

5 listopada 2010

Opracowanie cykliczne

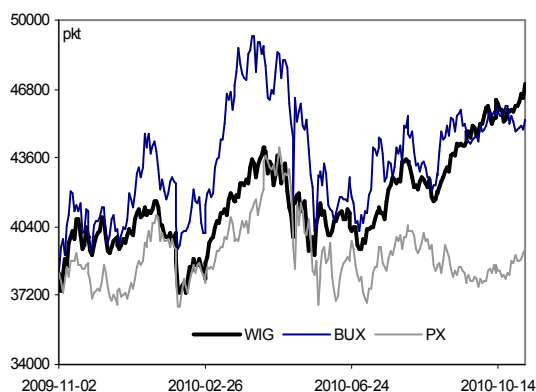

**Rynek akcji**  
**Makroekonomia**

<b>WIG</b>	<b>47 066</b>
Średnie P/E 2010	16,3
Średnie P/E 2011	13,5
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1 605 mln PLN

# Przegląd miesięczny

## Listopad 2010

### 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

**Komentarz makroekonomiczny**  
 Makroekonomiści BRE Banku

### Rynek akcji

W krótkim okresie o skali awersji do ryzyka decydują czynniki płynnościowe. Wskaźniki opisujące optymizm inwestorów osiągają maksima (przed nami jeszcze „rajd św. Mikołaja” i „efekt stycznia”), co naszym zdaniem powoduje narastanie bańki spekulacyjnej – szczególnie na rynkach surowcowych. Kiedy realna gospodarka zacznie się poprawiać, FED będzie musiał „zdjąć” wpompowywane dziś pieniądze z rynku.

### Ze spółek

**Banki.** Listopad upłynie pod znakiem publikacji wyników kwartalnych, które jednak w naszej opinii będą miały ograniczony wpływ na kursy akcji poszczególnych spółek. Ze względu na wysoką wycenę obniżamy rekomendacje dla Pekao do sprzedaj. Relatywnie pozytywnie nadal oceniamy walory Handlowego ze względu na perspektywy redukcji kosztów ryzyka.

**Paliwa.** Najciekawszą inwestycją w sektorze pozostaje PGNiG z ekspozycją na spadek kursu USD/PLN i perspektywę dobrych wyników w najbliższych kwartałach. Przy obecnym kursie nie widzimy potencjału wzrostowego w akcjach PKN Orlen.

**Energetyka.** W ramach sektora zalecamy przeważanie Taurona i PGE kosztem CEZ, który będzie odczuwał na wynikach nowe propozycje czeskiego rządu w sprawie uprawnień do emisji dwutlenku węgla.

**Media.** Po dużych spadkach w październiku podnosimy rekomendację dla Cyfrowego Polsatu do akumuluj. Zbyt optymistyczne oczekiwania inwestorzy mają naszym zdaniem w stosunku do TVN

**Informatyczne.** Podtrzymujemy pozytywne rekomendacje dla Asseco Poland i Sygnity. Wśród dystrybutorów mimo wzrostów ostatniego miesiąca podtrzymujemy pozytywne rekomendacje dla AB i Asbis. W związku z korektą kursu podnosimy naszą rekomendację dla Actionu do trzymaj.

**Przemysł.** Nadchodzące wyniki pozytywnie powinny wpływać na notowania Astarty, Centrum Klima oraz Kernela.

**Budownictwo.** Obawiamy się negatywnych zaskoczeń w grupie największych firm budowlanych (wyniki Q3 2010 Polimexu i Mostostalu Warszawa). Na tle największych firm nadal rekomendujemy przeważanie małych i średnich spółek z branży, w tym podmiotów specjalistycznych.

**Deweloperzy.** Wyceny wybranych spółek z branży nadal są bardzo atrakcyjne. W wybranych przypadkach dyskonto do fair value sięga około 25-30%. Sentyment do branży jest raczej słaby, co może w przyszłości pozwalać na generowanie przez spółki zaskoczeń pozytywnych.

**Rekomendacje.** W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Action (Trzymaj), Cyfrowy Polsat (Akumuluj), Kernel (Kupuj), Netia (Trzymaj), PBG (Redukuj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Erbud (Trzymaj), GTC (Trzymaj), Pekao (Sprzedaj), Ulma Construcccion Polska (Trzymaj).

## Spis treści

1. Rynek akcji .....	3
2. Makroekonomia .....	5
3. Aktualne rekomendacje DI BRE .....	8
4. Statystyki rekomendacji .....	9
5. Banki.....	10
5.1. BZ WBK .....	14
5.2. Getin.....	15
5.3. Handlowy .....	17
5.4. ING BSK .....	18
5.5. Kredyt Bank .....	19
5.6. Millennium .....	20
5.7. Pekao .....	21
5.8. PKO BP .....	22
6. Ubezpieczyciele .....	24
6.1. PZU .....	24
7. Paliwa, chemia.....	25
7.1. Ciech .....	26
7.2. Lotos .....	27
7.3. PGNiG .....	29
7.4. PKN Orlen .....	30
7.5. Police.....	31
7.6. ZA Puławy .....	32
8. Energetyka.....	33
8.1. CEZ.....	34
8.2. Enea.....	36
8.3. PGE.....	37
8.4. Tauron .....	38
9. Telekomunikacja .....	40
9.1. Netia .....	41
9.2. TP SA .....	42
10. Media .....	43
10.1. Agora .....	43
10.2. Cinema City .....	44
10.3. Cyfrowy Polsat .....	45
10.4. TVN .....	46
11. IT .....	48
11.1. AB.....	49
11.2. Action.....	50
11.3. ASBIS .....	51
11.4. Asseco Poland .....	52
11.5. ComArch.....	54
11.6. Komputronik.....	55
11.7. Sygnity.....	56
12. Górnictwo i metale .....	58
12.1. KGHM .....	58
12.2. LW Bogdanka .....	59
13. Przemysł.....	60
13.1. Astarta .....	61
13.2. Centrum Klima .....	62
13.3. Cersanit .....	63
13.4. Famur .....	64
13.5. Kernel .....	65
13.6. Kęty .....	67
13.7. Kopex .....	68
13.8. Mondi .....	70
14. Budownictwo .....	71
14.1. Budimex .....	74
14.2. Elektrobudowa .....	76
14.3. Erbud .....	77
14.4. Mostostal Warszawa .....	78
14.5. PBG .....	79
14.6. Polimex Mostostal .....	80
14.7. Rafako .....	82
14.8. Trakcja Polska .....	83
14.9. Ulma Construccjon Polska .....	84
14.10. Unibep .....	85
15. Deweloperzy .....	86
15.1. Dom Development .....	87
15.2. GTC.....	88
15.3. J.W. Construction.....	89
15.4. Polnord .....	90
16. Handel .....	91
16.1. Emperia Holding .....	91
16.2. Eurocash .....	91

