wycenie długu z krajów PIIGS.

Istotnym wydarzeniem, wpływającym na zachowania inwestorów w lipcu, będzie oczekiwanie na decyzję Kongresu ws. rozwiązania kwestii ustawowego limitu zadłużenia USA. W maju dług publiczny USA osiągnął dozwolony poziom 14,3 bln USD, co powoduje, że administracja Obamy nie może już zaciągać nowego zadłużenia. Obecnie spłata należności odbywa się z wykorzystaniem nadzwyczajnych rezerw budżetowych. Wg szacunków rezerwa zostanie „skonsumowana” już na początku sierpnia. Rozmowy pomiędzy Demokratami a Republikanami utkwily w martwym punkcie, po tym jak pierwsza strona obstaje przy konieczności podwyższenia podatków, podczas gdy druga chce wprowadzić drastyczne cięcia w wydatkach. Na to stanowczo nie zgadzają się Demokraci, którzy twierdzą, że uderzy to w najbardziej niebezpieczną część społeczeństwa (obcięcie wydatków m.in. na emerytów, biednych, etc.). W negocjacje zaangażował się sam prezydent Obama. Jeżeli obie strony nie dojdą do porozumienia zareagują agencje ratingowe, w najlepszym przypadku obniżając ocenę papierów dłużnych USD (obecnie najwyższy rating), co oznaczałoby masową wyprzedaż obligacji i silny wzrost rentowności. Jak na razie zachowanie się rentowności nie wskazuje, żeby inwestorzy przykładali wysokie prawdopodobieństwo negatywnego scenariusza. W minionym miesiącu rentowność obligacji 10-cio letnich utrzymuje się na poziomie 3,15%.

Wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu

Jednym z największych negatywnych zaskoczeń minionych tygodni był ISM Manufacturing, który w maju obniżył się z 60,4 do 53,5 punktów. W czerwcu pojawiały się kolejne lokalne (Philadelphia, Empire, Chicago) ISM, które wskazywały, że czerwcowy odczyt będzie jeszcze słabszy, łącznie z możliwością zejścia poniżej poziomu 50 punktów, który zapowiada już spadki produkcji. Słabszym odczytom w USA towarzyszyły również spadki wskaźników w Strefie Euro oraz w Chinach. Jednym z powodów, dla których wskaźniki wyprzedzające w przemyśle USA i strefie Euro mogły tak gwałtownie obniżyć się w maju i czerwcu był wpływ załamania produkcji w Japonii po trzęsieniu ziemi i przerwy łańcuch dostaw. Majowe dane potwierdzają, że gospodarka japońska dosyć szybko odbudowuje się a produkcji przemysłowa i eksport zaopatrzeniowy za dwa miesiące mają powrócić do poziomów sprzed załamania. Powinno to pozytywnie wpływać na ISM/PMI w części nowe zamówienia i bieżąca produkcja, powodując powrót zagregowanych wskaźników w obszary oddalone od 50 pkt. Dane czerwcowe (wzrost do 55,3) potwierdzają tę tezę.

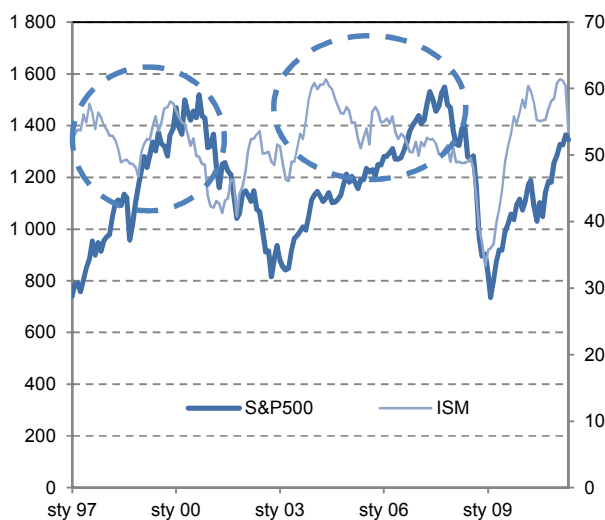
Produkcja przemysłowa w Japonii (100=styczeń 2010) na tle ISM Manufacturing (LS), ISM Manufacturing na tle ISM dla poszczególnych regionów (PS)



Źródło: Bloomberg

Wolniejszy wzrost niż dotychczas, ale nadal wzrost nie powinien szkodzić akcjom. Patrząc na historyczne zależności pomiędzy wskaźnikami wyprzedzającymi a rynkiem akcji, można stwierdzić, że ISM/PMI dawały dobry sygnał kupna akcji przy kończącej się recesji, ale nie sprawdzały się wtedy kiedy rynek akcji budował szczyt hossy.

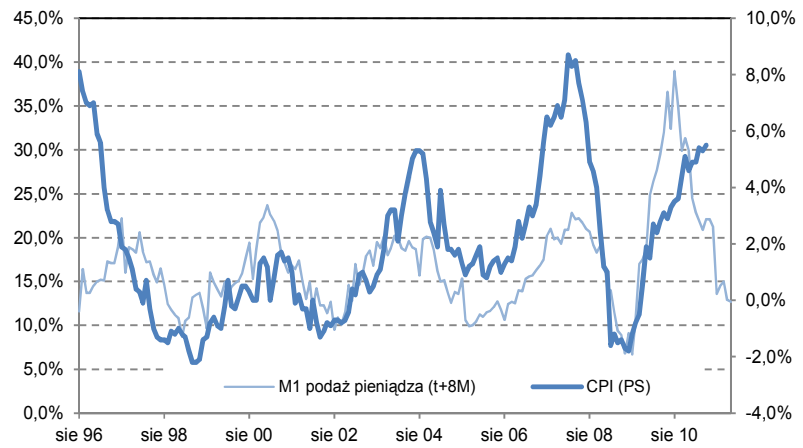
S&P 500 (LS) na tle ISM przemysłu (PS) w USA



Źródło: Bloomberg

Chłodzenie gospodarki w Chinach

Inflacja CPI w Chinach w maju wyniosła 5,5% i nadal rodziła obawy o konieczność dalszego chłodzenia gospodarki, co negatywnie przekładało się m.in. na ceny metali. Z ostatnich wypowiedzi premiera Chin („kreacja pieniądza powróciła do normalnych poziomów”) może jednak wynikać, że polityka zacieśniania monetarnego może powoli kończyć się. Produkcja przemysłowa i wzrost gospodarczy nadal znajdują się na wysokim poziomie. Czerwcowy wskaźnik wyprzedzający dla przemysłu obniżył się jednak do 50,9. Z drugiej strony dosyć wyraźnie obniża się presja inflacyjna ze strony cen żywności i ropy. Ceny nieruchomości rosną zdecydowanie wolniej a podaż pieniądza wyhamowała do poziomów adekwatnych do wzrostu gospodarczego. W długim okresie problem z pewnością pozostaje, ale perspektywa najbliższych miesięcy powinna oznaczać przynajmniej brak dalszych podwyżek stóp procentowych i rezerw obowiązkowych w bankach.

Inflacja CPI w Chinach na tle podaży pieniądza (t+8m) oraz zmiana cen żywności na rynkach światowych

Źródło: Bloomberg

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

Makroekonomia

Stopy procentowe

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, w czerwcu RPP podwyższyła stopy o 25pb. Stopa repo wynosi obecnie 4,50%. RPP zakomunikowała również, że dokonane zacieśnienie monetarne powinno skutkować powrotem inflacji do celu w średnim okresie, co jest istotną zmianą w retoryce Rady i sugeruje brak podwyżek stóp na przestrzeni kolejnych kilku miesięcy (również Prezes Belka stwierdził na konferencji, że cykl szybkich podwyżek został ostatecznie dokończony na czerwcowym posiedzeniu).

Przechodząc do pozostałych części komunikatu, diagnoza stanu koniunktury w polskiej gospodarce cały czas jest optymistyczna - wskazano na ożywienie popytu inwestycyjnego i kontynuację poprawy sytuacji na rynku pracy.

RPP stosunkowo niewiele miejsca poświęca również kwestii wyplaszczenia globalnego wzrostu spodziewanego w najbliższych kwartałach oraz coraz wyraźniejszym podażowym czynnikom antyinflacyjnym pojawiającym się w polskiej gospodarce (patrz spadające ceny żywności, a w szczególności warzyw i owoców).

Zmianie retoryki RPP (i konsekwentnie rewizji rynkowych oczekiwań na zacieśnienie monetarne – patrz spadek na 2Y o około 10pb.) sprzyjać będzie niższa, uwzględniająca wpływ serii dokonanych podwyżek stóp projekcja inflacyjna (publikacja w lipcu) oraz obniżenie rocznego wskaźnika inflacji w miesiącach letnich (patrz wspomniane spadki cen paliw oraz owoców i warzyw). Taki scenariusz „lokalny” w połączeniu z coraz bardziej widocznym wyplaszczaniem wzrostu gospodarczego i wydłużeniem okresu niskich stóp na rynkach bazowych skutkować powinien dalszym spadkiem rentowności polskich obligacji. Oczekujemy, że do kolejnej podwyżki stóp może dojść najwcześniej jesienią i to tylko w sytuacji dalszego wzrostu inflacji bazowej i ugruntowania ożywienia gospodarczego. Podkreślamy, że czynniki cykliczne w polskiej gospodarce wydają się być obecnie bardzo silne i sugerują kontynuację ożywienia gospodarczego, a ryzyka dla tego scenariusza wiążą się z rozwojem sytuacji w USA (kilka kwartałów niższego wzrostu) i na peryferiach strefy Euro (rozlanie kryzysu zadłużeniowego i dalsze umocnienie CHF, co zaczyna uderzać w polskich konsumentów posiadających kredyty w CHF).

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w maju o 13,8% (nasze oczekiwania 14,2%) plasując się tym samym powyżej średniej z oczekiwań rynkowych (13,1%). Wyhamowanie sprzedaży to przede wszystkim korekta wcześniejszych wzrostów napędzanych czynnikami jednorazowymi – tempo wzrostu sprzedaży powróciło w maju do „normalnych” poziomów, bardziej spójnych z fundamentami gospodarki. Bardziej zauważalnemu hamowaniu sprzyjał jeden dzień roboczy więcej w ujęciu rocznym.

W poszczególnych kategoriach widzimy przede wszystkim utrzymanie korzystnych trendów w sprzedaży samochodów (+10% r/r wobec 11% poprzednio), sezonowe przyhamowanie żywności i sprzedaży w sklepach niewyspecjalizowanych (odpowiednio 5,9% oraz 33%). Za sezonowe uznajemy również wyhamowanie sprzedaży odzieży (sezon zaczął się w tym roku wcześniej – dodatkowo konsumenci mogą być w obecnych warunkach bardziej wrażliwi z uwagi na wyższe ceny). Jedynym niepokojącym sygnałem jest mocny spadek dynamiki sprzedaży w kategorii meble, RTV i AGD (z 17,9% do 3,8%) – na tym etapie nie jest możliwe stwierdzenie, czy jest to efekt jednorazowy, czy początek wyplaszczenia trendu (co miałoby negatywne konsekwencje dla konsumpcji prywatnej, jako że spożycie dóbr trwałych jest istotnym wskaźnikiem wyprzedzającym). Tradycyjnie liczone przez nas agregaty sprzedaży w ujęciu bazowym (po wyłączeniu żywności i paliw) oraz bazowym po wyłączeniu samochodów wyglądają wciąż korzystnie – trend wzrostowy jest kontynuowany. Spodziewamy się, że dynamika sprzedaży rzędu 10-14% to poziom, do którego średnio rzecz biorąc będziemy zmierzać w kolejnych miesiącach. Czynnikiem ryzyka dla ww. scenariusza są wysokie ceny i ich negatywny wpływ na konsumpcję. W czerwcu deflator sprzedaży odnotował poziom 5,3% (powyżej inflacji CPI). Podobnego przyspieszenia doznał deflator sprzedaży w ujęciu bazowym (z 1,6% do 2,3%). Silne przyspieszenie procesów cenowych może być sygnałem do utrwalenia się inflacji na wysokich poziomach (zwłaszcza bazowej).

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w maju 7,7% r/r zgodnie z naszymi oczekiwaniami, po 6,6% dynamice w kwietniu. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych utrzymał się wzrost na identycznym poziomie jak w kwietniu 8,7% r/r, zaś w ujęciu miesięcznym produkcja odsezonowana zanotowała wzrost o 0,3pp. do poziomu 1,7%. W stosunku do maja 2010r. wzrost zanotowało 25 spośród 34 kategorii, w tym przede wszystkim kategorie eksportowe (surowce niemetalowe, metale, meble), roczne spadki dotyczyły głównie elektroniki i wynikały z efektów bazowych z roku 2010. Wzrost na poziomie 2,6% m/m (nieodsezonowany) to jeden z historycznie najwyższych zanotowanych w maju, co wskazuje na ciągle dobrą sytuację w polskim przemyśle. Zaskakująca okazała się produkcja budowlano-montażowa, która wzrosła o 23,9% w ujęciu rocznym (zdecydowanie powyżej poprzedniej dynamiki w okolicach 16%).

Rośnie oczywiście przede wszystkim infrastruktura oraz roboty specjalistyczne (skupiające np. przygotowanie terenu pod budowę): dynamiki odpowiednio 49,9% r/r oraz 30,5% r/r. Trend na tych kategoriach – biorąc pod uwagę zarówno opóźnienia, jak i napięty harmonogram – daleki jest od szybkiego wyczerpania. Jest to czynnik, który wspiera dynamikę inwestycji w rachunkach narodowych, która w II kwartale będzie co najmniej równa tej odnotowanej w kwartale I. Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu uplasowała się nawet poniżej naszej prognozy (7,0%), na poziomie 6,5% r/r. Obniżenie się wskaźnika PPI to przede wszystkim efekt bazy, jednak również poprzedni odczyt został zrewidowany do 8,8% (poprzednio 8,9%). Dodatkowo – co chyba najbardziej istotne – miesięczna dynamika cen producentów uplasowała się na ujemnym poziomie (-0,2%), co świadczy o tymczasowym efekcie poprzedniego szoku (nie wystąpił mechanizm dalszej propagacji, co jest korzystne z punktu widzenia procesów inflacyjnych). Jednocześnie efekty bazowe z poprzedniego roku pozostają wciąż w mocy, co sugeruje że roczna dynamika cen producentów może w kolejnych miesiącach nadal spadać.

Rynek pracy

Dynamika płac obniżyła się w maju z 5,9% do 4,1% r/r. Z tej perspektywy odczyt poprzedni można traktować jako odchylenie w górę od trendu. Szczegółowe dane GUS wskazywały na niemal 30% dynamikę w pojedynczych podsekcjach przetwórstwa przemysłowego. W maju najwidoczniej zaburzenie to ustąpiło. Utrzymanie ożywienia w polskiej gospodarce będzie implikowało podobne lub nieco wyższe wzrosty wynagrodzeń od tych obserwowanych obecnie. Na scenariusz dalszego wzrostu płac wskazują również wyniki badań przeprowadzanych wśród przedsiębiorców. Cały czas dynamikę płac mogą stymulować żądania płacowe w przedsiębiorstwach z udziałem skarbu państwa oraz ostatnie wzrosty inflacji.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 3,6% w ujęciu rocznym (w ujęciu miesięcznym odnotowano stagnację). Dynamika zatrudnienia jest dla nas zaskoczeniem – prognozowaliśmy niewielki wzrost w ujęciu miesięcznym. Choć nie znamy jeszcze dokładnej kompozycji zatrudnienia (będzie dostępna wraz z publikacją biuletynu statystycznego) tempo rekrutacji wyraźnie osłabło (spadek momentum widoczny był już od 4 miesięcy). Wprawdzie nie spodziewamy się wystąpienia serii spadków zatrudnienia (problemy globalne i niepewność mogą raczej skłaniać przedsiębiorstwa do redukcji liczby przepracowanych godzin), obniżenie miesięcznej dynamiki zatrudnienia w pobliżu zera będzie skutkowało szybkim spadkiem dynamiki w ujęciu rocznym. Taki stan może utrzymać się przez najbliższe miesiące – przyspieszenia zatrudnienia spodziewamy się na przełomie III i IV kwartału. W międzyczasie jednak roczna dynamika zatrudnienia może spaść nawet do 3,2%.

Inflacja

W maju inflacja wzrosła do poziomu 5,0% z 4,5% zanotowanych w kwietniu. Oczekiwania analityków oscylowały wokół poziomu 4,5%. Zaskoczenie inflacyjne zawdzięczamy przede wszystkim kontynuacji wzrostów cen żywności (1,3% m/m) oraz silnym wzrostom cen w kategorii zdrowie (0,8% m/m) i odzież i obuwie (1,9% m/m). Wzrosty cen odzieży i obuwia (trzeci miesiąc z rzędu) to efekt zmian metodologicznych mających na celu ujednoczenie metodologii polskiej i unijnej. Zmiany metodologiczne mogły również wpłynąć na znaczne zaburzenie wzorca sezonowego w kategorii żywność. Ceny w pozostałych kategoriach rosły już w bardziej umiarkowanym, choć wyższym niż jeszcze kilka miesięcy temu tempie. Przechodząc do perspektyw krótkoterminowych, oceniamy, że kolejny miesiąc może przynieść niewielki spadek/stabilizację wskaźnika inflacji. Czynnikiem wpływającym na ograniczenie wzrostu inflacji mogą być niższe ceny warzyw i owoców i zahamowanie wzrostów cen paliw. Inflacja bazowa będzie jednak systematycznie rostać.

Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu żywności i energii przyspieszył w maju do 2,4% wobec tempa wzrostu 2,1% r/r odnotowanego w kwietniu. Ta miara inflacji okazała się najniższa ze wszystkich: najmocniej przyspieszyła inflacja bazowa po wyłączeniu cen administrowanych (z 4,3% do 4,8%), 15% średnia obciążona uplasowała się na poziomie 4,0% (wobec 3,6% poprzednio), zaś inflacja bazowa po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych wzrosła do 3,2% (wobec 2,9% w kwietniu). Nie sama dynamika roczna jest jednak w tym przypadku niepokojąca, co przyspieszenie odnotowane na bazie miesięcznej: od 0,6% w inflacji bazowej po wyłączeniu cen administracyjnych (taki sam wzrost co headline) do 0,4% w przypadku pozostałych miar inflacji.

Choć część wzrostu wynika z pewnością ze zmian metodologicznych związanych z liczeniem cen odzieży i obuwia (taki efekt stwierdzono statystycznie w wielu krajach po takiej właśnie zmianie metodologii HICP), część odzwierciedla również rozlewanie się wcześniej zaobserwowanych (egzogenicznych) wzrostów cen na pozostałe kategorie (a więc dostosowania cen względnych). Z drugiej strony ceny sprzedaży detalicznej (wolne od zmian metodologicznych) przyspieszyły w maju bardziej niż inflacja CPI (do 5,2% headline) oraz inflacja bazowa (ceny bazowego koszyka detalicznego wzrosły o 2,8% r/r), co przerzuca ciężar wzrostu cen raczej na czynniki stricte gospodarcze: wysoki wzrost PKB, stabilny rynek pracy. Jeśli po stronie tych czynników nie zaobserwujemy zmian w drugiej połowie roku, również inflacja bazowa może utrzymywać się na podwyższonych poziomach (do tego

dochodzą także zapowiadane liczne podwyżki cen administrowanych – bilety – oraz wyższe ceny energii dla przedsiębiorstw, które będą przerzucane na konsumentów w cenach wszystkich niemal towarów).

Rachunek obrotów bieżących

W kwietniu deficyt na rachunku obrotów bieżących obniżył się do 959 mln EUR (z 1376 mln EUR po rewizji w marcu). Rewizja danych na przestrzeni ostatnich miesięcy okazała się marginalna. Zawężenie deficytu jest zgodne z naszymi oczekiwaniami – niemniej jednak trudno spodziewać się, aby była to tendencja trwała zważywszy na egzogeniczny charakter obniżenia ujemnego salda na rachunku bieżącym (transfery unijne).

Transfery bieżące podniosły się w kwietniu do 585 mln EUR z 280 mln EUR w marcu. Jak już wspomniano nie będzie to tendencja trwała (wpłaty z UE są wolatywne w obrębie miesięcy), zwłaszcza że przyszła rewizja danych dotyczących bilansu płatniczego ma dotyczyć między innymi zmniejszenia transferów prywatnych, które obecnie wydają się przeszacowywane. Na podobnym jak w marcu poziomie uplasowało się saldo dochodów (-1175 wobec -1327 przed miesiącem); bez niespodzianek obyło się również w przypadku salda usług – w tej kategorii również utrzymany został poziom z marca. Ciekawie przedstawia się jednak saldo na rachunku handlowym, właściwie jego komponenty. Eksport wzrósł w porównaniu do marca i uplasował się na poziomie 11275 mln EUR; tak samo zachował się import plasując się na poziomie 11994 mln EUR. Wzrosty wolumenów eksportu i importu są bardzo nietypowe biorąc pod uwagę sezonowość. Co więcej, dość zagadkowe jest nie-sezonowe (a więc musiały pojawić się inne niż zwykle zamówienia) przyspieszenie eksportu w warunkach istotnego pogorszenia globalnej koniunktury już w kwietniu (dotyczy eksportu); wysoką dynamikę importu przynajmniej częściowo tłumaczy bardzo wysoka sprzedaż detaliczna w kwietniu – nawet po wyłączeniu samochodów, żywności i paliw. Nasze modele oparte na „real-time data” są relatywnie skuteczne; niestety dotyczy to czasem danych publikowanych po rewizji – stąd też nie możemy wykluczyć, że ostateczne dane dot. eksportu i importu będą jednak nieco niższe, co powinno pozostać bez wpływu na saldo. Ono z kolei znajdzie się pod wpływem rewizji danych NBP. Można się spodziewać skokowego wzrostu deficytu na rachunku handlowym z uwagi na dołączenie do danych importowych importu używanych samochodów (być może ostatnie przyspieszenie importu to po części już efekt „testowania” nowej metodologii zbierania danych w tym zakresie).

Deficyt na rachunku obrotów bieżących osiągnie 5-6% PKB w 2011 roku za sprawą pogarszającego się salda wymiany handlowej, coraz większych transferów księgowanych na rachunku kapitałowym (zamiast na bieżącym) a także rewizji salda błędów i opuszczeń (wydaje nam się, że wpływ z tego tytułu wyniesie minimum +1pp. do stosunku deficytu na rachunku bieżącym do PKB). Choć deficyt będzie notował trwałą tendencję wzrostową, wyraźne zmiany obserwujemy także w strukturze jego finansowania – w ciągu czterech miesięcy inwestycje bezpośrednie w Polsce znalazły się na poziomie 5,9mld EUR, co jest wynikiem rekordowym. Z uwagi na strukturę finansowania, premia za ryzyko kraju, którego deficyt znajduje się na poziomie powyżej 5% PKB, może ujawniać się bardzo powoli (lub wcale...), zaś dostosowanie kursu do nowych poziomów równowagi (wynikających głównie z realnymi przepływami gotówkowymi w ramach importu i eksportu) przebiegać będzie bardzo gradualnie. Niemniej jednak uważamy, że wysoki deficyt będzie przeszkodą dla aprecjacji złotego, którego kurs (EURPLN) będzie utrzymywał się w okolicach 4.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2011	P/E 2012	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012
Banki										
GETIN	Redukuj	2011-06-01	13,86	12,70	12,70	0,0%	8,0	12,0		
HANDLOWY	Trzy maj	2011-01-18	93,00	88,30	87,70	0,7%	12,7	10,8		
ING BSK	Kupuj	2011-05-20	833,00	960,00	862,50	11,3%	12,5	10,9		
KREDYT BANK	Trzy maj	2011-06-03	17,60	17,00	17,30	-1,7%	14,2	10,7		
MILLENNIUM	Redukuj	2011-03-03	5,59	5,00	5,30	-5,7%	14,4	10,7		
PEKAO	Trzy maj	2011-03-03	164,00	148,20	164,00	-9,6%	14,0	12,4		
PKO BP	Kupuj	2011-05-23	42,99	49,00	41,60	17,8%	13,1	11,1		
Ubezpieczyciele										
PZU	Trzy maj	2011-06-03	391,00	390,00	381,00	2,4%	13,2	12,0		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2011-06-22	39,70	53,00	43,50	21,8%	11,6	10,0		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Akumuluj	2011-07-05	23,29	30,10	23,29	29,2%	23,9	10,7	4,7	4,3
LOTOS	Sprzedaj	2011-01-18	38,49	28,40	45,49	-37,6%	11,7	6,3	6,6	5,4
PGNiG	Trzy maj	2011-06-03	4,36	4,40	4,42	-0,5%	15,0	12,5	7,3	5,6
PKN ORLEN	Sprzedaj	2011-03-16	50,00	41,60	52,00	-20,0%	12,8	12,1	7,0	6,8
POLICE	Sprzedaj	2011-04-07	12,80	9,70	11,52	-15,8%	10,0	17,9	6,4	8,1
ZA PUŁAWY	Redukuj	2011-06-03	126,00	106,10	108,00	-1,8%	10,9	10,7	6,2	5,9
Energetyka										
CEZ	Redukuj	2011-05-17	151,50	134,70	138,50	-2,7%	10,5	10,0	7,4	7,0
ENEA	Akumuluj	2011-05-17	18,88	21,68	18,98	14,2%	11,2	9,4	3,9	3,9
PGE	Akumuluj	2011-05-17	24,15	27,74	23,52	17,9%	11,0	9,7	5,9	5,5
TAURON	Kupuj	2011-05-17	6,33	9,09	6,64	36,9%	9,4	8,5	4,2	4,1
Telekomunikacja										
NETIA	Trzy maj	2011-01-18	5,15	5,40	5,72	-5,6%	20,4	16,0	4,8	4,3
TPSA	Trzy maj	2011-04-05	17,75	16,10	16,64	-3,2%	17,3	15,9	4,7	4,6
Media										
AGORA	Kupuj	2011-06-03	20,29	28,90	17,84	62,0%	13,3	10,6	4,2	3,5
CINEMA CITY	Akumuluj	2011-03-03	36,06	42,90	35,00	22,6%	13,0	10,0	7,2	5,8
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2010-12-17	17,30	15,30	16,36	-6,5%	15,3	15,1	9,6	8,8
TVN	Trzy maj	2011-04-05	18,40	18,10	15,92	13,7%	19,4	13,8	10,2	8,1
IT										
AB	Akumuluj	2011-01-18	25,42	27,60	23,75	16,2%	7,5	8,6	6,3	6,5
ACTION	Akumuluj	2011-01-18	16,65	18,16	19,20	-5,4%	10,2	8,9	7,4	6,5
ASBIS	Akumuluj	2011-01-18	3,80	4,32	2,48	74,2%	6,5	4,0	4,5	3,5
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	49,02	32,6%	9,8	9,0	5,8	5,4
COMARCH	Trzy maj	2011-01-18	88,95	88,00	73,25	20,1%	13,5	11,5	5,6	4,7
SYGNITY	Trzy maj	2011-06-09	27,29	28,00	26,39	6,1%	66,6	14,4	8,3	6,1
Górnictwo i Metale										
KGHM	Akumuluj	2011-05-13	180,20	204,50	196,40	4,1%	6,3	10,5	4,3	6,7
LW BOGDANKA	Kupuj	2011-05-13	108,40	130,50	115,40	13,1%	14,1	9,7	7,1	4,9
Przemysł										
ASTARTA	Sprzedaj	2011-01-18	101,00	63,6	86,50	-26,5%	9,4	18,0	1,2	1,6
BORYSZEW	Kupuj	2011-07-01	0,91	1,2	0,93	29,0%	15,9	12,4	8,6	6,8
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-07-05	14,60	16,9	14,60	15,8%	12,5	10,1	8,0	6,6
CERSANIT	Trzy maj	2011-07-05	9,80	10,7	9,80	9,2%	18,5	13,5	9,6	7,8
FAMUR	Trzy maj	2011-05-25	3,70	3,9	3,80	2,6%	17,2	12,1	7,4	6,7
IMPEXMETAL	Kupuj	2011-03-18	4,67	5,7	5,01	13,8%	11,2	9,2	7,3	6,0
KERNEL	Akumuluj	2011-02-28	79,25	87,8	73,20	19,9%	10,0	9,5	7,4	6,3
KĘTY	Trzy maj	2011-05-02	131,20	135,0	127,00	6,3%	12,2	11,1	7,2	6,6
KOPEX	Trzy maj	2011-07-05	23,11	22,5	23,11	-2,6%	16,1	11,8	8,7	6,7
MONDI	Akumuluj	2011-07-05	80,50	88,7	80,50	10,2%	10,0	10,5	6,9	7,4
Budownictwo										
BUDIMEX	Trzy maj	2011-05-20	100,00	90,00	91,50	-1,6%	10,5	10,0	6,9	6,9
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2011-03-03	158,00	178,60	161,00	10,9%	14,5	12,9	9,1	7,9
ERBUD	Kupuj	2011-05-20	29,70	37,60	30,49	23,3%	24,9	8,9	13,7	5,6
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-05-20	34,00	54,00	30,70	75,9%	17,3	10,2	5,4	3,5
PBG	Kupuj	2011-05-20	142,00	167,90	145,10	15,7%	10,5	10,8	6,8	6,8
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzy maj	2011-07-05	3,32	3,41	3,32	2,7%	15,7	11,7	8,1	7,0
RAFAKO	Akumuluj	2011-07-05	12,51	12,80	12,51	2,3%	15,5	14,2	8,8	8,1
TRAKCJA POLSKA	Kupuj	2011-05-20	2,71	3,50	3,04	15,1%	9,7	8,9	6,6	5,9
ULMA CP	Akumuluj	2011-06-09	83,00	91,40	77,00	18,7%	11,9	12,8	4,0	4,3
UNIBEP	Kupuj	2011-05-20	6,56	9,78	6,66	46,8%	11,6	5,5	9,1	5,3
ZUE	Kupuj	2011-07-05	9,95	13,20	9,95	32,7%	10,5	9,9	6,1	5,0
Deweloperzy										
BBI DEVELOPMENT	Kupuj	2011-03-08	0,44	0,53	0,39	35,9%	20,4	6,3	28,8	10,1
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	2011-07-05	47,89	53,50	47,89	11,7%	14,3	9,1	13,1	6,9
ECHO	Kupuj	2011-04-05	4,94	6,17	5,37	14,9%	11,5	5,5	10,9	7,5
GTC	Kupuj	2011-05-27	19,25	23,36	17,67	32,2%	8,9	5,6	10,6	8,4
J.W.C.	Trzy maj	2011-05-06	15,45	16,30	14,95	9,0%	8,4	11,0	7,5	10,5
PA NOVA	Kupuj	2011-05-17	30,76	37,40	29,20	28,1%	16,6	16,4	14,1	16,4
POLNORD	Kupuj	2011-01-07	32,20	43,50	27,23	59,8%	10,2	6,0	14,3	7,9
ROBYG	Kupuj	2011-01-07	1,86	2,52	1,95	29,2%	14,1	5,0	16,3	4,9
Handel										
EUROCASH	Kupuj	2011-02-04	30,50	37,03	30,68	20,7%	22,4	16,9	12,2	9,7
LFP	Akumuluj	2010-12-03	2 140,00	2 300,00	2 260,50	1,7%	18,2	15,3	10,3	9,0
NFI EMPIK	Trzy maj	2011-05-27	18,20	19,00	16,50	15,2%	19,7	15,7	8,4	7,0
NG2	Akumuluj	2011-06-10	59,80	66,00	57,00	15,8%	15,2	12,7	10,4	8,6
VISTULA	Trzy maj	2011-03-03	2,10	2,10	1,62	29,6%	17,5	8,6	8,2	6,4

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BORYSZEW	Kupuj	Akumuluj	1,20	2011-07-01
KRUK	Kupuj		53,00	2011-06-22
NG2	Akumuluj	Akumuluj	66,00	2011-06-10
SYGNITY	Trzymaj	Kupuj	28,00	2011-06-09
ULMA CP	Akumuluj	Trzymaj	91,40	2011-06-09

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CENTRUM KLIMA	Kupuj	Akumuluj	16,90	2011-07-05
CERSANIT	Trzymaj	Redukuj	10,70	2011-07-05
CIECH	Akumuluj	Trzymaj	30,10	2011-07-05
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	Kupuj	53,50	2011-07-05
KOPEX	Trzymaj	Akumuluj	22,50	2011-07-05
MONDI	Akumuluj	Trzymaj	88,70	2011-07-05
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	Akumuluj	3,41	2011-07-05
RAFAKO	Akumuluj	Kupuj	12,80	2011-07-05
ZUE	Kupuj	Akumuluj	13,20	2011-07-05

Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	4	4	24	13	22	0	2	8	5	14
procent	6,0%	6,0%	35,8%	19,4%	32,8%	0,0%	6,9%	27,6%	17,2%	48,3%

Banki

KNF zaostża wymogi kapitałowe dla detalicznych kredytów walutowych

W dniu 7 czerwca 2011 na swoim posiedzeniu KNF przyjął zmianę do skierowanej do banków uchwały KNF nr 76/2010 w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka. Zmiana polega na podwyższeniu, z preferencyjnego poziomu 75% do bazowego poziomu 100%, wagi ryzyka dla ekspozycji, w przypadku których wysokość raty kredytowej (kapitałowej lub odsetkowej) jest uzależniona od zmian kursu walut innych niż waluta przychodów osiąganych przez dłużnika dla ekspozycji detalicznych oraz dla ekspozycji zabezpieczonych na nieruchomości mieszkalnej, która jest lub będzie zamieszkana lub przeznaczona pod wynajem przez właściciela. Według KNF zwiększenie bufora kapitałowego dodatkowo uodporni banki na ryzyka związane z kredytami walutowymi. Uchwała wchodzi w życie z dniem 30 czerwca 2012. Bazując na danych za 1Q 2011, obliczyliśmy że powyższe zmiany spowodują uszczerbek na współczynniku wypłacalności sektora ok. 78pb., a na współczynniku kapitałów własnych ok. 70pb. W konsekwencji na bazie pro-forma współczynniki wyniosłyby odpowiednio 13,2% oraz 11,7%. Wśród banków przez nas analizowanych, w konsekwencji przyjętych zmian najbardziej ucierpią współczynniki bazy kapitałowej Millennium, Getin Noble Bank oraz Kredyt Bank. Według naszych wyliczeń, współczynnik wypłacalności spadłby o 190pb. w Millennium, 110pb. w Getin Noble Banku oraz 102pb. w Kredyt Banku, odpowiednio do 12,9%, 8,7% oraz 11,2%. Z drugiej strony, najmniej wrażliwe na powyższe zmiany są współczynniki wypłacalności Handlowego (Opb., 15,8%), ING BSK (-12pb. do 12,6%) oraz Pekao (-30pb. do 18,2%). W przypadku współczynnika kapitałów własnych, ranking banków pod względem wpływu na wskaźnik jest taki sam, przy czym wartość samego wskaźnika kapitałów własnych dla Millennium oraz Kredyt Banku spada do niższego poziomu niż współczynnika wypłacalności, odpowiednio do 11,1% oraz 8,2%.

Wpływ zaostżenia wymogów kapitałowych dla walutowych kredytów hipotecznych na współczynnik wypłacalności oraz współczynnik kapitałów własnych

	(1Q 2011, %)		Wpływ na (pp.):		Skorygowany (1Q 2011, %):	
	Współczynnik wypłacalności	Współczynnik kapitałów własnych	Współczynnik wypłacalności	Współczynnik kapitałów własnych	Współczynnik wypłacalności	Współczynnik kapitałów własnych
Millennium	14,8	12,7	-1,90	-1,63	12,9	11,1
Getin Noble Bank	9,8	9,8	-1,10	-1,10	8,7	8,7
Kredyt Bank	12,2	8,9	-1,02	-0,75	11,2	8,2
PKO BP	13,4	12,3	-0,55	-0,51	12,8	11,8
Pekao	18,5	18,5	-0,30	-0,30	18,2	18,2
ING BSK	12,7	12,7	-0,12	-0,12	12,6	12,6
Handlowy	15,8	15,8	0,00	0,00	15,8	15,8
Sektor	14,0	12,4	-0,78	-0,70	13,2	11,7

Źródło: Banki, KNF, NBP, szacunki DI BRE Banku

Wyższe wagi ryzyka dla kredytów walutowych nie spowodują potrzeby podwyższania kapitałów – KNF

Przewodniczący KNF, Stanisław Kluza, powiedział w wywiadzie dla PAP, że podwyższenie wagi ryzyka dla walutowych kredytów detalicznych nie będzie skutkowało koniecznością zwiększenia kapitałów przez banki, chociaż w niektórych przypadkach współczynnik wypłacalności banku może spaść nawet o 2pp. Wypowiedź ta potwierdza nasze wyliczenia odnośnie wpływu nowych regulacji na współczynnik wypłacalności poszczególnych banków.

Nie ma potrzeby regulowania kwestii spreadów walutowych przy kredytach hipotecznych – Kwaśniak

Doradca Prezesa NBP, Wojciech Kwaśniak, powiedział w wywiadzie dla PAP, że nie ma potrzeby wprowadzania regulacji dotyczących spreadów walutowych przy spłacie walutowych kredytów hipotecznych. W jego opinii, w średnim i długim terminie mogłyby one zagrozić stabilności sektora bankowego w Polsce.

Zatwierdzenie zmian w prawie bankowym

Senat zgodził się, by oddziały zagranicznych instytucji kredytowych działających w Polsce można było przekształcać w banki krajowe. Ustawa określa warunki, zasady i procedury takiego przekształcenia. Instytucje kredytowe, czyli np. banki mające swoje siedziby na terytorium innego kraju UE, będą mogły utworzyć krajowy bank przez wniesienie do spółki akcyjnej

składników majątkowych, istniejącego w Polsce oddziału. Po przekształceniu w bank krajowy, nadzór nad jego działalnością będzie sprawowała KNF, a depozyty w nim zgromadzone mają być pod ochroną naszego Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Na nowo utworzony bank przejdzie zezwolenia, koncesje oraz ulgi przyznane dotąd oddziałowi instytucji kredytowej. Natomiast pieniądze przekazane przez instytucję kredytową na prowadzenie działalności oddziału nie będą zobowiązaniami banku. Powyższa nowelizacja prawa bankowego jest niezbędna do sfinalizowania przejścia Polbanku (polskiego oddziału greckiego banku EFG Eurobank) przez Raiffeisen.

Komisja Europejska zgodziła się na fuzję polskiego Raiffeisen Banku i Polbanku

30 czerwca Raiffeisen International poinformował, że Komisja Europejska zgodziła się na połączenie polskiego Raiffeisen Banku z Polbankiem. Zgoda ta była wymagana, aby docelowy proces połączenia banków był możliwy.

Wyniki sektora za kwiecień 2011

KNF zaraportował wyniki sektora finansowego za kwiecień 2011. Zysk netto wyniósł 1 123 mln PLN. Oznacza to spadek o 2% R/R oraz 32% M/M. Powodem spadku wyniku netto zarówno R/R jak i M/M było zmniejszenie się wyniku handlowego, -37% R/R oraz -46% M/M. Ponadto zwracamy uwagę, że kwiecień 2010 był rekordowym miesiącem pod względem wyniku netto w 2010.

Zysk sektora może wzrosnąć nawet o 25% R/R – KNF

Przewodniczący KNF, Stanisław Kluza, powiedział w wywiadzie dla *PAP*, że zysk netto sektora bankowego w 2011 może wzrosnąć nawet o 25% R/R z 11,7 mld PLN w 2010. Nasza skumulowana prognoza zysku netto dla siedmiu analizowanych banków wskazuje na 32% wzrost w 2011. Zaznaczamy, że jest to łącznie z jednorazowym zyskiem ze sprzedaży Open Finance przez Getin Holding (608 mln PLN). Po skorygowaniu naszych prognoz o tą transakcję, dynamika wyniku netto wynosi 24% R/R.

Szybszy zwrot depozytów w razie upadłości banku w UE

PAP podała, że ministrowie finansów krajów UE porozumeli się w sprawie skuteczniejszej ochrony oszczędności klientów w razie upadku banku. Zwrot depozytów w wysokości do 100 tys. EUR ma nastąpić w ciągu 20 dni. Obecnie obowiązuje tymczasowy mechanizm gwarantujący zwrot w ciągu 25 dni. Według *PAP* zgoda ministrów toruje drogę do negocjacji z Parlamentem Europejskim, który jednak zatwierdził nieco inną wersję nowych przepisów. Zasadnicza różnica dotyczy czasu zwrotu depozytów - europosłowie chcą 5 dni roboczych na zwrot, Komisja Europejska proponowała 7. By nowe przepisy mogły wejść w życie europosłowie i kraje UE muszą uzgodnić wspólną wersję. Inicjatywa jednolitego zabezpieczenia depozytów w całej UE oraz skrócenia okresu ich zwrotu to reakcja na kryzys finansowy z 2008 roku. W wyniku upadłości banków islandzkich do tej pory depozytów nie odzyskali klienci z Wielkiej Brytanii. Od grudnia 2010. obowiązuje tymczasowy mechanizm gwarantujący wypłatę depozytów w UE do 100 tys. EUR w ciągu 25 dni. W Polsce obowiązuje termin wypłaty 20 dni roboczych od dnia spełnienia warunku gwarancji (czyli dnia wskazanego przez KNF jako dzień zawieszenia działalności banku).