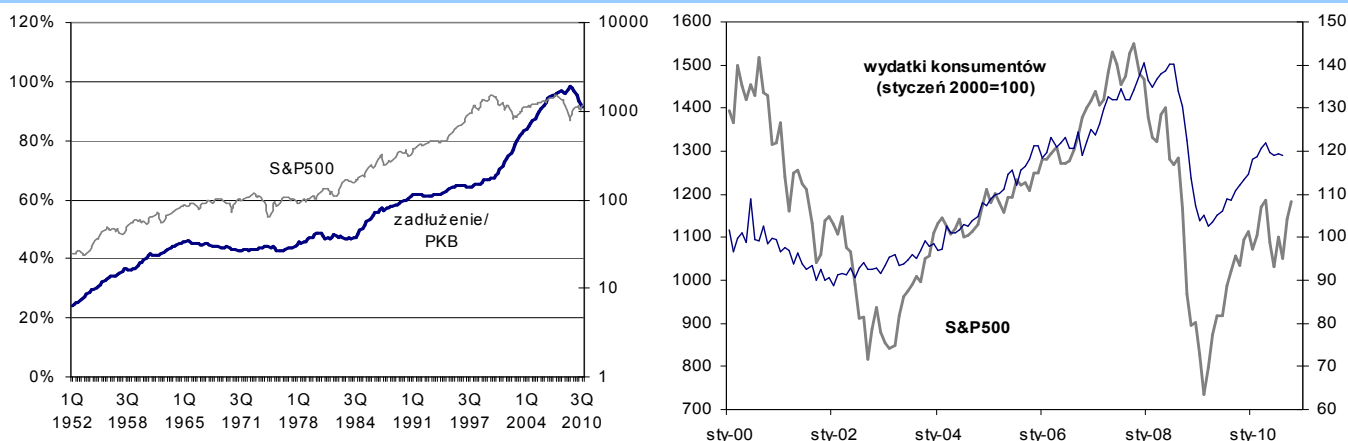
## Rynek akcji

Wbrew naszym oczekiwaniom inwestorzy całą uwagę i podejmowane decyzje inwestycyjne skupili na działaniu FED. Pomimo, że oczekiwania co do wielkości QE2 systematycznie obniżały się (z 2 bln USD do 500 mld USD) rynki potrzebowały uzasadnienia dla wzrostów cen i wybuchu prawdziwej euforii z chwilą ogłoszenia warunków programu. Dodatkowo rynkowi pomogły lepsze wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu w USA i Chinach oraz lepsze niż oczekiwano wyniki spółek. Tu jednak należy zwrócić uwagę, że z chwilą ich publikacji akcje spółek często zachowywały się słabo. Słabsze dane z rynku pracy i opisujące kondycje konsumenta schodzą na dalszy plan, podobnie jak konsekwencje działania FED na inne gospodarki (inflacja w Chinach, osłabienie eksportu krajów EM i Japonii, osłabienie konkurencyjności krajów UE, nadal balansujących na skraju wypłacalności: Portugalii, Grecji, Irlandii). W Polsce dobre dane o: produkcji przemysłowej potwierdzają silne skorelowanie z gospodarką niemiecką a dobra sprzedaż detaliczna to w dużej mierze efekt wysokiego popytu na samochody ze strony firm (od przyszłego roku znika „kratka” pozwalająca odliczyć VAT) oraz dynamicznego wzrostu sprzedaży sprzętu AGD/RTV (zakupy po zniszczeniach powodziowych).

Do czynników płynnościowych należy jeszcze doliczyć fakt, że większość funduszy hedgingowych, które w dużej mierze odpowiadają za hossę – szczególnie na rynkach surowcowych - zamyka rok obrotowy na koniec listopada. Wszystkie te czynniki gwałtownie pobudzają apetyt na ryzyko (bo przed nami jeszcze „rajd św Mikołaja” i „efekt stycznia”) i naszym zdaniem narastanie bańki spekulacyjnej - bo wcześniej czy później FED będzie musiał „zdjąć” wpompowywane dziś pieniądze z rynku. Kiedy rynek zacznie dyskontować taki scenariusz?

Październik zdominowało jedno zdarzenie – oczekiwanie przez inwestorów na decyzje FED ws. drugiej tury luzowania ilościowego polityki monetarnej (QE2). Pierwotne oczekiwania na poziomie 2 bln USD stopniowo topniały aż do 500 mld USD (lub 100 mld USD miesięcznie). Ostatecznie FED zdecydował o zakupie rządowych obligacji za kwotę 600 mld USD (do czerwca 2011, średnio 75 mld USD miesięcznie), co po uwzględnieniu zakupów związanych z reinwestowaniem środków z zapadających MBSów łączna wielkość zakupów wynosi 900 mld USD. Po posiedzeniu FOMC ogłoszono, że QE2 ma stymulować wzrost gospodarczy i poprawę na rynku pracy. Makroekonomiści dosyć jednoznacznie wskazują, że pewnym efektem działań FED będzie wpływ na wzrost cen aktywów (akcje, surowce), natomiast wpływ na realną gospodarkę niewielki. Teoretycznie towarzyszące QE2 osłabienie USD powinno prowadzić do dalszego ożywienia w przemyśle – dzięki wzrostowi eksportu. Problem w tym, że eksport to jedynie 10% wartości amerykańskiego PKB a głównym komponentem są usługi. Trudno również oczekiwać, że jeszcze tańszy pieniądź pobudzi konsumentów do zakupów na rynku nieruchomości, kiedy zatrudnienie i nowe miejsca pracy tworzone w gospodarce nadal zmniejszają się (kluczem jest tu zaufanie konsumenta – jak wskazuje Conference Board nadal niskie – a nie spadek oprocentowania kredytu z 1,5% do 1%). Po doświadczeniach z okresu kryzysu trudno również oczekiwać, żeby wzrost cen akcji istotnie pobudził konsumpcję prywatną. Amerykanie spłacają swoje kredyty, co najlepiej widać w spadku zadłużenia gospodarstw domowych w relacji do PKB. Zapewne łatwiejszym do osiągnięcia celem – jest pobudzenie oczekiwań inflacyjnych i poprzez inflację zmniejszenie poziomu zadłużenia. Biorąc pod uwagę skalę QE1 mamy dziś do czynienia z de facto deflacją. Efekt QE2 – rosnące ceny surowców i cen towarów z importu może pomóc FED. Z drugiej strony należy pamiętać o nadal słabym rynku pracy i niskim wykorzystaniu mocy produkcyjnych – jako czynnikami deflacyjnymi.

### Zadłużenie gospodarstw domowych w USA w relacji do PKB i wydatki konsumentów na tle S&P500



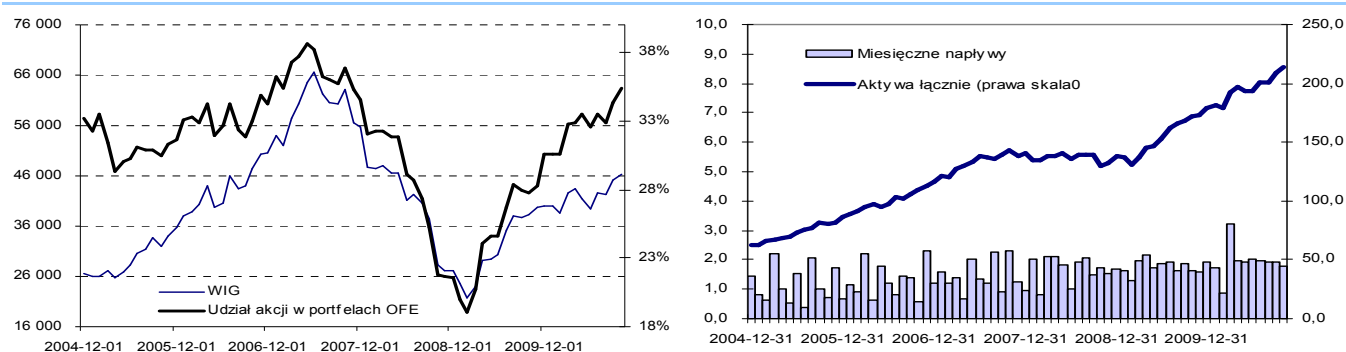
Źródło: Bloomberg

5 listopada 2010

Decyzja FED i osłabianie USD ma też ogromny wpływ na sytuację innych gospodarek – szczególnie z rynków wschodzących, ale również eksporterów w UE. Obok decyzji FED – drugim „gorącym” tematem pozostaje kwestia konkurencyjnych dewaluacji, jakie m.in. banki centralne próbują przeprowadzać poprzez interwencje na rynku, chroniąc się przed napływem kapitału umacniającego ich walutę i negatywnie wpływającego na ekonomię poprzez ograniczenie eksportu. Innym – jak na razie mało skutecznym sposobem – jest wprowadzanie lub podnoszenie podatku od sprzedaży instrumentów finansowych (Brazylia, Tajlandia). Krajami, które najbardziej odczuwają ekspansywną politykę FED są eksporterzy nie posiadający własnych surowców – ze szczególnym naciskiem na Chiny. Rosnąca presja inflacyjna ze strony drożejących surowców oraz wyższych oczekiwań płacowych powodują, że niespodziewana podwyżka stóp procentowych (+0,25%) wprowadzona przez chiński bank centralny powinna być raczej traktowana jako początek serii a nie jednorazowe zdarzenie. To dodatkowo będzie wpływało na umocnienie RMB. Chińczycy uruchomili jeszcze jeden mechanizm wpływania na ceny surowców, który jak na razie nie wzbudza większych emocji inwestorów, a który naszym zdaniem w przyszłości może istotnie chłodzić rynek metali. Od połowy października SRB (Biuro Rezerw Strategicznych) zaczęło sprzedawać na rynku zapasy niektórych metali: cynk, aluminium, ołów. Szacuje się, że w 2009 roku SRB zbudowało zapasy miedzi na poziomie 600-800 tys. ton, tj. więcej niż zapasy monitorowane przez giełdy: LME, COMEX, SHP (łącznie 550 tys. ton, wraz z zapasami u producentów – 750 tys. ton – odpowiadają za 4 tygodnie światowej konsumpcji).

Na koniec października udział akcji w portfelach OFE wzrósł do 35,4%. W dalszym ciągu funduszom pozostaje miejsce na zakupy, aczkolwiek wraz z dalszym wzrostem cen akcji należy oczekiwać rosnącej ich podaży. Nie oczekujemy, żeby inwestorzy indywidualni masowo ruszyli do kupna jednostek uczestnictwa TFI. Na razie banki nadal nie mają komfortu jeśli chodzi o relację kredytów do depozytów (103%).