Moody's podniósł perspektywę polskich banków do stabilnej z negatywnej

Agencja Ratingowa Moody's podniosła perspektywę ratingu z negatywnej do stabilnej dla sektora bankowego w Polsce, Rosji, Turcji, Czechach, Azerbejdżanu i Uzbekistanu, zaliczając wszystkie te państwa do grona lepiej radzących sobie na tle regionu. Zgodnie z raportem Moody's solidna akcja kredytowa i osiągnięte wyniki banków będą wspierane w przypadku niektórych krajów, zwłaszcza Turcji i Polski, przez odreagowanie całej gospodarki, a w przypadku innych krajów przez eksport. Sprzyjające otoczenie gospodarcze będzie stabilizować jakość aktywów banków, dobrą zyskowność i odpowiednią płynność oraz kapitalizację.

Fitch potwierdził rating na poziomie A+ dla BZ WBK

Agencja Ratingowa Fitch potwierdziła rating podmiotu BZ WBK na poziomie A+. Perspektywa ratingu jest stabilna. Decyzja ratingowa odzwierciedla wysokie potencjalne wsparcie, jakie bank może oczekiwać od swojego głównego akcjonariusza Santander. Krótkoterminowy rating podmiotu został potwierdzony na poziomie F1, rating indywidualny na C, natomiast rating wsparcia na 1.

BRE sprzedał wierzytelności za 97 mln PLN

BRE poinformował, że sprzedał portfel wierzytelności o wartości 621 mln PLN nominalnie za 97 mln PLN firmie Kruk. Bank szacuje, że transakcja podwyższy jego wynik brutto za 2Q 2011 o 86 mln PLN. Transakcja również poprawi jakość portfela detalicznego banku.

BRE pozyskał 200 mln EUR z EBI

BRE poinformował, że zawarł z EBI dwie umowy kredytu, łącznie na 200 mln EUR (790 mln PLN). W pierwszej umowie, EBI udzielił BRE kredytu o wartości 100 mln EUR na finansowanie

projektów inwestycyjnych małych i średnich przedsiębiorstw. Kredyt został udzielony na 8 lat. W drugiej umowie EBI udzieli bankowi kredytu o wartości 100 mln EUR na finansowanie jednostek samorządu terytorialnego. Kredyt został udzielony na 12 lat.

Meritum Bank oraz Eurobank rzekomo rozważają utworzenie pośrednika finansowego

Według informacji dziennika *Parkiet*, Meritum Bank oraz Eurobank rozważają utworzenie własnego pośrednika finansowego. Z kolei Alior Bank ma być zainteresowany przejęciem jednego z już istniejących podmiotów. Instytucje te miałyby zająć się nie tylko dystrybuowaniem produktów dostarczanych przez własny bank, ale również sprzedawać produkty innych banków (głównie kredytów) oraz ubezpieczeń. Postrzegamy tę informację jako pozytywny sygnał odnośnie perspektyw wzrostu rynku kredytów w Polsce.

Spada zainteresowanie zakupem DZ Banku – prasa

Dziennik *Parkiet* doniósł, że spadło zainteresowanie nabyciem polskich aktywów DZ Banku. Według dziennika, ofert zakupu nie złożyło Raiffeisen Bank Polska, Bank Polskiej Spółdzielczości ani Getin. Zgodnie z wcześniejszymi doniesieniami prasowymi DZ Bankiem miał być zainteresowany również Alior Bank, ale dziennikowi nie udało się potwierdzić czy brał udział w przetargu. Ponadto, *Parkiet* doniósł, że obecna wycena banku znacząco spadła, do poniżej wartości księgowej. Dziennik twierdzi, że zakupem DZ Banku był zainteresowany jeden z chińskich banków oraz bank rosyjski. DZ Bank jest 25-tym bankiem komercyjnym w Polsce pod względem funduszy własnych. W 1Q 2011 wyniosły one 351 mln PLN. DZ Bank zajmuje się obsługą dużych korporacji, MSP oraz zamożnych klientów indywidualnych w ramach usługi private banking. Bank zatrudnia 198 osób i ma 5 placówek.

DnB Nord na sprzedaż

Norweski DnB Nord poinformował, że rozważa sprzedaż swoich udziałów w polskim banku. Decyzja została umotywowana skromnym udziałem rynkowym na konkurencyjnym rynku. Znaczące zwiększenie pozycji rynkowej wymagałoby poniesienia znacznych nakładów. DnB Nord działa w Polsce od 2002. Sieć dystrybucji obejmuje 40 oddziałów oraz 6 centrów bankowości korporacyjnych. Bank zatrudnia ok. tysiąca osób. Zysk netto za 2010 wyniósł 56,7 mln PLN, a aktywa ogółem na koniec 2010 były na poziomie 9,7 mld PLN.



Getin (Redukuj)

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

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-01

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	977,5	1 273,5	30,3%	1 589,5	24,8%	1 967,1	23,8%	Liczba akcji (mln)	712,4
Marża odsetkowa	2,9%	3,1%		3,1%		3,3%		MC (cena bieżąca)	9 047,7
WNDB	2 020,3	2 521,3	24,8%	2 950,9	17,0%	3 445,4	16,8%	Free float	44,3%
Wynik operacyjny*	1 187,6	1 544,9	30,1%	2 434,8	57,6%	2 068,5	-15,0%		
Zysk brutto	357,6	485,2	35,7%	1 516,3	212,5%	1 148,1	-24,3%		
Zysk netto	276,1	421,1	52,5%	1 150,7	173,3%	775,5	-32,6%		
ROE	7,4%	10,2%		22,7%		12,7%		Zmiana ceny: 1m	-9,3%
P/E	32,8	21,5		8,1		12,0		Zmiana ceny: 6m	11,3%
P/BV	2,4	2,0		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-7,6%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	15,3
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,3

* przed kosztami rezerw



Getin Holding ma się podzielić na dwa podmioty, na bank i pozostałą działalność. W naszej opinii sam podział nie kreuje wartości dodanej dla akcjonariuszy Getin Holding, chociaż suma zysku netto dwóch podmiotów będzie najprawdopodobniej większa niż zysk netto Getin Holdingu. Wynikać to będzie z braku tzw. odwracalnych wyłączeń konsolidacyjnych, które obecnie mają miejsce między Getin Noble Bankiem a TU Europą (43 mln PLN w 1Q 2011), chociaż współpraca między bankiem a ubezpieczycielem nadal będzie miała miejsce. Na powtarzalnym zysku netto, Getin Holding jest wyceniany na P/E 17,0x na 2011 i 12,0x na 2012, czyli z 26% i 8% premią do średniej dla spółek porównywalnych. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Getin Noble Bank sprzedał więcej kredytów Q/Q w 2Q 2011

Prezes Getin Noble Bank, Krzysztof Rosiński, poinformował, że bank spodziewa się wzrostu Q/Q wartości sprzedanych kredytów w 2Q 2011. Wskazał, że rośnie leasing, korporacja oraz część detaliczna. Z drugiej strony zaznaczył, że na rynku spadają marże kredytów hipotecznych i w związku z tym bank nie zamierza bronić swoich udziałów rynkowych za wszelką cenę. W 1Q 2011 Getin Noble Bank sprzedał 3,6 mld PLN kredytów (+64% R/R oraz +10% Q/Q), z czego 59% stanowiły kredyty hipoteczne. Szacujemy, że udział rynkowy Getin Noble Banku w nowej sprzedaży kredytów hipotecznych wzrósł w 1Q 2011 do 19% z 14% osiągniętych w całym roku 2010.

Getin Holding dzieli się na dwa podmioty, na Get Bank i pozostałe

W dniu 28 czerwca Getin Holding ogłosił, że jego Rada Nadzorcza zatwierdziła plan podziału spółki na dwa podmioty. Get Bank (później ma zmienić nazwę na Getin Noble Bank), który powstanie w wyniku połączenia Getin Noble Banku i Allianz Banku będzie obejmował obszar bankowości uniwersalnej na rynku polskim. Drugi podmiot będzie skupiał pozostałą działalność emitenta, czyli przede wszystkim następujące podmioty: TU Europa (ubezpieczenia), Carcade (leasing w Rosji), MW Trade (wierzycielności szpitali w Polsce), Plus Bank (bank na Ukrainie), Sombelbank (bank na Białorusi), Getin International oraz Idea Bank (usługi bankowe dla przedsiębiorstw w Polsce).

W odniesieniu do formy powstania pomiotu Get Banku, z formalnego punktu widzenia najpierw Allianz Bank zostanie upubliczniony (jako 100% własność Getin Holdingu). Później zostanie przeprowadzona emisja przejściowa w ramach, której Getin Holding wnie swoje udziały w Getin Noble Bank do Allianz Banku (powstanie Get Bank). W konsekwencji, akcjonariusze Getin Holdingu otrzymają akcję Get Banku proporcjonalnie do ich udziału w Getin Holding. Planowane połączenie Allianz Banku i Getin Noble Banku ma się odbyć w 1H 2012. Do tego czasu, priorytetem jest kompleksowa restrukturyzacja Allianz Banku. W naszej opinii podział Getin Holdingu na dwa podmioty jest neutralny z punktu widzenia wyceny fundamentalnej. Z drugiej strony zwracamy uwagę, że Getin Holding zostanie podzielony na dwa mniejsze podmioty, z potencjalnie mniejszą płynnością niż wynosi ona obecnie w Getin Holdingu.

Getin Noble Bank wyemitował 250 mln PLN długu podporządkowanego

Getin Noble Bank poinformował w komunikacie prasowym, że uplasował 250 mln PLN długu podporządkowanego. Dniem wykupu będzie 29 czerwca 2018, czyli za 7 lat. Bank poinformował, że jeżeli do dnia 13 grudnia 2012 KNF nie wyda zgody na zaliczenie pozyskanych środków do funduszy uzupełniających, Getin Noble Bank może dokonać wcześniejszego wykupu obligacji. Obligacje zostały wyemitowane w ramach programu obligacji do maksymalnej kwoty 500 mln PLN. Getin Noble Bank nie podał informacji o cenie. W naszej opinii, marża ponad 6M WIBOR kształtuje się na poziomie ok. 400pb. Obliczyliśmy, że emisja 250 mln PLN długu podporządkowanego poprawi współczynnik wypłacalności (ale nie kapitałów



własnych) o 77pb. W konsekwencji, współczynnik wypłacalności za 1Q 2011 na bazie proforma (uwzględniający łącznie zysk ze sprzedaży Open Finance oraz emisję długu) poprawił się o 155pb. do 11,4% względem 9,8% poziomu zaraportowanego. W naszych prognozach zakładaliśmy, że Getin Noble Bank wyemituje 150 mln PLN długu podporządkowanego na przełomie 2Q i 3Q 2011.

Ostateczna cena nabycia Allianz Banku ustalona na 149 mln PLN

Getin Holding poinformował, że ostateczna cena nabycia Allianz Banku została ustalona na 149 mln PLN. W dniu transakcji (31 maja 2011) Getin Holding przekazał sprzedającemu kwotę 159 mln PLN. Oznacza to, że TUIR Allianz zwróci Getin Holdingowi kwotę 9,6 mln PLN. Przypominamy, że ostateczna cena nabycia akcji Allianz Banku została określona jako wartość aktywów netto banku pomniejszona o uzgodnione przez strony pozycje w oparciu o sprawozdanie finansowe sporządzone na dzień zamknięcia transakcji, tj. na dzień 31 maja 2011.



Handlowy (Trzymaj)

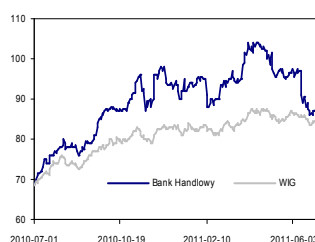
Cena bieżąca: 87,7 PLN Cena docelowa: 88,3 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn 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)	11 458,8
WNDB	2 418,4	2 563,4	6,0%	2 647,9	3,3%	2 822,8	6,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 200,6	1 184,4	-1,4%	1 273,0	7,5%	1 401,6	10,1%		
Zysk brutto	655,3	942,6	43,8%	1 129,1	19,8%	1 331,5	17,9%		
Zysk netto	504,4	754,8	49,6%	903,3	19,7%	1 065,2	17,9%		
ROE	8,5%	11,9%		13,4%		14,9%		Zmiana ceny: 1m	-10,0%
P/E	22,7	15,2		12,7		10,8		Zmiana ceny: 6m	-2,6%
P/BV	1,8	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	22,6%
DPS	0,0	3,8		5,7		4,8		Max (52 tyg.)	104,0
Dywid (%)	0,0	4,3		6,5		5,5		Min (52 tyg.)	71,6

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj na walory Handlowego z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 88,3 PLN. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, Handlowy zachowywał się gorzej niż średnio rynek, po tym jak odłączyła się dywidenda. Od 14 czerwca, kurs stracił 5%, czyli 3pp. więcej niż WIG indeks. Chociaż uważamy, że obecna wycena rynkowa Handlowego jest bliska wartości godziwej, w naszej opinii walory banku mogą zachowywać się defensywnie na wzrostowym rynku.



ING BSK (Kupuj)

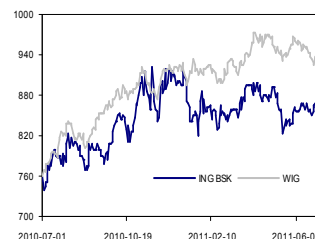
Cena bieżąca: 862,5 PLN Cena docelowa: 960 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 402,5	1 627,6	16,0%	1 787,9	9,8%	1 904,6	6,5%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkowa	2,2%	2,6%		2,7%		2,8%		MC (cena bieżąca)	11 221,1
WNDB	2 488,3	2 682,5	7,8%	2 927,7	9,1%	3 104,3	6,0%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	990,7	1 096,5	10,7%	1 286,4	17,3%	1 412,9	9,8%		
Zysk brutto	738,3	934,1	26,5%	1 117,1	19,6%	1 277,3	14,3%		
Zysk netto	595,1	753,1	26,6%	900,7	19,6%	1 029,8	14,3%		
ROE	13,1%	14,3%		15,1%		15,6%		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/E	18,9	14,9		12,5		10,9		Zmiana ceny: 6m	-5,0%
P/BV	2,3	2,0		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	15,0%
DPS	0,0	0,0		15,0		27,7		Max (52 tyg.)	922,0
Dywid (%)	0,0	0,0		1,7		3,2		Min (52 tyg.)	750,0

* przed kosztami rezerw



ING BSK jest najtańszym bankiem, notowany na wskaźniku 2011 P/E na poziomie 12,5x, czyli 12% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. W naszej opinii, ING BSK ze wskaźniki kredyty/depozytów na poziomie 76% (1Q 2011) jest pozycjonowany aby dalej zwiększać swój udział rynkowy w kredytach z 4,9% w 2010. W naszej opinii bank będzie konsekwentnie zmieniał strukturę swojego bilansu zwiększając udział kredytów w aktywach, kosztem papierów dłużnych. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj na walory ING BSK i 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 960 PLN.

Rezygnacja Wiceprezesa Zarządu

ING BSK poinformował, że w dniu 27 czerwca Evert Derks Drok złożył rezygnację z zajmowanego stanowiska – Wiceprezesa Zarządu banku odpowiedzialnego za pion detaliczny. Rezygnacja została umotywowana względami osobistymi.



Kredyt Bank (Trzymaj)

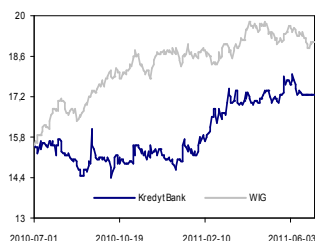
Cena bieżąca: 17,3 PLN Cena docelowa: 17 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn 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)	4 699,7
WNDB	1 530,4	1 588,4	3,8%	1 712,8	7,8%	1 834,9	7,1%	Free float	19,7%
Wynik operacyjny*	848,1	703,5	-17,1%	775,5	10,2%	841,9	8,6%		
Zysk brutto	46,7	234,7	403,0%	414,8	76,7%	550,5	32,7%		
Zysk netto	34,6	185,9	438,0%	331,8	78,5%	440,4	32,7%		
ROE	1,3%	6,9%		11,1%		13,0%		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/E	136,0	25,3		14,2		10,7		Zmiana ceny: 6m	15,3%
P/BV	1,8	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	13,4%
DPS	0,0	0,0		0,4		0,0		Max (52 tyg.)	17,9
Dywid (%)	0,0	0,0		2,1		0,0		Min (52 tyg.)	14,4

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj na walory Kredyt Banku oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 17,0 PLN. Choć spekulacje odnośnie potencjalnej sprzedaży Kredyt Banku przez KBC się nasilają, nasza wycena nie uwzględnia żadnej premii przejściowej. Zwracamy uwagę, że sytuacja finansowa Kredyt Bank różni się od sytuacji finansowej BZ WBK w momencie sprzedaży przez AIB. Na koniec 1Q 2011 finansowanie z grupy KBC wyniosło 9,3 mld PLN (w tym 900 mln PLN długu podporządkowanego), co odpowiadało za 20% aktywów, podczas gdy BZ WBK był niezależny finansowo od AIB. Ponadto, Kredyt Bank ma nie tylko najniższy wśród banków przez nas analizowanych współczynnik kapitałów własnych (8,9%), ale również negatywny wpływ zaostrzenia wymogów kapitałowych dla walutowych kredytów detalicznych jest większy niż średnia w sektorze (75pb. względem 70pb. dla sektora).

Kredyt Bank i Warta wystawione na sprzedaż – Bloomberg

Bloomberg powołując się na dwa anonimowe źródła doniósł, że KBC zamierza sprzedać swój udział w Kredyt Banku i w Warcie. Rzekomo KBC oczekuje ofert za ok. 2,5 mld EUR (10 mld PLN). Możliwa jest sprzedaż każdej firmy z osobna. Jak na razie żadne decyzje nie zostały podjęte, a harmonogram transakcji będzie zależał od warunków rynkowych. Sprzedaż polskich podmiotów jest podyktowana potrzebą splanowania pomocy rządowej. KBC ma 80% udziałów w Kredyt Banku i 100% w Warcie. Wartość rynkowa 80% pakietu Kredyt Banku wynosi 3,8 mld PLN, podczas gdy wartość księgowa kapitałów własnych Warty na koniec 1Q 2011 to 1,3 mld PLN (przy rentowności kapitałów własnych na poziomie 10%). W naszej opinii pozyskanie 10 mld PLN ze sprzedaży tych dwóch podmiotów będzie raczej trudne. W naszej opinii podmiotami, które mogą być zainteresowane przejęciem Kredyt Banku są: Pekao, BNP Paribas, Nordea, Societe Generale. Członek Zarządu włoskiej Intensy stwierdził, że nie są zainteresowani zakupem Kredyt Banku. Według doniesień prasowych zakupem Warty może być zainteresowany VIG.

Kredyt Bank w ciągu miesiąca pozyskał 23 tys. nowych rachunków osobistych

Kredyt Bank w ciągu miesiąca od rozpoczęcia kampanii reklamowej pozyskał 23 tys. nowych rachunków osobistych, a dzienna ich sprzedaż jest ponad cztery razy większa niż wcześniej.

Fitch nadał rating Kredyt Bankowi

Kredyt Bank poinformował, że w dniu 22 czerwca Agencja Ratingowa Fitch przyznała długoterminowy rating IDR na poziomie A- (perspektywa stabilna), krótkoterminowy rating IDR na poziomie F2, rating wsparcia na poziomie 1 oraz rating indywidualny na poziomie C/D. W marcu 2009 Kredyt Bank rozwiązał umowę z agencją ratingową Fitch o świadczenie usług ratingowych. Wówczas bank umotywował swoją decyzję brakiem planów pozyskiwania długoterminowego finansowania ze źródeł zewnętrznych.



Millennium (Redukuj)

Cena bieżąca: 5,3 PLN

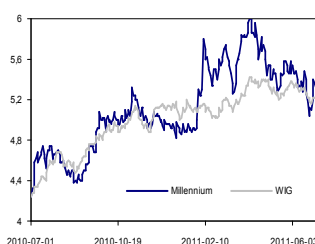
Cena docelowa: 5 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn 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)	6 429,5
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	-4,3%
P/E	3 010,5	19,7		14,4		10,7		Zmiana ceny: 6m	7,3%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	15,5%
DPS	0,0	0,0		0,1		0,1		Max (52 tyg.)	6,0
Dywidenda (%)	0,0	0,0		1,9		2,8		Min (52 tyg.)	4,4

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj na walory Millennium oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 5,0 PLN. Choć PLN umocnił się do CHF już o 5% od rekordowego poziomu 3,37, w naszej opinii silny CHF nadal pozostaje głównym zagrożeniem dla rentowności banku. W naszej opinii problem obrazują nasze wyliczenia odnośnie negatywnego wpływu zaostrzenia wymogów kapitałowych dla walutowych kredytów detalicznych. Wpływ na współczynnik wypłacalności Millennium szacujemy na 1,9pp., największy wśród banków przez nas analizowanych oraz znacząco powyżej średniego poziomu dla sektora (0,7pp.).

Moody's potwierdził rating Millennium

Agencja Ratingowa Moody's potwierdziła rating długoterminowych zobowiązań Millennium na poziomie Baa3 z perspektywą negatywną. Rating siły finansowej na poziomie D został potwierdzony. Perspektywa tego ratingu jest stabilna. Rating krótkookresowy banku Prime-3 pozostał bez zmian.



Pekao (Trzymaj)

Cena bieżąca: 164 PLN

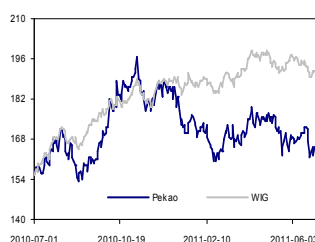
Cena docelowa: 148,2 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn 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) 43 027,1
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 -2,7%
P/E	17,8	17,0		14,0		12,4		Zmiana ceny: 6m -7,9%
P/BV	2,4	2,1		2,0		2,0		Zmiana ceny: 12m 3,4%
DPS	0,0	2,9		6,8		10,0		Max (52 tyg.) 196,5
Dywid (%)	0,0	1,8		4,1		6,1		Min (52 tyg.) 153,0

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj na walory Pekao. Bank jest wyceniany na wskaźniku P/E na poziomie 14,0x na 2011, czyli na równi ze średnią w sektorze. Choć tempo wzrostu zysków w Pekao jest niższe niż średnia w sektorze, zwracamy uwagę na bardzo wysoki współczynnik wypłacalności na poziomie 18,5% (1Q 2011). W naszej opinii kwestia wypłacalności nabiera coraz większego znaczenia. Negatywny wpływ z tytułu zaostrzenia wymogów kapitałowych względem walutowych kredytów detalicznych jest prawie niezauważalny (30pb. względem średniej dla sektora na poziomie 70pb.).

Pekao chce sprzedać ponad 6 mld PLN kredytów hipotecznych w tym roku

Remigiusz Falkowski, Szef Departamentu Kredytów Hipotecznych w Pekao, powiedział w wywiadzie dla PAP, że bank planuje sprzedać ponad 6 mld PLN kredytów hipotecznych w tym roku aby portfel tych kredytów (denominowanych w PLN) wzrósł w tempie dwucyfrowym. W 1Q 2011 bank sprzedał 1 488 mln PLN kredytów hipotecznych, co oznacza wzrost o 109% R/R. W całym 2010 roku Pekao sprzedało blisko 5 mld PLN kredytów hipotecznych, czyli w tym roku bank chce zwiększyć sprzedaż o przynajmniej o 21% R/R. Wartość portfela kredytów hipotecznych na koniec 1Q 2011 wyniosła 22,8 mld PLN i wzrosła o 19% R/R. Jednocześnie wartość portfela kredytów hipotecznych denominowanych w PLN wyniosła 16,9 mld PLN i wzrosła o 26% R/R. W naszych prognozach dla całego sektora bankowego zakładamy, że rynek sprzedaży kredytów hipotecznych wzrośnie w 2011 w granicach 5-10% do 49-51 mld PLN, wartość portfela hipotek o 11% R/R, z czego tych denominowanych w PLN o 30% R/R.



PKO BP (Kupuj)

Cena bieżąca: 41,6 PLN Cena docelowa: 49 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-23

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	5 051,2	6 516,2	29,0%	7 220,3	10,8%	8 128,4	12,6%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	3,5%	4,0%		4,1%		4,2%		MC (cena bieżąca)	52 000,0
WNDB	8 607,0	10 021,9	16,4%	10 879,9	8,6%	11 949,3	9,8%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	4 624,0	5 948,4	28,6%	6 600,3	11,0%	7 362,3	11,5%		
Zysk brutto	2 943,3	4 079,2	38,6%	4 949,8	21,3%	5 869,4	18,6%		
Zysk netto	2 305,5	3 216,9	39,5%	3 964,6	23,2%	4 700,9	18,6%		
ROE	13,4%	15,4%		17,6%		18,7%		Zmiana ceny: 1m	-5,5%
P/E	22,6	16,2		13,1		11,1		Zmiana ceny: 6m	-0,2%
P/BV	2,5	2,4		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	10,2%
DPS	1,0	1,9		2,0		1,6		Max (52 tyg.)	46,8
Dywid (%)	2,4	4,6		4,7		3,8		Min (52 tyg.)	37,4

* przed kosztami rezerw



PKO BP, jako jedyny bank wśród przez analizowanych, jest nadal wyceniany z dywidendą za 2010. Walne ostatecznie uchwaliło dywidendę na poziomie 1,98 PLN na akcję, co oznacza 4,7% yieldu dywidendowego. Pomimo tego bank jest wyceniany na wskaźniku 2011 P/E na poziomie 13,1x na 2011, czyli 7% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. W naszej opinii walory PKO BP są niedowartościowane, zarówno na bazie absolutnej jak i relatywnej, dlatego też podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

WZA zgodziło się na sprzedaż do 15,8% akcji należących do SP

W dniu 30 czerwca WZA, akcjonariusze zgodzili się na ubieganie się spółki o dopuszczeniu do obrotu akcji należących do Skarbu Państwa oraz BGK. Zgoda dotyczy całego pakietu akcji banku będących w rękach BGK (10,2%), jak i części pakietu będących w rękach Skarbu Państwa (15,8%).

Wyemitowano 250 mln CHF euroobligacji

PKO BP poinformowało, że w dniu 13 czerwca 2010 uplasowało emisję 5-letnich euroobligacji o wartości 250 mln CHF. Ostateczna cena ukształtowała się na poziomie 220pb. ponad stopę midswap, a oprocentowanie na poziomie 3,538%. Bank nie wyklucza, że w 3Q 2011 przeprowadzi kolejną emisję w EUR lub w USD. W październiku 2010 PKO BP uplasowało 800 mln EUR euroobligacji z ceną 185pb. ponad stopę midswap. W naszej opinii pozyskane środki służą dywersyfikacji źródeł finansowania istniejącego portfela kredytowego, a nie nowej produkcji kredytowej.

PKO BP sprzedało 541 mln PLN detalicznych kredytów z utratą wartości

Firma windykacyjna Kruk poinformowała, że 14 czerwca podpisała umowę z PKO BP dotyczącą nabycia portfela wierzytelności detalicznych o wartości nominalnej 541 mln PLN. Wierzytelności detaliczne objęte umową powstały w stosunku do osób fizycznych m.in. z tytułu: sald debetowych, kredytów gotówkowych, kredytów odnawialnych, pożyczki gotówkowej, kredytów mieszkaniowych. Spółka nie podała ceny nabycia. Wartość sprzedanego przez PKO BP portfela wierzytelności stanowiła 5% kredytów z utratą wartości w banku na koniec 1Q 2011. Zwracamy uwagę, że PKO BP informowało, że w wynikach za 1Q 2011 dorezerwowało portfel kredytów nieregularnych, który miał być sprzedany. W konsekwencji, uważamy, że wpływ powyższej transakcji na rachunek wyników banku za 2Q 2011 będzie ograniczony.

PKO BP uruchamia 5 mln PLN program emisji obligacji krajowych

PKO BP poinformował, że w dniu 21 czerwca Zarząd banku podjął uchwałę w sprawie wyrażenia zgody na otwarcie programu emisji obligacji własnych na rynku krajowym. Kwota programu wynosi 5 mld PLN lub równowartość w innych walutach. Środki pozyskane w drodze emisji obligacji będą przeznaczone na ogólne cele finansowania banku. Okres obowiązywania programu emisji jest bezterminowy. Wartość programu stanowi równowartość 4% portfela kredytowego banku na koniec 1Q 2011.

Dywidenda za 2010 wyniosła ostatecznie 1,98 PLN na akcję

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy PKO BP zdecydowało o dywidendzie za 2010. Wyniesie ona 1,98 PLN na akcję (czyli 77% skonsolidowanego zysku), co daje stopę dywidendy na poziomie 4,7%. Dzień dywidendy został wyznaczony na 31 sierpnia 2011, a dzień wypłaty dywidendy na 15 września 2011. Dywidenda okazała się o 80% wyższa niż oficjalna rekomendacja Zarządu (1,1 PLN na akcję). Wniosek o wyższą dywidendę złożył w trakcie WZA Skarb Państwa.

Ubezpieczyciele



PZU (Trzymaj)

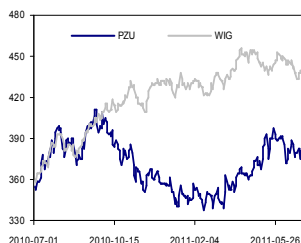
Cena bieżąca: 381 PLN

Cena docelowa: 390 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
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)	32 900,2
zyciowa	6 340,8	6 512,5	2,7%	6 512,5	0,0%	6 875,7	5,6%	Free float	64,8%
Wynik techniczny	17 961,6	17 078,7	-4,9%	17 480,8	2,4%	18 374,1	5,1%		
Zysk brutto	4 565,8	3 029,4	-33,6%	3 077,4	1,6%	3 371,2	9,5%		
Zysk netto	3 762,9	2 439,2	-35,2%	2 492,7	2,2%	2 730,7	9,5%		
ROE	24,0%	20,3%		18,7%		18,6%		Zmiana ceny: 1m	-2,6%
P/E	8,7	13,5		13,2		12,0		Zmiana ceny: 6m	8,5%
P/BV	2,9	2,6		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m	6,2%
DPS	0,0	158,6		26,0		17,3		Max (52 tyg.)	411,0
Dyield (%)	0,0	41,6		6,8		4,5		Min (52 tyg.)	337,5



Utrzymujemy rekomendację trzymaj na walory PZU, po tym jak kurs zregenerował większość strat odnotowanych po zaoferowaniu przez Skarb Państwa 10% spółki. PZU jest notowany na wskaźniku 2011 P/E na poziomie 13,2x, czyli 23% powyżej średniej dla porównywalnych spółek z Europy Zachodniej. Z drugiej strony zwracamy uwagę, że spółka jest nadal wyceniana z atrakcyjną dywidendą za 2010 (26 PLN na akcję), której yield wynosi 6,8%.

Przez okres wakacji Zarząd pracuje nad trzyletnią strategią

Andrzej Klesyk, Prezes PZU, udzielił wywiadu dla *Parkietu*. Prezes poinformował, że w okresie wakacyjnym Zarząd spółki będzie pracował nad strategią na najbliższe trzy lata. Jednocześnie zaznaczył, że jej główne założenia, czyli bronienie udziałów rynkowych oraz rentowność, pozostaną bez zmian. W odniesieniu do restrukturyzacji zatrudnienia powiedział, że obecna fala zwolnień (w sumie ok. 1 200 pracowników) najprawdopodobniej jest ostatnią. Prezes oświadczył również, że spółka planuje odświeżyć swój wizerunek, chociaż nie podał ani konkretnych terminów samej kampanii ani jej kosztów. W końcu Andrzej Klesyk zakomunikował, że nie obserwuje obecnie powrotu do wojny cenowej w obszarze ubezpieczeń komunikacyjnych oraz że nie jest zainteresowany zakupem Warty.

Rzekomo lock-up Skarbu Państwa po sprzedaży 10% wynosi rok

Według źródeł *PAP*, MSP zadeklarowało, że przez rok nie będzie sprzedawało kolejnych pakietów akcji PZU.

Skarb sprzedał 8,6 mln akcji PZU po 367 PLN za akcję

Ministerstwo Skarbu poinformowało, że w ramach budowania przyspieszonej książki popytu Skarb Państwa sprzedał 8,6 mln akcji PZU (10% spółki) po 367 PLN za akcję. Ostatecznie alokacja akcji zakończyła się na poziomie 51% dla inwestorów zagranicznych i 49% dla inwestorów krajowych. W konsekwencji sprzedaży, Skarb Państwa obniżył swój udział w kapitale spółki z 45% do 35%. W ramach średnioterminowej polityki prywatyzacyjnej Skarbu Państwa, docelowy udział MSP w kapitale PZU ma wynosić 25%+.

Walne zaakceptowało dywidendę za 2010 na poziomie 26 PLN na akcję

W dniu 30 czerwca Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy PZU zaakceptowało propozycję Zarządu odnośnie dywidendy za 2010 w wysokości 26 PLN na akcję. Dzień dywidendy został wyznaczony na 30 września 2011, a dzień wypłaty dywidendy na 21 października 2011. Jednocześnie WZA zaakceptowało propozycję Zarządu odnośnie nowej polityki dywidendowej, która zakłada m.in. stopę wypłaty dywidendy ze skonsolidowanego zysku netto na poziomie 50-100%. Wskaźnik wypłaty dywidendy za 2010 wynosi 92%, a stopa dywidendy 6,9%.

Zarząd w przyszłości będzie rekomendował dywidendę blisko 100% zysku

Prezes PZU, Andrzej Klesyk, powiedział, że w kolejnych latach Zarząd będzie preferował rekomendowanie dywidendy w wysokości bliżej 100% skonsolidowanego zysku netto, pod warunkiem utrzymania się stabilnej sytuacji. Jest to zgodne z nowo zatwierdzoną polityką dywidendową PZU, która m.in. zakłada wskaźnik wypłaty dywidendy w granicach 50-100% skonsolidowanego zysku netto.

Usługi finansowe



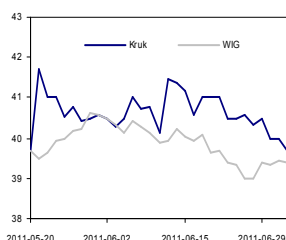
Kruk (Kupuj)

Cena bieżąca: 43,5 PLN Cena docelowa: 53 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-22

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody ogółem	128,6	164,3	27,8%	264,3	60,9%	344,3	30,3%	Liczba akcji (mln)	16,9
Zakupy w wierzytelności	84,7	118,1	39,4%	213,6	81,0%	287,7	34,7%	MC (cena bieżąca)	735,2
Inkaso	41,8	44,1	5,5%	44,6	1,1%	45,7	2,5%	Free float	55,0%
Marża pośrednia	57,0	74,7	31,2%	127,5	70,5%	163,0	27,9%		
Zysk brutto	27,3	35,6	30,2%	64,4	80,9%	78,7	22,2%		
Zysk netto	23,4	36,1	54,1%	61,8	71,4%	73,7	19,2%		
ROE	26,5%	31,1%		33,5%		26,9%		Zmiana ceny: 1m	-2,0%
P/E	29,3	18,5		11,9		10,1		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	6,9	5,0		3,1		2,4		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	41,7
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	39,7



Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj na walory Kruka oraz naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 53,0 PLN. Na naszej prognozie zysku netto na 2011 na poziomie 62 mln PLN (+71% R/R), spółka jest wyceniana na wskaźniku P/E 11,9x, co oznacza 17% dyskonta do graczy zagranicznych. Kruk jest liderem szybko rosnącego rynku windykacyjnego w Polsce i Rumunii. Szacujemy, że w 2011 spółka zainwestuje w portfele wierzytelności 382 mln PLN (+98% R/R), co zagwarantuje jej udział rynkowy w Polsce na poziomie 33% i w Rumunii w granicach 35%.

Kruk kupił od BRE portfel wierzytelności za 97 mln PLN

BRE poinformował, że sprzedał do Kruka portfel wierzytelności o wartości 621 mln PLN nominalnie za 97 mln PLN. Cena zakupu wyniosła 15,6% wartości nominalnej portfela.

Kruk kupił portfel wierzytelności od PKO BP

Kruk poinformował, że 14 czerwca podpisał umowę z PKO BP dotyczącą nabycia portfela wierzytelności detalicznych o wartości nominalnej 541 mln PLN. Wierzytelności detaliczne objęte umową powstały w stosunku do osób fizycznych m.in. z tytułu: sald debetowych, kredytów gotówkowych, kredytów odnawialnych, pożyczki gotówkowej, kredytów mieszkaniowych. Spółka nie podała ceny nabycia. Szacujemy, że wartość godziwa portfela kształtuje się na poziomie ok. 100 mln PLN, co odpowiada 18% wartości nominalnej.

Podpisanie umowy zakupu pakietu wierzytelności w Rumunii o wartości 236 mln PLN nominalnie

Kruk poinformował, że w dniu 30 czerwca nabył pakiet wierzytelności od Banca Comerciala Romana. Wartość nominalna pakietu wyniosła 251 mln RON (236 mln PLN), a cena nabycia 29 mln RON (27 mln PLN). Nabycie aktywów zostanie sfinansowane ze środków własnych w kwocie 10 mln RON (9,4 mln PLN) oraz w reszcie długiem. Cena nabycia kształtuje się na poziomie 11,5%.

Kruk podpisał umowę nabycia pakietu wierzytelności

Kruk poinformował, że w dniu 27 czerwca druga strona transakcji podpisała umowę wcześniej podpisaną przez Kruka dotyczącą nabycia portfela pożyczek. Zgodnie z postanowieniami podpisanej umowy, cena nabycia portfeli pożyczkowych będzie ustalana jako procent całkowitej nominalnej wartości przeniesionych należności wchodzących w skład portfela pożyczkowego. W komunikacie Kruk nie poinformował jakiego pakietu dotyczy ta transakcja. Ponieważ jedną ze stron jest Kruk International s.r.o., pomiot odpowiadający za wejście na rynek czeski, sądzymy, że umowa może dotyczyć finalizacji kupna pakietu wierzytelności o wartości nominalnej ok. 230 mln PLN (ok. 180 mln PLN stanowią wierzytelności czeskie, a ok. 50 mln PLN wierzytelności słowackie).

Paliwa, chemia

Ustawa o zapasach się opóźni

Projekt ustawy o zapasach obowiązkowych zdejmującej z firm paliwowych obowiązek utrzymywania tych rezerw na własnym bilansie czeka na rozpatrzenie przez rząd, ale na razie wszystko wskazuje na to że pod obrady Rady Ministrów trafi dopiero po wyborach. Oznacza to, że wykup zapasów który ma być rozłożony na 10 lat rozpocznie się dopiero od 2013 roku. Zwracaliśmy uwagę na taki możliwy scenariusz w naszym ostatnim raporcie analitycznym dotyczącym Orlenu. Przypominamy, że dyrektywa unijna zobowiązuje Polskę do uporządkowania tego zagadnienia do końca 2012 roku. Stopniowy wykup zapasów od Lotosu i Orlenu przez Agencję Rezerw Materiałowych będzie oznaczał pojawienie się dodatkowych kosztów operacyjnych związanych z opłatą za finansowanie i utrzymanie tych rezerw. Teoretycznie wpływ tej ustawy jest neutralny dla wyceny tych spółek (obok wspomnianej opłaty należy też skorygować WACC w modelu DCF z uwagi na zmianę zadłużenia).

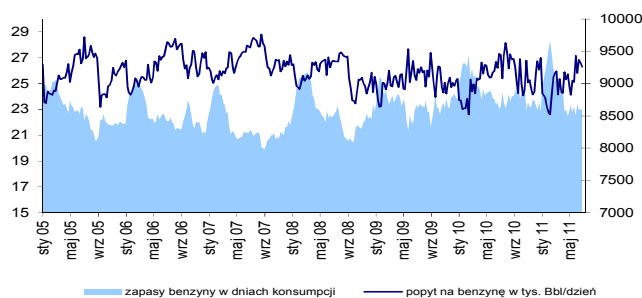
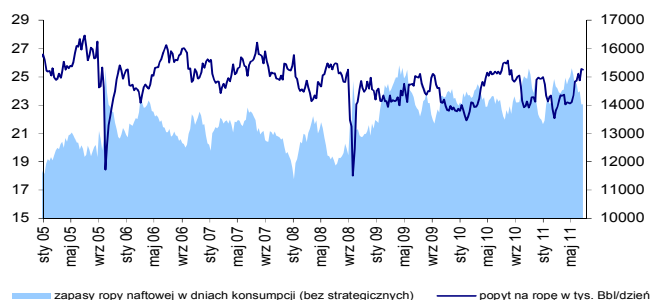
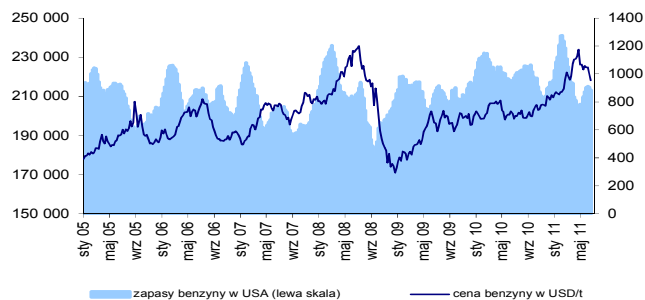
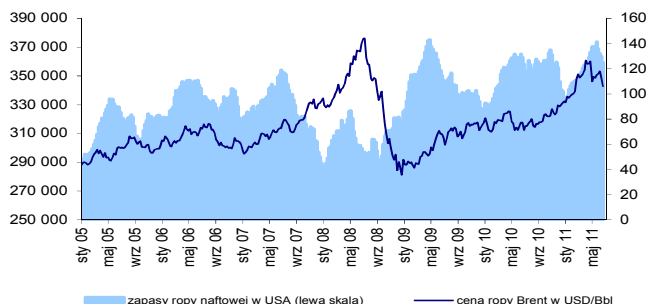
Uwolnienie zapasów przez IEA

Międzynarodowa Agencja Energii zdecydowała o uwolnieniu przez państwa członkowskie w ciągu najbliższych tygodni 60 mln baryłek ropy i paliw ze strategicznych rezerw. Ten wolumen ma zrekomensować ubytek dostaw z Libii do czasu zwiększenia produkcji przez kraje OPEC, przede wszystkim Arabię Saudyjską. Ta decyzja od razu wpłynęła na spadek cen ropy na światowych giełdach i zawężenie spreadu Brent/WTI. W naszej opinii ta reakcja wskazuje na skalę spekulacyjnego komponentu w obecnych cenach ropy lekkiej i stwarza możliwość do obniżenia również dyferencjału Ural/Brent.