## Udział akcji w aktywach OFE



Źródło: Analizy Online

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

## Makroekonomia

### Deficyt na rachunku obrotów bieżących

W sierpniu odnotowano poprawę na rachunku obrotów bieżących a deficyt wyniósł 1129 mln EUR wobec 1518 mln EUR w lipcu; dane historyczne (w przeciągu ostatnich 19 miesięcy) zostały poddane znacznej rewizji w dół o nieco ponad miliard EUR). Poprawa salda na rachunku obrotów bieżących to wynik niespodziewanej poprawy na rachunku dochodów (z -1533 mln EUR do -1081 mln EUR), która łamie dotychczasowy wzorzec sezonowy związany z kalendarzem wypłat dywidend ze spółek (pewien wpływ na poprawę salda dochodów mogła mieć wypłata dywidendy przez CEZ, niemniej jednak w ubiegłym roku – pomimo podobnej skali wypłat – takiego efektu nie stwierdziliśmy). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, nie odnotowano poprawy na rachunku transferów bieżących (zgodnie ze specyfiką funduszy z UE, w tendencji coraz więcej środków będzie księgowane na rachunku kapitałowym). Pogorszeniu uległo saldo obrotów towarowych (z -606 mln EUR do -786 mln EUR), co jest związane z jednej strony z relatywnie słabą dynamiką poszczególnych kategorii produkcji przemysłowej, a z drugiej z odbudową sprzedaży detalicznej (w połączeniu prawdopodobnie z wyższą konsumpcją publiczną), która wpłynęła na import. O ile jesteśmy dość pewni kondycji konsumpcji (łącznie indywidualnej i publicznej) w następnych miesiącach, ścieżka wzrostu przetwórstwa przemysłowego może ulec nieznacznemu wyfłaszczeniu, co może prowadzić do stopniowego rozszerzenia deficytu na rachunku handlowym. Chwilę uwagi warto poświęcić kwestiom finansowania deficytu na rachunku bieżącym. Choć faktyczne przepływy z tytułu zagranicznych inwestycji bezpośrednich (nie netto, lecz przepływ środków od nierezydentów) odnotowuje ostatnio nieznaczne pogorszenie w ujęciu skumulowanym, ciągle stabilnym komponentem finansującym są należności wobec nierezydentów z tytułu inwestycji portfelowych. Z punktu widzenia całej grupy emerging markets, w Europie pod tym względem wyróżnia się przede wszystkim Turcja i Polska. Zagranicznych inwestorów przyciąga dobra sytuacja makroekonomiczna, a przyszłe wyzwania fiskalne (zwłaszcza, że obecnie bagatelizowane przez agencje ratingowe, których oceny charakteryzuje mimo wszystko duża inercja) schodzą obecnie na dalszy plan.

### Inflacja

Roczny wskaźnik inflacji wzrósł we wrześniu do 2,5% z 2,0% r/r zanotowanych w sierpniu. Wzrost inflacji to przede wszystkim wynik wyższych niż oczekiwano cen żywności. Wzrost ten nie jest jednak dla nas zaskakujący. Zwracaliśmy wielokrotnie uwagę na analogie między obecnym przekładaniem się szoku żywnościowego CPI a podobnym zjawiskiem zanotowanym w roku 2007. We wrześniu ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły aż o 1,8% m/m. Należy podkreślić, że zdecydowana większość kategorii w koszyku CPI zanotowała jedynie b. umiarkowane wzrosty cen. Wyraźniejsze wzrosty zanotowano w kategoriach odzież i obuwi oraz edukacja. Wydaje się jednak, że wyższe ceny w tych kategoriach mogą utrzymać się w kolejnych miesiącach. Szacujemy, że we wrześniu wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii ustabilizował się na poziomie 1,2% r/r. Podobne poziomy powinniśmy obserwować w kolejnych miesiącach. Roczny wskaźnik inflacji CPI powinien natomiast za sprawą wyższych cen żywności kontynuować wzrosty osiągając poziom 3% w grudniu. Dalszy wzrost inflacji powinien pojawić się także na początku 2011 roku, łącznie z wpływem presji popytowej. Zauważmy, że obecnemu ożywieniu prawdopodobnie towarzyszy znacznie niższe tempo wzrostu potencjalnego PKB niż w poprzednich latach, a na kontynuację tej sytuacji wskazują niskie inwestycje firm (zwłaszcza w kontekście luki PKB w 2011 roku). Inflacja wrośnie również w wyniku podwyżek stawek VAT i podwyżek cen kontrolowanych (samorządy muszą się na ten krok zdecydować ze względu na ich coraz gorszą sytuację finansową). Seria publikowanych za wrzesień danych (produkcja, sprzedaż detaliczna itd.) powinna sprzyjać utrzymaniu, a nawet wzmocnieniu oczekiwań na zacieśnienie monetarne w Polsce. Szef NBP M. Belka bagatelizuje ryzyko wzrostu inflacji. Dodatkowo RPP może jak na razie ze zbioru pro-podwyżkowych argumentów wykluczyć wzrost oczekiwań inflacyjnych (dane te opublikowane zostały bezpośrednio przed wrześniową decyzją). Nie wydaje nam się jednak, że RPP uda się uniknąć konieczności rozpoczęcia cyklu zacieśnienia monetarnego. Właśnie systematyczne wzrosty inflacji zacieśnienie to wymuszają.

### Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło we wrześniu 5363,9 tys. osób, co oznacza przyrost liczby zatrudnionych o 14,3 tys. wobec sierpnia. Roczna dynamika zatrudnienia wzrosła z 1,6% do 1,8%. Słabsze dane odnotowane w sierpniu mogły okazać się zatem fałszywym sygnałem. Możemy mieć w istocie do czynienia nie z wyfłaszczaniem wzrostu zatrudnienia, ale jego przyspieszeniem (do całkowitej pewności brakuje jeszcze potwierdzenia tej tendencji we wskaźnikach koniunktury dot. planowanego zatrudnienia), co jest sygnałem zwiastującym rychłe wystąpienie napięć płacowych na rynku pracy. We wrześniu dynamika wynagrodzeń spadła z 4,2% do 3,7% r/r. Należy tu jednak podkreślić niekorzystną różnicę w liczbie dni roboczych i wysoką bazę z poprzedniego roku w górnictwie. Szacujemy, że w przetwórstwie przemysłowym płace rosną już w tempie powyżej 6% r/r. Dalszemu wzrostowi

płac sprzyjąc będzie postępujące ożywienie gospodarcze, mocna stymulacja fiskalna i inwestycje infrastrukturalne. Dane z rynku pracy zwykle nie niosą ze sobą wprawdzie tak silnego i bezpośredniego przesłania co do potrzeby zacieśnienia polityki pieniężnej jak choćby dane o inflacji, to jednak naszym zdaniem przesuwają bilans ryzyk w stronę wyższego wzrostu presji inflacyjnej w 2011 roku. W takiej sytuacji RPP powinna zdecydować się na szybsze zacieśnienie monetarne.

### Produkcja przemysłowa

We wrześniu roczna dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 11,8% z 13,6% (po rewizji) zanotowanych w lipcu. Spadek ten jest w głównej mierze wynikiem wyrównania liczby dni roboczych pomiędzy miesiącami służącymi za bazę porównawczą. W ujęciu odsezonowanym dynamika roczna obniżyła się nieznacznie do 12,1% (z 12,7% w sierpniu). Odczyt nieznacznie przewyższył medianę oczekiwań rynkowych. Wydaje się jednak, że efekt ten wynika z wyższej produkcji samochodów (dynamika roczna w okolicach +16%), która nie została uwzględniona przy formowaniu konsensusu. Podobnie jak w sierpniu, ożywienie objęło większość sekcji objętych statystyką (28 z 34), a więc na razie nie widzimy oznak pogorszenia momentum sektora przemysłowego. Co więcej, struktura wzrostu produkcji (dwucyfrowe wzrosty w kategoriach elektronika, komputery, chemikalia, metale) ciągle wskazuje, że polski przemysł podlega znaczącym wpływom ożywienia w napędzanej eksportem gospodarce niemieckiej, w której wolumen nowych zamówień odnotował ostatnio znaczne wzrosty. Oceniamy, że pozytywna tendencja w polskim przemyśle ma szansę utrzymać się w kolejnych miesiącach (kwestia wewnętrznej „samo-podtrzymalności” wzrostu produkcji). Wysoka dynamika produkcji przemysłowej sugeruje wysoki wzrost PKB za III kw. (prawdopodobnie ok. 4% r/r), zwłaszcza że wysoka dynamika produkcji budowlano-montażowej sugeruje, że roboty budowlane ruszyły pełną parą po okresie wakacyjnym co powinno przełożyć się na kilkupunktowy wzrost inwestycji w kategoriach rachunków narodowych.

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu uplasowała się na poziomie 4,3% w ujęciu rocznym, wobec 4,0% (rewizja w górę z 3,8%) w sierpniu. Tym samym dynamika miesięczna na poziomie +0,1% okazała się dokładnie zgodna z naszymi oczekiwaniami. Ceny producentów pozostają we wzrostowym trendzie (część efektu wynika z efektów bazowych, jednak w ujęciu miesięcznym utrzymuje się pozytywne momentum, wsparte rosnącymi oczekiwaniami cenowymi przedsiębiorstw) i nie oczekujemy odwrócenia się tej tendencji w najbliższych miesiącach. Tym samym w obecnej chwili nie widzimy czynników, które mogłyby hamować rosnącą presję inflacyjną wśród cen producentów, choć na razie nie przekłada się ona na ceny konsumentów. Z uwagi na obecną dynamikę procesów realnych (zwłaszcza dynamikę procesów na rynku pracy i wzrost siły przetargowej pracowników) wydaje się to jednak tylko kwestią czasu.

### Sprzedaż detaliczna

Wrześniowa sprzedaż detaliczna odnotowała wzrost o 8,6% w ujęciu rocznym, po 6,6% w sierpniu, mimo wyrównania liczby dni roboczych pomiędzy okresami porównawczymi. Po raz kolejny na sprzedaży pozytywnie zaważyła względnie wysoka sprzedaż samochodów (zakupy przed zakończeniem możliwości rozliczenia ulgi z tytułu VAT, obawy przed wzrostem cen samochodów w związku z koniecznością spełnienia normy EURO5). Tym razem jednak dodatkowo nie zawiodły kategorie obrazujące faktyczny sentyment kupujących (wbrew wskazaniom wskaźników optymizmu konsumentów podawanych przez GUS) w postaci wysokich zakupów odzieży i obuwia (25,5% r/r wobec 15,2% w sierpniu) oraz wskazujących na efekt odbudowy popowodziowej, czego odzwierciedleniem jest wysoka dynamika sprzedaży w kategorii meble, RTV i AGD (od ponad 3 miesięcy dynamika roczna w okolicach 33-34%). Wsparciem dla sprzedaży okazała się również sprzedaż żywności, która odpowiedzialna jest za +1pp. na dynamice agregatu wobec sierpnia (nie jest to efekt cenowy, jako że dynamika realna sprzedaży żywności wzrosła w podobnym stopniu). Kompleksowy obraz powyższych rozważań prezentuje porównanie dynamiki sprzedaży w ujęciu bazowym oraz całego agregatu, z wyraźnie widoczną „luką” na korzyść sprzedaży bazowej. W obecnej chwili nie widzimy zagrożeń dla kształtowania sprzedaży detalicznej w najbliższych miesiącach, choć nie jest wykluczone, że znaczenie czynników jednorazowych, które obecnie dodatkowo napędzają sprzedaż (samochody) ulegnie w najbliższych miesiącach osłabieniu lub wręcz regresowi z początkiem przyszłego roku (naturalny efekt substytucyjny). Choć wrzesień był trzecim z kolei miesiącem obniżenia optymizmu konsumentów, trend ten nie wydaje się mieć wiele wspólnego z rynkiem pracy, który pozostaje mocny (wzrost stopy bezrobocia to w dużej mierze efekt sezonowy, a więc przekroczenie oczekiwań nie powinno być traktowane jako alarmujący sygnał, zwłaszcza wobec problemów z monitorowaniem przepływów na rynku pracy). Dodatkowo, ewentualny ubytek popytu związany z obniżeniem optymizmu (czy też zanikiem „dopalaczy” w postaci sprzedaży samochodów) powinien być kompensowany przez tymczasowy popyt generowany w związku z zagospodarowaniem odszkodowań za straty poniesione w trakcie powodzi, a także oczekiwany wysoki udział spożycia publicznego w kreowaniu PKB w II połowie roku.