Otoczenie makro dla rafinerii nadal trudne

Zapasy ropy w USA spadły w czerwcu o 14 mln baryłek, czyli o 3,8% w relacji do poziomu z końca maja. W dużej mierze było to związane z wyższym o 4% przerobem w amerykańskich rafineriach (średni wskaźnik CUR wzrósł do 87,7% z 84,3%). Zwiększona podaż paliw nie spotkała się jednak z analogicznym sezonowym wzrostem popytu (w przypadku średnich destylatów nastąpił nawet 5,5% spadek w relacji do maja), co wpłynęło na zwiększenie ich zapasów. W czerwcu dynamika konsumpcji benzyny w ujęciu r/r wyniosła -0,3%, a dla średnich destylatów było to -4,7%. Brak zwrotu na amerykańskim rynku paliw mimo wchodzenia w sezon transportowy odgrywa istotne znaczenie dla rentowności sektora rafineryjnego w Europie. Ograniczony popyt na benzynę z USA przy jednoczesnym osłabieniu zapotrzebowania z Chin mocno pogarsza cracki na naftcie, a dodatkowo pojawia się konkurencyjny import z uwagi na spread Brent/WTI. Według naszych szacunków średnia marża rafineryjna w czerwcu była gorsza m/m o około 1,5 USD/Bbl przy jednoczesnym spadku dyferencjału Ural/Brent o 0,4 USD/Bbl. Ostatni tydzień czerwca pokazał również, że spadki cen ropy nie poprawiają istotnie sytuacji marżowej rafinerii.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



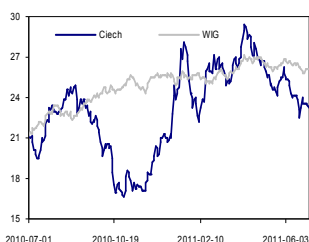
Ciech (Akumuluj)

Cena bieżąca: 23,29 PLN Cena docelowa: 30,1 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 684,2	3 960,3	7,5%	4 010,5	1,3%	3 998,3	-0,3%	Liczba akcji (mln)	51,0
EBITDA	358,3	382,0	6,6%	420,5	10,1%	443,9	5,6%	MC (cena bieżąca)	1 187,8
marża EBITDA	9,7%	9,6%		10,5%		11,1%		EV (cena bieżąca)	1 996,4
EBIT	128,2	144,2	12,4%	188,7	30,9%	205,3	8,8%	Free float	35,6%
Zysk netto	-92,3	20,5		49,8	143,2%	110,5	122,0%		
P/E		31,9		23,9		10,7		Zmiana ceny: 1m	-8,6%
P/CE	4,7	2,5		4,2		3,4		Zmiana ceny: 6m	-3,7%
P/BV	0,8	0,7		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	12,3%
EV/EBITDA	6,2	5,6		4,7		4,3		Max (52 tyg.)	29,5
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,6



Akcje Ciechu w czerwcu wpisały się w tendencje widoczne w całym polskim sektorze chemicznym, spadając o około 10%. O ile jednak w przypadku spółek ekspozowanych na szeroko rozumiany sektor „soft commodities” (nawozy, kauczuk) było to uzasadnione tendencjami na rynku surowcowym, to w przypadku producenta sody trudno takie uzasadnienie znaleźć. Ostatnie dane napływające z rynku sodowego są raczej optymistyczne (kolejny wzrost cen od lipca), a korekta na rynku ropy daje szansę na odbudowanie rentowności w segmencie organicznym. W tym kontekście podnosimy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj.

Transakcja aportowa z MSP- zmiana warunków

Ciech podpisał aneks do zawartego w maju porozumienia w sprawie aportowej emisji akcji w zamian za resztówki w Zachemie (5,15%), Organice-Sarzyna (5,06%) oraz ZCH Alwernia (25,01%). Zmieniona została cena emisyjna akcji z 23,5 PLN na 26,06 PLN, a co za tym idzie spadła też liczba emitowanych walorów z 1,885 na 1,7 mln sztuk. Koszty tej operacji obniżą się więc o około 4 mln PLN. Rozwodnienie wynikające z tej transakcji nie jest znaczące (3,3%) i wpływ na wycenę Ciechu również ograniczony, tym bardziej że z uwagi na brak szczegółowych miarodajnych danych finansowych tych spółek (głównie z uwagi na transakcje między nimi a spółką matką i alokacja części marży w Ciechu) trudno nam wycenić te podmioty. Emisja aportowa ma zamknąć się we wrześniu bądź w październiku. Do tego czasu wstrzymane zostały również negocjacje w sprawie ewentualnego zbycia akcji Alwerni inwestorowi zewnętrznemu.

Restrukturyzacja Zachemu

Prezes Zachemu Konrad Mikołajski zapowiedział, że Zarząd prowadzi gruntowną restrukturyzację Spółki z uwagi na trudne otoczenie makro. W tej chwili marże na TDI znajdują się na niesatysfakcjonującym poziomie i Zachem nie reguluje wszystkich zobowiązań na czas (opóźnienia do 24 dni). Obecne zadłużenie tego podmiotu to 450 mln PLN (w tym 175 mln PLN z tytułu dostaw i usług) i konieczna była kolejna pożyczka od Ciechu na kwotę 120 mln PLN. Obok restrukturyzacji zatrudnienia (głównie programy dobrowolnych odejść), Zarząd chce zmienić strukturę organizacyjną (wydzielenie produkcji pianek i tworzyw sztucznych) oraz sprzedać część aktywów (wspomniane tworzywa i nieruchomości). Według szacunków Ciechu nieruchomości Zachemu mogą być warte 50-70 mln PLN.



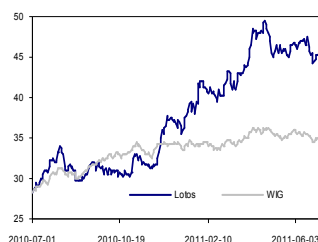
Lotos (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 45,49 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)	5 907,9
marża EBITDA	4,9%	5,9%		7,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)	11 909,1
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	9,1		11,7		6,3		Zmiana ceny: 1m	-2,2%
P/CE	5,0	5,7		4,7		3,4		Zmiana ceny: 6m	25,0%
P/BV	0,9	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	54,7%
EV/EBITDA	16,0	10,3		6,6		5,4		Max (52 tyg.)	49,4
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	28,9



Lotos w tym roku pozostaje pod względem zachowania kursu najlepszą spółką rafineryjną z regionu, co bezpośrednio można wiązać z nadziejami budowanymi wokół procesu prywatyzacji. W naszej opinii z powodów politycznych do sprzedaży spółki inwestorowi branżowemu nie dojdzie, więc obecne poziomy cenowe stanowią bardzo dobry moment na sprzedaż akcji. Otoczenie makro dla sektora pozostaje bardzo niekorzystne (w ostatnich dniach dyferencjał spadł do 1,5 USD/Bbl), co powinno zostać w końcu przez rynek zdyskontowane również w przypadku Lotosu którego wynikiem w coraz mniejszym stopniu mogą pomagać kurs walutowy i ceny ropy. Przypominamy, że od czerwca Spółka będzie realizować spłaty kredytu inwestycyjnego. Utrzymujemy rekomendację sprzedaż.

Wstępne oferty wybrane

Ministerstwo Skarbu potwierdziło, że po dokonaniu selekcji złożonych ofert w prywatyzacji Lotosu do kolejnego etapu zakwalifikowało 4 podmioty, w tym 1 warunkowo. Jedynym który oficjalnie potwierdził udział w procesie jest rosyjski koncern TNK-BP. Wiążące oferty mają być złożone do 16 listopada, a więc decyzje w sprawie prywatyzacji będzie podejmował już nowy rząd po wyborach. Podtrzymujemy naszą opinię, że finalizacja sprzedaży kontrolnego pakietu w Lotosie ze względów politycznych jest mało prawdopodobna.

Dywidenda zaliczkowa z zysku za 2011?

Ministerstwo Skarbu zasugerowało, że może wnioskować o dywidendę zaliczkową z tegorocznego zysku Lotosu. Wcześniej Prezes Paweł Olechnowicz zapowiedział, że Zarząd może wnioskować o wypłatę 30% zysku. Zwracamy uwagę, że zyski za 1H'2011 które będą podstawą wypłaty zaliczkowej dywidendy będą w dużej mierze „papierowe” zbudowane na przeszacowaniach zapasów ropy, różnicach kursowych i księgowym zysku rozpoznany na transakcji przejęcia Geonafty. Wypłatę większej kwoty w dywidendzie przy długi netto na poziomie 5,7 mld PLN i rozpoczynającym się okresie spłaty kredytu inwestycyjnego uznalibyśmy za ryzykowną dla Spółki w obecnym niekorzystnym dla rafinerii otoczeniu makro.



PGNiG (Trzymaj)

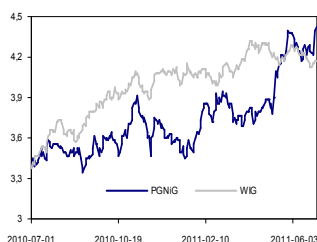
Cena bieżąca: 4,42 PLN

Cena docelowa: 4,4 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 290,4	21 281,2	10,3%	23 126,7	8,7%	23 926,7	3,5%	Liczba akcji (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)	26 078,0
marża EBITDA	14,7%	20,7%		17,7%		21,3%		EV (cena bieżąca)	30 005,2
EBIT	1 333,8	2 886,7	116,4%	2 453,4	-15,0%	3 193,0	30,1%	Free float	27,5%
Zysk netto	1 202,0	2 453,7	104,1%	1 733,7	-29,3%	2 088,4	20,5%		
P/E	21,7	10,6		15,0		12,5		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	9,7	6,6		7,7		6,5		Zmiana ceny: 6m	23,5%
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	28,5%
EV/EBITDA	9,5	6,1		7,3		5,6		Max (52 tyg.)	4,4
Dywidenda (%)	0,6	1,8		3,0		2,7		Min (52 tyg.)	3,4



Na notowaniach PGNiG ciążył ostatnio brak decyzji URE w sprawie nowej taryfy hurtowej, tak więc ostateczne pozytywne rozstrzygnięcie w tej kwestii eliminuje krótkoterminowe ryzyko i powinno pozwolić na skupienie się inwestorów na bardzo ciekawych perspektywach średnioterminowych w segmencie wydobywczym (uruchamianie nowych projektów, rosące zyski z działalności geofizycznej i poszukiwawczej oraz możliwe sukcesy w obszarze gazu łupkowego). W najbliższym czasie ustosunkujemy się do naszej rekomendacji inwestycyjnej.

Podwyżka taryfy aż o 12,6%

URE zdecydował o podniesieniu taryfy hurtowej na gaz wysokometanowy o 12,6% począwszy od 15 lipca. Nowy cennik ma obowiązywać do końca roku. Jednocześnie obniżone zostały taryfy dystrybucyjne (średnio o 1%) oraz taryfa przesyłowa Gaz-Systemu (średnio o 7,75%). Decyzja ta jest pozytywnym zaskoczeniem, gdyż wydawało się, że ze względów politycznych (mimo ewidentnych obiektywnych przesłanek) URE nie zaakceptuje podwyżki przed wyborami. Taka taryfa zapewnia znaczne ograniczenie możliwych negatywnych skutków finansowych rosnącego ujemnego spreadu na gazie importowanym. Według naszych szacunków spread w 3Q wyniesie -198 PLN/tys. m³ a w 4Q -290 PLN/tys. m³ vs. -160 PLN/tys. m³ w 2Q'2011. Po uwzględnieniu 235 mln PLN wpływów z hedgingu (dane na koniec marca) oraz około 40 mln USD dyskonta w kontrakcie jamalskim, taryfa URE powinna pozwolić na wygenerowanie w tym roku około 1,7 mld PLN skonsolidowanego zysku netto, który będzie przede wszystkim budowany zyskami na wydobyciu i dystrybucji. Ubytek zysku związany z obniżeniem taryf sieciowych (przy założeniu braku oszczędności po stronie kosztów spółek dystrybucyjnych) może sięgnąć około 30 mln PLN.

Aktualizacja strategii na lata 2011-15

Zarząd PGNiG przedstawił założenia strategii Spółki na lata 2011-15. W tym okresie łączne nakłady inwestycyjne mają sięgnąć około 27 mld PLN, z czego 9,5 mld PLN na zagraniczną działalność poszukiwawczo-wydobywczą, 5,9 mld PLN na krajową, 5,9 mld PLN na dystrybucję, 2,9 mld PLN na energetykę i 1,6 mld PLN na magazyny. Spółka chce również położyć nacisk na zwiększenie rentowności w obszarach regulowanych (negocjacje z URE, poprawa efektywności kosztowej, zwiększanie RAB), rozszerzyć działalność tradingową, zwiększyć udział kontraktów krótkoterminowych w portfelu gazowym i podjąć działania mające na celu utrzymanie pozycji na rynku krajowym po ewentualnej liberalizacji. Główne kierunki rozwoju w strategii zostały podtrzymane. Przypominamy, że przy ocenie skali nakładów inwestycyjnych należy pamiętać że część capex-u (około 1 mld PLN rocznie) jest realizowana siłami własnymi i pojawia się na poziomie rachunku wyników, a nie cash flow. W naszym modelu zakładamy niższe nakłady inwestycyjne również dlatego, że nie uwzględniamy planowanego zwiększenia wydobycia w projektach zagranicznych, poza Norwegią i Pakistanem.

PGNiG i PGE poza krótką listą na SPEC

PGNiG i PGE nie zakwalifikowały się do następnego etapu procesu prywatyzacyjnego warszawskiej sieci ciepłowniczej SPEC. Informacja oznacza, że prawdopodobnie te koncerny nie będą też już zdeterminowane do przejęcia aktywów wytwórczych Vattenfalla w Warszawie, gdyż brak kontroli nad siecią przesyłową komplikowałby realizację inwestycji w nowe bloki (konieczność zawierania umów gwarantujących odbiór ciepła i ryzyko budowy własnych źródeł przez nowego właściciela SPEC). W naszej opinii te planowane przez PGNiG akwizycje stanowiły ciekawy kierunek, aczkolwiek wiele zależało od wyceny.

Mega złożo w pobliżu Kutna?

Według doniesień Rzeczypospolitej zasoby gazu na koncesji w rejonie Kutna, w której PGNiG posiada 50% (pozostałe 50% należy do FX Energy) mogą sięgnąć nawet 100 mld m³. Według



Piotra Gliniaka, dyrektora departamentu poszukiwań PGNiG, parametry złoża są takie same jak w tych najbogatszych złożach w Holandii czy Wielkiej Brytanii. Obecnie spółki przygotowują się do pierwszego odwiertu, który ma zostać wykonany w sierpniu. Pierwsze wnioski pojawią się za kilka miesięcy. Skala tych zasobów jest bardzo duża (obecnie udokumentowane zasoby w Polsce to 95 mld m³), ale należy pamiętać że na razie są to tylko szacunki. Za wcześniej więc na uwzględnianie produkcji z tego projektu w prognozach. Z punktu widzenia PGNiG ważnym aspektem ekonomicznym będzie kwestia liberalizacji rynku gazu, bo w obecnym systemie taryfowym na gazie krajowym Spółka nie realizuje pełnej marży wydobywczej.



PKN Orlen (Sprzedaj)

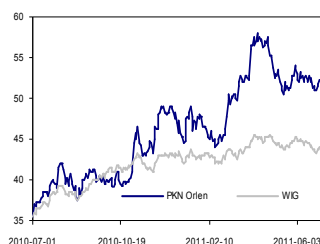
Cena bieżąca: 52 PLN

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)	22 240,9
marża EBITDA	5,4%	6,6%		4,9%		5,1%		EV (cena bieżąca)	33 942,9
EBIT	1 097,0	3 123,0	184,7%	2 164,6	-30,7%	2 191,6	1,2%	Free float	72,5%
Zysk netto	1 308,7	2 371,7	81,2%	1 737,0	-26,8%	1 843,5	6,1%		
P/E	17,0	9,4		12,8		12,1		Zmiana ceny: 1m	-1,9%
P/CE	5,7	4,6		5,0		4,9		Zmiana ceny: 6m	15,1%
P/BV	1,2	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	39,6%
EV/EBITDA	9,6	5,9		7,0		6,8		Max (52 tyg.)	57,9
Dywid (%)	0,0	0,0		2,2		1,7		Min (52 tyg.)	37,1



W czerwcu marże rafinerijne nadal pozostawały pod presją, nawet w otoczeniu spadków cen ropy, co w połączeniu ze słabszym dyferencjałem (w ostatnich dniach spadł do zaledwie 1,5 USD/Bbl w związku z uwolnieniem rezerw IEA i niższymi dostawami ropy Ural z Rosji) wpłynęło na pogorszenie benchmarku dla Orlenu nawet o ponad 1,5 USD/Bbl m/m. Większość raportowanych przez Spółkę zysków w 1H będzie pochodziło z przeszacowania zapasów i różnic kursowych, co będzie potwierdzać niski poziom przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, które dodatkowo ucierpią na braku rolowania transakcji na zapasach obowiązkowych (1,2 mld PLN). Zwracamy również uwagę na czerwcowe osłabienie rentowności w sektorze petrochemicznym, który do tej pory stanowił jedyny pozytywny element raportowanych przez Spółkę wyników. Utrzymujemy negatywną rekomendację.

Umowa sprzedaży Polkomtela

Polscy udziałowcy: KGHM, PKN, PGE i Węglkokoks oraz Vodafone zawarli umowę sprzedaży swoich udziałów w Polkomteli na rzecz spółki celowej kontrolowanej przez Pana Zygmunta Solorza-Żaka. Cena za sprzedawane akcje (15,1 mld PLN) zostanie pokryta przez kupującego gotówką. Sprzedający mają również prawo do dywidendy z zysku za 2010 rok w wysokości 1,025 mld PLN, która zostanie wypłacona 31 lipca br. Całkowita wartość transakcji oparta na EV wynosi 18,1 mld PLN. Transakcja wymaga zgody UOKiK, która musi zostać pozyskana do końca 2011 roku, w przeciwnym wypadku umowa ulega rozwiązaniu chyba, że strony postanowią inaczej. Łącznie z dywidendą ostateczna cena płacona przez kupującego wynosi 16,1 mld PLN (equity), co pokrywa się z naszą pierwotną wyceną (EV/EBITDA 2010 = 6,3), nie uwzględniającą premii za przejęcie. W ostatnich tygodniach pojawiały się jednak informacje, że cena oferowana przez Solorza to 18 mld PLN – ostatecznie okazało się, że dotyczy to EV a wpływy gotówkowe sprzedających są mniejsze (w wycenie PKN uwzględnialiśmy wycenę Polkomtela na poziomie 18 mld PLN). Oznacza to, że z tytułu transakcji PKN Orlen po opodatkowaniu (łącznie z dywidendą) otrzyma netto 3,45 mld PLN (zamiast oczekiwanych 3,8 mld PLN). Obniża to naszą wycenę o 0,9 PLN na akcję. Zysk na tej transakcji Spółka będzie prawdopodobnie raportować dopiero w 4Q po ostatecznej finalizacji, co może nieco studzić oczekiwania co do dywidendy zaliczkowej.

Uruchomienie PX/PTA

Przy okazji oficjalnego otwarcia instalacji PX/PTA Zarząd Orlenu poinformował, że w 2012 przy pełnym jej wykorzystaniu dodatkowy strumień EBITDA może sięgnąć 400 mln PLN. W tym roku ciąg będzie pracował na 70%. Prezes powiedział również, że decyzja w sprawie formuły sprzedaży Anwilu zapadnie do końca roku, a sam proces powinien się rozpocząć z początkiem 2012 roku. Spółka nie będzie również podawać kolejnych terminów decyzji w sprawie Możejtek, gdyż możliwe są kolejne przesunięcia na prośbę doradcy. Szacunkowy wpływ PX/PTA na wyniki jest zgodny z naszymi szacunkami, a przypominamy że amortyzacja tej inwestycji powinna sięgnąć około 200 mln PLN.

Możliwa dywidenda zaliczkowa

Ministerstwo Skarbu zapowiedziało, że choć nie będzie wnioskować o wypłatę dywidendy z zysku za rok 2010 to możliwa jest dywidenda zaliczkowa z zysków za rok 2011. Kluczowym elementem tej wypłaty będą zapewne środki uzyskane ze sprzedaży Polkomtela, które mogą sięgnąć netto 3,8 mld PLN (raportowany zysk netto na transakcji szacujemy na 2,4 mld PLN). Jeśli chodzi o działalność operacyjną to przypominamy że w 1Q spółka miała ujemny cash flow z operacji, a 2Q również nie zapowiada się szczególnie pozytywnie w związku ze wzrostem cen ropy i odkupieniem zapasów obowiązkowych za 1,2 mld PLN. „Oszczędności” wypracowane na kapitale obrotowym w 2010 roku powoli są odwracane i ponownie pojawiają się w długi netto.

Spolana na sprzedaż

Anwil zdecydował się wystawić czeską Spolanę na sprzedaż i czeka na wstępne oferty do połowy lipca. Finalizacja transakcji mogłaby nastąpić do końca roku. Udziału w procesie nie wykluczają Azoty Tarnów. Spolana produkuje PVC (120 tys. ton), kaprolaktam (45 tys. ton rocznie) oraz siarczan amonu i kwas siarkowy. W przypadku kaprolaktamu nie posiada licencji na produkcję cykloheksanonu więc kupuje półprodukt z zewnątrz. Nie znamy aktualnych wyników finansowych Spolany, ale pewnym odniesieniem dla ceny sprzedaży mogą być wartości z transakcji Anwila z Unipetrolelem z 4Q'2006 (108 mln PLN) i wezwania ogłoszonego przez Anwil w 2007 roku (167 mln PLN). Warto jednak zwrócić uwagę, że w 2010 roku Orlen dokonał odpisów wartości aktywów Spolany na 85 mln PLN.



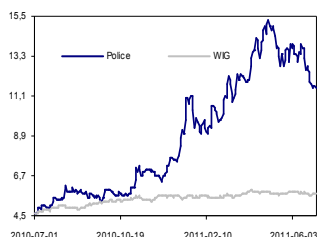
Police (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 11,52 PLN Cena docelowa: 9,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-07

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 486,6	2 022,6	36,1%	2 515,6	24,4%	2 212,8	-12,0%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	-327,9	79,8		168,0	110,6%	124,0	-26,2%	MC (cena bieżąca)	864,0
marża EBITDA	-22,1%	3,9%		6,7%		5,6%		EV (cena bieżąca)	1 076,8
EBIT	-409,4	5,4		94,5	1639,1%	52,7	-44,2%	Free float	31,8%
Zysk netto	-422,9	27,4		86,6	215,8%	48,2	-44,4%		
P/E		31,5		10,0		17,9		Zmiana ceny: 1m	-17,5%
P/CE		8,5		5,4		7,2		Zmiana ceny: 6m	38,6%
P/BV	1,6	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	134,6%
EV/EBITDA		13,8		6,4		8,1		Max (52 tyg.)	15,3
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,9



W czerwcu akcje Polic, podobnie jak cały sektor chemiczny zachowywały się znacznie słabiej od rynku, czego powodem była z jednej strony mocna korekta na rynku zbóż (w szczególności pszenicy), a z drugiej ogłoszone wezwanie przez ZAT po cenie istotnie niższej od rynkowej. Nie pomogły nawet ostatnie deklaracje wzywającego, że nie wyklucza podniesienia swojej oferty. Podtrzymujemy nasze stanowisko, że rekordowe marże w segmencie nawozowym nie są możliwe do utrzymania gdyż spada siła zakupowa rolników, a w najbliższych miesiącach możliwa jest dalsza przecena na rynku ziarna w związku z prawdopodobną weryfikacją w górę prognoz podaży i jednoczesnym obniżeniu szacunków popytu. Police powinny doświadczyć spadku rentowności q/q już w 2Q, w którym ceny nawozów NPK pozostawały stabilne, a drożały najważniejsze surowce. Nie pomógł też umacniający się złoty. Podtrzymujemy negatywną rekomendację, aczkolwiek zwracamy uwagę że w perspektywie miesiąca wsparciem dla kursu będzie cena z wezwania.

Wezwanie ZAT po 11,5 PLN za akcję

ZA Tarnów ogłosiły wezwanie do sprzedaży do 66% akcji Polic po cenie 11,5 PLN za akcję. Wezwanie dojdzie do skutku przy osiągnięciu poziomu 51% w akcjonariacie Polic. Rozpoczęcie przyjmowania zapisów wyznaczono na 6 lipca, a zakończenie na 16 sierpnia. Spółka zabezpieczyła finansowanie tej operacji kredytem pomostowym w PKO BP, który ma być zrefinansowany planowaną emisją akcji (ZAT chcą z niej pozyskać do 665 mln PLN). Warunkiem powodzenia operacji jest pozytywna reakcja MSP, który posiada 59,43% (kolejne 8,8% posiada ARP) więc wydaje się, że ZAT wychodząc z taką propozycją musiał wstępnie taką deklarację uzyskać (obecnie resort prowadzi analizy, które pozwolą podjąć ostateczną decyzję).



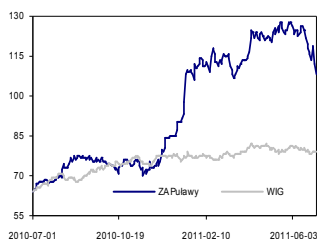
ZA Puławy (Redukuj)

Cena bieżąca: 108 PLN Cena docelowa: 106,1 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009/10	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 055,9	2 587,8	25,9%	2 894,5	11,8%	2 949,2	1,9%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	82,2	246,6	200,1%	351,3	42,5%	357,7	1,8%	MC (cena bieżąca)	2 064,4
marża EBITDA	4,0%	9,5%		12,1%		12,1%		EV (cena bieżąca)	2 185,7
EBIT	15,2	161,5	963,7%	240,3	48,8%	239,9	-0,2%	Free float	29,0%
Zysk netto	35,5	130,8	268,1%	189,0	44,5%	193,4	2,3%		
P/E	58,1	15,8		10,9		10,7		Zmiana ceny: 1m	-14,3%
P/CE	20,1	9,6		6,9		6,6		Zmiana ceny: 6m	19,3%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	61,0%
EV/EBITDA	24,0	8,6		6,2		5,9		Max (52 tyg.)	128,1
Dywid (%)	7,5	0,9		3,2		4,6		Min (52 tyg.)	67,0



W czerwcu obserwowaliśmy znaczny spadek cen zbóż (przede wszystkim pszenicy, która potaniała o 16%), który wywołały doniesienia o lepszych niż wcześniej zakładano zbiorach w Rosji, Indiach i Australii oraz USA, jak również decyzja amerykańskiego Senatu o zniesieniu dotacji dla bioetanolu. Okazuje się, że rynek zbyt konserwatywnie podchodził do prognoz podaży ziarna w tym roku, a jednocześnie bardzo optymistycznie szacowano popyt budując scenariusz dalszego spadku światowych zapasów. Na razie rynek nawozowy nie zareagował na tę korektę na rynku zbóż i mocznik ustanowił nowe szczyty cenowe, co powielił scenariusz z poprzedniego cyklu nawozowego z 2008 roku, kiedy to maksimum cenowe pszenicy zostało ustanowione w marcu, a nawozy zaczęły tanieć dopiero we wrześniu. Spółki nawozowe traciły już jednak znacznie wcześniej, mimo perspektywy jeszcze kilku kwartałów bardzo dobrych wyników. W tym kontekście utrzymujemy negatywną rekomendację dla ZAP.

Energetyka

Popyt na energię +3,2% w maju

Według danych PSE konsumpcja energii w Polsce wzrosła w maju w ujęciu r/r o 3,2% (+2,2% YTD). Produkcja prądu była natomiast aż o 9,2% wyższa i zwiększenie wytwarzania zanotowały nie tylko elektrownie na węgiel kamienny (tak jak to wyglądało w poprzednich miesiącach), ale również bloki na węgiel brunatny, na co wpłynęła z jednej strony niska baza ze względu na powódź i awarię Elektrowni Turów, jak również ograniczone plany remontowe w elektrowniach PGE w relacji do kwietnia. Dane opublikowane przez PSE stanowią kontynuację pozytywnych odczytów na krajowym rynku, które w dużej mierze mają swoje źródło w koniunkturze przemysłowej, a więc podobnie jak w 1Q najbardziej wzrost wolumenów powinien odczuwać Tauron. Warto również odnotować wzrost majowego salda eksportu netto do 570 GWh vs. 440 GWh w kwietniu, co również będzie wspierać wyniki polskich koncernów. Średnie ceny spotowe na TGE w maju oscylowały wokół 213,5 PLN/MWh i choć w czerwcu obniżyły się do średnio 209 PLN/MWh, to i tak wzrost w całym 2Q w ujęciu r/r sięgnął ponad 10%. W powiązaniu z wyższymi cenami kontraktowymi (+4% r/r) będzie to stanowić trzon poprawy wyników wytwarzania w tym roku.



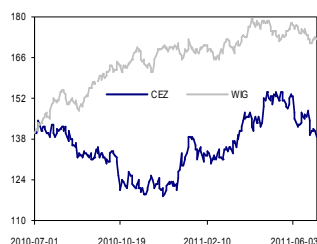
CEZ (Redukuj)

Cena bieżąca: 138,5 PLN Cena docelowa: 134,7 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(mIn CZK)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	196 352,0	198 848,0	1,3%	199 551,1	0,4%	206 813,9	3,6%	Liczba akcji (mln)	538,0
EBITDA	91 075,0	89 089,0	-2,2%	86 543,1	-2,9%	92 144,4	6,5%	MC (cena bieżąca)	74 511,6
marża EBITDA	46,4%	44,8%		43,4%		44,6%		EV (cena bieżąca)	103 486,9
EBIT	68 199,0	65 057,0	-4,6%	60 811,8	-6,5%	65 781,5	8,2%	Free float	29,3%
Zysk netto	51 547,0	47 232,0	-8,4%	43 643,4	-7,6%	45 821,8	5,0%		
P/E	8,9	9,7		10,5		10,0		Zmiana ceny: 1m	-9,4%
P/CE	6,2	6,4		6,6		6,4		Zmiana ceny: 6m	8,4%
P/BV	2,3	2,1		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	45,7%
EV/EBITDA	6,5	6,8		7,4		7,0		Max (52 tyg.)	154,1
Dyield (%)	5,8	6,1		5,9		5,2		Min (52 tyg.)	118,7



Po oderwaniu się prawa do dywidendy w przypadku CEZ może w najbliższych miesiącach brakować informacji wspierających kurs akcji. Obciążeniem mogą być natomiast obserwowane w ostatnich dniach niepokojące tendencje cenowe na rynku niemieckim, gdzie nastąpił znaczny spadek notowań energii zarówno w kontraktach rocznych jak i transakcjach spot. Dodatkowo przeceniły się mocno certyfikaty uprawniające do emisji CO₂ (z 17 EUR/t do 13 EUR/t). Nie spodziewamy się również, aby wyniki finansowe CEZ w najbliższych kwartałach przyniosły jakieś pozytywne zaskoczenia. Utrzymujemy negatywną rekomendację.



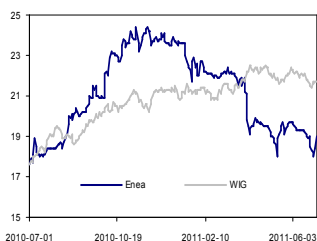
Enea (Akumuluj)

Cena bieżąca: 18,98 PLN Cena docelowa: 21,68 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 153,5	7 836,9	9,6%	9 636,7	23,0%	10 336,7	7,3%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 167,0	1 364,6	16,9%	1 527,1	11,9%	1 746,3	14,4%	MC (cena bieżąca)	8 378,6
marża EBITDA	16,3%	17,4%		15,8%		16,9%		EV (cena bieżąca)	5 980,9
EBIT	505,6	712,0	40,8%	893,7	25,5%	1 102,4	23,4%	Free float	21,8%
Zysk netto	513,6	639,3	24,5%	750,5	17,4%	889,1	18,5%		
P/E	16,3	13,1		11,2		9,4		Zmiana ceny: 1m	-3,8%
P/CE	7,1	6,5		6,1		5,5		Zmiana ceny: 6m	-19,2%
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	5,2%
EV/EBITDA	5,1	4,1		3,9		3,9		Max (52 tyg.)	24,4
Dyield (%)	2,4	2,0		2,1		2,5		Min (52 tyg.)	18,0



Po ostatnim odbiciu akcje Enei ponownie zachowywały się gorzej od szerokiego rynku, wyraźnie odstając od pozostałych spółek z sektora. W naszej opinii, choć bez wątpienia Enea stanowi najmniej atrakcyjną pozycję w ramach polskiej energetyki, to relatywnie niska waluacja i dobre wyniki w najbliższych kwartałach powinny być zauważone przez inwestorów. Pozytywnymi katalizatorami dla zysków powinny być zakończone remonty i modernizacja 2 bloków (podwyższenie sprawności), a także zwiększenie wskaźnika użycia mocy wytwórczych, na co wskazują dane remontowe PSE.

Wyższa dywidenda

WZA zdecydowało o wypłacie dywidendy w wysokości 44 groszy na akcję (łącznie 194 mln PLN), czyli wyższej niż rekomendował Zarząd (odpowiednio 24 grosze i 109 mln PLN). W naszym modelu zakładaliśmy wypłatę na poziomie 41 groszy na akcję. Implikowany przez decyzję WZA yield wynosi 2,4%.



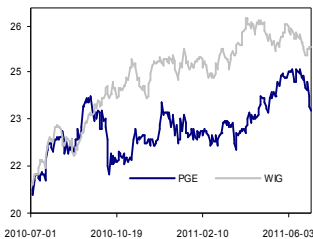
PGE (Akumuluj)

Cena bieżąca: 23,52 PLN Cena docelowa: 27,74 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	21 623,4	20 476,5	-5,3%	28 465,1	39,0%	26 906,2	-5,5%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	7 983,4	6 840,5	-14,3%	7 706,2	12,7%	8 768,7	13,8%	MC (cena bieżąca)	43 977,3
marża EBITDA	36,9%	33,4%		27,1%		32,6%		EV (cena bieżąca)	45 654,9
EBIT	5 344,7	4 185,3	-21,7%	5 002,6	19,5%	5 803,3	16,0%	Free float	30,7%
Zysk netto	3 370,7	3 014,1	-10,6%	4 009,7	33,0%	4 545,2	13,4%		
P/E	12,1	14,6		11,0		9,7		Zmiana ceny: 1m	-5,2%
P/CE	6,8	7,8		6,6		5,9		Zmiana ceny: 6m	3,7%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	11,5%
EV/EBITDA	5,7	6,5		5,9		5,5		Max (52 tyg.)	24,9
Dywid (%)	3,0	3,6		2,8		4,6		Min (52 tyg.)	21,1



WZA zdecydowało o wypłacie dywidendy zgodnie z wnioskiem Zarządu, co było lekko rozczarowujące w kontekście wcześniejszych zapowiedzi MSP o możliwych wyższych wpływach z tego tytułu. Dodatkowo inwestorzy coraz bardziej obawiają się podaży akcji ze strony resortu skarbu. Od strony fundamentalnej otoczenie jest jednak dla spółek z sektora sprzyjające. Średnie ceny spotowe na polskim rynku wzrosły w 2Q o 6% q/q i aż 11% r/r, a kontrakty na rok 2012 oscylują wokół 205 PLN/MWh. Dodatkowo w ostatnich miesiącach otwarte było atrakcyjne okno eksportowe, co potwierdzają dane PSE. Utrzymujące się dodatnie dynamiki zużycia prądu dodatkowo powinny wspierać segment dystrybucji. W tym kontekście utrzymujemy pozytywną rekomendację.

PGNiG i PGE poza krótką listą na SPEC

Według doniesień prasowych PGNiG i PGE nie zakwalifikowały się do następnego etapu procesu prywatyzacyjnego warszawskiej sieci ciepłowniczej SPEC. Podobno w grze pozostały Dalkia, Penta i Kulczyk Investments. Informacja oznacza, że prawdopodobnie te koncerny nie będą też już zdeterminowane do przejęcia aktywów wytwórczych Vattenfalla w Warszawie, gdyż brak kontroli nad siecią przesyłową komplikowałby realizację inwestycji w nowe bloki (konieczność zawierania umów gwarantujących odbiór ciepła i ryzyko budowy własnych źródeł przez nowego właściciela SPEC).

Umowa sprzedaży Polkomtela

Polscy udziałowcy: KGHM, PKN, PGE i Węglkokoks oraz Vodafone zawarli umowę sprzedaży swoich udziałów w Polkomtela na rzecz spółki celowej kontrolowanej przez Pana Zygmunta Solorza-Żaka. Cena za sprzedawane akcje (15,1 mld PLN) zostanie pokryta przez kupującego gotówką. Sprzedający mają również prawo do dywidendy z zysku za 2010 rok w wysokości 1,025 mld PLN, która zostanie wypłacona 31 lipca br. Całkowita wartość transakcji oparta na EV wynosi 18,1 mld PLN. Transakcja wymaga zgody UOKiK, która musi zostać pozyskana do końca 2011 roku, w przeciwnym wypadku umowa ulega rozwiązaniu chyba, że strony postanowią inaczej. Łącznie z dywidendą ostateczna cena płacona przez kupującego wynosi 16,1 mld PLN (equity), co pokrywa się z naszą pierwotną wyceną (EV/EBITDA 2010 = 6,3), nie uwzględniającą premii za przejęcie. W ostatnich tygodniach pojawiały się jednak informacje, że cena oferowana przez Solorza to 18 mld PLN – ostatecznie okazało się, że dotyczy to EV a wpływy gotówkowe sprzedających są mniejsze (w wycenie PKN uwzględnialiśmy wycenę Polkomtela na poziomie 18 mld PLN). Oznacza to, że z tytułu transakcji PKN Orlen po opodatkowaniu (łącznie z dywidendą) otrzyma netto 3,45 mld PLN (zamiast oczekiwanych 3,8 mld PLN). Obniża to naszą wycenę o 0,9 PLN na akcję. Zysk na tej transakcji Spółka będzie prawdopodobnie raportować dopiero w 4Q po ostatecznej finalizacji, co może nieco studzić oczekiwania co do dywidendy zaliczkowej.



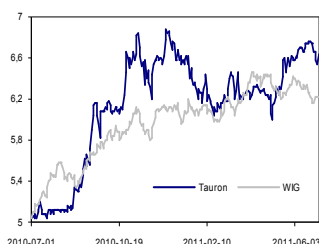
Tauron (Kupuj)

Cena bieżąca: 6,64 PLN Cena docelowa: 9,09 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 694,6	15 428,9	12,7%	20 314,1	31,7%	21 394,0	5,3%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	2 641,8	2 758,0	4,4%	3 083,5	11,8%	3 374,5	9,4%	MC (cena bieżąca)	11 636,9
marża EBITDA	19,3%	17,9%		15,2%		15,8%		EV (cena bieżąca)	12 908,8
EBIT	1 320,8	1 399,3	5,9%	1 673,6	19,6%	1 884,5	12,6%	Free float	59,6%
Zysk netto	774,4	858,7	10,9%	1 242,1	44,7%	1 363,9	9,8%		
P/E	13,3	13,6		9,4		8,5		Zmiana ceny: 1m	0,8%
P/CE	4,9	5,2		4,4		4,1		Zmiana ceny: 6m	1,1%
P/BV	0,9	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	31,0%
EV/EBITDA	5,1	4,4		4,2		4,1		Max (52 tyg.)	6,9
Dywid (%)	0,6	0,0		2,2		3,2		Min (52 tyg.)	5,0



Akcje Tauronu kontynuowały w czerwcu dobrą passę wywołaną bezpośrednio dobrymi wynikami za 1Q. Podtrzymujemy naszą opinię, że jest to najbardziej atrakcyjna inwestycyjnie spółka w ramach sektora, zarówno ze względu na ekspozycję na bieżące pozytywne tendencje rynkowe (wzrost wolumenów w przemyśle, wyższe ceny spotowe, pojawienie się możliwości eksportowych), jak i brak ryzyka podaży akcji ze strony MSP. Rekomendacja kupuj pozostaje niezmienną.