### Stopy NBP bez zmian

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami RPP nie zmieniła stóp procentowych. Rada zdecydowała się jednak na podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc. z 3,0% do 3,5%. Decyzja ta ma zastosowanie od 31 grudnia tego roku. W części uzasadniającej decyzję o poziomie stóp, zasadniczą zmianą jest wskazanie na czynniki związane z ekspansywną polityką głównych banków centralnych i postępującą globalną realokacją kapitału w stronę gospodarek rozwijających się. Brak podwyżki stóp procentowych może więc być postrzegany jako przeciwdziałanie presji na umocnienie złotego wynikającej właśnie z wymienionych powyżej czynników globalnych. Należy podkreślić, że powyższe uzasadnienie jest bardzo zbliżone do rozumowania przedstawianego wcześniej przez szefa NBP M. Belkę i wskazuje na jego rosnącą rolę w procesie decyzyjnym RPP. Wśród czynników, które wpłynęły na decyzję RPP o braku zmiany stóp procentowych NBP z pewnością znajdują się również obawy o osłabienie globalnego wzrostu (w pierwszej części komunikatu odnośnie gospodarki globalnej dominuje przeświadczenie RPP o spowolnieniu wzrostu w drugiej połowie roku oraz odniesienie do różnego rodzaju ryzyk, przede wszystkim związanych z odejściem od ekspansywnej polityki fiskalnej oraz rozpoczęciem niekonwencjonalnej stymulacji monetarnej) oraz brak przeświadczenia o zagrożeniu wzrostem inflacji w Polsce – wyniki projekcji NBP wskazują, że inflacja jedynie przejściowo wzrośnie pod wpływem szoku żywnościowego oraz wyższych stawek VAT. Inflacja bazowa pozostanie zaś na stabilnie niskich poziomach. Decyzję RPP o podwyżce stopy rezerwy obowiązkowej z jednej strony traktujemy jako wstęp do normalizacji polityki pieniężnej, z drugiej, ze względu na jej zanedbywalny wpływ na sektor bankowy (nadpłynność sięga obecnie ponad 80 mld PLN, podwyżka rezerwy obowiązkowej zmniejszy ją o zaledwie ok. 3 mld PLN) decyzja ta być może ilustruje głównie pewnego rodzaju symboliczne ustępstwo wobec jastrzębi z RPP.

Uważamy, że najbliższe decyzje RPP w dużej mierze mogą odzwierciedlać zabarwione globalną nutą poglądy szefa NBP. Z tego też względu widzimy znacznie mniejsze ryzyko podwyżki stóp na posiedzeniu listopadowym niż wynikałoby to z wycen instrumentów rynkowych (rynek wycenia, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp o 25pb wynosi 100%). Podkreślamy jednak, że oczekiwania na rychłe zacieśnienie mogą utrzymywać się przez kolejne tygodnie w związku z publikowanymi danymi makro (na pierwszy plan wybijać się tu będzie systematyczny wzrost inflacji) a sama dynamika rynku stopy procentowej (krzywa FRA) może być podobna do tej poprzedzającej posiedzenie październikowe. Brak reakcji RPP na przyszłe ryzyka wzrostu inflacji teraz sugeruje, że będzie ona zmuszona w przyszłości (prawdopodobnie w 2011 roku, kiedy to ryzyko wyższej inflacji zacznie się realizować) do implementacji pełnego cyklu zacieśnienia monetarnego w skali nieznacznie tylko mniejszej niż cykle historyczne.

**Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.**

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E	2010
AB	Akumuluj	23,40	23,48	2010-09-28	20,60		10,5
ACTION	Trzymaj	18,16	18,40	2010-11-05	18,40		13,0
AGORA	Trzymaj	25,80	27,30	2010-10-05	28,30		20,6
ASBIS	Akumuluj	4,08	4,07	2010-09-28	3,62		18,7
ASSECO POLAND	Kupuj	65,30	52,55	2010-08-31	55,00		10,1
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	78,00	2010-05-11	57,50		7,3
BUDIMEX	Redukuj	85,20	100,10	2010-09-13	95,10		12,5
BZWBK	Trzymaj	215,90	210,90	2010-09-15	215,40		16,5
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	16,1	15,40	2010-10-20	14,25		17,1
CERSANIT	Redukuj	10,1	11,80	2010-10-20	11,43		14,0
CEZ	Trzymaj	140,30	122,10	2010-09-13	131,20		8,9
CIECH	Kupuj	34,50	21,85	2010-08-23	28,27		7,0
CINEMA CITY	Trzymaj	39,90	42,90	2010-07-16	39,00		19,6
COMARCH	Trzymaj	79,50	78,75	2010-09-03	79,35		18,2
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	15,30	13,58	2010-11-05	13,58		13,3
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	45,50	2010-07-05	44,80		41,7
ELEKTROBUDOWA	Redukuj	165,70	180,00	2010-09-03	186,00		17,4
EMPERIA HOLDING	Zawieszona		99,50	2010-10-05	99,50		19,5
ENEA	Trzymaj	21,43	24,17	2010-09-13	20,50		16,3
ERBUD	Trzymaj	54,10	53,80	2010-11-05	53,80		13,2
EUROCASH	Zawieszona		26,70	2010-10-05	26,38		28,7
FAMUR	Redukuj	2,2	2,40	2010-09-13	2,43		14,8
GETIN	Trzymaj	10,40	11,45	2010-09-15	10,11		20,1
GTC	Trzymaj	23,90	23,10	2010-11-05	23,10		7,1
HANDLOWY	Trzymaj	87,00	91,55	2010-10-05	87,60		16,7
ING BSK	Trzymaj	815,00	892,50	2010-09-15	800,00		15,1
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	16,40	17,47	2010-07-09	16,10		5,8
KERNEL	Kupuj	77,28	61,55	2010-11-05	61,55		9,1
KĘTY	Trzymaj	120,00	119,70	2010-11-03	119,00		12,8
KGHM	Trzymaj	96,10	133,70	2010-05-27	93,70		5,8
KOMPUTRONIK	Trzymaj	10,12	9,72	2010-09-28	10,80		25,6
KOPEX	Akumuluj	19,8	17,90	2010-09-13	17,80		21,8
KREDYT BANK	Trzymaj	15,20	14,91	2010-09-15	15,49		20,4
LOTOS	Redukuj	26,50	32,55	2010-09-03	30,04		10,8
LW BOGDANKA	Trzymaj	85,40	106,90	2010-09-01	83,70		18,1
MILLENNIUM	Redukuj	4,60	5,18	2010-10-05	5,00		21,4
MONDI	Trzymaj	71,10	76,95	2010-08-13	73,70		18,0
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	66,10	65,20	2010-09-16	64,80		16,4
NETIA	Trzymaj	5,30	5,43	2010-11-05	5,43		28,1
PBG	Redukuj	194,00	226,00	2010-11-05	226,00		15,0
PEKAO	Sprzedaj	145,00	190,00	2010-11-05	190,00		19,3
PGE	Kupuj	26,73	21,90	2010-09-13	23,78		13,1
PGNiG	Kupuj	4,26	3,74	2010-09-27	3,52		13,3
PKN ORLEN	Trzymaj	40,70	44,40	2010-11-02	40,21		8,9
PKO BP	Trzymaj	43,80	46,81	2010-10-05	44,99		18,2
POLICE	Trzymaj	5,50	6,00	2010-06-02	5,39		12,7
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	4,23	4,19	2010-09-03	4,44		14,1
POLNORD	Kupuj	50,70	37,17	2010-06-02	37,70		24,0
PZU	Zawieszona		376,00	2010-08-04	399,00		14,4
RAFAKO	Akumuluj	13,70	11,85	2010-09-03	12,80		16,1
SYGNITY	Kupuj	18,20	15,15	2010-03-02	12,57		
TAURON	Kupuj	8,87	6,62	2010-09-13	5,56		12,8
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Trzymaj	17,60	18,30	2010-10-28	18,00		146,9
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,97	2010-05-06	4,14		19,0
TVN	Redukuj	16,50	18,00	2010-10-27	18,50		23,6
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	85,90	83,80	2010-11-05	83,80		40,6
UNIBEP	Akumuluj	9,30	8,60	2010-09-14	8,38		12,9
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	73,95	2010-01-06	80,90		17,1



### Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	Trzymaj	16,10	2010-10-20
CERSANIT	Redukuj	Trzymaj	10,10	2010-10-20
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	120,00	2010-11-03
PKN ORLEN	Trzymaj	Trzymaj	40,70	2010-11-02
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Trzymaj	Trzymaj	17,60	2010-10-28
TVN	Redukuj	Trzymaj	16,50	2010-10-27

### Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ACTION	Trzymaj	Redukuj	18,16	2010-11-05
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	Trzymaj	15,30	2010-11-05
ERBUD	Trzymaj	Akumuluj	54,10	2010-11-05
GTC	Trzymaj	Akumuluj	23,90	2010-11-05
KERNEL	Kupuj	Akumuluj	77,28	2010-11-05
NETIA	Trzymaj	Redukuj	5,30	2010-11-05
PBG	Redukuj	Sprzedaj	194,00	2010-11-05
PEKAO	Sprzedaj	Redukuj	145,00	2010-11-05
ULMA CONSTRUCCION PL	Trzymaj	Akumuluj	85,90	2010-11-05

### Statystyka rekomendacji

Statystyka	Wszystkie					Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	2	8	30	9	7	1	2	18	2	6
procent	3,6%	14,3%	53,6%	16,1%	12,5%	3,4%	6,9%	62,1%	6,9%	20,7%

## Banki

### Wrześniowe statystyki sektora bankowego dla depozytów i kredytów zgodne z oczekiwaniami

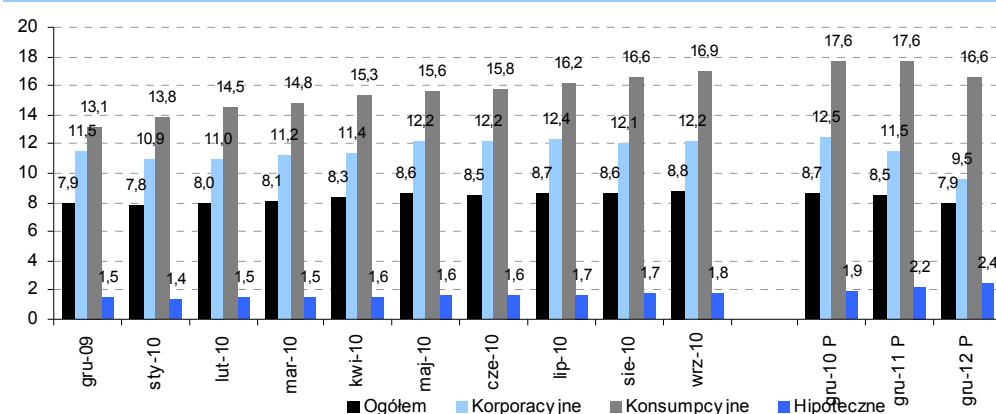
NBP opublikował statystyki dla sektora bankowego za wrzesień zgodne z naszymi oczekiwaniami. Depozyty wzrosły o 1,1% M/M (+6,5% YTD) z powodu 4,9% M/M wzrostu depozytów instytucji samorządowych i niemonetarnych finansowych (+21,6% YTD) oraz 0,9% M/M wzrostu depozytów korporacyjnych (+0,6% YTD). Depozyty detaliczne pozostały płaskie M/M (+4,9% YTD). Kredyty ogółem spadały nieznacznie o 0,2% M/M (+5,8% YTD), ale tutaj czynnikiem, który miał największy wpływ było umocnienie się PLN (względem CHF o 4,9% M/M, względem USD o 7,9% oraz względem EUR o 1,0%). Kredyty korporacyjne pozostały na niezmiennym poziomie M/M (-0,5% YTD), a kredyty detaliczne spadły o 0,5% M/M (+10,0% YTD). W ramach kredytów mieszkaniowych, kredyty denominowane w PLN wzrosły o 2,3% M/M (+20,7% YTD), a kredyty denominowane w FX spadły o 2,6% (+12,2% YTD). Kredyty konsumpcyjne były płaskie Q/Q (+4,3% YTD).