Nie będzie transakcji z Kompanią Węglową

Kompania Węglowa zrezygnowała z planowanej transakcji wniesienia aportem do Tauronu mniejszościowego pakietu w PKW oraz akcji kopalni Bolesław Śmiały. Jednocześnie koncern zaproponował rozpoczęcie rozmów w sprawie określenia możliwości zbycia wspomnianych akcji PKW. Powodem jest przygotowywanie do rewizji strategii przez nowego Prezesa holdingu węglowego. Informacja jest zaskoczeniem, bo wydawało się że proces jest już na finalnym etapie. Taka transakcja dawała możliwość zwiększenia wskaźnika integracji pionowej przez Tauron z 41% do 56%, a jej formuła (emisja akcji aportowych) była szansą na atrakcyjną wycenę przejmowanych aktywów. W przypadku przejmowania resztówki w PKW za gotówkę warunki mogą być już mniej korzystne.

Telekomunikacja

Finalizacja transakcji sprzedaży Polkomtela

Polscy udziałowcy: KGHM, PKN, PGE i Węglokoks oraz Vodafone zawarli umowę sprzedaży swoich udziałów w Polkomteli na rzecz spółki celowej kontrolowanej przez Pana Zygmunta Solorza-Żaka. Cena za sprzedawane akcje (15,1 mld PLN) zostanie pokryta przez kupującego gotówką. Sprzedający mają również prawo do dywidendy z zysku za 2010 rok w wysokości 1,025 mld PLN, która zostanie wypłacona 31 lipca br. Całkowita wartość transakcji oparta na EV wynosi 18,1 mld PLN. Transakcja wymaga zgody UOKiK, która musi zostać pozyskana do końca 2011 roku, w przeciwnym wypadku umowa ulega rozwiązaniu chyba, że strony postanowią inaczej. Łącznie z dywidendą ostateczna cena płacona przez kupującego wynosi 16,1 mld PLN (equity), co pokrywa się z naszą pierwotną wyceną (EV/EBITDA 2010 = 6,3), nie uwzględniającą premii za przejęcie. W ostatnich tygodniach pojawiały się jednak informacje, że cena oferowana przez Solorza to 18 mld PLN – ostatecznie okazało się, że dotyczy to EV a wpływy gotówkowe sprzedających są mniejsze (w wycenie PKN, PGE, KGHM uwzględnialiśmy wycenę Polkomtela na poziomie 18 mld PLN). Należy podatek od wartości sprzedaży 24,4% pakietu to 479,4 mln PLN plus 19% od wartości dywidendy (47,5 mln PLN), co daje wpływy gotówkowe na poziomie 3,44 mld PLN. Oznacza to obniżenie wycen polskich udziałowców w stosunku do naszych dotychczasowych poziomów: PKN o 0,9 PLN na akcję (-1,7%), KGHM o 1,85 PLN za akcję (-0,9%) oraz PGE o 0,18 PLN za akcję (-0,8%).



Netia (Trzymaj)

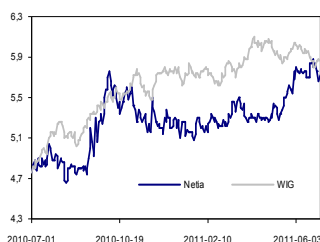
Cena bieżąca: 5,72 PLN

Cena docelowa: 5,4 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 505,9	1 575,9	4,7%	1 614,0	2,4%	1 685,0	4,4%	Liczba akcji (mln)	389,3
EBITDA	312,8	368,8	17,9%	381,4	3,4%	398,2	4,4%	MC (cena bieżąca)	2 227,0
marża EBITDA	20,8%	23,4%		23,6%		23,6%		EV (cena bieżąca)	1 827,6
EBIT	14,2	70,1	392,7%	104,1	48,4%	132,0	26,8%	Free float	55,0%
Zysk netto	88,7	61,2	-31,0%	109,3	78,6%	139,0	27,2%		
P/E	25,1	36,4		20,4		16,0		Zmiana ceny: 1m	-1,4%
P/CE	5,8	6,2		5,8		5,5		Zmiana ceny: 6m	12,2%
P/BV	1,2	1,2		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	19,4%
EV/EBITDA	6,3	5,2		4,8		4,3		Max (52 tyg.)	5,9
Dyield (%)	0,0	0,0		3,4		4,9		Min (52 tyg.)	4,7



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

MNI zapłaci za Dialog 1 mld PLN?

Z nieoficjalnych informacji wynika, że cena oferowana przez MNI za Dialog (100% KGHM) wynosi ok. 1 mld PLN. Niższą cenę zaoferowały: Netia i Vectra. Jeżeli informacja potwierdzi się a MNI znajdzie finansowanie transakcji to Netia będzie mogła przystąpić do skupu akcji własnych (350 mln PLN), co pozytywnie wpłynie na cenę akcji w krótkim okresie, negatywnie na wycenę spółki (skupi akcje powyżej wartości). Cenę przejęcia Dialogu za 1 mld PLN uznajemy za bardzo wysoką. Implikuje ona wskaźnik EV/EBITDA2010 (137 mln PLN) na poziomie 8 – przy 5,35 dla Netii (cena 5,83 PLN za akcję). W wycenie KGHM zakładaliśmy wartość (EV) Dialogu na poziomie 5,5 x EBITDA, tj. 753 mln PLN.

Podwyższenie kapitału

Spółka podwyższyła liczbę wyemitowanych akcji o 1,584 mln sztuk, które zostały wyemitowane w ramach kapitału warunkowego na skutek wykonania przez upoważnione do tego osoby opcji przyznanych zgodnie z planem premiovym. Po podwyższeniu łączna liczba akcji wynosi 391,043 mln sztuk o wartości nominalnej 1 PLN każda.



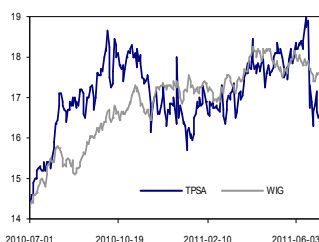
TP SA (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,64 PLN Cena docelowa: 16,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 560,0	15 616,2	-5,7%	15 483,4	-0,9%	15 395,2	-0,6%	Liczba akcji (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)	22 225,2
marża EBITDA	37,7%	30,3%		37,4%		38,2%		EV (cena bieżąca)	27 052,7
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	17,4	133,5		17,3		15,9		Zmiana ceny: 1m	-9,3%
P/CE	4,1	5,6		4,4		4,4		Zmiana ceny: 6m	-0,7%
P/BV	1,3	1,5		1,6		1,7		Zmiana ceny: 12m	11,7%
EV/EBITDA	4,2	5,7		4,7		4,6		Max (52 tyg.)	19,0
Dyield (%)	9,0	9,0		9,0		9,0		Min (52 tyg.)	14,9



Przy obecnej cenie akcje TP oferują 9% DY za rok, przy medianie dla europejskich telekomów na poziomie 8,5% w br. Wyższe DY płacą m.in. France Telecom, Telefonica, Belgacom, a także Telekom Austria, Magyar Telecom i czeska Telefonica. W wynikach za 2Q, które oprócz istotnych zdarzeń jednorazowych (zaksięgowanie transakcji zbycia Emitela oraz dodatkowa rezerwa na karę od KE) nie powinny zaskoczyć istotną poprawą danych operacyjnych, nie widzimy wsparcia dla kursu. Podtrzymujemy neutralną rekomendację inwestycyjną.

Co najmniej 18 miesięcy oczekiwania na werdykt ws. DPTG

Sąd Arbitrażowy w Wiedniu przedstawił harmonogram przesłuchań związany ze sporem TPSA i DPTG. Mają one potrwać 18 miesięcy, w czasie których spółki powinny przedstawić niezbędne dokumenty i analizy. To bardzo długi okres, TPSA zapewne liczy, że skłoni to DPTG do zawarcia ugody wcześniej. W wycenie akcji TP uwzględniamy utratę przez TP 2 mld PLN na rzecz DPTG. Ugoda może tą kwotę zmniejszyć, co będzie miało pozytywny wpływ na wycenę.

Kara i sprzedaż Emitela

Komisja Europejska nałożyła na TPSA karę za blokowanie konkurencji na rynku hurtowego dostępu do internetu w okresie przed październikiem 2009, w kwocie 127,6 mln EUR, tj. ponad 505 mln PLN. To duże zaskoczenie (dotyczy sprawy sprzed kilku lat), nikt nie zakładał kar nałożonych przez KE – szczególnie w takiej wysokości. Sprawa toczyła się bardzo długo, TP utworzyła na ten cel rezerwę w kwocie ok. 47 mln PLN, ale w ostatnim czasie nie wskazywała że istnieje takie ryzyko. W tym względzie ostatnio UKE wyraźnie zmieniło strategię w stosunku do TP a nakładane kary miały wysokość kilku mln PLN (co inwestorzy mogli odbierać pozytywnie jako mniejsze ryzyko regulacyjne). Kara obniża wycenę TP o 0,38 PLN na akcję (-2,2%). Oprócz wpływu środków z tego tytułu TP pozyska dodatkową płynność ze sprzedaży aktywów. W czerwcu TPSA sfinalizowała sprzedaż Emitela za kwotę 1,73 mld PLN. To realizacja umowy podpisanej 24 marca br. Na transakcji spółka zrealizuje zysk brutto w kwocie ok. 1,2 mld PLN i zostanie on zaksięgowany w wyniku 2Q2011. Wyniki TP Emitel podlegały pełnej konsolidacji w wynikach Grupy TP. Obie transakcje nie wpływają na politykę dywidendową spółki.

Media



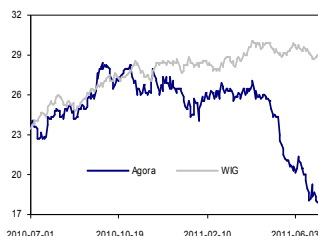
Agora (Kupuj)

Cena bieżąca: 17,84 PLN Cena docelowa: 28,9 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(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)	908,7
marża EBITDA	12,1%	15,0%		14,6%		15,0%		EV (cena bieżąca)	786,9
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	23,7	12,6		13,3		10,6		Zmiana ceny: 1m	-12,1%
P/CE	7,6	5,9		5,4		4,9		Zmiana ceny: 6m	-32,4%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-24,6%
EV/EBITDA	5,4	5,1		4,2		3,5		Max (52 tyg.)	28,5
Dywid (%)	0,0	2,8		3,7		3,8		Min (52 tyg.)	17,8



Agora jest w tej chwili najniżej wycenianą spółką medialną na rynku. Obawy o perspektywy segmentu prasowego są wzmacnione przez słabe rezultaty osiągnięte przez ten obszar biznesowy w pierwszym kwartale oraz pesymistyczne prognozy Zarządu spółki w odniesieniu do rynku reklamowego. Naszym zdaniem przy relatywnej poprawie sytuacji na rynku reklamowym tempo spadku EBITDA w segmencie prasy w Agorze powinno zostać wyhamowane. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Sprzedaż dzienników w kwietniu

Rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* spadło o 15,6%. W tym samym czasie rozpowszechnianie płatne *Faktu*, *Gazety Codziennej* spadło o 20,1%, *Rzeczpospolitej* spadło o 11,8%, *Super Expressu* o 14,9%, a *Dziennika*. *Gazety Prawnej* zmniejszyło się o 3,4%. Duże spadki sprzedaży dzienników są częściowo efektem wysokiej bazy z kwietnia poprzedniego roku (zwiększona konsumpcja mediów informacyjnych po katastrofie pod Smoleńskiem). Sprzedaż kioskowa najważniejszych tytułów opiniotwórczych spadło r/r o 22,8% w przypadku *Gazety Wyborczej*, o 26,3% w *Rzeczpospolitej* i o 32,9% w *Dzienniku*. *Gazecie Prawnej*.

Blisko do rozstrzygnięcia przetargu na wiaty warszawskie?

Zgodnie z artykułem w *Parkiecie* do końca czerwca konsorcja uczestniczące w postępowaniu miały czas na składanie uwag. Następnym etapem będzie składanie ofert. Nie wyznaczono jeszcze terminu wyboru akcjonariusza. Biorąc pod uwagę obecne zaawansowanie prac nad przetargiem nie sądzimy (etap składania uwag, przed okresem na złożenie ofert), by rozstrzygnięcie przetargu mogło nastąpić w ciągu najbliższych trzech miesięcy. Potencjalnie przetarg ten będzie miał istotny wpływ na segment outdoorowy w Polsce. Największe szanse na zwycięstwo mają naszym zdaniem konsorcjum AMS i Stroera, Clear Channel oraz JC Decaux.

WZA za wypłatą 0,5 PLN dywidendy

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy zaakceptowało propozycję Zarządu i zagłosowało za wypłatą dywidendy w wysokości 0,5 PLN na akcję. Dniem dywidendy będzie 15 lipca, a dniem wypłaty dywidendy 3 sierpnia. Akceptacja propozycji Zarządu była oczekiwana przez rynek stąd nie spodziewamy się reakcji rynku na przegłosowany poziom dywidendy.



Cinema City (Akumuluj)

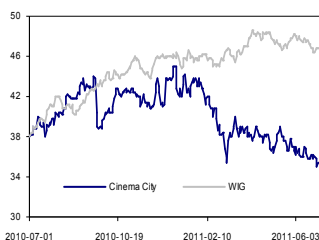
Cena bieżąca: 35 PLN

Cena docelowa: 42,9 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn EUR)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	211,6	240,6	13,7%	270,9	12,6%	317,9	17,4%	Liczba akcji (mln) 51,2
EBITDA	46,5	57,7	24,0%	61,6	6,7%	75,5	22,6%	MC (cena bieżąca) 1 792,0
marża EBITDA	22,0%	24,0%		22,7%		23,7%		EV (cena bieżąca) 1 738,3
EBIT	30,2	38,2	26,6%	41,2	7,6%	53,3	29,6%	Free float 17,6%
Zysk netto	24,4	33,2	35,7%	35,0	5,5%	45,5	30,0%	
P/E	18,5	13,7		13,0		10,0		Zmiana ceny: 1m -2,2%
P/CE	11,1	8,6		8,2		6,7		Zmiana ceny: 6m -15,7%
P/BV	2,5	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m -9,2%
EV/EBITDA	11,5	7,9		7,2		5,8		Max (52 tyg.) 45,1
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		15,4		Min (52 tyg.) 35,0



Czerwiec był dobrym miesiącem dla polskiego rynku kinowego, a sukcesy takich produkcji jak Piraci z Karaibów, Kung Fu Panda 2 i Kac Vegas 2 będą pozytywnie przekładać się na wyniki drugiego kwartału. Z uwagi na ponoszone jeszcze koszty restrukturyzacji przejętej na początku roku sieci Palace Cinema oraz rozpoznawane w ubiegłym roku zyski z tytułu sprzedaży działalności deweloperskiej nie spodziewamy się, by spółka była w stanie w tym roku odrobić ubytek wyniku poniesiony w okresie pierwszego kwartału. Drugie półrocze przyniesie jednak naszym zdaniem znaczącą poprawę frekwencji kinowej, a przez to odwrócenie sentymentu w stosunku do branży kinowej i powrót wiary inwestorów w dobre perspektywy branży kinowej. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



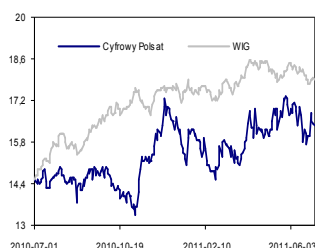
Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,36 PLN Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 266,1	1 482,5	17,1%	1 528,8	3,1%	1 578,9	3,3%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	327,4	406,9	24,3%	449,3	10,4%	479,2	6,6%	MC (cena bieżąca)	4 389,8
marża EBITDA	25,9%	27,5%		29,4%		30,3%		EV (cena bieżąca)	4 330,3
EBIT	285,5	325,8	14,1%	354,2	8,7%	358,3	1,2%	Free float	14,0%
Zysk netto	237,9	258,5	8,6%	286,8	11,0%	290,7	1,3%		
P/E	18,4	17,0		15,3		15,1		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/CE	15,7	12,9		11,5		10,7		Zmiana ceny: 6m	1,9%
P/BV	13,3	9,7		7,9		6,7		Zmiana ceny: 12m	12,7%
EV/EBITDA	13,3	10,7		9,6		8,8		Max (52 tyg.)	17,4
Dywid (%)	4,6	3,5		4,1		4,3		Min (52 tyg.)	13,4



Rynek nadspodziewanie dobrze zaabsorbował dużą podaż akcji ze strony głównego akcjonariusza. W procesie przyspieszonej budowy książki popytowej sprzedane 86,1 mln akcji stanowiły około 24,7% całkowitej kapitalizacji spółki. W naszej opinii w przypadku Cyfrowego Polsatu dyskontowany jest scenariusz utrzymującej się w przyszłości poprawy udziałów rynkowych. Tymczasem obserwowana w bieżącym roku duża dynamika wpływów reklamowych jest przede wszystkim pochodną wzrostu zasięgu technicznego stacji tematycznych. Wraz z wygaśnięciem tego efektu pod koniec roku należy się spodziewać powrotu Telewizji Polsat do spadkowego trendu w odniesieniu do posiadanych udziałów w segmencie telewizyjnym. W efekcie sądzimy, że bieżąca wycena dobrze odzwierciedla wewnętrzną wartość akcji spółki. Podtrzymujemy rekomendację **trzymaj**.

Sprzedaż akcji przez głównego akcjonariusza

Polaris Finance, Karswell Limited oraz Sensor Overseas Limited, spółki kontrolowane przez Zygmunta Solorza - Żaka oraz Heronima Rutę sprzedały 86,1 mln posiadanych akcji Cyfrowego Polsatu w drodze przyspieszonego procesu budowania książki popytu po cenie 15,70 PLN za akcję. Po realizacji oferty sprzedaży Solorz - Żak zachował większościowy udział w kapitale zakładowym spółki.



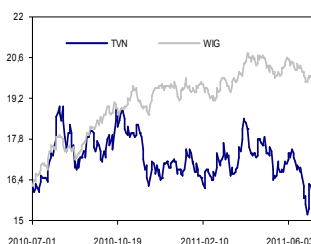
TVN (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15,92 PLN Cena docelowa: 18,1 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 123,4	2 493,8	17,4%	2 753,9	10,4%	3 058,3	11,1%	Liczba akcji (mln)	341,9
EBITDA	794,8	610,7	-23,2%	755,7	23,7%	915,7	21,2%	MC (cena bieżąca)	5 442,7
marża EBITDA	37,4%	24,5%		27,4%		29,9%		EV (cena bieżąca)	7 689,6
EBIT	612,1	363,8	-40,6%	499,0	37,2%	664,6	33,2%	Free float	43,7%
Zysk netto	420,8	42,8	-89,8%	280,8	556,2%	394,5	40,5%		
P/E	12,9	127,2		19,4		13,8		Zmiana ceny: 1m	-8,1%
P/CE	9,0	18,8		10,1		8,4		Zmiana ceny: 6m	-4,0%
P/BV	4,2	5,1		4,0		3,3		Zmiana ceny: 12m	-2,0%
EV/EBITDA	9,2	13,0		10,2		8,1		Max (52 tyg.)	18,9
Dywid (%)	4,8	1,9		0,0		1,5		Min (52 tyg.)	15,2



Nasilające się zjawisko fragmentaryzacji rynku i umocnienie pozycji Telewizji Polsat dzięki zwiększeniu zasięgu technicznego przez jej stacje tematyczne negatywnie przekładało się na notowania TVN. Drugi kwartał dzięki efektowi niskiej bazy (brak reklam przez 9 dni kwietnia w związku z żałobą narodową) powinien przynieść poprawę wyników w spółce. Skala oczekiwanej poprawy jest już jednak naszym zdaniem uwzględniona w bieżących notowaniach akcji TVN. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

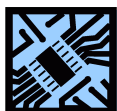
Wszystko jest na sprzedaż?

W artykule *Puls Biznesu* spekuluje na temat możliwej wyprzedaży aktywów przez Grupę ITI. Pod młotek miałyby pójść zarówno TVN jak i Onet i platforma 'n'. Teoria ta ma naszym zdaniem pewne racjonalne podstawy. Zadłużenie Grupy TVN jest w tej chwili wyraźnym ciężarem, a główny akcjonariusz ponosi dodatkowo koszty obsługi własnego zadłużenia. Największym problemem wydaje się naszym zdaniem platforma 'n', która nie spełniła w żaden sposób pokładanych w niej przez Zarząd nadziei i nadal walczy o uzyskanie rentowności EBITDA.

Rozszerzenie współpracy z TPSA

W ramach podpisanego porozumienia między TVN a TPSA klienci usługi telewizyjnej w TPSA otrzymają możliwość dostępu do czterech nowych pakietów telewizyjnych przygotowanych przez platformę 'n'. Jednocześnie abonenci platformy 'n' będą mieli możliwość dołączenia do otrzymywanych usług dostępu do mobilnego internetu Orange Free. Obie spółki podtrzymały dotychczasowe obietnice, że dzięki współpracy każda z nich zaoszczędzi w ciągu 5 lat około 100 mln PLN na poziomie EBITDA. Po długim oczekiwaniu obu spółkom udało się porozumieć w sprawie wspólnej oferty, która pierwotnie miała być uruchomiona jeszcze pod koniec 2010 roku. Wpływ porozumienia na tempo pozyskiwania klientów przez obie spółki będziemy mogli ocenić dopiero w czwartym kwartale, czyli standardowym okresie wysokiej sprzedaży w sektorze.

IT



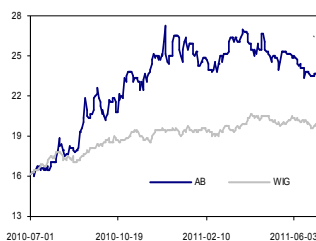
AB (Akumuluj)

Cena bieżąca: 23,75 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)	367,1
marża EBITDA	2,9%	2,2%		2,3%		2,0%		EV (cena bieżąca)	451,9
EBIT	76,5	58,3	-23,8%	66,1	13,4%	60,5	-8,4%	Free float	45,8%
Zysk netto	27,0	35,2	30,4%	48,6	38,3%	42,8	-12,0%		
P/E	14,0	10,4		7,5		8,6		Zmiana ceny: 1m	-4,6%
P/CE	11,7	9,0		6,8		7,6		Zmiana ceny: 6m	-9,7%
P/BV	1,4	1,3		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	48,4%
EV/EBITDA	5,9	7,7		6,3		6,5		Max (52 tyg.)	27,2
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,0



Skumulowany wynik netto AB za cztery ostatnie kwartały wynosi 50,9 mln PLN (około 42,0 mln PLN bez uwzględniania wpływu wygranej w sporze sądowym z Raiffeisenem). Tymczasem obecna kapitalizacja spółki sięga około 367 mln PLN, co sprowadza wskaźniki wyceny do 7,5xP/E 2010/11 (8,6xP/E 2010/11 bez odwróconej rezerwy). Wśród inwestorów pojawiają się obawy czy branża dystrybucji IT poradzi sobie z rosnącym kapitałem obrotowym i presją inflacyjną. W naszej opinii charakter sprzętu IT (duża kompleksowość oferty pod względem cenowym oraz przyzwyczajenie społeczeństwa do wahań cen) powoduje, że inflacja cen w gospodarce podobnie jak wahania kursów walut nie powinny wpływać na uzyskiwaną rentowność, gdyż droższe produkty zostaną wyparte przez tańsze przy zachowaniu marży dystrybutora. Większe zagrożenie widzimy po stronie kapitału obrotowego, którego wzrost jest efektem polityki producentów laptopów dążących do maksymalizacji sprzedaży bez względu na warunki rynkowe. Naszym zdaniem może to prowadzić w dłuższej perspektywie do nasycenia rynku i załamania sprzedaży. Biorąc pod uwagę fakt, że problem dotyczy jednej grupy produktowej nie sądzimy jednak, by zagrażało to pozycji dystrybutorów. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



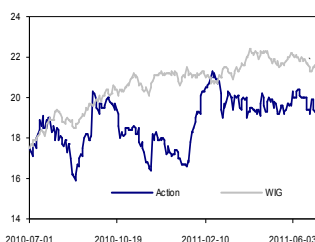
Action (Akumuluj)

Cena bieżąca: 19,2 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)	330,8
marża EBITDA	1,6%	2,3%		2,3%		2,3%		EV (cena bieżąca)	397,3
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	14,2	12,5		10,2		8,9		Zmiana ceny: 1m	-5,3%
P/CE	9,4	8,7		8,0		7,1		Zmiana ceny: 6m	11,0%
P/BV	1,9	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	8,8%
EV/EBITDA	7,6	8,3		7,4		6,5		Max (52 tyg.)	21,3
Dywid (%)	0,0	4,2		2,9		3,9		Min (52 tyg.)	15,9



W poprzednim miesiącu spółka opublikowała prognozę roczną, która przewiduje wypracowanie w bieżącym roku zysku netto w wysokości 34 mln PLN przy 2426,5 mln PLN przychodów. Biorąc pod uwagę dobre wyniki pierwszego kwartału (poprawa wyniku netto mimo bazy zawyżonej przez wpływ różnic kursowych) poziom ten uważamy za będący w zasięgu spółki. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Prognoza wyników na 2011 rok

Zarząd Actionu opublikował prognozę wyników finansowych na 2011 rok. Zgodnie z publikacją celami na ten rok są 2426 mld PLN przychodów oraz 34,1 mln PLN zysku netto. Po dobrych wynikach pierwszego kwartału cele te wydają się jak najbardziej w zasięgu spółki. I można je rozpatrywać jako konserwatywne założenia. W praktyce oznacza to powtórzenie zeszłorocznych rezultatów drugiego półrocza oraz uniknięcie strat jakie zostały wygenerowane na różnicach kursowych w 2Q2010. Brak natomiast założeń wzrostu wyniku netto na skutek rosnącej sprzedaży (co implikuje wbudowany w prognozę spadek rentowności).

Umowa z Energa-Operator

Action w konsorcjum z BMCG podpisał umowę ramową z Energa-Operator na dostawę oraz uruchomienie infrastruktury licznikowej. Umowa została zawarta na osiem lat, a budżet przeznaczony na realizację projektu wynosi ponad 890 mln PLN netto. Z uwagi na fakt, że jest to jedynie umowa ramowa, którą Energa podpisze jeszcze z kilkoma podmiotami trudno ocenić wpływ porozumienia na przyszłe wyniki sprzedażowe Actiona. Roczna wartość zamówień wyniesie średnio 111 mln PLN, przy czym jeśli kwota ta przypadać będzie na 7-8 podmiotów wówczas wartość przypadająca Actionowi wyniosłaby 13-15 mln PLN rocznie.



ASBIS (Akumuluj)

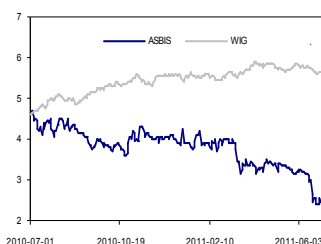
Cena bieżąca: 2,48 PLN

Cena docelowa: 4,32 PLN

Analityk: 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) 137,6
marża EBITDA	0,5%	0,9%		1,3%		1,5%		EV (cena bieżąca) 233,7
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		54,7		6,5		4,0		Zmiana ceny: 1m -23,7%
P/CE		11,2		4,7		3,2		Zmiana ceny: 6m -36,7%
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m -44,5%
EV/EBITDA	10,8	6,4		4,5		3,5		Max (52 tyg.) 4,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 2,4



Głównym ryzykiem inwestycyjnym w przypadku spółki pozostają wahania kursów walutowych zwłaszcza na rynkach wschodnich. W maju kluczowym wydarzeniem wydaje się dewaluacja białoruskiego rubla o ponad 50%, co może w istotny sposób wpływać na działalność spółki na tym rynku. Z jednej strony powodować to może zmniejszenie wyrażonych w dolarach przychodów z tego regionu (w 1Q2011 odpowiadał za około 4% skonsolidowanych przychodów). Z drugiej poważnym problemem może być dewaluacja posiadanych na białoruskim rynku należności wyrażonych w rublach co przekładać się będzie na ujemne różnice kursowe. Niemniej obecna wycena spółki na poziomie 140 mln PLN dyskontuje w tym momencie scenariusz utraty dużej części tegorocznych zysków w wyniku wydarzeń na Białorusi.



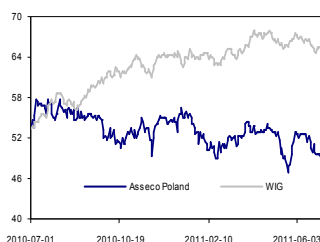
Asseco Poland (Kupuj)

Cena bieżąca: 49,02 PLN Cena docelowa: 65 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-27

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 050,3	3 237,7	6,1%	4 641,3	43,4%	4 862,1	4,8%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	646,1	695,0	7,6%	812,5	16,9%	844,3	3,9%	MC (cena bieżąca)	3 802,3
marża EBITDA	21,2%	21,5%		17,5%		17,4%		EV (cena bieżąca)	4 738,2
EBIT	525,5	569,0	8,3%	660,0	16,0%	688,6	4,3%	Free float	256842,4%
Zysk netto	373,4	415,1	11,2%	389,3	-6,2%	421,2	8,2%		
P/E	10,2	9,2		9,8		9,0		Zmiana ceny: 1m	-7,0%
P/CE	7,7	7,0		7,0		6,6		Zmiana ceny: 6m	-11,6%
P/BV	0,9	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-11,5%
EV/EBITDA	6,5	6,7		5,8		5,4		Max (52 tyg.)	57,6
Dywid (%)	3,0	3,0		3,7		3,3		Min (52 tyg.)	47,0



Notowaniom Asseco z ostatniego miesiąca wyraźnie nie sprzyjały zapowiedzi Zarządu dotyczące kolejnych bardzo dużych przejęć (mające plasować Asseco Poland jako nr 2 w Europie wśród spółek IT). W naszej opinii spółka powinna poczekać z takimi ruchami do momentu, gdy widoczne staną się efekty przejęcia Formula Systems. W przeciwnym razie weźmie na siebie niepotrzebne ryzyko skumulowania negatywnych efektów dokonanych akwizycji. Pomijając w naszej opinii zbyt pochopną politykę akwizycyjną perspektywy Asseco Poland oceniamy jako pozytywne. Zapełnienie naszej prognozy bieżącym portfelem kontraktów sięga 81%, a jako dodatkowy potencjał dla spółki traktować należy ewentualne kontrakty publiczne płynące z realizacji programu informatyzacji państwa, czy inwestycji w informatykę ze strony PZU. Nawet pomijając powyższe szanse na dodatkowe zamówienia Asseco Poland notowane jest przy 9,8xP/E 2011 i 5,8xEV/EBITDA 2011, co czyni ją najtańszą spółką informatyczną na warszawskim parkiecie. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Prezes Góral o potencjalnych akwizycjach

Podczas Kongresu Innowacyjnej Gospodarki Prezes Adam Góral wypowiedział się na temat potencjalnych akwizycji Asseco Poland. Stwierdził on, że prowadzone są rozmowy z dwoma dużymi podmiotami. Zakup jednego z nich uczynić miałyby z Asseco Poland drugą pod względem zysku netto spółką informatyczną w Europie. Zdaniem Prezesa do transakcji mogłoby dojść jeszcze w tym roku. Stoimy na stanowisku, że tak znaczące akwizycje jak Formula Systems i zakup wspomniany przez Prezesa Górala powinny odbywać się powoli z wcześniejszym uporządkowaniem struktury po zrealizowanych już akwizycjach. Zbyt duża ilość znaczących wartościowo transakcji potęguje ryzyko operacyjne w Grupie. Dlatego też uważamy, że z tak dużą transakcją Asseco Poland powinno poczekać do momentu, gdy Formula Systems udowodni, że zapłacona za nią premia była uzasadniona i że stanowi wartość dodaną dla Grupy.

ABS kupi Asseco Germany?

Według nieoficjalnych informacji PAP Asseco Business Solutions rozważa zakup Asseco Germany, spółki z grupy Asseco Dach. Celem potencjalnej transakcji ma być m.in. uporządkowanie aktywów grupy związanych z systemami ERP. Asseco Poland może potencjalnie wykorzystać taką transakcję do zwiększenia swojego zaangażowania w ABS (poprzez odsprzedaż Asseco Germany za akcje nowej emisji). O ile taki krok w kierunku uporządkowania aktywów wydaje nam się jeszcze stosunkowo łatwy do przeprowadzenia, to jednak naszym zdaniem w przypadku innych spółek połączenie na zasadach funkcjonalnych (np. w pion integracji) będzie niezwykle trudne do przeprowadzenia. Dlatego też istnieje ryzyko, że Asseco Poland rozpoczyna proces, którego nie będzie w stanie skończyć. Z punktu widzenia akcjonariuszy odczytujemy tę informację neutralnie.



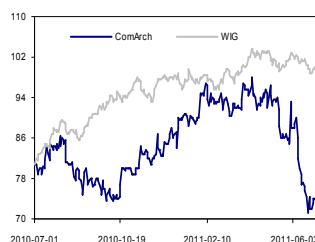
ComArch (Trzymaj)

Cena bieżąca: 73,25 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) 589,8
marża EBITDA	7,7%	8,4%		10,7%		11,5%		EV (cena bieżąca) 479,1
EBIT	14,3	23,5	63,6%	47,1	100,7%	59,3	26,0%	Free float 22,5%
Zysk netto	32,3	43,4	34,4%	43,6	0,5%	51,2	17,4%	
P/E	18,3	13,6		13,5		11,5		Zmiana ceny: 1m -16,9%
P/CE	8,0	7,0		7,1		6,6		Zmiana ceny: 6m -18,1%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m -7,6%
EV/EBITDA	8,9	7,8		5,6		4,7		Max (52 tyg.) 98,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		2,6		Min (52 tyg.) 71,3



Rynek zareagował na bardzo słabe wyniki pierwszego kwartału przeceną akcji Comarchu. Od momentu publikacji sprawozdania ich cena spadła o 20%. Z drugiej strony bieżący portfel zamówień sięgający na dzień 29 kwietnia 473 mln PLN (+19,4% r/r) wskazuje, że minimalny wzrost przychodów odnotowany w okresie pierwszych trzech miesięcy roku (+1,2% r/r) powinien być rekompensowany wyższą dynamiką sprzedaży w kolejnych kwartałach. Biorąc pod uwagę wciąż rosnące koszty podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Odkupienie udziałów w Comarchu AG

Comarch nabył od Vintage Investment Holdings S.A. z siedzibą w Luxemburgu 40% udziałów w Comarchu AG o wartości nominalnej 1,0 mln EUR. Dzięki powyższej transakcji ponownie zwiększył swój udział w spółce zależnej do 100%. Wcześniej obniżenie udziału nastąpiło w wyniku objęcia akcji nowej emisji przez Vintage Investment, który jest kojarzony z Prezesem Januszem Filipiakiem. Emisja nastąpiła po cenie nominalnej. Cenę odkupu szacujemy na 1,2 mln EUR, a zatem 20% powyżej wcześniej uzyskanych środków. Kwota nadpłaty byłaby jednak na tyle niewielka, że wobec skali działalności spółki można ją pominąć w analizie.

Decyzje WZA zgodne z oczekiwaniami

WZA, które odbyło się 29 czerwca zagłosowało za zatrzymaniem w spółce całego zysku wypracowanego w 2010 roku. Ponadto zatwierdzone zostało sprawozdanie za ubiegły rok obrotowy, a wszyscy Członkowie Zarządu i Rady Nadzorczej otrzymali absolutorium z pełnionych obowiązków.



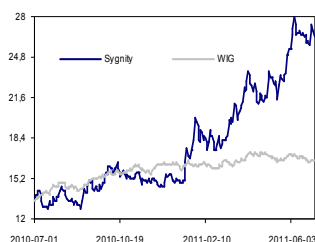
Sygnity (Trzymaj)

Cena bieżąca: 26,39 PLN Cena docelowa: 28 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-09

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	563,2	524,0	-7,0%	552,0	5,3%	632,0	14,5%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-69,1	-7,5	-89,2%	38,3		49,1	28,4%	MC (cena bieżąca)	313,7
marża EBITDA	-12,3%	-1,4%		6,9%		7,8%		EV (cena bieżąca)	316,6
EBIT	-103,6	-34,3	-66,9%	17,8		35,0	97,3%	Free float	82,5%
Zysk netto	-104,5	-42,8	-59,1%	4,7		21,8	362,4%		
P/E				66,6		14,4		Zmiana ceny: 1m	3,5%
P/CE				12,4		8,7		Zmiana ceny: 6m	75,3%
P/BV	1,2	1,4		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	85,1%
EV/EBITDA				8,3		6,1		Max (52 tyg.)	28,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	12,8



Czerwiec przyniósł niewielką korektę dynamicznych wzrostów jakich Sygnity doświadczyło od początku roku. W międzyczasie pojawiła się informacja o planie motywacyjnym dla kadry menedżerskiej oraz zapowiedź Prezesa dotycząca możliwości zawarcia umowy o współpracę w zakresie integracji infrastruktury z dużym azjatyckim partnerem. Naszym zdaniem choć obydwa wydarzenia należy odbierać pozytywnie to zanotowany od początku roku wzrost notowań dyskontuje obecny etap restrukturyzacji kosztowej w spółce. Dla uzyskania dalszego potencjału wzrostowego spółka musi zaktywizować stronę sprzedażową i poprawić istotnie stan portfela kontraktów. **Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.**

Projekt programu motywacyjnego

WZA, które zostało zwołane na 30 czerwca rozpatrzy m.in. projekt programu motywacyjnego dla Zarządu spółki. Założenia programu przewidują przyznanie do 600 tys. akcji opcji (210 tys. w 2011 roku, 210 tys. w 2012 roku oraz do 180 tys. w 2013 roku). Warunkiem przyznania opcji jest osiągnięcie przez spółkę wyznaczonego poziomu zysku netto (10,0 mln PLN w 2011 roku, 30 mln PLN w 2012 roku oraz 37-57 mln PLN w 2013 roku). Ponadto spółka musi dokonać skupu akcji z rynku w wymaganej programem wysokości. Cele wyznaczone w programie motywacyjnym wydają się bardzo ambitne. O ile 10 mln PLN zysku netto w pierwszym roku trwania programu wydaje nam się najmniej trudnym zadaniem, o tyle tempo poprawy wyników w kolejnych latach jest bardzo duże i realizacja tych założeń będzie ogromnym sukcesem Zarządu.

Strategiczny partner z Azji?

Prezes Biedrzycki w wywiadzie prasowym wyjawiał, że spółka, z którą Sygnity rozmawia o strategicznym partnerstwie w obszarze integracji infrastruktury pochodzi z Azji. Podtrzymujemy opinię, że samo podpisanie porozumienia o strategicznym partnerstwie nie zmienia w sposób znaczący perspektyw Sygnity. W przeszłości również podpisywane były przez spółkę porozumienia o współpracy z globalnymi graczami jednak nie przekładało się to na istotny wzrost zamówień. Dlatego też naszym zdaniem należy poczekać na pierwsze efekty ewentualnego porozumienia, czyli wspólnie realizowane projekty.

Kontrakt z Poczta Polska

Sygnity poinformowało o podpisaniu umowy z Poczta Polską na rozwój Zintegrowanego Systemu Teleinformatycznego do rejestracji oraz monitorowania wybranych rodzajów przesyłek pocztowych. Wartość kontraktu to 16,7 mln PLN, a umowa dotycząca rozwoju systemu będzie obowiązywać do końca 2013 r. Wartość netto kontraktu (13,7 mln PLN) stanowi około 2,5% naszej tegorocznej prognozy przychodów spółki.

WZA zaakceptowało program menedżerski

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy przyjęło propozycję programu motywacyjnego dla Zarządu i wyższej kadry menedżerskiej. Zgodnie z jego ustaleniami celami finansowymi jakie ma osiągnąć spółka jest 10 mln PLN zysku netto w bieżącym roku (transza 210 tys. opcji), 30 mln PLN zysku netto w 2012 roku (transza 210 tys. opcji) oraz 37-57 mln PLN zysku netto w 2013 roku (90-180 tys. opcji). Dodatkowo w celu przyznania akcji uprawnionym wcześniej spółka musi dokonać skupu akcji z rynku. Podtrzymujemy opinię, że cele wyznaczone w programie są niezwykle ambitne, przy czym w bieżącym roku cel wydaje się najbardziej w zasięgu spółki. Rzeczywiste uruchomienie programu skupu akcji może działać stabilizująco na kurs akcji w najbliższym okresie.

Górnictwo, metale



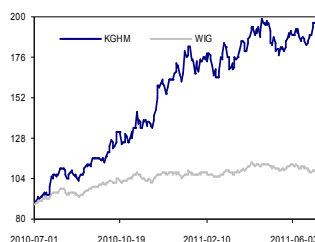
KGHM (Akumuluj)

Cena bieżąca: 196,4 PLN Cena docelowa: 204,5 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-13

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	11 060,5	15 945,0	44,2%	17 990,7	12,8%	14 632,8	-18,7%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	3 645,7	6 253,6	71,5%	8 359,0	33,7%	5 315,7	-36,4%	MC (cena bieżąca)	39 280,0
marża EBITDA	33,0%	39,2%		46,5%		36,3%		EV (cena bieżąca)	35 998,4
EBIT	3 098,1	5 638,1	82,0%	7 725,6	37,0%	4 662,4	-39,6%	Free float	68,0%
Zysk netto	2 540,2	4 568,6	79,9%	6 233,4	36,4%	3 752,3	-39,8%		
P/E	15,5	8,6		6,3		10,5		Zmiana ceny: 1m	4,0%
P/CE	12,7	7,6		5,7		8,9		Zmiana ceny: 6m	18,0%
P/BV	3,8	2,7		2,4		2,1		Zmiana ceny: 12m	111,2%
EV/EBITDA	10,5	5,9		4,3		6,7		Max (52 tyg.)	198,4
Dywid (%)	5,9	1,5		10,2		5,1		Min (52 tyg.)	92,0



Stabilizacja sytuacji gospodarczej w drugim półroczu, a szczególnie oczekiwane przez nas odwrócenie się spadkowego trendu na wskaźnikach wyprzedzających dla przemysłu w głównych gospodarkach, powinny pozytywnie wpływać na zachowanie się cen metali. Dodatkowo, można oczekiwać, że spadek niemonitorowanych przez giełdy zapasów w Chinach (szacuje się, że w br. skonsumowano ok. 300 tys. ton z tego źródła, pozostało jeszcze ok. 300 tys. ton), skłoni Chińczyków do zwiększenia zakupów bezpośrednio od producentów. To oznacza poprawę danych o chińskim imporcie (ostatnio dane te rozczarowały rynek). Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji spółki.

Problemy środowiskowe w Kanadzie

KGHM stara się o pozyskanie od lokalnych władz oceny oddziaływania planowanej kopalni w Kanadzie (projekt Afton-Ajax) na środowisko. Projekt ma licznych przeciwników obawiających się degradacji środowiska i spadku cen nieruchomości. Zgodnie z harmonogramem wydobywanie miało ruszyć w 2013 roku. Środowisko to najczęstsza przyczyna opóźnień w budowie kopalni na świecie. Podobne sytuacje mają również miejsce w Ameryce Pd (Chile), gdzie projekty opóźniają się latami ze względu na brak zgód środowiskowych. Informacja negatywna (zakładamy projekt w naszych prognozach, zwiększa wycenę o ok. 8 PLN na akcję). Wydaje się, że w najlepszym wypadku należy oczekiwać wzrostu kosztów budowy kopalni, w scenariuszu negatywnym projekt nie zostaje zrealizowany (tu wyjaśnia się zagadka dlaczego KGHM udało się tak tanio kupić złoża).

14,9 PLN z dywidendy, RN bez pracowników

WZA KGHM podjęło dwie ważne decyzje: zadecydowało, że spółka przeznaczy na wypłatę dywidendy z zysku za 2010 rok 2,98 mld PLN, tj. 14,9 PLN na akcje (DY: 7,95%) oraz nie powołało do Rady Nadzorczej przedstawicieli załogi. W pierwszym przypadku dywidenda jest niższa niż oczekiwaliśmy (20 PLN na akcję). Skarb Państwa przyjął „złoty środek” między rekomendacją Zarządu (8 PLN na akcję) a możliwościami finansowymi spółki. Zarząd KGHM nadal nie podał szczegółów przejęć zagranicznych złóż. Uważamy, że w przypadku braku finalizacji negocjacji w tej kwestii przed końcem 3Q2011, Skarb Państwa może wystąpić o wypłatę zaliczkowej dywidendy z zysku za 2011 – po tym jak dojdzie do sprzedaży aktywów telekomunikacyjnych (oferty zostały już złożone na Dialog i Polkomtel, spółka pozyska ok. 4,6 mld PLN gotówki). Minister Skarbu Państwa dotrzymał również słowa w kwestii niepowoływania przedstawicieli załogi, po tym jak w ostatnich tygodniach doszło do burd w czasie protestów. Obecnie RN składa się z 11 członków, z czego WZA powołało 7 (minimalna liczba, żeby RN mogła podejmować decyzje). Trzy miejsca są zarezerwowane dla załogi, ale nie obsadzone. Strona związkowa zapowiedziała wniesienie sprawy do sądu. To kolejny krok potwierdzający, że obecny Zarząd przy wsparciu Skarbu Państwa dosyć skutecznie opiera się presji związkowców, m.in. dzięki czemu tegoroczne wynagrodzenia nie rosną tak jak żądają tego pracownicy.



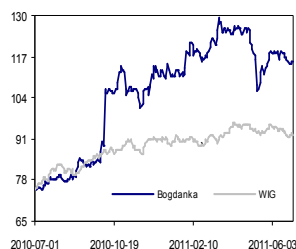
LW Bogdanka (Kupuj)

Cena bieżąca: 115,4 PLN Cena docelowa: 130,5 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-13

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 118,4	1 230,4	10,0%	1 526,0	24,0%	1 986,5	30,2%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	368,0	414,5	12,7%	546,9	31,9%	750,9	37,3%	MC (cena bieżąca)	3 925,1
marża EBITDA	32,9%	33,7%		35,8%		37,8%		EV (cena bieżąca)	3 858,6
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	20,5	17,0		14,1		9,7		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/CE	11,8	10,7		8,4		6,2		Zmiana ceny: 6m	0,4%
P/BV	2,3	2,0		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	53,2%
EV/EBITDA	9,5	9,0		7,1		4,9		Max (52 tyg.)	129,2
Dyyield (%)	0,2	2,3		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	74,8



Otoczenie rynkowe nadal sprzyja Bogdance. Nadal wysokie ceny węgla w Europie, silny popyt z energetyki przy obniżającym się wydobyciu skutkuje dalszym spadkiem zapasów a w efekcie wywołuje wzrost cen surowca. Wraz z uruchomieniem wydobycia w Stefanowie (koniec 3Q) spółka powinna znów korzystać z tych pozytywnych tendencji, m.in. dzięki obniżeniu jednostkowego kosztu produkcji i wzrostowi cen sprzedaży węgla (ograniczenie wydobycia skały, wzrost zawartości węgla w urobku). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Przyspieszenie prac

Wiceprezes poinformował, że spółka stara się przyspieszyć prace związane z oddaniem pierwszego etapu zakładu przeróbki mechanicznej, którego brak blokuje wydobycie z Pola Stefanów (szerzej w raporcie z maja br.). Zgodnie z ostatnim harmonogramem wydobycie miało ruszyć od 24 września. Obecnie możliwe jest rozpoczęcie już w sierpniu. Informacja pozytywna. Jeśli zostanie skrócony o miesiąc termin oddania zakładu widzimy realną szansę na podwyższenie tegorocznej prognozy.

Rynek węgla energetycznego

Z ostatnio dostępnych danych o rynku węgla kamiennego w Polsce, wynika, że w kwietniu zapasy surowca nadal spadały i osiągnęły poziom 2,54 mln ton, tj. o 58% mniej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku i o 6,8% w ujęciu m/m. Kwietniowa sprzedaż była wyższa w ujęciu r/r o 11,9% przy jednoczesnym spadku wydobycia o 2,4%. Średnia cena sprzedaży węgla energetycznego również utrzymywała trend wzrostowy i wyniosła 279/t, tj. +1,7% m/m i +13,9% y/y. Jeszcze przez 3 miesiące baza porównawcza z ub. jest niska (poniżej 250 PLN/t), co oznacza, że przy utrzymaniu trendu wzrostowego (pozwalają na to ceny na rynkach światowych, ARA 121 USD/t), dynamiki wzrostu cen y/y będą utrzymywały się na dwucyfrowym poziomie.

Przemysł

Alchemia, Cognor

Współpraca między giełdowymi spółkami

Gazeta Giełdy Parkiet donosi, że Cognor, kontrolowany przez Przemysława Stuczковского prowadzi rozmowy z Alchemią o stworzeniu stalowni (zakład przetapiający złom na stal), która będzie zaopatrywać w surowiec obie grupy hutnicze. Spółki dokonały analiz technologicznych i obecnie zbierają oferty od potencjalnych wykonawców projektu, który polegałby na rozbudowaniu mocy Ferrostalu (Cognor) i sprostaniu wymaganiom technicznym grupy Alchemii. Współpraca między konsorcjami ma się odbywać na podstawie umów handlowych.

Grajewo

Zarząd planuje emisję

Spółka poinformowała w komunikacie o zamiarze wyemitowania 11 mln akcji serii E z możliwością pozbawienia w całości, bądź w części prawa poboru. Środki pozyskane z emisji (42 mln EUR) mają być przeznaczone na dokończenie inwestycji związanej z budową fabryki MDF w Rosji. Ostateczna cena i liczba wyemitowanych akcji zostanie ustalona w oparciu o proces budowania księgi popytu wśród inwestorów. Projekty uchwał na NWZA zakładają pierwszeństwo przy zakupie nowych akcji dotychczasowym akcjonariuszom, ale w związku z trwającym procesem restrukturyzacji grupy Pfeleiderer w Niemczech, nie można wykluczyć, że główny akcjonariusz (kontroluje 65% Grajewa) nie weźmie udziału w emisji akcji serii E w ramach kapitału docelowego. Zamiarem głównego akcjonariusza jest utrzymanie w długim terminie obecnego poziomu zaangażowania, dlatego planowane jest warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego, poprzez emisję 20,5 mln akcji zwykłych, zaoferowanych w drodze oferty prywatnej Pfeleiderer Services GmbH (prawo objęcia akcji serii F może być wykonane do 31 grudnia 2012 roku). Objęcie przez głównego akcjonariusza warrantów subskrypcyjnych zamiennych na akcje serii F zapewni powrót do pierwotnego udziału w kapitale zakładowy, ale jednocześnie skutkować będzie powstaniem nadwyżki środków finansowych w stosunku do potrzeb inwestycyjnych. Dlatego więc NWZA ma upoważnić Zarząd do przeprowadzenia skupu akcji własnych w celu ich umorzenia.



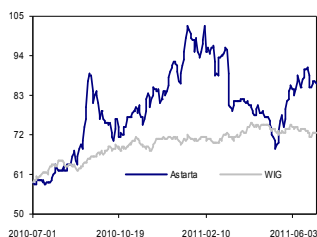
Astarta (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 86,5 PLN Cena docelowa: 63,6 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn UAH)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 354,8	2 086,1	54,0%	2 164,4	3,8%	2 253,2	4,1%	Liczba akcji (mln)	25,0
EBITDA	550,5	1 220,9	121,8%	944,8	-22,6%	688,0	-27,2%	MC (cena bieżąca)	2 162,5
marża EBITDA	40,6%	58,5%		43,7%		30,5%		EV (cena bieżąca)	2 297,0
EBIT	457,5	1 046,3	128,7%	757,8	-27,6%	504,0	-33,5%	Free float	31,9%
Zysk netto	323,4	963,5	197,9%	675,6	-29,9%	353,9	-47,6%		
P/E	19,7	6,6		9,4		18,0		Zmiana ceny: 1m	2,0%
P/CE	15,3	5,6		7,4		11,9		Zmiana ceny: 6m	-0,6%
P/BV	4,8	3,0		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m	45,7%
EV/EBITDA	13,4	6,1		7,2		9,9		Max (52 tyg.)	102,0
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		3,7		Min (52 tyg.)	58,0



W perspektywie okresu wakacyjnego sentyment do ukraińskich spółek z GPW może być osłabiony w wyniku planowanych licznych ofert publicznych z tego regionu. Według publicznych informacji o środki polskich inwestorów zabiegać będą m. in. Agropolis, B.I.G. Harvest Group, Valinor i Vioil. W sumie spółki te planują pozyskać między 617-814 mln PLN. Duża ilość ofert z Ukrainy może skutkować zaoferowaniem wysokiego dyskonta w stosunku do już notowanych spółek. To z kolei może ograniczać zainteresowanie obecnymi na parkiecie podmiotami z regionu. Wcześniej przed debiutem KSG Agro i Industrial Milk w kwietniu akcje notowanych już Spółek z regionu Ukrainy wyraźnie spadały (Agroton – 13,4%, Astarta -9,0%, Milkiland -4,9% i Kernel -4,7%, a mWIG +0,9%, Wig20 +0%). Podobny scenariusz może się powtórzyć również i tym razem. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Ukraiński cukier do Europy?

W wywiadzie udzielonym *Gazecie Giełdy Parkiet* Wiktor Iwanczyk przedstawił, że Spółka obecnie aktywnie przygotowuje się do rozpoczęcia eksportu cukru do Unii Europejskiej (przygotowywanie zakładów do unijnych standardów). Rozmowy między Kijowem, a Brukselą toczą się na ten temat już kilka lat, a ukraińscy dyplomaci zapowiadają, że do ich zakończenia mogłoby dojść już 20 czerwca. Prezes Astarty zapowiedział jednocześnie, że proces konsolidacji rynku cukru zbliża się do końca (Grupę Dakor i Rise przejął Ukrlanfarming – kontrolowany przez Olega Bahmatiuka, z kolei Ukrros został kupiony przez Kernel), dlatego coraz trudniej jest znaleźć podmioty, które mogłyby być przedmiotem przejęć (wcześniej Spółka zapowiadała przejęcia na lokalnym rynku).

Ziemia będzie droższa, dzierżawa również?

Gazeta Giełdy Parkiet podała, że na Ukrainie planuje się podwyższyć minimalną cenę za wykup dzierżawionych gruntów o 73% - hektar będzie minimalnie kosztował 19,5 tys. UAH (6,6 tys. PLN, 1,77 tys. EUR). Według Gazety wzrośnie również opłata za użytkowanie ziemi (obecnie według Gazety 3% minimalnej wartości gruntu). Wcześniej Zarząd Astarty zapowiadał, że po zniesieniu moratorium będzie wykupywał ziemię po 1000 EUR za hektar. Pamiętajmy, że obecnie rynek nie uwzględnia potencjalnych wydatków związanych z wykupem gruntów, które pozwoliłyby Spółkom utrzymać bieżącą działalność operacyjną. Zakładając, że Spółki przejmowałyby ziemię po cenie minimalnej, to wydatki na zakup gruntów wyniosłyby w przypadku Astarty 66,6% bieżącej kapitalizacji, Kernela 8% kapitalizacji (17,7% po uwzględnieniu gruntów przejmowanego Ukrros).



Boryszew (Kupuj)

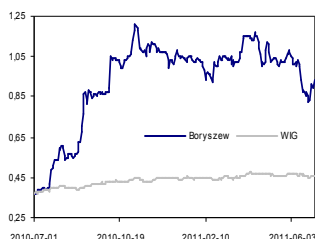
Cena bieżąca: 0,93 PLN

Cena docelowa: 1,2 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-01

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 288,7	3 134,8	37,0%	4 110,0	31,1%	4 174,7	1,6%	Liczba akcji (mln)	2 256,7
EBITDA	215,9	268,3	24,3%	334,4	24,6%	382,0	14,2%	MC (cena bieżąca)	2 098,7
marża EBITDA	9,4%	8,6%		8,1%		9,1%		EV (cena bieżąca)	2 883,5
EBIT	139,9	188,1	34,5%	238,2	26,7%	288,3	21,0%	Free float	42,0%
Zysk netto	39,7	93,9	136,2%	132,4	41,0%	169,3	27,8%		
P/E	1,5	11,2		15,9		12,4		Zmiana ceny: 1m	-11,4%
P/CE	0,5	6,0		9,2		8,0		Zmiana ceny: 6m	-11,4%
P/BV	0,1	1,7		2,4		1,9		Zmiana ceny: 12m	138,5%
EV/EBITDA	5,2	7,8		8,6		6,8		Max (52 tyg.)	1,2
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,4



Dotychczasowa współpraca między Maflow a Volkswagenem (główny klient Maflow) potwierdza dobre perspektywy dla Grupy Boryszew. Jest to wynikiem przede wszystkim sukcesów sprzedażowych VW, który w okresie I-IV zwiększył ilość zbywanych samochodów o 14,1%. Z kolei w V'11, gdy sprzedaż samochodów osobowych w UE wzrosła o 8,3% r/r, obok BMW był najskuteczniejszym pod względem sprzedaży koncernem samochodowym. Maflow systematycznie odbudowuje portfel zamówień z Volkswagen AG, czego dowodem jest umowa z II'11 (potencjał 24-40 mln EUR w 2012-2016) oraz list intencyjny na dostawę systemu klimatyzacji do platformy MQB (Passat, Golf, modele Skody i Seata), którego potencjał to 100-120 mln EUR w okresie 2013-2017. Co więcej współpraca z VW zacieśnia się w obszarze potencjalnych przejęć. Jeżeli dojdzie do przejęcia AKT i Theysohn, Volkswagen zadeklarował zgodę na podwyżki cen produktów obu dostawców (VW to główny klient), co powodować będzie, że potencjalnie zakupywane aktywa będą rentowne na poziomie operacyjnym i netto już w pierwszym roku konsolidacji. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Sealynx nie dla Boryszewa

Spółka podała w komunikacie, że proces zbycia aktywów Sealynx Automotive Transieres został rozstrzygnięty na rzecz innego oferenta. Spółka poinformowała, że obecnie prowadzi 3 badania spółek z branży automotive. Według informacji *Gazety Giełdy Parkiet* wyścig o Sealynx wygrał Ruia Group z Indii.

Dwie spółki z branży automotive na celowniku

Spółka poinformowała w komunikacie o złożeniu ostatecznej umowy zakupu aktywów AKT GmbH oraz 100% udziałów międzynarodowych spółkach AKT. Oferta ważna jest do 31 lipca 2011 roku. Obroty Grupy AKT w 2010 roku przekroczyły 140 mln EUR. Oferta Boryszew obejmuje zakup wszystkich aktywów Grupy AKT (4 zakłady w Niemczech, Czechach i Hiszpanii), a produktami fabryk są wyroby plastikowe do samochodów w obszarze wnętrza, silnika, bezpieczeństwa i AGD. Głównymi odbiorcami są Grupa VW (ponad 80% sprzedaży), GM i Miele. W przypadku złożonej oferty, według publicznych informacji, istnieje tylko jedna kontroferenta, której przedmiotem jest zakup pojedynczego zakładu w Hiszpanii. Zestawiając, to z faktem, iż zamiarem sprzedającego jest zbycie aktywów w całości, prawdopodobnym jest, że oferta Boryszewa zostanie uznana jako lepsza.

Przejęcie zakładów AKT ma wymiar strategiczny. Do tej pory grupa osiągała niską rentowność operacyjną, ale na mocy dotychczasowej współpracy z Grupą Volkswagen, koncern zadeklarował, że w przypadku, gdyby nowym głównym udziałowcem został Boryszew, ten przeprowadzi podwyżki począwszy od drugiej połowy roku 2011, które spowodują, że przejmowane aktywa będą co najmniej na progu rentowności netto w 2H'11. Restrukturyzacja zakładu i kolejne zadeklarowane podwyżki cen produktów w roku 2012 powinny spowodować, że zakupione aktywa będą dostarczały dodatnie wyniki finansowe.

Spółka poinformowała również o podpisaniu listu intencyjnego w sprawie zakupu udziałów w spółkach Theysohn Kunststoff GmbH i Theysohn Formenbau GmbH w Niemczech. Strony zobowiązały się do przeprowadzenia transakcji do 15 lipca 2011 roku, według której Boryszew za kwotę 2,1 mln EUR zamierza przejąć udziały w obydwu przedsiębiorstwach. Spółki są ważnym dostawcą komponentów do Grupy Volkswagen, w tym tworzyw sztucznych do podwozia, oraz wyposażenia samochodów. Łączne obroty obu przedsiębiorstw w 2011 roku szacowane są na 72 mln EUR. Przejęcie Spółek Theysohn jest podobnie jak w przypadku AKT prawdopodobne ze względu na ograniczoną ilość złożonych ofert. Dodatkowo podobnie jak poprzednio Volkswagen zadeklarował przeprowadzenie podwyżek cen produktów, jeżeli Boryszew przejmie aktywa obu przedsiębiorstw.

Łącznie za obie Spółki Boryszew wyda kwotę około 20 mln EUR, co sfinansowane będzie z emisji akcji serii G (około 110 mln PLN).

Kolejne umowy z Volkswagenem w zasięgu ręki

Gazeta *Giełdy Parkiet* poinformowała, że Maflow podpisał list intencyjny z Volkswagenem na dostawę systemu klimatyzacji do samochodów, jakie będą produkowane od 2013 roku na bazie platformy MQB (następcy Golfa, Passata oraz nowe modele Skody i Seata). Maflow ma pokrywać około 50% zapotrzebowania na dostawy do platformy MQB, co można szacować na 1-1,5 mln samochodów w skali roku. Według danych podanych przez Gazetę wartość kontraktu dotyczącego platformy MQB to 20 mln EUR rocznie, co zakładając że umowa trwa 5-6 lat daje łączną wartość porozumienia na poziomie 100 - 120 mln EUR. Finalizacja umowy mogłaby nastąpić w ciągu kilku nadchodzących miesięcy. Zarząd Spółki ocenia, że biorąc pod uwagę dużą wartość potencjalnych zamówień szanse na podpisanie ostatecznej umowy są bardzo prawdopodobne. Informacje dotyczące zakwalifikowania Maflow na dostawę komponentów dla głównego odbiorcy potwierdzają, że Spółka po upadku jest w stanie odnawiać zamówienia z klientami i posiada z nimi relacje, które będą procentować zwiększeniem sprzedaży w przyszłości.

Transakcje głównego akcjonariusza

Spółka poinformowała w komunikacie o zbyciu przez głównego akcjonariusza w dniu 24 czerwca 2011 roku 2,7 mln akcji Boryszew. Obecnie Roman Karkosik posiada 56,78% akcji Boryszew (57,16% przed sprzedażą). Spółka poinformowała dodatkowo, że główny akcjonariusz złożył zapis na 629,3 mln akcji emisji serii G. Po emisji główny akcjonariusz posiadać będzie 56,28% akcji Boryszew.



Centrum Klima (Kupuj)

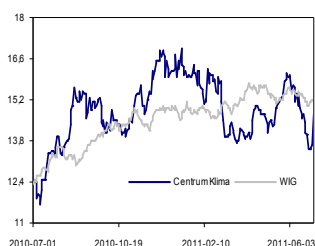
Cena bieżąca: 14,6 PLN

Cena docelowa: 16,9 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(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)	124,4
marża EBITDA	13,1%	12,2%		14,2%		14,7%		EV (cena bieżąca)	126,3
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	17,9	18,7		12,5		10,1		Zmiana ceny: 1m	-8,5%
P/CE	15,0	13,8		9,4		7,9		Zmiana ceny: 6m	-11,2%
P/BV	1,9	1,8		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	24,3%
EV/EBITDA	12,6	12,6		8,0		6,6		Max (52 tyg.)	17,0
Dywid (%)	1,3	3,1		3,1		4,0		Min (52 tyg.)	11,6



W 2Q11 na wyniki Spółki pozytywnie wpływać powinno obserwowane od początku 2011 roku umocnienie złotówki do dolara (8,2%), co zmniejsza koszt zakupu towarów w kanale dystrybucji. Dodatkowo spadki cen stali ocynkowanej, jakie miały miejsce w 2Q11 (-5,9% na przestrzeni kwartału) powinny przekładać się na wzrost marży na produkcji. Dobre otoczenie makroekonomiczne naszym zdaniem może pozytywnie wpłynąć na wyniki operacyjne generowane w 2Q11, które według nas mają dużą szansę rosnać szybciej niż przychody ze sprzedaży. Ostatnie spadki notowań Centrum Klima naszym zdaniem należałoby wykorzystywać do zakupu akcji Spółki, która obecnie notowana jest na 12,5 P/E na bieżący rok. W związku ze zwiększeniem potencjału wzrostowego do ceny docelowej podwyższamy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj.



Cersanit (Trzymaj)

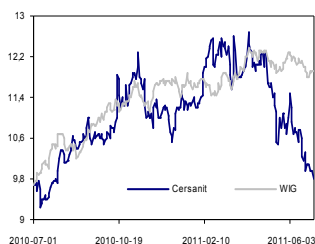
Cena bieżąca: 9,8 PLN

Cena docelowa: 10,7 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 415,2	1 531,5	8,2%	1 744,2	13,9%	1 899,0	8,9%	Liczba akcji (mln)	216,4
EBITDA	284,7	253,5	-11,0%	296,0	16,7%	351,0	18,6%	MC (cena bieżąca)	2 120,6
marża EBITDA	20,1%	16,6%		17,0%		18,5%		EV (cena bieżąca)	2 844,2
EBIT	168,1	142,0	-15,5%	184,3	29,8%	237,7	29,0%	Free float	29,2%
Zysk netto	-8,1	103,0		114,8	11,4%	157,2	36,9%		
P/E		20,6		18,5		13,5		Zmiana ceny: 1m	-14,8%
P/CE	13,0	9,9		9,4		7,8		Zmiana ceny: 6m	-12,1%
P/BV	1,3	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	2,5%
EV/EBITDA	8,9	11,7		9,6		7,8		Max (52 tyg.)	12,7
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		2,2		Min (52 tyg.)	9,3



Kluczowym dla kształtowania się notowań Cersanitu w kolejnych kwartałach będzie to na ile podwyżki z początku roku (w 1Q11 ceny płytek +3,8% q/q) przełożą się na poprawę marży operacyjnej w 2Q11. Kolejny kwartał, w którym marża brutto ze sprzedaży kształtować się będzie na poziomie bliskim 35% powodować może, że osiągnięcie blisko 300 mln PLN EBITDA w bieżącym roku może być zagrożone. W 2Q10 Spółka zanotowała 26,1 mln PLN dodatnich różnic kursowych, które w 2Q11 szacujemy na poziomie -5,3 mln PLN, co generować będzie ujemną dynamikę wyników w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Mimo spadków cen akcji Cersanitu w czerwcu naszym zdaniem warto jest poczekać z decyzją o potencjalnym zakupie walorów do rezultatów za 2Q11. Spółka według naszych prognoz na bieżący rok notowana jest ze wskaźnikami P/E 18,5 oraz EV/EBITDA 9,6. W związku z osiągnięciem naszej ceny docelowej podwyższamy rekomendację dla akcji Cersanitu z redukuj do trzymaj.

Zmiany cen płytek w PSB

W kwietniu i maju ceny w Polskich Składach Budowlanych kategorii płytek ceramicznych, wyposażenia łazienek i kuchni nie zmieniły się w ujęciu m/m. Po wzrostach cen w I'11 (+2,9% m/m), II'11 (+0,4% m/m) i III'11 (+1,8% m/m), w drugim kwartale Polskie Składy Budowlane nie odnotowują dalszych wzrostów cen kategorii płytek ceramicznych. Jak dotychczas, biorąc pod uwagę IV'11 i V'11 ceny w 2Q11 są o 1,3% wyższe niż w 1Q11.

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

I 10	II 10	III 10	IV 10	V 10	VI 10	VII 10	VIII 10	IX 10	X 10	XI 20	XII 10	I 11	II 11	III 11	IV 11	V 11
0,0%	0,1%	0,0%	0,6%	0,0%	0,2%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	0,4%	1,8%	0,0%	0,0%

Źródło: GRUPA PSB

Umowa o dużej wartości

Cersanit poinformował o podpisaniu ze spółką Pilkington's Manufacturing (podmiotem zależnym od Michała Sołowowa) umowy dotyczącej dystrybucji produktów grupy na terytorium Wielkiej Brytanii i Irlandii. Szacunkowa wartość oczekiwanych przez Spółkę przychodów w okresie 5 lat wynosi około 61,8 mln GBP (269,94 mln PLN).



Famur (Trzymaj)

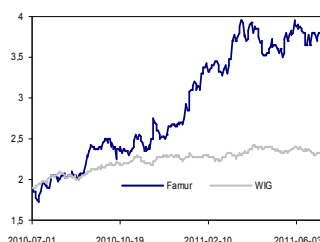
Cena bieżąca: 3,8 PLN

Cena docelowa: 3,9 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-25

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	695,1	885,8	27,4%	1 152,4	30,1%	1 264,9	9,8%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	133,6	140,6	5,3%	278,0	97,7%	306,5	10,2%	MC (cena bieżąca)	1 829,7
marża EBITDA	19,2%	15,9%		24,1%		24,2%		EV (cena bieżąca)	2 067,1
EBIT	100,8	94,1	-6,6%	170,1	80,7%	201,9	18,7%	Free float	10,9%
Zysk netto	58,0	80,0	37,9%	106,5	33,1%	151,6	42,3%		
P/E	31,5	22,9		17,2		12,1		Zmiana ceny: 1m	-2,1%
P/CE	20,2	14,5		8,5		7,1		Zmiana ceny: 6m	41,3%
P/BV	2,6	2,3		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	113,5%
EV/EBITDA	14,8	13,9		7,4		6,7		Max (52 tyg.)	4,0
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,7



Niska rentowność zawiązywanych umów (efekt dużej konkurencyjności na rynku lokalnym), amortyzacja nowego zakładu Famur-2 (około 3 mln PLN kwartalnie) oraz brak obłożenia nowego obiektu zamówieniami nie przeszkodziły Spółce w wypracowaniu bardzo dobrych rezultatów za 1Q11 (EBIT +34,4% vs. prognozy DI BRE i zysk netto +36,6% względem oczekiwań). Według naszych szacunków wydatki inwestycyjne kopalń są opóźnione o rok od momentu, kiedy zaczynają one sprzedawać węgiel po średnich cenach wyższych od kosztu wytworzenia. Taka sytuacja po raz pierwszy widoczna była w IV 2010, co sugerowałoby, że obecnie znajdujemy się na początku średnioterminowego cyklu inwestycyjnego polskich kopalń. W samym 1H11 na rynku lokalnym będzie możliwe do pozyskania 6 kontraktów na obudowy zmechanizowane, podczas gdy w neutralnym roku rozstrzyga się 9-11 przetargów. Zwiększenie poziomu obłożenia mocy wśród trzech krajowych producentów (Fazos, Tagor, Glinik) powodować będzie, że w 2H11, nie będą oferowali oni równie agresywnych cen. W bieżącym roku światowe wydatki na projekty górnicze wzrosną o 20-25% r/r i będą na wyższym poziomie, niż w rekordowym 2008 roku. Obecnie backlog Bucyrusa i Joy Global znajduje się na poziomie zbliżonym do rekordowego 3Q08 (odpowiednio -7,1% i +5,7%). Spółka na bieżący rok wyceniana jest na poziomie 17,2 P/E i 7,4 EV/EBITDA. Podtrzymujemy rekomendację **trzymaj**.

Umowa o dużej wartości – kompleks ścianowy

Spółka poinformowała o podpisaniu umowy o wartości 70,7 mln PLN netto na dostawę kompleksu ścianowego dla Przedsiębiorstwa Górniczego „Silesia”. Dostawa urządzeń została wyznaczony od września 2011 do 31 stycznia 2012 roku. Kontrakty na kompleksy ścianowe mają lepszą rentowność niż wyłącznie na obudowy. Wykonywanie umowy prawdopodobnie przypadnie w większości na czwarty kwartał. Kolejna umowa i stosunkowo długi okres dostawy może sugerować, że portfel zamówień Famuru na bieżący rok powoli zaczyna się wypełniać.

Umowa o dużej wartości

Famur poinformował w komunikacie o zawarciu umowy w dniu 27 czerwca pomiędzy konsorcjum Famur (lider konsorcjum) i Kopex – PBSZ, a Jastrzębską Spółką Węglową na kwotę 44,3 mln PLN netto. Przedmiotem umowy jest uruchomienie górniczego wyciągu szybowego wraz z urządzeniami rozładowniczymi. Termin wykonywania umowy został określony na 42 miesiące od daty zawarcia umowy, przy czym przygotowanie szybu do zawieszenia lin i naczyń oraz wykonywania prób rozruchowych górniczego wyciągu szybowego do 36 miesięcy od daty zawarcia umowy. Część prac przypadająca na Famur została określona na 25,7 mln PLN netto.



Impexmetal (Kupuj)

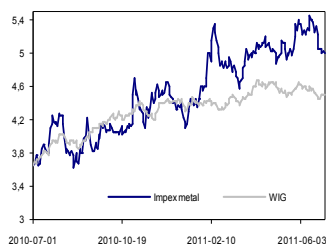
Cena bieżąca: 5,01 PLN

Cena docelowa: 5,7 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 785,0	2 417,6	35,4%	2 719,5	12,5%	2 618,3	-3,7%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	137,2	166,9	21,7%	189,6	13,6%	206,3	8,8%	MC (cena bieżąca)	1 002,0
marża EBITDA	7,7%	6,9%		7,0%		7,9%		EV (cena bieżąca)	1 384,3
EBIT	73,3	105,5	44,0%	130,9	24,0%	150,1	14,7%	Free float	43,4%
Zysk netto	25,6	76,8	199,6%	89,7	16,9%	108,3	20,8%		
P/E	41,7	13,0		11,2		9,2		Zmiana ceny: 1m	-6,2%
P/CE	12,0	7,3		6,7		6,1		Zmiana ceny: 6m	18,4%
P/BV	1,3	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	32,9%
EV/EBITDA	11,4	8,6		7,3		6,0		Max (52 tyg.)	5,5
Dyyield (%)	0,0	0,0		3,1		3,6		Min (52 tyg.)	3,6



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

Skarb Państwa sprzeda 8% WM Dziejce

Skarb Państwa 22 czerwca wystawił na aukcji 8% akcji WM Dziejce. Cena wywoławcza wyniosła 2,07 mln PLN (całe przedsiębiorstwo zostało wycenione na 26 mln PLN). Na aukcji nie znalazł się żaden podmiot zainteresowany kupnem udziałów w Spółce po zaoferowanej cenie. Kontrolującym 89,2% akcji Dziejce jest Hutmen.

Będzie dywidenda z Impexmetal

WZA Impexmetal zatwierdziło wypłatę 40 mln PLN dywidendy z zysku za 2010 rok (0,20 PLN, 3,8% DY). Dniem ustalenia prawa do dywidendy był 29 czerwca, a wypłata nastąpi 15 lipca br. Według Prezes Boryszewa – głównego akcjonariusza Impexmetal – wysoka dywidenda wynika z potrzeb inwestycyjnych głównego akcjonariusza (Boryszew). Prezes Impexmetal – Piotr Szeliga – zapewnił, że wypłata dywidendy nie zakłóci planów inwestycyjnych związanych z rozbudową walcowni aluminium w Koninie (projekt o wartości 500 mln PLN będzie realizowany etapami). Zdaniem Prezesa bieżący rok na pewno nie będzie dla Grupy gorszy od poprzedniego.



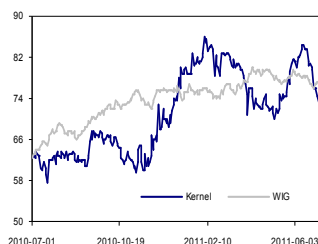
Kernel (Akumuluj)

Cena bieżąca: 73,2 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)	5 393,0
marża EBITDA	18,2%	18,7%		18,0%		15,9%		EV (cena bieżąca)	5 543,5
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	13,7	12,9		10,0		9,5		Zmiana ceny: 1m	-10,0%
P/CE	11,7	11,3		8,7		8,2		Zmiana ceny: 6m	-3,6%
P/BV	5,2	3,3		2,7		2,1		Zmiana ceny: 12m	15,3%
EV/EBITDA	10,1	10,9		7,1		6,4		Max (52 tyg.)	86,1
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	57,5



W perspektywie okresu wakacyjnego sentyment do ukraińskich spółek z GPW może być osłabiony w wyniku planowanych licznych ofert publicznych z tego regionu. Według publicznych informacji o środki polskich inwestorów zabiegać będą m. in. Agropolis, B.I.G. Harvest Group, Valinor i Vioil. W sumie spółki te planują pozyskać między 617-814 mln PLN. Duża ilość ofert z Ukrainy może skutkować zaoferowaniem wysokiego dyskonta w stosunku do już notowanych spółek. To z kolei może ograniczać zainteresowanie obecnymi na parkiecie podmiotami z regionu. Wcześniej przed debiutem KSG Agro i Industrial Milk w kwietniu akcje notowanych już Spółek z regionu Ukrainy wyraźnie spadały (Agroton – 13,4%, Astarta -9,0%, Milkiland -4,9% i Kernel -4,7%, a mWIG +0,9%, Wig20 +0%). Podobny scenariusz może się powtórzyć również i tym razem. Długoterminowo Spółka posiada bardzo solidne fundamenty – między innymi zwiększenie wolumenu przerabianego słonecznika z 1,8 mln ton w bieżącym sezonie do 2,6 mln ton w sezonie 11/12. Spółka wraz z publikacją wyników za 2Q11 prawdopodobnie poda do wiadomości prognozę wyników na sezon 2011/12 (29'VIII). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Spółki.

Ziemia będzie droższa, dzierżawa również?

Gazeta *Giełdy Parkiet* podała, że na Ukrainie planuje się podwyższyć minimalną cenę za wykup dzierżawionych gruntów o 73% - hektar będzie minimalnie kosztował 19,5 tys. UAH (6,6 tys. PLN, 1,77 tys. EUR). Według Gazety wzrośnie również opłata za użytkowanie ziemi (obecnie według Gazety 3% minimalnej wartości gruntu). Wcześniej Zarząd Astarty deklarował, że po zniesieniu moratorium będzie wykupywał ziemię po 1000 EUR za hektar. Pamiętać należy, że obecnie rynek nie uwzględnia potencjalnych wydatków związanych z wykupem gruntów, które pozwoliłyby Spółkom utrzymać bieżącą działalność operacyjną. Zakładając, że Spółki przejmowałyby ziemię po cenie minimalnej, to wydatki na zakup gruntów wyniosłyby w przypadku Astarty 66,6% bieżącej kapitalizacji, Kernela 8% kapitalizacji (17,7% po uwzględnieniu gruntów przejmowanego Ukrros).

Opcja na zakup BSI

Spółka poinformowała o podpisaniu 27 czerwca bieżącego roku porozumienia call option na zakup 100% udziałów w zakładach Ukraińska Czarnomorska Industria za kwotę 140 mln USD. Według porozumienia zakłady ekstrakcji oleju zostaną przejęte na początku nowego sezonu 2011/2012. Do tej pory Kernel posiadał porozumienie z BSI na przerób 230 tys. ton słonecznika rocznie w ramach tolling. Kernel zamierza w kolejnym sezonie wykorzystać 100% dostępnych w BSI mocy przerobowych (500 tys. ton słonecznika rocznie).

Możliwość nałożenia ceł eksportowych na olej słonecznikowy

Ministerstwo Gospodarki i Handlu Ukrainy przygotowało projekt ustawy przewidujący wprowadzenie ceł eksportowych na soję (8%, ale nie mniej niż 30 EUR/T), rzepak (11%, ale nie mniej niż 53 EUR/T) i olej słonecznikowy (10%, ale nie mniej niż 90 EUR/T). Wprowadzenie ceł eksportowych na olej słonecznikowy w krótkim terminie może mieć negatywny wpływ na kształtowanie się marży przerobowych przetwórców słonecznika na Ukrainie, gdyż nie jest pewne jak szybko producenci oleju przerzucą spadek marży przerobowej na cenę słonecznika. Aby utrzymać marże przerobowe na słoneczniku na niezmiennym poziomie ceny nasion musiałyby spaść o co najmniej 10%. Spadek cen oleju dla producentów powoduje nie wprost proporcjonalny spadek wartości marży przerobowej (spadek cen oleju o 10% powoduje średnio spadek marży o 22%). Segment oleju słonecznikowego na eksport w 62% kontrybuuje do wartości całej EBITDA Kernela. Ustanowienie ceł eksportowych na rzepak i soję może mieć pozytywny wpływ na kształtowanie się marży przerobowych tych upraw, a tym samym wzrost rentowności tłoczni mogących przerabiać rzepak i soję. W Kernelu tylko Bandurka o mocach 500 tys. ton słonecznika jest w stanie przerabiać rzepak i soję.



Kęty (Trzymaj)

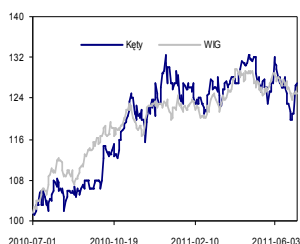
Cena bieżąca: 127 PLN

Cena docelowa: 135 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-02

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 111,0	1 210,5	9,0%	1 352,9	11,8%	1 432,2	5,9%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	176,4	185,3	5,0%	205,2	10,8%	220,0	7,2%	MC (cena bieżąca)	1 171,7
marża EBITDA	15,9%	15,3%		15,2%		15,4%		EV (cena bieżąca)	1 472,6
EBIT	112,2	118,0	5,1%	130,5	10,7%	142,3	9,0%	Free float	59,4%
Zysk netto	70,6	89,7	27,1%	96,2	7,2%	105,6	9,8%		
P/E	16,6	13,1		12,2		11,1		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/CE	8,7	7,5		6,9		6,4		Zmiana ceny: 6m	-2,3%
P/BV	1,4	1,3		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	23,3%
EV/EBITDA	7,8	7,8		7,2		6,6		Max (52 tyg.)	132,5
Dywid (%)	0,0	3,2		3,1		4,9		Min (52 tyg.)	102,0



Zgodnie z szacunkami wyników na 2Q11 Spółka po pierwszej połowie roku wypracowała około 47,5-49,6% całorocznej prognozy wyniku netto Zarządu na bieżący rok. Średnio od 2001 roku Grupa Kęty w pierwszej połowie roku generowała 49,8% wyniku netto. Wyraźnym wyjątkiem od reguły były lata 2010 i 2009, w których Spółka w pierwszej połowie roku wypracowała odpowiednio 33,2% i 38% całorocznego wyniku netto (W 2009 roku straty na hedgingu skutkiem spadków cen aluminium, a w 2010 roku efektem wyraźnego ożywienia w branży zanotowanego w drugiej połowie roku i 4-5% podwyżki cenników w segmentach SWW i SSA). W bieżącym roku różnica między wynikami pierwszego i drugiego półrocza, zdaniem Zarządu może ulec wypłaszczeniu. Wynika to z przeprowadzonych w 3Q11 podwyżek (4-5% w SWW i SSA) oraz czynników jednorazowych związanych z różnicami kursowymi i hedgingiem (7,1 mln PLN). 3Q11 będzie pierwszym kwartałem o wysokiej bazie wyników (podwyżki w SSA i SWW oraz +5,8 mln PLN czynników jednorazowych na działalności finansowej). Obecnie Spółka notowana jest na P/E 12,2 i EV/EBITDA 7,2. Podtrzymujemy trzymaj dla akcji Grupy Kęty.

Prognoza Zarządu na 2Q11

Zarząd szacuje, że sprzedaż w 2Q11 osiągnęła poziom około 350 mln PLN (+22,8% r/r), z czego największy wzrost przychodów osiągnięty został w segmencie SUB (około +140% r/r, w związku z wykonywaniem kontraktu na obiekcie SKY Tower), następnie w segmentach SWW i SSA (około +20%). Segment SOG osiągnął dynamikę na poziomie 15% r/r. Zarząd szacuje, że wynik operacyjny wyniósł 38-40 mln PLN (+27-33% r/r), natomiast wynik netto na poziomie 26-28 mln PLN (+35-45% r/r). Zarząd wskazuje w komunikacie, że prawdopodobnie w bieżącym roku wyniki między pierwszą, a drugą połową roku ulegną wypłaszczeniu. Pamiętać należy, że w 3Q10 Zarząd zdecydował się na 4-5% podwyżki w segmentach SWW i SSA. Dodatkowo w 3Q10 Spółka zanotowała 5,8 mln PLN dodatniego efektu związanego z przeszacowaniem portfela zagranicznych kredytów i hedgingu. To powodować może, że baza w kolejnych dwóch kwartałach będzie wyższa niż w IH10. Wielkość prognozy wyników należy ocenić pozytywnie (ponad 20% dynamika na poziomie operacyjnym i netto). Zarząd nie poinformował jednak o zamiarze zmiany swojej prognozy wyników na 2011 rok.

Prezes o drugim półroczu

W wywiadzie udzielonym *Gazecie Giełdy Parkiet* Prezes Mańko przedstawił, że Zarząd po 2Q11 jest spokojny o wykonanie całorocznej prognozy wyników finansowych, ale za wcześnie by mówić o możliwości podniesienia szacunków. Zdaniem Prezesa trudno przesądzać jak będzie wyglądać drugie półrocze, Zarząd nie spostrzega ani przyśpieszenia ani spowolnienia rynku i obawia się, że podobna sytuacja może się utrzymać w kolejnych miesiącach. Po pierwszym półroczu Spółka wypracowała 47,5-49,6% zysku netto prognozowanego przez Zarząd na 2011 rok. Średnio od 2001 roku Spółka wypracowywała 49,8% wyniku netto w pierwszej połowie roku. Wyraźnym wyjątkiem od reguły były lata 2010 i 2009 w których Spółka w pierwszej połowie roku wypracowała odpowiednio 33,2% i 38% całorocznego wyniku netto. W 2009 roku wpływ na to miały spadki cen aluminium, które implikowały ujemną wycenę transakcji hedgingowych w pierwszej połowie roku. W 2010 roku było to efektem wyraźnego ożywienia w branży, jakie mieliśmy okazje obserwować w drugiej połowie roku, co pozwoliło Zarządowi także na 4-5% podwyżki w segmentach SWW i SSA.



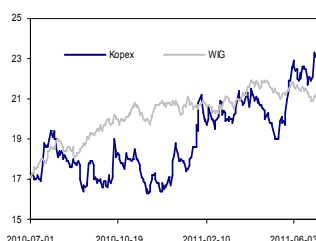
Kopex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 23,11 PLN Cena docelowa: 22,5 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 313,4	2 365,2	2,2%	2 448,1	3,5%	2 160,9	-11,7%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	217,1	184,6	-15,0%	255,5	38,4%	308,0	20,5%	MC (cena bieżąca)	1 717,8
marża EBITDA	9,4%	7,8%		10,4%		14,3%		EV (cena bieżąca)	2 217,1
EBIT	145,3	100,1	-31,1%	166,6	66,4%	214,3	28,6%	Free float	34,5%
Zysk netto	87,2	33,3	-61,9%	106,6	220,5%	145,4	36,4%		
P/E	19,7	51,6		16,1		11,8		Zmiana ceny: 1m	0,9%
P/CE	10,8	14,6		8,8		7,2		Zmiana ceny: 6m	29,5%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	35,9%
EV/EBITDA	9,8	12,1		8,7		6,7		Max (52 tyg.)	23,3
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,3



Pomimo wysokiej konkurencji na lokalnym rynku maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego i spodziewanej słabej rentowności głównego segmentu, wyniki 1Q11 pokazują, że producenci są w stanie zwiększonym wolumenem zrekomensować marżę w kontraktach. Według naszych szacunków wydatki inwestycyjne kopalń są opóźnione o rok od momentu, kiedy zaczynają one sprzedawać węgiel po średnich cenach wyższych od kosztu wytworzenia. Taka sytuacja po raz pierwszy widoczna była w IV 2010, co sugerowałoby, że obecnie znajdujemy się na początku średnioterminowego cyklu inwestycyjnego polskich kopalń. W samym 1H11 na rynku lokalnym będzie możliwe do pozyskania 6 kontraktów na obudowy zmechanizowane, podczas gdy w neutralnym roku rozstrzyga się 9-11 przetargów. Zwiększenie poziomu obciążenia mocy wśród trzech krajowych producentów (Fazos, Tagor, Glinik) powodować będzie, że w 2H11, nie będą oferowali oni równie agresywnych cen. W bieżącym roku światowe wydatki na projekty górnicze wzrosną o 20-25% i będą na wyższym poziomie niż w rekordowym 2008 roku. Obecnie backlog Bucyrusa i Joy Global znajduje się na poziomie zbliżonym do 3Q08 (odpowiednio -7,1% i +5,7%). Spółka na bieżący rok wyceniana jest na poziomie 16,1 P/E i 8,7 EV/EBITDA. W związku z osiągnięciem naszej ceny docelowej obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Umowa o dużej wartości

Famur poinformował w komunikacie o zawarciu umowy w dniu 27 czerwca pomiędzy konsorcjum Famur (lider konsorcjum) i Kopex – PBSZ, a Jastrzębską Spółką Węglową na kwotę 44,3 mln PLN netto. Przedmiotem umowy jest uruchomienie górniczego wyciągu szybowego wraz z urządzeniami rozładowniczymi. Termin wykonywania umowy został określony na 42 miesiące od daty zawarcia umowy, przy czym przygotowanie szybu do zawieszenia lin i naczyń oraz wykonywania prób rozruchowych górniczego wyciągu szybowego do 36 miesięcy od daty zawarcia umowy. Wartość umowy przypadająca na Kopex wynosi 18,5 mln PLN.



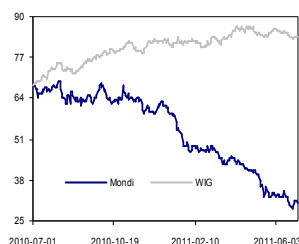
Mondi (Akumuluj)

Cena bieżąca: 80,5 PLN Cena docelowa: 88,7 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 360,8	2 263,7	66,3%	2 579,0	13,9%	2 517,9	-2,4%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	217,9	488,1	124,0%	593,2	21,5%	550,1	-7,3%	MC (cena bieżąca)	4 025,0
marża EBITDA	16,0%	21,6%		23,0%		21,8%		EV (cena bieżąca)	4 105,1
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	56,4	16,1		10,0		10,5		Zmiana ceny: 1m	-5,8%
P/CE	21,2	9,9		7,3		7,6		Zmiana ceny: 6m	-48,2%
P/BV	3,4	2,8		2,2		2,2		Zmiana ceny: 12m	-54,0%
EV/EBITDA	21,6	9,3		6,9		7,4		Max (52 tyg.)	69,4
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		10,0		Min (52 tyg.)	29,1



Spadek cen akcji spółki poniżej 82 PLN jest obecnie dobrą okazją do ponownego zajęcia pozycji. Podwyższamy naszą dotychczasową rekomendację z trzymaj do akumuluj, utrzymując cenę docelową na poziomie 88,7 PLN za akcję. Pomimo, że ceny papieru nie rosną obniżają się ceny makulatury – surowca do produkcji testlinera i flutingu, co dobrze rokuje przed wynikami za 2Q2011.

Ceny papieru i makulatury po 1H

W czerwcu ceny papieru do produkcji tektury już nie rosły. Na rynku europejskim cena kraftlinera obniżyła się o 0,8%, testlinera nie zmieniła a flatingu wzrosła o 0,3% m/m. Był to jednak dobry miesiąc dla Mondi, co jest efektem obniżenia się o 3,1% m/m cen makulatury. W efekcie teoretyczna marża na produkcji testlinera (cena papieru – cena wsadu makulaturowego) wzrosła m/m o 2,2% do 1 268 PLN/t. Średnia kwartalna marża na testlinerze jest o 4,7% wyższa niż w 1Q, w którym spółka raportowała bardzo dobre wyniki.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w maju

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w maju 23,9% r/r i 25,9% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 18,5% r/r i 3,7% m/m.

Projekt nowego budżetu UE na lata 2014-20

Komisja Europejska przedstawiła projekt nowego budżetu UE na lata 2014-20. Propozycja uwzględnia ponad 80 mld EUR dla Polski w ramach polityki spójności. Polska ma pozostać największym beneficjentem UE. Warszawa będzie mogła pozyskać dodatkowe środki z Unii na projekty energetyczne i transportowe w ramach nowego Funduszu Infrastrukturalnego. Całkowity siedmioletni budżet UE ma wynieść 972,2 mld EUR.

Budownictwo drogowe

Covec nie zbuduje 2 odcinków A-2

GDDKiA postanowiła odstąpić od kontraktu z Covec na budowę dwóch odcinków A2. Nowy wykonawca 2 odcinków autostrady A2 nie został jeszcze wybrany, niemniej rząd deklaruje chęć ukończenia budowy przez Euro 2012. Negocjacje z potencjalnymi wykonawcami prac są w toku.

Problem opóźnień na drogach coraz bardziej widoczny

Coraz bardziej widoczny staje się problem opóźnień na kontraktach drogowych. Konsorcjum SRB i Aprivii z Grupy PBG, na odcinku autostrady A1, ma zaawansowanie prac na poziomie 14,4%. Kontrakt powinien być zaawansowany w 30%. Reprezentant konsorcjum przyznaje, że wykonawca borykał się z trudnościami, ale teraz nadrabia zaległości. Rośnie liczba pracowników zaangażowanych w budowę. Niskie zaawansowanie prac notuje też Budimex na odcinku drogi A4, od Rzeszowa do granicy z Ukrainą. Budimex wykorzystał już 60% czasu na budowę, ale zaawansowanie prac sięga tylko 23,5%. Prezes na razie nie widzi ryzyka dla terminu, przyznaje jednak, że gdyby pojawiły się duże ulewę, to mogłaby być mowa o opóźnieniach. Wówczas Budimex na jesieni podjąłby rozmowy z GDDKiA o wydłużeniu okresu realizacji prac. Na 2 odcinkach drogi A2, zaawansowanie Covec sięga odpowiednio 16,9% i 17,4% (a powinno 40%). Budimex, budujący inny odcinek A2, już przekroczył próg 40%.

Opinie władz na temat potencjalnych opóźnień na drogach

GDDKiA zapewnia, że autostrady powstaną w terminie. Przed nami jeszcze cały sezon budowlany, to normalne, że zimą buduje się mniej. Zdaniem Prezesa Ogólnopolskiej Izby Gospodarczej Drogownictwa, jedynym odcinkiem autostrady, który powstanie na czas, będzie droga A2 Nowy Tomyśl – Świecko. Związane jest to z tym, że za drogę odpowiada prywatny koncesjonariusz. Pozostałe odcinki są opóźnione, gdyż „przez opieszałość GDDKiA wykonawcy często z opóźnieniem wchodziłi na prace budów, bo nie mieli kompletu pozwoleń na czas, albo przeciągały się prace architektoniczne, projektowe i sprawy związane z przekazywaniem gruntów”. Alpine Bau domaga się 1 mld PLN odszkodowania za zerwanie przez GDDKiA kontraktu na budowę odcinka autostrady A1. Premier Tusk mówi, że nie pozwoli, aby wykonawcy, wstrzymując roboty, wymuszali na Polsce wyższe wynagrodzenia. Premier wraz z szefem resortu infrastruktury i GDDKiA będzie szukać sposobu, aby ewentualna rezygnacja Covec z budowy dwóch odcinków autostrady A2 nie wpłynęła drastycznie na opóźnienie w budowie.

Budownictwo energetyczne

Termin składania ofert na budowę bloków w Opolu to 1 sierpnia 2011

Termin składania ostatecznych ofert cenowych na budowę bloków energetycznych w Opolu został przesunięty z 30 czerwca 2011 na 1 sierpnia 2011. O wart około 10 mld PLN kontrakt starają się: Alstom Power; Rafako, Polimex Mostostal i Mostostal Warszawa oraz PBG i firmy włoskie.

ABM Solid

Umowa ramowa z Tauronem dot. budowy biogazowni

ABM Solid podpisał umowę ramową z Tauron Ekoenergia, w zakresie realizacji w systemie deweloperskim 11-12 biogazowni o mocy łącznej 20 MW. Tauron deklaruje możliwość nabywania biogazowni do końca 2020 roku. Koszt budowy biogazowni o mocy 1 MW to około 16 mln PLN. Oznacza to, że umowa może być potencjalnie źródłem nawet 320 mln PLN przychodów (68% zeszłorocznych przychodów ABM Solid). Przychody te będą jednak rozłożone na wiele lat.

Energomontaż Południe

Portfel zleceń na rok 2011 i nowy kontrakt za 31,7 mln PLN

Energomontaż Południe podpisał nowy kontrakt na montaż części ciśnieniowej kotła w Maasvalakte w Holandii dla Hitachi. Wartość kontraktu to 8 mln EUR, czyli 31,7 mln PLN (9,4% przychodów spółki w 2010 roku). Portfel zleceń na rok 2011 ma wartość 350 mln PLN. Na przyszły rok portfel zleceń spółki to 120 mln PLN. Sprzedaż w tym roku przekroczy 350 mln PLN, ale deklarowana wcześniej rentowność netto = 5% będzie trudna do utrzymania. W ramach inwestycji deweloperskiej w Katowicach, zakończonej w 2010 roku, spółka sprzedała jedynie 10% mieszkań. Jeśli w przyszłości Energomontaż zdecyduje się na taką inwestycję, to tylko z partnerami.

PBG skupiło 29,1 mln akcji Energomontażu

PBG poinformowało, że udało się skupić 29,1 mln akcji Energomontażu Południe (zapisy na 37,8 mln akcji, redukcja: 23,1%).

Gastel Żurawie

Prognoza wyników na rok 2011

Zarząd Gastel Żurawie prognozuje w 2011 roku wygenerowanie 105,1 mln PLN przychodów, 30,7 mln PLN EBITDA, 10,8 mln PLN zysku brutto i 8,7 mln PLN zysku netto.

Znacznie wzrosło wykorzystanie sprzętu

Wiceprezes Gastel Żurawie, w komentarzu do prognozy wyników finansowych, przyznaje, że wykorzystanie sprzętu wzrosło do poziomu 80-82%. Podobny wskaźnik notowano przed kryzysem. Ceny wynajmu rosną, ale raczej nie wrócą do poziomu sprzed kryzysu. Wiceprezes liczy na kontrakty na dzierżawę sprzętu na budowę farm wiatrowych. Usługa będzie połączona z transportem wielkogabarytowym (w ofercie spółki) oraz ze specjalistycznymi usługami budowlanymi. W kraju jest jedynie 9 dźwigów, przy których wykorzystaniu można stawiać farmy wiatrowe. Wiceprezes przyznaje też, że prognoza jest konserwatywna i możliwy jest nawet wzrost przychodów o 40% r/r.

Instal Kraków

Rozpoczęcie inwestycji przy ul. Jana Pawła II

Instal Kraków podpisał umowę z Re-Bau za 20,5 mln PLN, w sprawie budowy budynku mieszkaniowo-usługowego przy ul. Jana Pawła II w Krakowie. Termin realizacji prac to 30 września 2012. Chodzi o nową własną inwestycję Instalu o powierzchni ok. 8,5 tys. PUM. Zakładamy, że inwestycja wpłynie na wyniki spółki w 2013 roku, tzn. spółka ma już zapewnioną kontynuację dobrych wyników z działalności deweloperskiej do 2013 roku włącznie.

Mostostal Export

Zapowiedzi zmian w spółce

Nowa rada nadzorcza Mostostalu Export zawiesiła Prezesa Skipietrowa na trzy miesiące. Członkiem Zarządu został p. Narkiewicz, kontrolujący 8,5% głosów spółki. W ciągu 3 miesięcy spółka ma opracować i zaprezentować strategię rozwoju. Firma ma przygotowany projekt na 1 tys. mieszkań, dużą działkę w podwarszawskich Broniszach, ponad 20 mieszkań do sprzedania w budynku na Woli, spore kontrakty na wynajem pracowników oraz – prawdopodobnie już rozpoczęty – duży kontrakt na generalne wykonawstwo w Rosji. Spółka ma wprowadzić program oszczędnościowy. Pewnym ryzykiem może być spór sądowy o kwotę 70 mln PLN (plus odsetki). Spółka spór przegrała, jednak w lutym zawieszony został rygor natychmiastowej wykonalności wyroku. Spółka nie utworzyła rezerw na poczet ewentualnych kar.



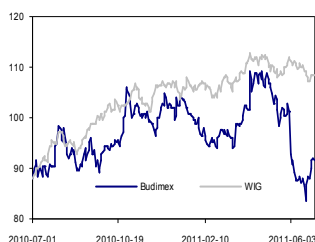
Budimex (Trzymaj)

Cena bieżąca: 91,5 PLN Cena docelowa: 90 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 289,9	4 430,3	34,7%	4 865,0	9,8%	4 718,9	-3,0%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	221,7	352,6	59,0%	284,5	-19,3%	307,6	8,1%	MC (cena bieżąca)	2 336,0
marża EBITDA	6,7%	8,0%		5,8%		6,5%		EV (cena bieżąca)	1 968,2
EBIT	200,5	331,4	65,3%	262,9	-20,7%	285,5	8,6%	Free float	35,3%
Zysk netto	173,7	267,4	54,0%	223,4	-16,5%	234,6	5,0%		
P/E	13,5	8,7		10,5		10,0		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	12,0	8,1		9,5		9,1		Zmiana ceny: 6m	-10,7%
P/BV	4,0	3,4		3,5		2,9		Zmiana ceny: 12m	-0,3%
EV/EBITDA	6,8	1,4		6,9		6,9		Max (52 tyg.)	109,2
Dyyield (%)	6,4	7,4		9,9		4,8		Min (52 tyg.)	83,8



Uważamy, że wycena Budimexu właściwie odzwierciedla perspektywy spółki. Z jednej strony, mamy do czynienia z relatywnie niskim P/E 2011 = 10,5, z drugiej jednak, mamy poważne wątpliwości, czy tak wysokie marże uda się spółce utrzymać w przyszłości. Z podobną sytuacją mamy do czynienia w przypadku PBG (P/E 2011 = 10,5), jednak PBG oferuje bardziej atrakcyjne perspektywy wzrostu. W kontekście wyceny Budimexu bardzo istotne jest, jak duże stany gotówki netto uda się spółce utrzymać w Q2 i Q3 2011. Gotówka netto odpowiada za znaczną część wyceny Budimexu. Tendencje w branży przemawiają za spadkiem stanów gotówki (wydłużenie się cykli obrotu kapitału obrotowego). Gdyby jednak stany gotówki Budimexu nie spadły w Q2 i Q3 2011, można byłoby oczekiwać, że spółka ma znacznie więcej „rezerw na czarną godzinę”, niż zakładamy. Mogłoby to pozytywnie wpływać na wycenę Budimexu. Na razie podtrzymujemy rekomendację neutralną.

W Q2 2011 wyższe przychody, ale niższy zysk netto r/r

Prezes Budimexu przyznaje, że mimo, że Q2 2011 jeszcze się nie skończył, w Q2 bardzo prawdopodobne jest, że wzrosną skonsolidowane przychody r/r. Grupa ma nadzieję na utrzymanie wyniku na „standardowych poziomach”. Zysk netto będzie zapewne niższy r/r, z uwagi na niższy wynik działalności deweloperskiej. Segment budownictwa radzi sobie jednak dobrze. Wartość portfela zleceń Budimexu to 7-7,5 mld PLN, ale w najbliższym czasie jego wartość może zmaleć, z uwagi na zapowiadane ograniczenie inwestycji infrastrukturalnych w kraju. W Q2 2011 wynik netto był bardzo dobry (aż 73,2 mln PLN zysku netto, wysoka baza).

Najkorzystniejsza oferta drogowa za 847,8 mln PLN

Budimex złożył najkorzystniejszą ofertę cenową na budowę drogi S8 na odcinku Łask – Róża. Wartość oferty to 847,8 mln PLN (17,3% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Złożono 11 ofert. Oferta Budimexu jest o 2,3% wyższa od kosztorysu inwestora. Oferta jest też wyższa kolejno o 7,2%, 11,7%, 11,8% wyższa od ofert kolejnych wykonawców.

Korekta ceny docelowej o wypłaconą dywidendę

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

Kontrakt za 160,6 mln PLN

Budimex w konsorcjum z Ferrovalem (udział: 5%), zawarł kontrakt z Muzeum Śląskim w Katowicach na budowę nowej siedziby muzeum. Wartość umowy to 169 mln PLN, z czego 160,6 mln PLN przypada na Budimex (3,3% prognozowanych przychodów na rok 2011). Termin realizacji prac to 33 miesiące. Złożone zostało tylko 5 ofert, z czego 2 zostały odrzucone. Cen zawartych w pozostałych ofertach nie znamy.

Kontrakt drogowy na S-17 za 337,5 mln PLN

Budimex podpisał umowę z GDDKiA na budowę drogi S-17 na odcinku w. Bogucin – w. Dąbrowica. Wartość umowy to 337,5 mln PLN (6,9% prognozowanych przychodów na rok 2011). Termin realizacji prac to 24 miesiące. W połowie kwietnia b.r. Budimex informował o wyborze oferty spółki w przetargu.

Wybór oferty za 158,4 mln PLN

Oferta firm Budimex i Ferrovial została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na budowę budynków szpitala wojewódzkiego we Wrocławiu. Wartość oferty to 158,4 mln PLN (3,3% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Termin realizacji prac to 30 miesięcy. Oferty złożyło 5 firm.

Kontrakt za 43,6 mln PLN

Budimex pozyskał zamówienie na budowę układu komunikacyjnego dla terenu budowy Nowego Muzeum Śląskiego i sąsiednich budynków. Wartość kontraktu to 43,6 mln PLN, czyli 0,9% prognozowanych przychodów Budimexu w 2011 roku.

Kontrakt za 33,5 mln PLN

Budimex pozyskał zlecenie na budowę ulicy w Płocku za 33,5 mln PLN (0,7% prognozowanych przychodów na rok 2011).

Wybór 2 ofert drogowych w Gdańsku za 246,9 mln PLN

Budimex poinformował o wyborze dwóch ofert na budowę dróg w Gdańsku, o łącznej wartości 246,9 mln PLN (5,1% prognozowanych przychodów Budimexu w 2011 roku). Pierwsza z ofert ma wartość 137,2 mln PLN i dotyczy budowy tzw. Trasy Sucharskiego. Termin realizacji prac to 18 miesięcy. Druga z ofert ma wartość 109,7 mln PLN i dotyczy budowy tzw. Trasy Słowackiego. Termin realizacji prac to 16 miesięcy. Obie oferty były istotnie niższe, niż oferty konkurencyjnych firm.

Budimex prosi o przedłużenie czasu na negocjacje z PNI

Budimex wystąpił o przedłużenie czasu na negocjacje ze związkami zawodowymi w sprawie nabycia PNI. Prezes Budimexu liczy, że uda się wypracować porozumienie. Rozmowy ze związkami zawodowymi są dość ciężkie, ale mimo to udało się ustalić pewne kwestie.



Elektrobudowa (Akumuluj)

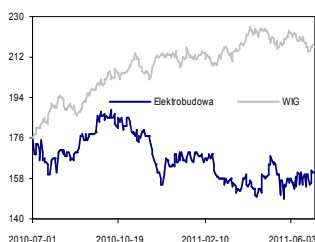
Cena bieżąca: 161 PLN

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%	73,1	14,2%	80,5	10,2%	MC (cena bieżąca)	764,4
marża EBITDA	17,6%	8,1%		9,6%		9,5%		EV (cena bieżąca)	662,5
EBIT	69,0	53,1	-23,1%	61,2	15,3%	68,0	11,1%	Free float	42,3%
Zysk netto	54,5	45,1	-17,4%	52,6	16,7%	59,2	12,6%		
P/E	14,0	17,0		14,5		12,9		Zmiana ceny: 1m	2,1%
P/CE	7,0	13,7		11,9		10,7		Zmiana ceny: 6m	-2,4%
P/BV	2,6	2,4		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	-6,9%
EV/EBITDA	8,5	11,2		9,1		7,9		Max (52 tyg.)	188,4
Dywid (%)	1,9	2,2		2,1		2,3		Min (52 tyg.)	149,0



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

Kontrakt za 11,0 mln PLN

ZUE, jako lider konsorcjum, którego członkiem jest Hydrobudowa, podpisało umowę z MPK w Lublinie na zaprojektowanie i budowę trzech podstacji prostownikowych. Wartość umowy to 11 mln PLN (2% prognozowanych na rok 2011 przychodów ZUE, 1,4% prognozowanych przychodów Elektrobudowy).

Kontrakt za 14,3 mln PLN

Elektrobudowa poinformowała o podpisaniu z PKN Orlen kontraktu za 14,3 mln PLN (1,8% prognozowanych przychodów spółki na rok 2011). Umowa dotyczy prac związanych z przebudową bloków wodnych rafinerijnych. Termin zakończenia prac to koniec listopada 2011.



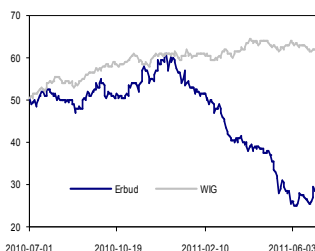
Erbud (Kupuj)

Cena bieżąca: 30,49 PLN Cena docelowa: 37,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	954,6	1 103,9	15,6%	1 281,5	16,1%	1 338,8	4,5%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	68,3	29,0	-57,5%	24,8	-14,5%	59,8	140,8%	MC (cena bieżąca)	383,3
marża EBITDA	7,2%	2,6%		1,9%		4,5%		EV (cena bieżąca)	339,4
EBIT	60,5	20,9	-65,5%	16,6	-20,3%	51,5	209,5%	Free float	27,5%
Zysk netto	41,7	12,1	-71,0%	15,4	27,1%	43,1	180,4%		
P/E	9,2	31,7		24,9		8,9		Zmiana ceny: 1m	17,0%
P/CE	7,7	18,9		16,3		7,5		Zmiana ceny: 6m	-45,8%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	-38,4%
EV/EBITDA	3,6	9,8		13,7		5,6		Max (52 tyg.)	61,0
Dywidenda (%)	0,4	1,6		0,8		0,8		Min (52 tyg.)	25,0



Erbud w Q1 2011 rozczarował utworzeniem wysokich rezerw, które negatywnie wpłynęły na wyniki. Uważamy, że to ostatnie takie negatywne zaskoczenie. Liczymy na dobry wynik w Q2 2011 (wstępnie zakładamy około 8 mln PLN zysku netto). We wrocławskim oddziale, odpowiedzialnym za duże straty na kontraktach (CH Silesia, Angel City), miały miejsce zmiany kadrowe. Drogownictwo nie przynosi już strat. Portfel zleceń w ramach działalności eksportowej istotnie wzrósł, co powinno pozytywnie wpłynąć na wyniki w przyszłych kwartałach. Przy obecnej cenie, Erbud pozostaje interesującą opcją na ponowny powrót marż w budownictwie do średnich europejskich poziomów około 3% marży EBIT. W przypadku realizacji tego scenariusza, co konserwatywnie zakładamy w pełni dopiero w 2013 roku, spółka notowana jest na poziomie P/E 2013 = 7,3 i EV/EBITDA 2013 = 4,4. Obecna cena Erbudu jest porównywalna z ceną z okresu kryzysu finansowego, gdy perspektywa portfela zamówień spółki była bardzo niepewna. Poza tym, reakcja na wyniki firmy też jest pochodną słabego sentymentu do sektora. Przy dobrym sentymencie, rezerwa w Q1 2011 byłaby określona mianem „one-off”. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Przygotowania do emisji obligacji na kwotę do 50 mln PLN

Spółka prowadzi prace zmierzające do przeprowadzenia emisji obligacji na kwotę do 50 mln PLN. Pozyskane środki mają służyć skróceniu cyklu obrotu zobowiązań. Wcześniejsze płatności podwykonawcom mają pozwolić Erbudowi wynegocjować niższe ceny usług budowlanych, co z kolei przełoży się na poprawę marż.

Kredyt odnawialny na maksymalnie 15 mln PLN

Erbud podpisał z BGŻ umowę o udzielenie kredytu w rachunku bieżącym na kwotę maksymalnie 15 mln PLN. Umowa jest ważna przez okres roku.



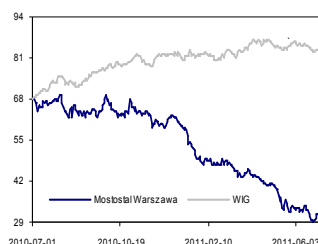
Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 30,7 PLN Cena docelowa: 54 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 712,1	2 570,4	-5,2%	2 773,3	7,9%	2 683,1	-3,3%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	209,1	119,7	-42,8%	75,4	-37,0%	108,4	43,9%	MC (cena bieżąca)	614,0
marża EBITDA	7,7%	4,7%		2,7%		4,0%		EV (cena bieżąca)	409,1
EBIT	181,2	84,3	-53,5%	38,3	-54,6%	70,4	83,9%	Free float	29,9%
Zysk netto	117,3	62,5	-46,7%	35,5	-43,1%	60,4	70,0%		
P/E	5,2	9,8		17,3		10,2		Zmiana ceny: 1m	-5,8%
P/CE	4,2	6,3		8,5		6,2		Zmiana ceny: 6m	-48,2%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-54,0%
EV/EBITDA	1,7	2,7		5,4		3,5		Max (52 tyg.)	69,4
Dywid (%)	1,0	5,8		1,8		1,7		Min (52 tyg.)	29,1



Mostostal Warszawa jest naszym zdaniem najtańszą spółką budowlaną notowaną na GPW i jedną z najtańszych w regionie. Na poziomie EV/S = 0,14, Mostostal jest tańszy, niż spółki japońskie, niemieckie, czy austriackie (rynk o niskich marżach i agresywnej konkurencji). Kapitalizacja spółki pomniejszona o gotówkę netto to jedynie 410 mln PLN, a mówimy przecież o jednej z największych, zdywersyfikowanych grup w Polsce. Firma od dłuższego czasu nie była też specjalnie optymistyczna w ocenie perspektyw wyników 2011 roku. Prognoza okazała się słuszna i to nie tylko w kontekście Mostostalu. Szanse rozwoju w dłuższym terminie pozostają bardzo dobre. Nie jest prawdą, że spółkę czeka w kolejnych latach spadek skali działalności. Na koniec maja szacowaliśmy, że portfel zleceń na rok 2012 ma wartość około 1 mld PLN (rok temu: 0,8 mld PLN). Od 2013 roku na wyniki Mostostalu pozytywnie mogą wpływać duże zlecenia energetyczne. Firma pozostaje aktywna we wszystkich interesujących przetargach (hydrotechnika, spalarnie, energetyka). Mostostal pozostaje ostrożny w segmencie drogowym, gdyż niestety pozostaje on obszarem najbardziej agresywnej konkurencji. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Dwa kontrakty budowlane za 59,7 mln PLN

Wrobis podpisał dwa kontrakty budowlane, łącznie za 59,7 mln PLN (2,2% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). Pierwszy z kontraktów dotyczy budowy drogi (13,9 mln PLN), drugi zaś budowy biblioteki we Wrocławiu (45,8 mln PLN). Pierwszy z kontraktów ma być zrealizowany w ciągu 18 miesięcy, drugi zaś do 30 czerwca 2013.

Kontrakt AMK Kraków za 56,8 mln PLN

AMK Kraków, w którym Mostostal posiada 60% udziałów, podpisał umowę z Bolesław Recycling umowę na rozbudowę instalacji pieców przewalowych. Wartość kontraktu to 56,8 mln PLN (2% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). Termin realizacji prac to koniec grudnia 2012 roku.

Kontrakt za 57,0 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Accioną podpisał kontrakt z Białskimi Wodociągami i Kanalizacją Wod-Kan o wartości 57,0 mln PLN netto (2,1% prognozowanych przychodów na rok 2011). Kontrakt dotyczy budowy zakładu zagospodarowania odpadów dla regionu Biała Podlaska. Termin realizacji prac to 1456 dni.

Kontrakt za 27,4 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Atline podpisał umowę z 12 Terenowym Oddziałem Lotniskowym na roboty budowlane wraz z dostawą urządzeń i wyposażenia, w ramach budowy kompleksu sportowego. Wartość umowy to 27,4 mln PLN (1,0% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). Termin realizacji prac to koniec czerwca 2013 roku.

Umowa faktoringowa na 70 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał umowę faktoringową z Raiffeisen Bank Polska. Przyznany limit faktoringowy to 70 mln PLN, z terminem wykorzystania do końca 2012 roku.

Korekta ceny docelowej o dywidendę, 0,55 PLN/akcję

W czerwcu skorygowaliśmy cenę docelową Mostostalu, z uwagi na odłączenie się dywidendy od notowań Mostostalu Warszawa (dzień dywidendy: 1 lipca). Cena docelowa została obniżona o wielkość dywidendy: 0,55 PLN/akcję. Cena docelowa została obniżona z 54,5 PLN do 54,0 PLN.



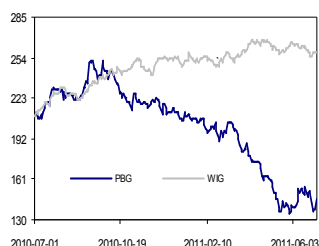
PBG (Kupuj)

Cena bieżąca: 145,1 PLN Cena docelowa: 167,9 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 578,0	2 740,3	6,3%	2 396,1	-12,6%	2 002,1	-16,4%	Liczba akcji (mln)	14,3
EBITDA	338,7	319,4	-5,7%	292,3	-8,5%	266,8	-8,8%	MC (cena bieżąca)	2 074,2
marża EBITDA	13,1%	11,7%		12,2%		13,3%		EV (cena bieżąca)	1 975,2
EBIT	286,5	272,7	-4,8%	239,5	-12,2%	216,2	-9,7%	Free float	37,4%
Zysk netto	210,6	224,3	6,5%	197,5	-11,9%	192,9	-2,4%		
P/E	9,8	9,2		10,5		10,8		Zmiana ceny: 1m	4,2%
P/CE	7,9	7,7		8,3		8,5		Zmiana ceny: 6m	-30,2%
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-30,8%
EV/EBITDA	8,2	9,0		6,8		6,8		Max (52 tyg.)	252,0
Dyyield (%)	256,0	1,0		2,7		2,4		Min (52 tyg.)	134,7



W czerwcu PBG udało się podpisać aneks do umowy na budowę Stadionu Narodowego, wydłużający termin realizacji prac. W ten sposób, negacji uległo ryzyko związane z realizacją kontraktów stadionowych. Kurs na tą wiadomość reagował pozytywnie, aby ponownie spaść, po podpisaniu umowy zakupu akcji Rafako z ponad 50% premii do ówczesnej wyceny rynkowej. Faktycznie, w krótkim terminie premia wydaje się bardzo duża, dostrzegamy jednak bardzo duże efekty synergii. Przede wszystkim, przejęcie Rafako podwaja szanse PBG na pozyskanie najbliższych, dużych przetargów energetycznych. Udział w budowie bloku w Opolu (3,5-4 mld PLN w pracach dla PBG) jest już niemal pewny w 100%. W horyzoncie kilku lat, rynkowa wycena Rafako na poziomie około 15 PLN wydaje się być osiągalna, pod warunkiem pozyskania dużych zleceń. Nie jest też zamknięta kwestia Hydrobudowy. Pozyskanie nowych zleceń o korzystnej rentowności mogłoby pozwolić na wzrost wyceny spółki, a w efekcie, powrót do transakcji z OHL. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Aneks przedłużający czas na realizację Stadionu Narodowego

Konsorcjum firm PBG, Hydrobudowa, Alpine Bau podpisało aneks z NCS w sprawie budowy Stadionu Narodowego. Na mocy aneksu, termin zakończenia prac został wyznaczony na 29 listopada 2011 roku. Umowa przewiduje kary umowne za nieterminowe zrealizowanie któregośkolwiek z dodatkowych celów kluczowych (nie opisanych w komunikacie): 10 tys. / dzień do 5 dni opóźnień, 100 tys. / dzień za 6-ty i każdy następny dzień opóźnień. Kara umowna w przypadku odstąpienia wykonawcy od realizacji prac została ustalona na poziomie 20% wartości kontraktu netto. Funkcję lidera konsorcjum przejęła Hydrobudowa. Odpowiedzialność przed inwestorem nadal ponoszona będzie solidarnie przez wszystkich członków konsorcjum.

Wynik na budowie Stadionu Narodowego, poprawa wyników w Q2 r/r

Wiceprezes PBG deklaruje, że wynik na budowie Stadionu Narodowego będzie niższy od wcześniejszych założeń, z uwagi na konieczność naprawy schodów. Mimo to, wynik będzie dodatni. Q2 2011 w PBG będzie nieco lepszy r/r.

Z wzajemnymi rozliczeniami na Stadionie poczekamy do zakończenia budowy

Rzecznik NCS przyznaje, że obecnie instytucja dąży, aby ukończyć stadion, a nie egzekwować kary. W ramach aneksu do umowy wprowadzono nowe zapisy o karach oraz podniesiono dwukrotnie gwarancje bankowe. Schody zostaną podparte dodatkową konstrukcją stalową, co będzie kosztować około 10 mln PLN. W tajnym porozumieniu z wykonawcą zawarto zapisy, kto zapłaci za odwołane imprezy sportowe.

Umowa na zakup 50% akcji Rafako

Spółka poinformowała w komunikacie o zawarciu z Elektrim S.A. umowy sprzedaży 50% + 1 akcji w kapitale zakładowym Rafako. PBG Invest 1 Sarl (podmiot zależny od PBG), zakupi udziały w spółce zarejestrowanej na Cyprze, która będzie posiadać 50% + 1 akcji w Rafako S.A. Cena nabycia będzie równa sumie 540 mln PLN za 34,8 mln akcji Rafako należących do Elektrim (15,54 PLN za akcję), oraz ceny nabycia 53,5 tys. akcji, które zostają zakupione przez Elektrim, bądź podmiot zależny od Elektrim (maksymalnie 15,68 PLN na akcję). Cena nabycia może zostać obniżona w oparciu o wynik badania due diligence Rafako i spółki cypryjskiej, która w momencie transakcji będzie w posiadaniu 50% + 1 akcja Rafako.

Dalsze plany w stosunku do Rafako

Finalizacja transakcji przejęcia Rafako przez PBG ma mieć miejsce do końca września 2011. Po pozyskaniu zgody UOKiK na przejęcie Rafako, PBG przewiduje ogłoszenia wezwania na 66% głosów na WZA Rafako po 15,54 PLN/akcję. Na przełomie sierpnia i września spółka przedstawi szacunki potencjalnych synergii z przejęcia. Docelowo, Rafako w Grupie PBG ma

odpowiadać za zarządzanie kontraktami energetycznymi, część inżynieryjną oraz produkcję wybranych podzespołów (kocioł). W przyszłości PBG nie wyklucza delistingu Rafako.

Finansowanie transakcji przejęcia Rafako

PBG poinformowało, że ma już finansowanie bankowe dla przejęcia docelowo 66% udziałów Rafako. Udział wkładu własnego w finansowaniu przejęcia to 25%. W przypadku konieczności poprawy struktury finansowania Grupy PBG, firma rozważa sprzedaż aktywów wartych około 500 mln PLN. Są to: biurowiec Skalar w Poznaniu, kamieniołomy oraz projekt deweloperski w Kijowie na Ukrainie. Przejęcie Rafako nie wpływa na plan wypłaty dywidendy.

Problemy na A1 Czerniewice – Brzezie?

Rzeczpospolita donosi, że na odcinku autostrady A1 Czerniewice – Brzezie występują 3 miesięczne opóźnienia, związane z konfliktem między wykonawcą (SRB, Aprivia z Grupy PBG, John Sisk&Son) a GDDKiA. Konflikt dotyczy technologii użytej w realizacji prac ziemnych. GDDKiA nie zgadza się, aby wykonawca wzmocnił warstwy wykopu i nasypu spoiwem hydraulicznym, czyli metodą zwaną stabilizacją. GDDKiA żąda zastosowania metody doziarniania. Metoda ta jest czasochłonna i droga. Z warunków kontraktu wynika, że wykonawca wybiera metodę wzmocnienia nasypów, ale zatwierdza ją, na podstawie określonych parametrów, projektant z GDDKiA. Wykonane przez SRB badania dowodzą, że obie metody dają porównywalne skutki. Potwierdzać to mają dokumenty, do których dotarła prasa.

Możliwe kary na stadionie w Gdańsku?

Wiceprezes spółki BIEG 2012, inwestora stadionu PGE Arena Gdańsk, wypowiedział się, że generalny wykonawca stadionu musi liczyć się z koniecznością zapłaty kar umownych. Wiceprezes nie chce szacować wielkości kar. Decyzję podejmie specjalna komisja. Naszym zdaniem ewentualne kary będą na minimalnym poziomie.

PBG skupiło 29,1 mln akcji Energomontażu

PBG poinformowało, że udało się skupić 29,1 mln akcji Energomontażu Południe (zapisy na 37,8 mln akcji, redukcja: 23,1%). Łącznie po transakcji PBG posiadać będzie 66% akcji Energomontażu.

Hydrobudowa w lipcu może podpisać umowy za 1,2 mld PLN

Hydrobudowa Polska może w lipcu 2011 roku podpisać umowy za 1,2 mld PLN, co zwiększy portfel zamówień spółki do ponad 2,5 mld PLN. PBG jest w składzie konsorcjum w tych umowach. Zadaniem PBG jest zabezpieczenie finansowania, głównym beneficjentem umów jest Hydrobudowa.

Kontrakt za 52,1 mln PLN

Spółki z Grupy PBG podpisały z Gminą Dąbrowa Górnicza umowę na budowę tłoczni wraz z rurociągiem i infrastrukturą wodociągową. Wartość umowy to 52,1 mln PLN (2,2% prognozowanych przychodów PBG na rok 2011).

Decyzja o wypłacie dywidendy, yield = 1,0%

WZA PBG zdecydowało o wypłacie dywidendy w wysokości 1,4 PLN/akcję (yield = 1,0%). Dzień dywidendy został wyznaczony na 20 września, zaś dzień wypłaty dywidendy na 6 października.



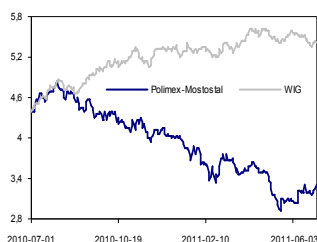
Polimex Mostostal (Trzymaj)

Cena bieżąca: 3,32 PLN Cena docelowa: 3,41 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 836,7	4 160,9	-14,0%	4 719,9	13,4%	4 846,2	2,7%	Liczba akcji (mln)	521,7
EBITDA	343,6	300,4	-12,6%	279,2	-7,1%	312,5	11,9%	MC (cena bieżąca)	1 732,1
marża EBITDA	7,1%	7,2%		5,9%		6,4%		EV (cena bieżąca)	2 266,1
EBIT	264,9	212,7	-19,7%	169,2	-20,4%	202,0	19,4%	Free float	62,0%
Zysk netto	156,4	109,7	-29,9%	110,3	0,6%	148,6	34,7%		
P/E	9,8	14,0		15,7		11,7		Zmiana ceny: 1m	8,5%
P/CE	6,5	7,8		7,9		6,7		Zmiana ceny: 6m	-17,2%
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-26,1%
EV/EBITDA	5,8	6,8		8,1		7,0		Max (52 tyg.)	4,8
Dyyield (%)	0,3	1,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,9



Dostrzegamy ryzyko, że Q2 2011 nie przyniesie znacznej poprawy wyników. Przyczyny są dwie – nadal słaba rentowność produkcji (trudna sytuacja rynkowa, wysokie ceny stali) oraz duże koszty, ponoszone w związku z przygotowaniem przez Polimex ofert na budowę nowych bloków energetycznych. Operacyjny cash flow, z uwagi na wydłużające się cykle obrotu kapitału obrotowego, również może być słaby (możliwy wzrost długu netto). Liczymy na poprawę wyników od Q3 2011, niemniej 110 mln PLN zysku netto w 2011 roku może być celem zbyt ambitnym. W kontekście przyszłych kwartałów i lat dostrzegamy szanse i ryzyka. Szansą jest pozyskanie dużych kontraktów na budowę nowych bloków energetycznych. Ryzykiem obarczone są realizowane zlecenia drogowe (agresywna polityka księgową, niskie rezerwy) i trwałość „sojuszu” z Hitachi Power (w przetargu na blok w Turowie partnerem Hitachi jest Budimex). Kurs Polimexu zbliżył się mocno do naszej ceny docelowej. Obniżamy rekomendację do trzymaj.

Kontrakt kolejowy za 121,8 mln PLN

Torpol, spółka zależna Polimexu, podpisała umowę z Feroco, w sprawie ustalenia zakresu prac Torpolu we wspólnie realizowanym kontrakcie. Kontrakt dotyczy modernizacji linii kolejowej na odcinku LCS Mława. Wartość zakresu Torpolu to 121,8 mln PLN (2,6% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2011). Termin realizacji prac to koniec marca 2013.

Najniższa oferta cenowa za 121,8 mln PLN

Polimex złożył najniższą ofertę cenową na przebudowę drogi krajowej nr 1 w Tychach. Wartość oferty to 121,8 mln PLN (2,6% prognozowanych przychodów na rok 2011).

Kontrakt za 80,3 mln PLN

Polimex podpisał umowę ze spółką zależną Echo Investment na budowę CH Olimpia w Bełchatowie. Wartość umowy to 80,3 mln PLN (1,7% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2011). Termin zakończenia realizacji prac to sierpień 2012 roku.



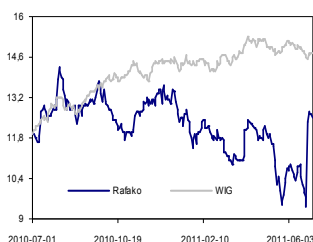
Rafako (Akumuluj)

Cena bieżąca: 12,51 PLN Cena docelowa: 12,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(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)	870,7
marża EBITDA	7,0%	6,1%		5,5%		5,5%		EV (cena bieżąca)	682,0
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	23,1	20,0		15,5		14,2		Zmiana ceny: 1m	15,8%
P/CE	16,9	15,7		12,4		11,5		Zmiana ceny: 6m	-2,3%
P/BV	2,4	2,2		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	5,9%
EV/EBITDA	9,4	9,4		8,8		8,1		Max (52 tyg.)	14,2
Dywid (%)	0,0	2,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,4



Duże kontrakty nigdy nie były bliżej. Przejęcie Rafako przez PBG może być dla spółki korzystne. Po pierwsze, rodzi ono nadzieje na ogłoszenie wezwania na akcje Rafako po cenie 15,5 PLN/akcję. Wezwanie dotyczyłoby 16% akcji spółki. Po drugie, dostrzegamy efekty synergii (w kilku najbliższych przetargach energetycznych Rafako i PBG są konkurentami). Wycena spółki w kontekście 2011 roku może nie zachwyca (P/E 2011 = 15,5), ale perspektywa rynku energetycznego wpłynie na wyniki dopiero od 2013 roku. Będzie ją można jednak dyskontować znacznie wcześniej, wraz z pozyskaniem dużych zleceń. Wskaźniki P/E i EV/EBITDA Rafako na rok 2011 i 2012 nie odbiegają od wskaźników wyceny zagranicznych spółek inżynierskich. Dostrzegamy jednak znaczne pole do poprawy, tak jeśli chodzi o poziom generowanych marż, jak i o poziom przychodów. Standardem jest rentowność EBIT na poziomie 6-7%, podczas gdy Rafako do tej pory realizowało rentowność 4,6-5,6% EBIT. Do tego dochodzi oczekiwany duży wzrost przychodów Rafako w 2013 roku (do poziomu 2 mld PLN). Z uwagi na wzrost wyceny Rafako, obniżamy rekomendację do akumuluj.

Umowa na zakup 50% akcji Rafako

Spółka poinformowała w komunikacie o zawarciu z Elektrim S.A. umowy sprzedaży 50% + 1 akcji w kapitale zakładowym Rafako. PBG Invest 1 Sarl (podmiot zależny od PBG), zakupi udziały w spółce zarejestrowanej na Cyprze, która będzie posiadać 50% + 1 akcji w Rafako S.A. Cena nabycia będzie równa sumie 540 mln PLN za 34,8 mln akcji Rafako należących do Elektrim (15,54 PLN za akcję), oraz ceny nabycia 53,5 tys. akcji, które zostają zakupione przez Elektrim, bądź podmiot zależny od Elektrim (maksymalnie 15,68 PLN na akcję). Cena nabycia może zostać obniżona w oparciu o wynik badania due diligence Rafako i spółki cypryjskiej, która w momencie transakcji będzie w posiadaniu 50% + 1 akcja Rafako.

Dalsze plany w stosunku do Rafako

Finalizacja transakcji przejścia Rafako przez PBG ma mieć miejsce do końca września 2011. Po pozyskaniu zgody UOKiK na przejście Rafako, PBG przewiduje ogłoszenia wezwania na 66% głosów na WZA Rafako po 15,54 PLN/akcję. Na przełomie sierpnia i września spółka przedstawi szacunki potencjalnych synergii z przejścia. Docelowo, Rafako w Grupie PBG ma odpowiadać za zarządzanie kontraktami energetycznymi, część inżynierską oraz produkcję wybranych podzespołów (kocioł). W przyszłości PBG nie wyklucza delistingu Rafako.

Kontrakt za 191,5 mln PLN

Rafako podpisało umowę z Elektrownią Kozienice za 191,5 mln PLN (13,5% prognozowanych przychodów na rok 2011. Umowa dotyczy budowy instalacji odazotowania spalin w Elektrowni Kozienice. Termin realizacji prac nie został ujawniony.

Korekta ceny docelowej o dywidendę, 0,57 PLN/akcję

W związku z odłączeniem się dywidendy od notowań Rafako (dzień dywidendy: 21 czerwca), obniżamy cenę docelową spółki o wielkość dywidendy: 0,57 PLN/akcję. Cena docelowa zostaje obniżona z 13,4 PLN do 12,8 PLN.



Trakcja Polska (Kupuj)

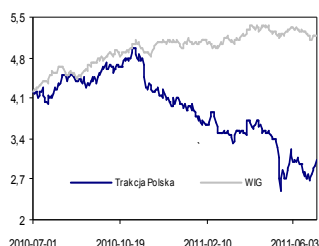
Cena bieżąca: 3,04 PLN

Cena docelowa: 3,5 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	711,6	491,2	-31,0%	2 259,2	360,0%	2 520,6	11,6%	Liczba akcji (mln)	232,1
EBITDA	86,8	54,8	-36,9%	173,4	216,5%	173,4	0,0%	MC (cena bieżąca)	705,6
marża EBITDA	12,2%	11,2%		7,7%		6,9%		EV (cena bieżąca)	1 144,0
EBIT	76,7	44,1	-42,5%	127,7	189,5%	127,7	0,0%	Free float	39,9%
Zysk netto	71,6	32,6	-54,5%	72,6	122,8%	79,3	9,2%		
P/E	6,8	14,9		9,7		8,9		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	6,0	11,2		6,0		5,6		Zmiana ceny: 6m	-24,9%
P/BV	1,3	1,2		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-27,6%
EV/EBITDA	4,0	5,0		6,6		5,9		Max (52 tyg.)	5,0
Dywid (%)	3,3	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,5



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

Umowa za 238,9 mln PLN

Trakcja Polska podpisała umowę z PKP PLK na zaprojektowanie i wykonanie przebudowy stacji Łódź Widzew i części szlaku kolejowego. Wartość umowy to 238,9 mln PLN (10,6% prognozowanych przychodów spółki w 2011 roku). Czas na realizację prac to 42 miesiące. Wcześniej pojawiła się już wiadomość o wyborze oferty.



Ulma Construcción Polska (Akumuluj)

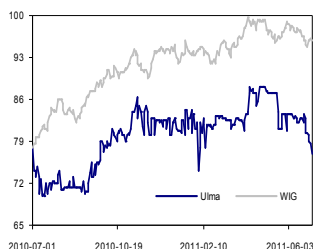
Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-09

Cena bieżąca: 77 PLN

Cena docelowa: 91,4 PLN

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	175,4	215,4	22,7%	258,9	20,2%	256,3	-1,0%	Liczba akcji (mln) 5,3
EBITDA	72,1	104,2	44,6%	128,8	23,6%	118,3	-8,1%	MC (cena bieżąca) 404,7
marża EBITDA	41,1%	48,4%		49,8%		46,2%		EV (cena bieżąca) 519,5
EBIT	4,0	27,3	590,3%	56,3	106,2%	48,3	-14,3%	Free float 18,7%
Zysk netto	-5,5	10,2		34,1	233,1%	31,7	-6,9%	
P/E		39,6		11,9		12,8		Zmiana ceny: 1m -7,8%
P/CE	6,5	4,6		3,8		4,0		Zmiana ceny: 6m -4,9%
P/BV	1,6	1,5		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m 5,5%
EV/EBITDA	8,7	5,8		4,0		4,3		Max (52 tyg.) 88,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 70,0



W 2011 roku poprawa wyników będzie następować stopniowo, z każdym kwartałem. Przychody rozłożą się w 2011 roku nieproporcjonalnie - z prawie 258,9 mln PLN, na II połowę roku przypadnie 150 mln PLN. Większość kosztów własnych sprzedaży jest w Ulmie stała, przez co wysokie przychody oznaczają wysoki wynik netto. Przewidujemy, że w II połowie roku zyski netto Ulmy powrócą do rekordowych poziomów z 2007 roku. W segmencie drogowym zauważalny jest deficyt szalunków, wynikający z koncentracji dużego wolumenu prac w krótkim okresie czasu. Rosną koszty dzierżawy szalunków, tak po stronie cen katalogowych, jak i stawek dzierżawy. Powoli poprawia się też sytuacja w budownictwie kubaturowym, co szczególnie zauważalne jest w przypadku dużych, skomplikowanych obiektów. Nowi, zagraniczni gracze nie są w stanie skutecznie zaistnieć z kompleksową ofertą na rynku krajowym. Część firm zagranicznych, patrząc na ROI dla poszczególnych rynków, stwierdza, że rynek polski nie jest atrakcyjny. Firmy, takie jak Ulma, ograniczają inwestycje, w celu dopasowania podaży sprzętu do przyszłego popytu. Sytuacja rynkowa pozytywnie wpływa na perspektywy wyników finansowych Ulmy, tak w 2011, jak i w 2012 roku. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

ZWZA akceptuje dywidendę, 1,58 PLN/akcję (yield = 1,9%)

ZWZA zdecydowało o wypłacie 8,3 mln PLN w formie dywidendy (1,58 PLN/akcję, yield = 1,9%). Dzień dywidendy ustalono na 5 lipca 2011, zaś termin wypłaty dywidendy na 30 listopada 2011.

Korekta ceny docelowej o dywidendę, 1,58 PLN/akcję

W związku z odłączeniem się dywidendy od notowań Ulmy (dzień dywidendy: 5 lipca), obniżamy cenę docelową spółki o wielkość dywidendy: 1,58 PLN/akcję. Cena docelowa zostaje obniżona z 93,0 PLN do 91,4 PLN.



Unibep (Kupuj)

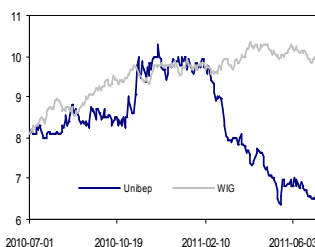
Cena bieżąca: 6,66 PLN

Cena docelowa: 9,78 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-20

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	392,7	657,9	67,5%	780,6	18,7%	870,9	11,6%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	31,4	35,7	13,8%	33,3	-6,6%	63,7	91,0%	MC (cena bieżąca)	226,0
marża EBITDA	8,0%	5,4%		4,3%		7,3%		EV (cena bieżąca)	301,8
EBIT	26,6	29,8	11,7%	26,8	-9,9%	57,0	112,7%	Free float	27,3%
Zysk netto	17,8	22,7	27,5%	19,5	-14,1%	40,9	109,9%		
P/E	12,7	10,0		11,6		5,5		Zmiana ceny: 1m	-2,3%
P/CE	10,0	7,9		8,7		4,8		Zmiana ceny: 6m	-32,7%
P/BV	2,0	1,6		1,4		1,1		Zmiana ceny: 12m	-17,7%
EV/EBITDA	7,3	6,7		9,1		5,3		Max (52 tyg.)	10,3
Dyield (%)	1,5	1,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	6,4



2010-07-01 2010-10-19 2011-02-10 2011-06-03

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

Kontrakt za 27,4 mln PLN oraz za 7,8 mln PLN

Unibep podpisał dwa kontrakty, łącznie za kwotę 34,8 mln PLN (4,5% prognozowanych przychodów spółki na rok 2011). Pierwsza z umów, za 27,4 mln PLN, dotyczy zaprojektowania i budowy pierwszego etapu osiedla w Warszawie, przy ul. Nocznickiego (7200 PUM, inwestor: TK Polska). Termin realizacji to 16 miesięcy. Drugą umowę za 15,6 mln NOK (7,8 mln PLN), dotyczy budowy budynku mieszkaniowego w Trondheim w Norwegii.

Zamiar połączenia z PRDiM

Unibep poinformował komunikat o planowanym połączeniu ze spółką PRDiM w Bielsku Podlaskim.

Korekta ceny docelowej o wypłaconą dywidendę

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



ZUE (Kupuj)

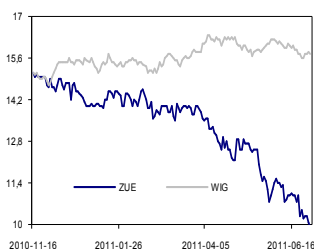
Cena bieżąca: 9,95 PLN

Cena docelowa: 13,2 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	199,9	392,4	96,3%	530,0	35,1%	572,4	8,0%	Liczba akcji (mln)	22,0
EBITDA	18,7	32,4	73,0%	39,8	22,9%	43,7	10,0%	MC (cena bieżąca)	218,9
marża EBITDA	9,4%	8,2%		7,5%		7,6%		EV (cena bieżąca)	241,0
EBIT	16,8	25,6	52,7%	31,5	22,8%	32,8	4,4%	Free float	27,3%
Zysk netto	8,6	16,8	94,6%	20,9	24,2%	22,1	6,0%		
P/E	18,4	13,0		10,5		9,9		Zmiana ceny: 1m	-12,5%
P/CE	15,1	9,3		7,5		6,6		Zmiana ceny: 6m	-28,9%
P/BV	3,1	1,3		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	11,6	7,4		6,1		5,0		Max (52 tyg.)	15,1
Dywid (%)	0,0	0,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,0



Perspektywy ZUE na najbliższe lata są zabezpieczone. Firma posiada rekordowy portfel zleceń, na poziomie ponad 500 mln PLN na rok 2011 i 300-350 mln PLN na rok 2012. Pozytywna dynamika przychodów w 2012 roku jest już naszym zdaniem zapewniona. Jeśli nastąpi redukcja wydatków samorządów, to ... wpłynie ona dopiero na przychody 2013 roku. Z uwagi na większą konkurencję na rynku, marże nie będą tak wysokie, jak w latach ubiegłych, niemniej, nasza konserwatywna prognoza, implikująca P/E 2011 = 10,5, bierze to już pod uwagę. Na konferencjach inwestorskich spółka przyznawała, że czynnikiem ryzyka są rosnące ceny materiałów budowlanych, w tym paliwa. Ceny te przestały rosnać, a wybranych przypadkach sytuacja zaczęła się nawet odwracać. Może to pozytywnie wpływać na wyniki spółki. Z uwagi na spadek ceny akcji ZUE, podwyższamy naszą rekomendację do kupuj.

Kontrakt za 11,0 mln PLN

ZUE, jako lider konsorcjum, którego członkiem jest Hydrobudowa, podpisało umowę z MPK w Lublinie na zaprojektowanie i budowę trzech podstacji prostownikowych. Wartość umowy to 11 mln PLN (2% prognozowanych na rok 2011 przychodów ZUE, 1,4% prognozowanych przychodów Elektrobudowy).

Deweloperzy

Segment komercyjny

Ambitne plany Ghelamco Poland

Belgijski deweloper zamierza w ciągu najbliższych 2 lat zwiększyć swoje przychody do ponad 1 mld EUR. Chce to osiągnąć dzięki sprzedaży obecnie budowanych obiektów. Ghelamco jest obecnie najaktywniejszym deweloperem powierzchni biurowej w Warszawie. W budowie ma 65 tys. m² powierzchni oraz 248 tys. m² w planach na najbliższe 5 lat. Plany na kolejne lata przewidują także poszerzenie oferty mieszkaniowej oraz budowę większej liczby obiektów handlowych. Polska jest najważniejszym rynkiem dla Ghelamco w tej części Europy. Spółka nie wyklucza, że w latach 2012-2013 rozpocznie również aktywność w innych państwach regionu CEE, w których obecnie nie jest obecna. Ghelamco posiada większość swoich inwestycji w Warszawie, która jest najbardziej chłonnym rynkiem powierzchni biurowej w regionie. Osiągnięcie 1 mld EUR przychodów jest możliwe w przypadku dużej aktywności inwestorów na wtórnym rynku nieruchomości, a to zjawisko w Polsce jest coraz bardziej widoczne.

Rozwój centrów usług biznesowych w Polsce

IBM, HP oraz P&G szukają kolejnych lokalizacji pod centra usług biznesowych. W nowych centrach zatrudnienie może znaleźć nawet 3000 osób. Obecnie sektor BPO (Business Process Outsourcing) zatrudnia w Polsce 69 tys. pracowników. Związek Liderów Sektora Usług Biznesowych przewiduje, że do końca roku zatrudnienie może wzrosnąć do 75,5 tys. osób. Dynamiczny rozwój sektora BPO jest dobrą wiadomością dla rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce. W Krakowie ok. 50% powierzchni biurowej zajmują przedsiębiorstwa z tego sektora. Konkurencyjność Polski w walce o światowy rynek BPO wynika z dostępności tanich powierzchni biurowych i niższych kosztów funkcjonowania niż na zachodzie Europy.

Segment mieszkaniowy

Już 18 tys. mieszkań w ofercie deweloperów w Warszawie

Pełnomocnik Zarządu redNet Consulting przyznaje, że w Warszawie na kupujących czeka aż 18 tys. lokali z rynku pierwotnego. Na koniec kwietnia było to jeszcze 16,5 tys. mieszkań. W kwietniu sprzedano w Warszawie około 950 lokali, czyli o ponad 13% więcej r/r (w ubiegłym roku w kwietniu sprzedano 840 lokali). W Krakowie wielkość oferty to 6,6 tys. lokali (+25% r/r). We Wrocławiu w ofercie znajduje się 6,4 tys. lokali (w roku ubiegłym: 4 tys.). Zdaniem przedstawiciela redNet, oferta będzie rosła. W Warszawie w 2011 roku sprzeda się 11,5-12 tys. lokali. Oznacza to, że obecnie wielkość oferty odpowiada 1,5 rocznemu cyklowi budowy.

Sejm popiera zmiany w Rodzinie na Swoim

Sejm poparł zmiany w programie Rodzina na Swoim. Zmiany przewidują m.in.: ograniczenie współczynnika, który jest wykorzystywany w kalkulacji limitów cenowych z 1,4 do 1,1; ograniczenie programu do rynku pierwotnego, wygaśnięcie programu z końcem 2012 roku. Wiek kredytobiorcy został ograniczony do 35 lat. Przed nami dwie redukcje limitów cen w programie Rodzina na Swoim. Pierwsza redukcja wynikać będzie ze spadku kosztów budowy, kalkulowanych przez GUS. W Q2/Q3 2011 oddawane będą do użytku inwestycje, których koszt budowy był o 15-20% niższy. Spowoduje to spadek limitu cen w Warszawie z 9800 PLN/m² do 7840-8330 PLN/m². Zmiana związana z nowelizacją programu Rodzina na Swoim ma naszym zdaniem wejść w życie od 2012 roku. Oznaczać będzie ona kolejny spadek limitów cen, do poziomu 6160-6550 PLN/m². Oznaczać to będzie, że program obowiązywać będzie jedynie inwestycje z rynku pierwotnego na: Białołęce, czy Włochach. Program Rodzina na Swoim obejmuje 15-20% udzielanych kredytów hipotecznych.

Gant Development

290 lokali sprzedanych od początku roku

Gant od początku roku sprzedał 290 lokali. Spółka obecnie zakłada powtórzenie wyniku sprzedaży z 2010 roku, kiedy to udało się zbyć 926 lokali. Przychody w 2011 roku mają wzrosnąć dwukrotnie (260 mln PLN: działalność deweloperska), dwa razy więcej lokali ma też zostać wprowadzonych do sprzedaży. Od początku roku deweloper kupił 4 grunty za 110 mln PLN (Warszawa, przy ul. Jana Kazimierza, Wrocław: 30 tys. m² i 50 tys. m² oraz Kraków: 30 tys. m²). Spółka rozważa wyemitowanie do końca roku kolejnych obligacji, za około 50 mln PLN.

83 mieszkania sprzedane w maju

Gant sprzedał w maju 83 mieszkania netto (89 lokali brutto). W kwietniu spółka sprzedała 64 lokale netto.

**Kredyt na budowę Odra Tower**

Spółka zależna Ganta podpisała umowę kredytową z Bankiem Millennium na kwotę 57,5 mln PLN. Kredyt zostanie przeznaczony na spłatę zobowiązań w BRE (6,2 mln PLN) oraz sfinansowanie do 79% całkowitych kosztów netto budowy inwestycji Odra Tower we Wrocławiu.



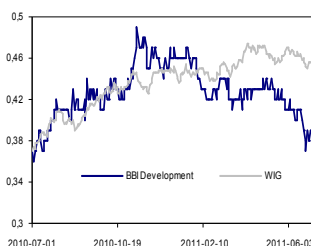
BBI Development (Kupuj)

Cena bieżąca: 0,39 PLN Cena docelowa: 0,53 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-08

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1,0	66,6	6629,9%	53,3	-20,1%	110,7	107,9%	Liczba akcji (mln)	523,1
EBITDA	-7,7	29,9		12,9	-56,8%	50,7	293,2%	MC (cena bieżąca)	204,0
marża EBITDA	-778,4%	44,8%		24,2%		45,8%		EV (cena bieżąca)	371,0
EBIT	-7,9	29,7		12,7	-57,2%	50,5	297,1%	Free float	65,2%
Zysk netto	-9,1	13,5		10,0	-26,3%	32,6	226,6%		
P/E		15,1		20,4		6,3		Zmiana ceny: 1m	-4,9%
P/CE				14,9		20,1		Zmiana ceny: 6m	-15,2%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	5,4%
EV/EBITDA		10,0		28,8		10,1		Max (52 tyg.)	0,5
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,4



Czerwiec nie przyniósł większych zmian w projektach BBI Development. W kluczowej inwestycji Spółki - Nowy Plac Unii - trwa budowa części podziemnej. W Q3 2011 spółka powinna uzyskać kredyt i tym samym całkowicie zabezpieczyć finansowanie inwestycji. Wcześniej wybrany zostanie generalny wykonawca części nadziemnej. W Q2 i Q3 nastąpi przekazanie pozostałych mieszkań projektu mieszkaniowego Dom na Dolnej. Warto zauważyć, że wszystkie mieszkania z tej inwestycji są już sprzedane, a do spółki spłynęło większość gotówki ze sprzedaży. Zyski z pozostałych dwóch projektów mieszkaniowych zostaną rozliczone w 2012 r., stąd przychody spółki w kolejnych trzech kwartałach 2011 r. będą wyraźnie niższe niż w Q1 2011. Obecnie sprzedanych lub zarezerwowanych jest ok. 70% apartamentów w Rezydencji Foksal oraz 30% mieszkań w projekcie Małe Błonia w Szczecinie. W tym roku zakończone zostaną prace projektowe przy inwestycji Koneser. Są one finansowane m.in. środkami z emisji obligacji. Do końca 2011 r. zostanie ukończony etap 1 tej inwestycji (biura). Dotychczas skomercjalizowano 90% powierzchni. Na przełomie 2011 i 2012 r. ruszy budowa etapów mieszkaniowych Konesera. W 2012 r. oprócz kolejnych etapów Konesera i Małych Błoni, spółka zamierza rozpocząć budowę inwestycji Nowy Sezam oraz Pasaż Simonsa. Obie inwestycje są na etapie przygotowania administracyjnego i projektowego. Obecnie nie widzimy potrzeby rewizji naszych prognoz zysków i terminów realizacji projektów BBI Development. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.



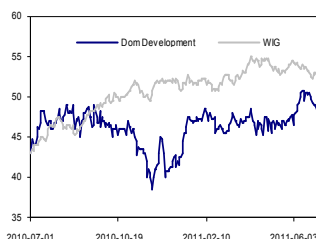
Dom Development (Akumuluj)

Cena bieżąca: 47,89 PLN Cena docelowa: 53,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(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)	1 176,2
marża EBITDA	16,1%	12,0%		16,2%		16,9%		EV (cena bieżąca)	1 327,7
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	14,7	29,1		14,3		9,1		Zmiana ceny: 1m	3,0%
P/CE	14,2	27,5		13,9		8,9		Zmiana ceny: 6m	15,4%
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	8,8%
EV/EBITDA	12,9	19,9		13,1		6,9		Max (52 tyg.)	50,8
Dywid (%)	1,7	1,7		0,9		4,2		Min (52 tyg.)	38,5



Praktycznie cały zysk netto w 2011 roku zostanie wygenerowany w drugim półroczu. Szacowany przez nas zysk netto w 2012 roku to 129 mln PLN, co oznacza, że deweloper wyceniany jest po P/E 2012 = 9,1 i P/BV 2012 = 1,3. Nie jest to poziom wymagający. Oczekujemy wzrostu sprzedaży mieszkań w Q2 2011, tak z uwagi na to, że Q1 jest najsłabszy w roku, jak i ze względu na powiększenie się oferty dewelopera. Liczymy na sprzedaż 430-450 lokali w Q2 2011. Perspektywy 2013 roku również są dobre, nie liczylibyśmy jednak na dużą poprawę wyników r/r. Z jednej strony spółka się rozwija (nowe lokalizacje, zdywersyfikowana oferta), z drugiej zaś na rynku następuje kompresja marż (wzrost kosztów budowy, presja na obniżki cen mieszkań). Nie są to jednak zjawiska odbiegające od naszych prognoz. Z uwagi na wzrost ceny akcji dewelopera, obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj. Dom Development jest najlepiej zarządzaną spółką mieszkaniową, jednak widzimy na rynku firmy oferujące większy potencjał wzrostu kursu (Polnord, LC Corp).

Rozpoczęcie inwestycji Akacje 7

Dom Development podpisał z firmą Henpol kontrakt wart 82,5 mln PLN. Przedmiotem umowy jest budowa inwestycji Akacje 7, zlokalizowanej na warszawskiej Białołęce. Rozpoczęcie prac będzie miało miejsce najpóźniej 30 września 2011, zaś zakończenie 30 kwietnia 2013.

Korekta ceny docelowej o wypłaconą dywidendę

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



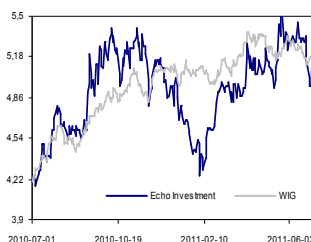
Echo Investment (Kupuj)

Cena bieżąca: 5,37 PLN Cena docelowa: 6,17 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-04-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	431,4	427,8	-0,9%	400,1	-6,5%	603,2	50,8%	Liczba akcji (mln)	420,0
EBITDA	200,5	169,6	-15,4%	367,0	116,4%	681,4	85,6%	MC (cena bieżąca)	2 255,4
marża EBITDA	46,5%	39,7%		91,7%		113,0%		EV (cena bieżąca)	4 017,5
EBIT	196,1	167,6	-14,6%	361,9	116,0%	676,2	86,8%	Free float	
Zysk netto	103,7	146,9	41,6%	196,4	33,7%	410,9	109,2%		
P/E	21,8	15,4		11,5		5,5		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/CE	20,9	15,1		11,2		5,4		Zmiana ceny: 6m	8,5%
P/BV	1,3	1,2		1,1		0,9		Zmiana ceny: 12m	28,8%
EV/EBITDA	19,6	23,3		10,9		7,5		Max (52 tyg.)	5,6
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,2



W czerwcu doszło do podpisania umowy z generalnym wykonawcą Galerii Olimpia w Belchatowie. Wartość kontraktu wynosi 80,3 mln PLN, podczas gdy nasze szacunki zakładały kwotę o ponad 20 mln PLN wyższą. Wyższa marża na tym projekcie wpłynie pozytywnie na wyniki 2012 r. W czerwcu Echo zarejestrowało spółkę Echo-Galeria Lublin, która będzie realizować projekt budowy centrum handlowego na Górkach Czechowskich w Lublinie. Obiekt powinien być gotowy w 2014 r. Na wyniki Q2 2011 lekko negatywny wpływ będzie miało osłabienie Euro w stosunku do Złotówki o ok. 2,5 grosza. Obniży to wynik z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych. Wyższej rewaluacji spodziewamy się natomiast w H2 2011, gdyż spółka uwzględni efekt spadku stóp kapitalizacji oraz dodatkowy zysk z wyceny przekazywanych do użytku obiektów. Zyski generowane z czynszów powinny pozostać w kolejnych dwóch kwartałach na stabilnym poziomie. Dopiero w Q4 2011 w wynikach pojawi się pozytywny wpływ zakończenia rozbudowy Galerii Echo w Kielcach. Spółka w ostatnim czasie sprawnie radziła sobie z pozyskiwaniem pozwoleń na budowę kolejnych inwestycji. Widzimy również szanse, że marże założone na niektórych projektach mogą być wyższe niż zakładaliśmy (głównie za sprawą niższych kosztów wykonawstwa). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Umowa kredytowa na 50 mln PLN

Echo zawarło z Raiffeisen Bank Polska umowę kredytową o wartości nie przekraczającej 50 mln PLN. Kredyt zostanie wykorzystany wyłącznie w celu sfinansowania kosztów realizacji wrocławskiego projektu mieszkaniowego „Przy Słowiańskim Wzgórzu”. Wiadomość zgodna z naszymi oczekiwaniami. Całkowity koszt realizacji projektu (łącznie z ceną gruntu) szacujemy na ponad 66 mln PLN. Planowane zakończenie inwestycji to Q2 2012.



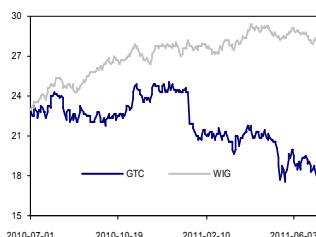
GTC (Kupuj)

Cena bieżąca: 17,67 PLN Cena docelowa: 23,36 PLN

Analitik: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-27

(mIn EUR)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	156,4	169,0	8,1%	166,9	-1,3%	192,1	15,1%	Liczba akcji (mln) 219,4
EBITDA	-121,7	111,1		211,1	90,0%	305,4	44,6%	MC (cena bieżąca) 3 876,3
marża EBITDA	-77,8%	65,8%		126,5%		159,0%		EV (cena bieżąca) 8 808,5
EBIT	-122,1	110,6		210,5	90,3%	304,8	44,8%	Free float 58,8%
Zysk netto	-128,3	41,9		110,9	164,5%	176,6	59,2%	
P/E		23,5		8,9		5,6		Zmiana ceny: 1m -9,6%
P/CE		23,2		8,8		5,6		Zmiana ceny: 6m -27,4%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,7		Zmiana ceny: 12m -24,2%
EV/EBITDA		19,9		10,6		8,4		Max (52 tyg.) 25,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 17,6



Wzrost kursu GTC po informacji o sprzedaży Galerii Mokotów okazał się krótkotrwały. Od początku czerwca akcje dewelopera spadły ponad 10% pomimo braku fundamentalnych przesłanek do przeceny. Obecnie GTC jest notowane z 3% dyskontem do wartości księgowej na 2010 r. oraz ponad 10% dyskontem do wartości księgowej na ten rok. Ostatnie informacje z sektora nieruchomości komercyjnych wskazują zarówno na wzrost liczby transakcji na rynku nieruchomości jak również potencjał do wzrostu popytu na powierzchnię biurową w Polsce (wzrost aktywności firm z sektora BPO). Przy wciąż ograniczonej podaży nowej powierzchni biurowej i handlowej w najbliższych kwartałach, obecne tendencje na rynku powinny przynieść korzyść GTC. Pierwszym widocznym efektem poprawiającej się sytuacji w sektorze powinien być spadek poziomu pustostanów w obiektach Spółki. Sądzymy, że poprawa koniunktury będzie też odzwierciedlona w lepszych wynikach Q2. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupna akcji GTC.



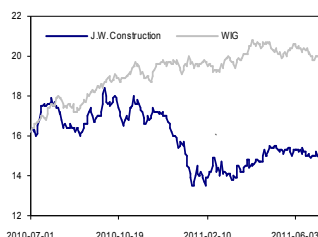
J.W. Construction (Trzymaj)

Cena bieżąca: 14,95 PLN Cena docelowa: 16,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-06

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	713,3	620,0	-13,1%	528,3	-14,8%	368,8	-30,2%	Liczba akcji (mln) 54,1
EBITDA	152,9	155,3	1,6%	153,0	-1,5%	142,3	-7,0%	MC (cena bieżąca) 808,4
marża EBITDA	21,4%	25,0%		29,0%		38,6%		EV (cena bieżąca) 1 145,9
EBIT	138,9	142,4	2,6%	136,2	-4,4%	125,4	-7,9%	Free float 22,2%
Zysk netto	100,4	92,0	-8,4%	96,4	4,8%	73,6	-23,7%	
P/E	8,1	8,8		8,4		11,0		Zmiana ceny: 1m -2,6%
P/CE	7,1	7,7		7,1		8,9		Zmiana ceny: 6m -3,5%
P/BV	2,2	1,7		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m -8,2%
EV/EBITDA	9,0	7,1		7,5		10,5		Max (52 tyg.) 18,4
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 13,5



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

90 lokali sprzedanych brutto w maju 2011

J.W. Construction poinformowało o sprzedaży brutto w maju 2011 90 lokali. Dla porównania, w Q1 2011 deweloper sprzedał brutto 258 mieszkań.

Mocniejsze wejście w działalność komercyjną

Józef Wojciechowski w wywiadzie deklaruje większe zaangażowanie spółki w segmencie komercyjnym. W perspektywie 4-5 lat wpływy z tej działalności mają przynieść zyski zbliżone do wyników segmentu mieszkaniowego, natomiast w perspektywie najbliższych 10 lat stanowić około 70% działalności. Jednocześnie spółka chce powrócić do poziomów sprzedaży mieszkań sprzed kryzysu (ok. 2000 mieszkań rocznie). Nabyciem udziałów w J.W. Construction jest zainteresowany Morgan Stanley. Jeszcze nie wiadomo, czy spółka wyemituje dla niego nowe akcje. Ostateczna decyzja powinna zapaść w ciągu 2-3 miesięcy. Pan Wojciechowski zaznacza jednak, że nie zamierza rezygnować z pakietu większościowego.



P.A. Nova (Kupuj)

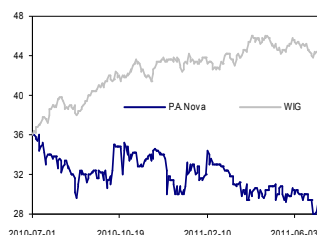
Cena bieżąca: 29,2 PLN

Cena docelowa: 37,4 PLN

Analityk: Piotr Zybala

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-17

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	157,6	146,5	-7,1%	169,3	15,6%	190,2	12,3%	Liczba akcji (mln)	10,0
EBITDA	24,4	27,9	14,5%	29,6	6,1%	36,6	23,6%	MC (cena bieżąca)	291,7
marża EBITDA	15,5%	19,1%		17,5%		19,3%		EV (cena bieżąca)	418,2
EBIT	22,5	25,7	14,6%	27,0	4,7%	34,0	26,0%	Free float	39,4%
Zysk netto	18,6	20,2	8,4%	17,6	-13,0%	17,8	1,4%		
P/E	12,5	14,5		16,6		16,4		Zmiana ceny: 1m	-4,3%
P/CE	11,4	13,0		14,4		14,2		Zmiana ceny: 6m	-5,0%
P/BV	1,5	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-18,2%
EV/EBITDA	8,7	13,2		14,1		16,4		Max (52 tyg.)	36,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	28,0



Na tle innych spółek z sektora nieruchomości komercyjnych, terminy realizacji inwestycji P.A. Nova są relatywnie bliskie. Obecnie w budowie znajdują się obiekty handlowe w Stalowej Woli i Kędzierzynie-Koźlu o łącznej powierzchni 24,7 tys. m². W tym roku rozpocznie się budowa dwóch kolejnych inwestycji o łącznej powierzchni 22 tys. m² (Gorlice i Kluczbork). Najbardziej odległą perspektywę stanowi inwestycja w nowoczesną galerię handlową w Jaworznie (35 tys. m²). Rozpoczęcie budowy Galerii w Jaworznie jest przewidziane dopiero na 2012 r., lecz według nas projekt nie jest obarczony dużym ryzykiem. Na jego korzyść działa b. dobra lokalizacja w centrum Jaworzna, brak nowoczesnych obiektów handlowych w tym mieście, brak konkurencji ze strony innych deweloperów oraz wysoka siła nabywcza mieszkańców. W prasie pojawiły się informacje o prowadzonym due diligence Galerii Sanowa. Sądzymy, że bardziej prawdopodobna jest sprzedaż obiektu w 2012 r. Gdyby do sprzedaży doszło jeszcze w tym roku, P/E 2011 wyniosłoby poniżej 7,0. Z rynku płyną również pozytywne informacje dla działalności budowlanej P.A. Nova. W najbliższym czasie Tesco zamierza wydać ok. 1 mld PLN na inwestycje w Polsce, z czego ok. 1/3 ma być przeznaczona na renowację istniejących obiektów. Sądzymy, że spółka będzie jednym z beneficjentów polityki Tesco. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

40 mln PLN na grunty w 2011 r., realizacja prognoz zgodnie z planem

Spółka zamierza wydać w tym roku ok. 40 mln PLN na grunty. Będą to działki w południowej i środkowej Polsce. Spółka rozmawia na temat sprzedaży galerii Sanowa w Przemyślu. Kupnem jest zainteresowany angielski fundusz, który prowadzi due diligence obiektu. Spółka wskazuje, że obecny portfel zleceń zapewnia wypełnienie prognozy zysku na 2011 r. Nasze szacunki zakładają 20 mln PLN na zakup gruntów w tym roku. Wyższą skalę zakupów oceniamy pozytywnie, szczególnie w kontekście sprzedaży Galerii Sanowa. Prowadzony obecnie due diligence daje szansę na szybszą sprzedaż obiektu. Wcześniej spółka podawała przełom 2011 i 2012 r. jako bardziej prawdopodobną datę sprzedaży. Pozytywne są też deklaracje o realizacji prognoz na 2011r. W naszych ostatnich prognozach zakładaliśmy zysk netto w 2011 r. o 18% niższy od prognoz Zarządu.



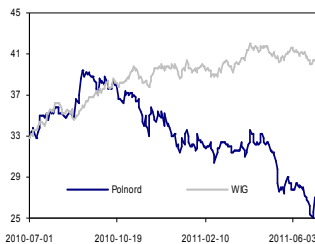
Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 27,23 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)	602,1
marża EBITDA	48,3%	28,0%		25,9%		35,6%		EV (cena bieżąca)	1 303,9
EBIT	104,9	48,1	-54,1%	89,1	85,1%	141,4	58,7%	Free float	50,5%
Zysk netto	63,6	51,6	-19,0%	58,9	14,2%	114,1	93,7%		
P/E	9,5	11,7		10,2		6,0		Zmiana ceny: 1m	-2,2%
P/CE	9,2	11,2		9,9		5,9		Zmiana ceny: 6m	-15,4%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-19,4%
EV/EBITDA	11,8	26,2		14,3		7,9		Max (52 tyg.)	39,4
Dywid (%)	3,2	3,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	25,0



Fundamenty dewelopera pozostają silne. Zwracamy uwagę na duże dyskonto do BV sięgające 45% oraz perspektywy atrakcyjnych wyników finansowych, nie budowanych już przez „sztuczne” wyceny gruntów. Realizacja zapowiadanej umowy sprzedaży wierzytelności z tytułu gruntów pod drogi to wiadomość pozytywna. Polski Bank Przedsiębiorczości nie jest podmiotem powiązaniem. Możliwe wydaje się zwiększenie wymiaru odszkodowania o ponad 101,5 mln PLN (101,5 mln PLN to „pierwsza rata”). Również wyniki sprzedaży mieszkań nie rozczarowują (94 mieszkania sprzedane w czerwcu 2011). Nie wiemy jeszcze tylko, kto objął w maju z dużą premią do rynku obligacje zamienne na akcje, a następnie dokonał konwersji. Z wyjątkiem tej kwestii, sytuacja jest klarowna, a spółka powinna, po dopełnieniu transakcji z Polskim Bankiem Przedsiębiorczości, odzyskiwać opinię firmy przejrzystej. Do tego dochodzą pozytywne kwestie poprawy jakości zarządzania i redukcji kosztów. Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Obecnie Polnord jest jedną z najtańszych spółek z sektora.

Zawarcie umowy sprzedaży wierzytelności

Spółka zawarła z Polskim Bankiem Przedsiębiorczości umowę sprzedaży wierzytelności w stosunku do Miasta Stołecznego Warszawy z tytułu odszkodowania za przejęcie przez miasto własności nieruchomości drogowych. Pierwsza rata ceny za nabywaną wierzytelność wyniesie 101,5 mln PLN. 1 lipca 2011 roku wpłynęła na konto spółki pierwsza rata ceny za wierzytelność w kwocie 101,5 mln PLN.

Rekomendacja dotycząca dywidendy: 0,32 PLN/akcję

Rada Nadzorcza pozytywnie oceniła rekomendację Zarządu, dotyczącą wypłaty 7,6 mln PLN w formie dywidendy (0,32 PLN na akcję, yield = 1,1%). Ostateczną decyzję w sprawie dywidendy podejmie WZA, zwołane na 30 czerwca 2011.

Likwidacja zbędnej spółki zależnej

Polnord zdecydował o likwidacji spółki zależnej Polnord Łódź I. Likwidacja ma na celu optymalizację kosztową Polnordu. Spółka nie prowadzi działalności deweloperskiej i nie została przeznaczona do prowadzenia ich w przyszłości. Likwidacja nie będzie miała istotnego wpływu na wyniki finansowe. Do końca 2011 roku Polnord chce ograniczyć liczbę spółek celowych o 6 podmiotów.



Robyg (Kupuj)

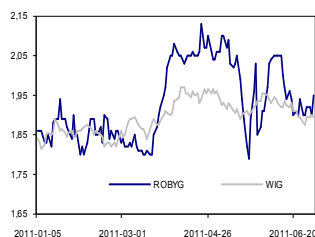
Cena bieżąca: 1,95 PLN

Cena docelowa: 2,52 PLN

Analityk: 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)	501,9
marża EBITDA	8,6%	16,7%		21,6%		25,1%		EV (cena bieżąca)	828,1
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	67,9	15,8		14,1		5,0		Zmiana ceny: 1m	-1,0%
P/CE	60,7	15,5		13,7		5,0		Zmiana ceny: 6m	4,8%
P/BV	1,7	0,9		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	115,7	18,0		16,3		4,9		Max (52 tyg.)	2,1
Dywid (%)	0,0	0,0		2,2		2,5		Min (52 tyg.)	1,7



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

Umowa przedwstępna nabycia gruntu za 14 mln PLN

Spółka zależna Robyga zawarła przedwstępną umowę nabycia gruntu o powierzchni 2,35 ha, położonego w Warszawie, w dzielnicy Bemowo. Wartość transakcji to 14 mln PLN (596 PLN/m²). Grunt nie posiada WZ, ani MPZP. Grupa szacuje, że na gruncie mogłoby być możliwe wybudowanie 300 mieszkań (dla średniej powierzchni 55 m² / lokal, cena / PUM = 848 PLN). Ostateczny czas na zawarcie transakcji to 30 kwietnia 2012 roku.

Rozpoczęcie budowy pierwszego etapu Albatros Towers

Robyg rozpoczął budowę swojej trzeciej inwestycji w Gdańsku – Albatros Towers. Pierwszy etap ma zostać ukończony do końca 2012 r. Powstający budynek znajduje się w dzielnicy Przymorze i będzie miał 17 pięter. Docelowo w całej inwestycji ma powstać ok. 720 lokali.

Decyzja o wypłacie dywidendy

WZA Robyga zdecydowało o wypłacie dywidendy w wysokości 18,0 mln PLN (0,07 PLN/akcję, yield = 3,5%). Dzień dywidendy został wyznaczony na 7 lipca 2011 roku, dzień wypłaty dywidendy zaś na 29 lipca 2011 roku.

Korekta ceny docelowej o wypłaconą dywidendę, 0,07 PLN/akcję

W związku z odłączeniem się dywidendy od notowań Robyga (dzień dywidendy: 7 lipca), obniżamy cenę docelową spółki o wielkość dywidendy: 0,07 PLN/akcję. Cena docelowa zostaje obniżona z 2,59 PLN do 2,52 PLN.

Handel

Alma Market

Transakcje na akcjach

Pioneer Pekao Investment Management zwiększył zaangażowanie do 5,01% całkowitej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu spółki Alma Market S.A.

Leasing zwrotny i plany wprowadzenia Krakowskiego Kredensu na GPW

Spółka rozmawia z potencjalnymi inwestorami w sprawie leasingu zwrotnego kilku nieruchomości. Zakłada, że do transakcji może dojść jeszcze w 2011. Podtrzymuje, że w 2011 dynamika wzrostu przychodów może być dwucyfrowa, na zysku netto oczekuje zdecydowanej poprawy. Po pięciu miesiącach sprzedaż LFL wzrosła w delikatesach Alma o ok. 10% r/r. Spółka ma też działkę, na której będzie budowany biurowiec. O sprzedaży Krakchemii Zarząd będzie myślał przy kursie 7 PLN. Krakowski Kredens, zakłada, że zysk netto w 2011 wyniesie około 5,5 mln PLN przy przychodach 77 mln PLN. Spółka przekształca się w spółkę akcyjną, ale na razie decyzja o wprowadzenie jej na GPW nie zapadła. Do końca wakacji może się coś wyjaśnić w kwestii rozwoju zagranicznego, spółka zamierza otwierać punkty franczyzowe ale nie wyklucza innych opcji.

Rezygnacja Członka RN

Anna Wyroba zrezygnowała z pełnienia funkcji Członka Rady Nadzorczej spółki.

AmRest

Skup akcji

AmRest może skupić od jednego lub kilku swoich akcjonariuszy do 1,75 mln akcji własnych, po cenie 24-200 PLN za akcję. Na przeprowadzenie skupu akcji Zarząd AmRestu będzie miał pięć lat. Nabyte akcje mogą zostać przeznaczone wyłącznie na potrzeby realizacji opcji na akcje w ramach jakichkolwiek istniejących lub przyszłych motywacyjnych programów opcji menedżerskich dla pracowników. Na potrzeby przeprowadzenia skupu akcji Zarząd wydzieli 50 mln PLN z niepodzielonych zysków z lat ubiegłych.

Transakcje na akcjach

Henry McGovern, Przewodniczący RN nabył 3 770 akcji po średniej cenie 76,23 PLN i zwiększył udział z 6,62% w kapitale zakładowym do 6,64%. Członek RN kupił 50 000 akcji po średniej cenie 79,396 PLN.

Nowe rynki dla La Tagiatella

W ciągu roku spółka uruchomi restauracje La Tagiatella na dwóch rynkach pozaeuropejskich: w Chinach i Indiach. Spółka nie zamierza na razie inwestować w centralną kuchnię na tych rynkach (m.in. na tym opiera się koncept La Tagiatella).

Bomi

Rezygnacja Członka Zarządu

Andrzej Kraszewski złożył rezygnację z pełnienia funkcji Wiceprezesa Zarządu spółki.

Bytom

Poszerzanie oferty, rezygnacja z przejęcia Warmii

Od jesiennej kolekcji spółka poszerza swoją ofertę m. in. o płaszcze i buty. Na koniec roku spółka ma mieć w sumie 74 sklepy (obecnie 63). W 2H 2011 ma być sfinalizowana sprzedaż nieruchomości po byłym zakładzie w Bytomiu. Spółka nie jest zainteresowana przejęciem zakładów produkcyjnych Warmia i chce się skupić na działalności handlowej.

Eko Holding

Transakcje na akcjach

Członek Zarządu kupił 4 409 akcji po średniej cenie 6,49 PLN.

Emperia

Dywidenda

Spółka zdecydowała o przeznaczeniu na dywidendę 39,3 mln PLN, co daje 2,63 PLN na akcję.

Skup akcji własnych

Spółka w ramach skupu akcji nabyła 12 005 sztuk akcji po 105,90 PLN za akcję. Od dnia rozpoczęcia programu skupu, spółka nabyła 193 733 akcji stanowiących 1,282% kapitału zakładowego w sumie wydając na ten cel 19,6 mln PLN.

Sprzedaż części detalicznej

Zarząd Emperii rozpoczął proces o charakterze aukcyjnym, który ma na celu zweryfikowanie możliwości sprzedaży spółek z segmentu detalicznego. Zamknięcie transakcji sprzedaży spółek planowane jest na koniec marca 2012. Ze sprzedaży Zarząd chce otrzymać nie mniej niż 900 mln PLN. Zainteresowani zakupem są inwestorzy branżowi i finansowi. Złożenie przez potencjalnych inwestorów niewiążących ofert nabycia z podaniem szacunkowej wyceny oraz proponowanej warunkowo ceny nabycia miałyby się odbyć do końca sierpnia 2011. Spółki z segmentu detalicznego wygenerowały w 2010 12,2 mln PLN zysku netto i 40,5 EBITDA, wg prognozy Zarządu (odwołanej przy okazji sprzedaży spółek dystrybucyjnych do Eurocash) część detaliczna miała w 2011 wygenerować 23,9 mln PLN zysku netto i 61,3 mln PLN EBITDA. Wycena 900 mln PLN oznaczałaby wskaźniki PE 2011 37,7x i EV/EBITDA 2011 14,1x. Naszym zdaniem cena jest bardzo wysoka i atrakcyjna dla sprzedającego. Naszym zdaniem taka cena będzie też trudna do uzyskania. Po ewentualnej sprzedaży części detalicznej i zakończeniu transakcji sprzedaży części dystrybucyjnej w spółce zostałaby działalność informatyczna i nieruchomości (które również są na sprzedaż). Gotówka uzyskana ze sprzedaży części detalicznej i dystrybucyjnej byłaby przeznaczona dla akcjonariuszy spółki.

Nowa struktura zarządzania nieruchomościami w grupie

Emperia i spółka zależna Stokrotka sp. z o.o. wniosły aportem nieruchomości wraz z wyposażeniem w zamian za 138 330 nowo utworzone udziały w spółce zależnej Projekt Elpro 1 sp. z o.o. o wartości nominalnej 500 PLN każdy. Emperia wniosła aportem nieruchomości o wartości 34,2 mln PLN za 49 000 udziałów, Stokrotka wniosła nieruchomości o wartości 59,6 mln PLN za 89 330 udziałów. Nadwyżka wartości emisyjnej udziałów ponad wartość nominalną obejmowanych udziałów w wysokości 24,65 mln PLN zasilił kapitał zapasowy. Wiadomość neutralna. Spółka do której zostały wniesione aktywa, będzie działała jako deweloper i zarządzający nieruchomościami całej grupy. Wydzielenie nieruchomości jest związane z planem sprzedaży części detalicznej spółki, który obejmuje sprzedaż segmentu bez nieruchomości.

Chętni na zakup spółek detalicznych

Fundusz Mid Europa Partners, który ostatnio kupił sieć Żabka przynajmniej, że może być zainteresowany aktywami detalicznymi Emperii. Zarząd Emperii twierdzi, że zainteresowanie zakupem części detalicznej spółki jest szczególnie duże jeśli chodzi o inwestorów finansowych. Emperia za spółki detaliczne chce uzyskać 900 mln PLN. Niewiążące oferty nabycia mają być składane do końca sierpnia 2011.

Gino Rossi

Nowe osoby w Radzie Nadzorczej

Do Rady Nadzorczej weszli akcjonariusze branżowi posiadający w sumie prawie 30% kapitału: Jan Pilch, Krzysztof Bajolek i Wiesław Wojas. Do RN weszli również przedstawiciele inwestorów finansowych: Allianz TFI i Investors TFI. Kolejnym krokiem ma być zmiana w ciągu dwóch miesięcy w Zarządzie Gino Rossi, nowa osoba ma mieć doświadczenie w branży modowej detalicznej. Za miesiąc-dwa ma być również gotowy plan strategiczny na grupę.

Intersport

Sprzedaż za czerwiec

Przychody ze sprzedaży w czerwcu wyniosły 15,3 mln PLN i były niższe o 6,8% r/r. Narastająco, w okresie od stycznia do czerwca 2011 roku wartość przychodów wyniosła 98,1 mln PLN.

Redan

Wypowiedź głównego akcjonariusza

Sylwester Cacek (22,27% udziału w kapitale) zapowiedział, że wyjdzie z inwestycji przy widelkach 12-15 PLN, inwestor kupował akcje po 2,5 PLN. W następnych latach Redan ma rozwijać markę dziecięcą i skupić się na alternatywnych kanałach sprzedaży.

Rozwój franczyzowy Rosji

Redan zawarł umowę przez nowo powołaną spółkę zależną Redan Moscow OOO z Vneshtorg OOO (Rosja). Strony będą współpracować w zakresie rozwoju działalności z segmentu modowego na rynku rosyjskim poprzez budowę sieci sklepów franczyzowych. Do końca 2014 zostaną otwarte 82 sklepy franczyzowe Top Secret w Rosji. Zakładana łączna wartość netto sprzedaży w Rosji ma wynieść za okres 1.07.2011-31.12.2014 przynajmniej 195 mln PLN.

Silvano Fashion

Dywidendy

Silvano wypłaci 0,05 EUR dywidendy na akcję.

Skup akcji

W ramach programu skupu akcji od 15.11.2010 spółka wykupiła 207 000 akcji za łączną kwotę 598 106 EUR po średniej cenie 2,8894 EUR na akcję. Spółka poinformowała, że program skupu został zakończony.

Wojas**Podtrzymanie prognoz**

Wojas podtrzymuje tegoroczne prognozy. Spółka może otworzyć w tym roku około 20 sklepów wobec 12 wcześniej planowanych. Opublikowana w połowie kwietnia prognoza zakłada osiągnięcie w 2011 roku 5,5 mln PLN zysku netto, 149,5 mln PLN przychodów i 13,7 mln PLN EBITDA.

Branża**Firmy handlowe liczą na poprawę wyników**

Spółki handlowe: Redan, Wojas, LPP spodziewają się mniejszej skali wyprzedaży kolekcji wiosenno-letniej niż w roku poprzednim. Mniejsza skala wyprzedaży pozytywnie wpłynie na osiąganą rentowność brutto na sprzedaży. Naszym zdaniem poprawa marży brutto na sprzedaży w spółkach handlowych powinna być już widoczna w wynikach 2Q 2011. Wysokie dynamiki sprzedaży za kwiecień i maj powinny zmniejszyć skalę wyprzedaży w czerwcu i poprawić wyniki r/r.



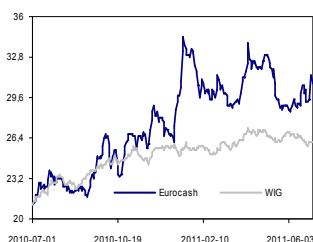
Eurocash (Kupuj)

Cena bieżąca: 30,68 PLN Cena docelowa: 37,03 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)	4 528,9
marża EBITDA	2,9%	3,0%		3,0%		3,4%		EV (cena bieżąca)	5 021,0
EBIT	145,2	170,4	17,4%	319,6	87,5%	422,4	32,2%	Free float	48,5%
Zysk netto	102,5	128,4	25,3%	202,0	57,2%	287,8	42,5%		
P/E	40,3	32,6		22,4		16,9		Zmiana ceny: 1m	6,9%
P/CE	27,2	22,2		15,4		12,6		Zmiana ceny: 6m	4,7%
P/BV	11,3	9,2		4,2		3,8		Zmiana ceny: 12m	40,1%
EV/EBITDA	20,4	18,7		12,2		9,7		Max (52 tyg.)	34,4
Dyield (%)	1,0	1,2		1,5		2,1		Min (52 tyg.)	21,8



Od kwietnia 2011 w dalszym ciągu czekamy na zgodę UOKiK na przejęcie kontroli nad spółkami dystrybucyjnymi przejmowanymi od Emperii. Ostatnie informacje w tej sprawie z UOKiK były takie, że decyzja nie zostanie podjęta do wakacji. W dalszym ciągu takiej decyzji nie ma. W międzyczasie Eurocash zaciągnął kredyt na sfinansowanie całej transakcji w gotówce, a KNF zatwierdziła prospekt emisyjny akcji, które mają być wyemitowane w ramach transakcji zakupu Tradis. Obecnie Eurocash ma zapewnione finansowane od strony długu i od strony emisji akcji, brakuje tylko zgody UOKiK. Ostatnio Eurocash poinformował, że zamiast 21,3 mln akcji dla Emperii będzie wyemitowane 13,7 mln akcji. Poza powyższym jeśli chodzi o działalność operacyjną spółka ma za sobą sezonowo dobry 2Q, który był dodatkowo wspierany ze względu na przesunięcie świąt wielkanocnych z 1Q 2011.

Uchwała w sprawie dywidendy

ZWZ postanowiło o wypłacie dywidendy z zysku za 2010. Zysk netto za 2010 w kwocie 63,2 mln PLN zostanie podzielony w ten sposób, że osoby będące akcjonariuszami w dniu 1.07.2011 otrzymają dywidendę w wysokości 0,37 PLN na akcję. Dywidenda będzie płatna do 15.07.2011. Wiadomość zgodna z oczekiwaniami.

Zakończenie skupu

Zarząd podjął uchwałę o zakończeniu Program Skupu Akcji Własnych oraz o odstąpieniu od wprowadzania Programu Motywacyjnego z uwagi na ograniczoną liczbę akcji dostępnych do skupu. W ramach skupu spółka nabyła 77 693 akcje o wartości nominalnej 1 PLN stanowiące 0,056 % całego kapitału zakładowego. Zgodnie z uchwałami Rady Nadzorczej i Zarządu Spółki nabyte akcje własne zostaną sprzedane 10 osobom ze ścisłego kierownictwa Spółki. Eurocash sprzedał 77 693 akcji za cenę 14,36 PLN za akcję 10 osobom fizycznym ze ścisłego kierownictwa, w związku z zakończeniem skupu akcji własnych i rezygnacją z programu motywacyjnego.

Kredyt na przejęcie Tradis'u i zatwierdzenie prospektu

Eurocash zawarł umowę kredytową z bankiem Pekao i ING Bankiem Śląskim, na mocy której otrzyma do 1,07 mld PLN kredytu na sfinansowanie przejęcia spółek dystrybucyjnych Tradis. Kredyt ma zostać spłacony do 17.06.2015. Według umowy inwestycyjnej bazowa wartość transakcji została ustalona na 925,975 mln PLN płatne w formie akcji nowej emisji (po cenie emisyjnej 22,21 PLN) i gotówką lub samą gotówką. Kwota kredytu pozwoli spółce na sfinalizowanie transakcji w każdym wariantcie. KNF poinformowała także o zatwierdzeniu prospektu emisyjnego w związku z wprowadzeniem do obrotu regulowanego akcji serii K. Wiadomość pozytywna. Po zdobyciu finansowania i zatwierdzeniu prospektu do sfinalizowania transakcji spółce brakuje jeszcze zgody UOKiK na koncentrację.

Zmiana warunków umowy inwestycyjnej

Ze względu na to, że do dnia 30.06.2011: (i) nie została wydana zgoda UOKiK na przejęcie Tradis, (ii) uzgodniony przez strony podmiot dokonujący obliczenia korekt korygujących wartość bazową nie wydał raportu określającego wartość takich korekt. Zgodnie z postanowieniami umowy struktura transakcji ulega modyfikacji w taki sposób, że Eurocash zapłaci Emperii: (i) 13 775 446 akcji serii K, oraz (ii) pozostałą część za udziały w gotówce. Wiadomość lekko negatywna dla Emperii. Spółka zamiast 22 mln akcji Eurocash obejmowanych po 22 PLN a wycenianych obecnie na ponad 30 PLN otrzyma mniej: 13,7 mln akcji.



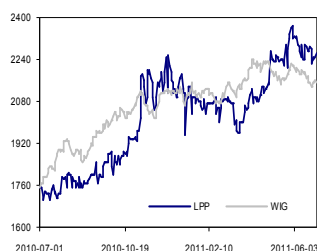
LPP (Akumuluj)

Cena bieżąca: 2260,5 PLN Cena docelowa: 2300 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 003,1	2 079,4	3,8%	2 393,8	15,1%	2 756,4	15,1%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	277,4	295,1	6,4%	398,1	34,9%	448,5	12,7%	MC (cena bieżąca)	3 956,5
marża EBITDA	13,8%	14,2%		16,6%		16,3%		EV (cena bieżąca)	4 106,5
EBIT	181,3	200,7	10,7%	292,9	45,9%	340,0	16,1%	Free float	39,5%
Zysk netto	104,7	139,1	32,8%	217,4	56,3%	258,2	18,7%		
P/E	37,3	28,4		18,2		15,3		Zmiana ceny: 1m	-2,6%
P/CE	19,4	16,9		12,3		10,8		Zmiana ceny: 6m	6,1%
P/BV	5,7	5,4		5,2		4,7		Zmiana ceny: 12m	32,6%
EV/EBITDA	14,9	14,1		10,3		9,0		Max (52 tyg.)	2 371,0
Dywid (%)	0,0	2,2		3,2		4,4		Min (52 tyg.)	1 703,0



LPP opublikowało bardzo dobre dane za czerwiec. Dynamiki sprzedaży już wyhamowują (LFL w czerwcu wyniosły około 0-3%), ale LFL są nadal dodatnie. Bardzo pozytywny jest wzrost marży brutto na sprzedaży o 7pp. w czerwcu. Zarówno niższe dynamiki sprzedaży jak i wyższa marża wynikają z mniejszych przeprowadzanych wyprzedaży niż w roku poprzednim. Niższe dynamiki w czerwcu wynikają też z braku występującego w poprzednich miesiącach efektu niskiej bazy (dotyczył kwietnia i maja). W całym 2Q 2011 sprzedaż będzie wyższa r/r o około 20,2% a marża brutto na sprzedaży o około 4,6pp. Spodziewamy się bardzo dobrych wyników za 2Q 2011. W kolejnych miesiącach spodziewamy się podobnie jak w czerwcu niższej dynamiki sprzedaży natomiast bardzo dobrej rentowności brutto. Będzie to wynikało z ograniczenia akcji wyprzedażowych.

Bardzo dobre wyniki za czerwiec

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży osiągnięte w czerwcu 2011 wyniosły około 195 mln PLN i były wyższe r/r o 8%. Szacunkowa wartość marży brutto na sprzedaży wyniosła 58% i była wyższa o ok. 7pp. od zrealizowanej w czerwcu roku poprzedniego. Wartość przychodów ze sprzedaży zrealizowanych w okresie styczeń - czerwiec 2011 roku wyniosła ok. 1 080 mln PLN. Przychody te były wyższe o 19% r/r. Wiadomość pozytywna. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami dynamika sprzedaży w czerwcu nie była już tak wysoka jak w poprzednich miesiącach 2Q 2011. Szacujemy, że dynamika LFL była na poziomie 0-3%. Wynika to z (i) mniejszych wyprzedaży niż w roku poprzednim oraz (ii) z wyższej bazy niż w poprzednich miesiącach (w 2010 roku sprzedaż w czerwcu nie była tak jak w kwietniu i maju osłabiona przez zdarzenia jednorazowe). Bardzo pozytywny jest wzrost marży brutto na sprzedaży aż o 7pp. Przy takiej sprzedaży i rentowności szacujemy, że spółka może osiągnąć w 2Q 2011 wynik operacyjny i netto na poziomie odpowiednio nawet o około 80 i 60 mln PLN bez uwzględniania różnic kursowych.

Uchwała w sprawie dywidendy

LPP przeznaczy 135 mln PLN na wypłatę dywidendy. Według stanu na dzień podjęcia uchwały na jedną akcję przypada z tytułu dywidendy kwota 77,57 PLN. Liczba akcji uprawnionych do dywidendy wynosi 1 740 167. Gdyby obligatariusze dokonali zamiany obligacji serii A na akcje serii K ilość akcji uprawnionych do dywidendy może wzrosnąć maksymalnie o 69 558, do łącznej sumy akcji 1 809 725. W przypadku wykonania przez obligatariuszy prawa do zamiany wszystkich obligacji serii A na akcje serii K na jedną akcję przypadłoby tytułem dywidendy 74,59 PLN.

Transakcje na akcjach

Członek RN nabył 300 akcji w cenie jednostkowej 2 300 PLN.



NG2 (Akumuluj)

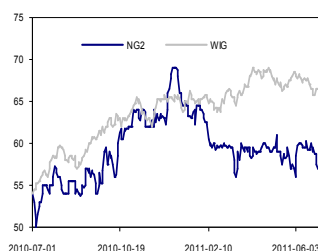
Cena bieżąca: 57 PLN

Cena docelowa: 66 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-10

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	922,4	1 028,6	11,5%	1 179,1	14,6%	1 351,9	14,7%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	126,5	151,3	19,6%	213,6	41,2%	251,9	17,9%	MC (cena bieżąca)	2 188,8
marża EBITDA	13,7%	14,7%		18,1%		18,6%		EV (cena bieżąca)	2 213,1
EBIT	108,2	129,1	19,4%	188,9	46,3%	221,9	17,4%	Free float	
Zysk netto	83,6	117,9	41,0%	144,2	22,4%	172,4	19,6%		
P/E	26,2	18,6		15,2		12,7		Zmiana ceny: 1m	1,6%
P/CE	21,5	15,6		13,0		10,8		Zmiana ceny: 6m	-13,5%
P/BV	6,4	5,2		4,3		3,7		Zmiana ceny: 12m	14,0%
EV/EBITDA	17,8	14,9		10,4		8,6		Max (52 tyg.)	68,9
Dywidend (%)	1,8	1,8		2,6		4,3		Min (52 tyg.)	50,0



NG2 ma za sobą podobnie jak większość spółek z branży udany 2Q 2011. Spółka podała płaską sprzedaż za czerwiec, zgodnie z oczekiwaniami. Wyhamowanie dynamiki sprzedaży wynika podobnie jak w całej branży z wyższej bazy w czerwcu 2010. W sumie w 2Q 2011 NG2 osiągnęła sprzedaż około 22% wyższą r/r. Spodziewamy się, że rentowność na poszczególnych segmentach będzie w 2Q 2011 zbliżona r/r co pozwoli spółce zdecydowanie poprawić wyniki r/r (w 2Q 2010 spółka raportowała wynik netto uwzględniający około 18,6 mln PLN aktywa z tytułu podatku odroczonego, które powiększyło wynik netto w tym okresie). Na poziomie netto spółka przy zaraportowanych miesięcznych danych sprzedażowych powinna osiągnąć około 45 mln PLN zysku netto, co oznaczałoby wzrost (bez uwzględnienia w/w transakcji jednorazowej) na poziomie ponad 50% r/r.

Sprzedaż za czerwiec

Przychody ze sprzedaży za czerwiec wyniosły 88,7 mln PLN i były niższe r/r o 1,0%. Przychody za okres styczeń – czerwiec wyniosły 483,9 mln PLN i były wyższe r/r o 9,9%. Przychody ze sprzedaży detalicznej za czerwiec wyniosły 81,9 mln PLN i były niższe r/r o 4,3%, narastająco za okres styczeń – czerwiec wyniosły 434,0 mln PLN i były wyższe o 10,9% r/r. Wiadomość zgodna z oczekiwaniami. W przeciwieństwie do kwietnia i maja 2010 czerwiec był w poprzednim roku sprzedażowo bardzo dobry (wzrost o 26% r/r). W czerwcu 2011 nie było już efektu niskiej bazy i dynamiki LFL były poniżej tych realizowanych w poprzednich miesiącach. Cały 2Q 2011 spółka zamknęła sprzedażą wyższą r/r o około 22%. Spodziewamy się zbliżonych marży na segmentach i znacznej poprawy wyników kwartalnych r/r.

Uchwała o dywidendzie

WZA podjęło uchwałę w sprawie wypłaty dywidendy z zysku za rok 2010 w wysokości 57,6 mln PLN (1,50 PLN na akcję).



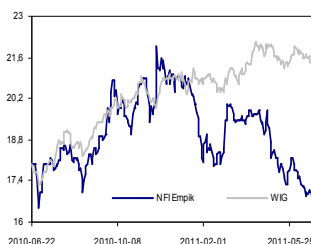
NFI EMF (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,5 PLN Cena docelowa: 19 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-05-27

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 719,5	2 908,2	6,9%	3 281,2	12,8%	3 717,3	13,3%	Liczba akcji (mln)	104,0
EBITDA	202,3	246,1	21,6%	265,0	7,7%	318,0	20,0%	MC (cena bieżąca)	1 716,6
marża EBITDA	7,4%	8,5%		8,1%		8,6%		EV (cena bieżąca)	2 219,3
EBIT	83,4	141,6	69,8%	153,3	8,3%	193,4	26,2%	Free float	
Zysk netto	79,8	74,8	-6,3%	87,3	16,8%	109,4	25,3%		
P/E	21,2	23,0		19,7		15,7		Zmiana ceny: 1m	-6,8%
P/CE	8,5	9,6		8,6		7,3		Zmiana ceny: 6m	-21,2%
P/BV	3,4	3,6		3,0		2,5		Zmiana ceny: 12m	-8,3%
EV/EBITDA	9,4	8,3		8,4		7,0		Max (52 tyg.)	22,0
Dywid (%)	0,0	0,1		1,1		0,0		Min (52 tyg.)	16,0



NFI EMF nie raportuje miesięcznych danych o sprzedaży, jednak spodziewamy się, że trendy w poszczególnych spółkach NFI EMF są zbliżone do branży i że podobnie jak w całym sektorze NFI EMF sprzedażowo ma za sobą dobry kwartał. W 1Q 2011 spółka miała problemy ze sprzedażą w sieci Empik ze względu na VAT, w sieci Smyk ze względu na przesunięcie świąt i w segmencie modowym ze względu na słabą sprzedaż w Rosji i kolekcję. Spodziewamy się, że poza ostatnim z wymienionych inne argumenty nie dotyczą już sprzedaży w 2Q 2011. Obecnie NFI EMF jest wyceniana na poziomie mediany dla spółek z rynku.

Zrolowanie długu

Wykupionych zostało 250 obligacji dyskontowych o łącznej wartości 25 mln PLN, jednocześnie spółka wyemitowała nowe obligacje dyskontowe o łącznej wartości 25 mln PLN.



Vistula (Trzymaj)

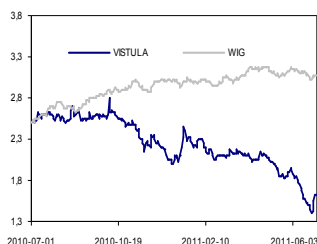
Cena bieżąca: 1,62 PLN

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)	180,7
marża EBITDA	14,2%	11,1%		12,3%		13,5%		EV (cena bieżąca)	406,1
EBIT	40,2	23,3	-42,1%	34,1	46,2%	47,6	39,8%	Free float	40,5%
Zysk netto	16,9	1,7	-89,9%	10,3	508,5%	21,0	102,9%		
P/E	10,7	106,3		17,5		8,6		Zmiana ceny: 1m	-13,8%
P/CE	5,2	10,3		7,0		4,9		Zmiana ceny: 6m	-19,8%
P/BV	0,8	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-35,7%
EV/EBITDA	7,0	10,4		8,2		6,4		Max (52 tyg.)	2,8
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,4



Ostatni miesiąc był słaby dla wyceny rynkowej spółki, co naszym zdaniem wynikało głównie z informacji o braku ostatecznej decyzji co do emisji akcji. Vistula jest mocno zadłużona i ma do spłaty 50 mln PLN w 4Q 2011 z tytułu wyemitowanych obligacji oraz około 60 mln PLN w 1Q 2012 z tytułu kredytu. Mało prawdopodobne, aby do tego czasu spółka wygenerowała poziom gotówki wystarczający na spłatę w/w zobowiązań, nawet podpierając się sprzedażą posiadanych nieruchomości. Jedną z nieruchomości została już sprzedana w 1Q 2011 i wpływy uzyskane ze sprzedaży zmniejszyły zobowiązania kredytowe (około 8 mln PLN). W związku z powyższym rynek oczekiwał informacji o emisji akcji. Wypowiedź Prezesa RN o tym, że decyzja o emisji zapadnie pod koniec września jest naszym zdaniem negatywna. Spółka nie będzie już miała czasu na przeprowadzenie emisji i prawdopodobnie zroluje zadłużenie, co oznacza tylko przesunięcie problemu (emisji akcji) w czasie. Tym samym ryzyko podaży nowych akcji będzie wywierało presję na wycenę spółki. Pozytywne dla Vistuli jest ożywienie na rynku odzieżowym, co będzie wpływało na dobre wyniki Vistuli i Wólczanki. Nie ma jednak jeszcze ożywienia w segmencie premium (Deni Cler, W. Kruk) a ceny złota dalej szkodzą marżom w segmencie jubilerskim. Mimo ostatniej korekty w cenie akcji podtrzymujemy rekomendację trzymaj ze względu na wspomniane ryzyko podaży nowych akcji.

Pod koniec września decyzje w sprawie sposobu restrukturyzacji zadłużenia Vistuli

Zdaniem Prezesa RN jest kilka wariantów restrukturyzacji zadłużenia w spółce. Wszystkie opcje wchodzi w grę, także emisja akcji, rolowanie kredytu. Wcześniej Jerzy Mazgaj mówił, że gdyby doszło do emisji akcji, jej wartość mogłaby wynieść kilkadziesiąt milionów złotych. Obligatariuszy Vistula musi spłacić do końca tego roku, a Fortis Bank do końca lutego 2012. Decyzja o ewentualnej emisji miała zapaść już na przełomie czerwca i lipca, a przez to, że się opóźnia wydaje się, że spółka ma coraz mniej czasu na jej przeprowadzenie. Około 50 mln PLN z obligacji musi być spłacone/zrolowane w 4Q 2011, natomiast w styczniu spółka musi spłacić około 60 mln PLN kredytów.

Transakcje na akcjach

Pioneer Pekao IM zmniejszył udział w akcjonariacie Vistuli do 4,91% z 5,0003%. Grzegorz Pilch, Prezes Zarządu kupił 100 000 akcji spółki po 1,42 PLN na akcję.

1H 2011 na plusie

Spółka w 2Q 2011 ma uzyskać zysk netto na tyle wysoki, że odrobi straty z 1Q 2011. Po 1H 2011 wynik netto ma być dodatni. Prezes Zarządu zapowiedział, że jeśli spółce uda się utrzymać dynamiki sprzedaży z ostatnich miesięcy, to dwucyfrowy wynik za 2011 powinien być możliwy. Zarząd prowadzi rozmowy w sprawie sprzedaży niewykorzystywanego majątku. Wiadomość zgodna z naszymi oczekiwaniami.



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 Kliszczył 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, Deweloperzy

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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

Centrum Klima

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2010-10-20	2010-12-03	2011-01-18	2011-03-03	2011-03-31	2011-06-03
kurs z dnia rekomendacji	14,25	16,50	16,00	13,91	13,91	15,70
WIG w dniu rekomendacji	45289,74	46481,15	47457,37	47326,35	48605,66	49824,93

Cersanit

rekomendacja	Redukuj	Redukuj	Redukuj
data wydania	2010-10-20	2011-01-18	2011-05-02
kurs z dnia rekomendacji	11,43	11,30	12,27
WIG w dniu rekomendacji	45289,74	47457,37	50008,98

Ciech

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2011-03-03	2011-04-08
kurs z dnia rekomendacji	26,15	29,20
WIG w dniu rekomendacji	47326,35	49986,15

Dom Development

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2010-12-03	2011-01-07
kurs z dnia rekomendacji	38,52	41,49
WIG w dniu rekomendacji	46481,15	47075,74

Kopex

rekomendacja	Redukuj	Redukuj	Akumuluj
data wydania	2010-11-24	2011-01-18	2011-05-25
kurs z dnia rekomendacji	16,80	17,40	20,33
WIG w dniu rekomendacji	45730,96	47457,37	48752,14

Mondi

rekomendacja	Trzymaj	Zawieszona	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2011-01-18	2011-03-03	2011-03-31	2011-06-03
kurs z dnia rekomendacji	77,80	81,85	80,45	87,85
WIG w dniu rekomendacji	47457,37	47326,35	48605,66	49824,93

Polimex Mostostal

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2010-11-15	2011-01-18	2011-02-23	2011-03-03	2011-05-20
kurs z dnia rekomendacji	4,27	3,86	3,33	3,71	3,09
WIG w dniu rekomendacji	47493,93	47457,37	46548,27	47326,35	48747,55

Rafako

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2011-02-01	2011-06-03
kurs z dnia rekomendacji	11,60	10,80
WIG w dniu rekomendacji	47156,76	49824,93

**ZUE**

	Kupuj	Akumuluj
rekomendacja		
data wydania	2010-11-24	2011-05-20
kurs z dnia rekomendacji	14,50	11,62
WIG w dniu rekomendacji	45730,96	48747,55

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

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

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

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

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

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 11 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 12 niniejszego opracowania.

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendacją.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

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

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