Z powodu wzrostu depozytów i spadku kredytów, wskaźnik kredyty/depozyty poprawił się w sektorze i spadł o 136pb. M/M do 102,2%.

### Wrześniowe statystyki odnośnie jakości kredytów w sektorze

NBP opublikował statystyki sektora bankowego odnośnie jakości kredytów we wrześniu zgodne z naszymi założeniami. Po tym jak udział kredytów z utratą wartości poprawił się w sierpniu (o 7pb. M/M), we wrześniu nastąpił jego ponowy wzrost (o 16pb. M/M do 8,8%). Wskaźnik pogorszył się zarówno w segmencie detalicznym, jak i korporacyjnym, przy czym wzrost w detalu był większy (o 18pb. M/M do 7,2% względem 12pb. M/M do 12,2% dla korporacji). W ramach kredytów detalicznych, cały czas znacznie szybciej pogarsza się jakość kredytów konsumpcyjnych niż hipotecznych (+36pb. M/M do 16,9% w przypadku konsumpcyjnych względem +6pb. M/M do 1,8% dla hipotecznych). Zwracamy uwagę, że po raz pierwszy w tym roku, jakość kredytów hipotecznych denominowanych w CHF pogorszyła się w większym stopniu niż tych denominowanych w PLN (+7pb. M/M do 1,3% względem +3pb. M/M do 2,8%). W ramach kredytów korporacyjnych, pogorszyła się jakość kredytów dla dużych przedsiębiorstw (+25pb. M/M do 9,7%), podczas gdy jakość dla MSP poprawiała się (+5pb. M/M do 14,0%). Dane wrześniowe potwierdzają nasze założenia odnośnie rozwoju jakości kredytów. Oczekujemy, że jako pierwsze i to już w tym roku z cyklu pogarszania się jakości wyjdą kredyty korporacyjne. Zakładamy, że jakość kredytów detalicznych będzie się nadal pogarszać. Oczekujemy, że sytuacja w kredytach konsumpcyjnych ustabilizuje się dopiero w 2011, a jakość kredytów hipotecznych będzie się stopniowo pogarszać w miarę starzenia się portfela.

### Udział kredytów z utratą wartości w sektorze (%)



Źródło: NBP, DI BRE

### Sprzedaż kredytów hipotecznych w 2010 może przekroczyć prognozę 50 mld PLN - ZBP

Związek Banków Polskich podtrzymuje, że sprzedaż kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych wyniesie w 2010 roku około 50 mld PLN. Z drugiej strony ocenia, że możliwe jest nieznacznie przekroczenie tej prognozy.

### Stopa rezerwy obowiązkowej podwyższona do 3,5% z 3,0%

W dniu 27 października Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o podniesieniu stopy rezerwy obowiązkowej z 3,0% do 3,5% ograniczając tym samym podaż pieniądza w gospodarce. Nowa stopa będzie obowiązywać od początku 2011. Szacujemy, że podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej będzie skutkowało dla całego sektora zwiększeniem salda rezerwy obowiązkowej

w banku centralnym o ok. 4 mld PLN (co stanowi ok. 6% portfela kredytowego w sektorze). Obliczyliśmy, że negatywny wpływ na zyskowność sektora wyniesie ok. 190-200 mln PLN w skali roku (różnica między średnim oprocentowaniem nowych stanów kredytowych a oprocentowaniem rezerwy obowiązkowej: 8,22% vs. 3,38%), co stanowi ok. 2,5% zysków sektora za 2009. W naszej opinii, powyższa decyzja jest neutralna ze względu na ograniczony wpływ na rentowność sektora bankowego.

### **KNF rozważa zwiększenie nadzoru nad rynkiem produktów strukturyzowanych**

KNF opublikował raport na temat produktów strukturyzowanych analizując ich stopę zwrotu w okresie od początku 2000 do połowy 2010. Nadzór policzył, że średnia stopa zwrotu z tych produktów w analizowanym okresie była niższa niż średnie oprocentowanie lokat terminowych w bankach (3,3% względem 4,3%). KNF poinformował, że aż ok. 45% produktów przyniosło jedynie zwrot gwarantowanego kapitału, czyli zazwyczaj 100% inwestycji minus opłaty i prowizje. Nadzór zwrócił uwagę, że sprzedaż struktur jest bardziej dochodowa dla instytucji, które je oferują niż inne produkty oszczędnościowe (średnia marża to 2,2% wypłaconego kapitału). KNF zadeklarował, że rozważa zwiększenie kontroli/nadzoru nad tą częścią rynku usług finansowych.

### **KNF na razie nie podwyższył wymogu kapitałowego dla walutowych kredytów hipotecznych**

*Puls Biznesu* doniósł, że na posiedzeniu w dniu 13 października KNF nie została przyjęta uchwała, która miała podwyższyć wymóg kapitałowy do walutowych kredytów hipotecznych z 75% do 100%. Jednocześnie anonimowe źródło dziennika podkreśla, że nie można wykluczyć, że KNF powróci do tego pomysłu w przyszłości. Bankami, które mają największy udział walutowych kredytów hipotecznych w portfelu kredytowym to Millennium (53%), Getin Holding (47%) oraz Kredyt Bank (37%).

### **Ministerstwo Gospodarki proponuje ograniczyć wysokość spreadów walutowych przy kredytach hipotecznych**

*Gazeta Prawna* doniosła, że Ministerstwo Gospodarki zaproponowało dwa nowe rozwiązania dotyczące sposobu ustalania wysokości spreadu walutowego w momencie spłaty walutowego kredytu hipotecznego. Resort proponuje, że banki będą musiały wycofać się z pobierania dodatkowych opłat od osób, które spłacają kredyty walutami zakupionymi poza bankiem oraz żeby wprowadzić obowiązek spłaty kredytu po średnim kursie banku centralnego. Najprawdopodobniej ZBP wkrótce przedstawi swoje stanowisko w tej sprawie. Zgodnie z informacjami dziennika, spread w banku centralnym wynosi 2%. Najkorzystniejszy spread wśród banków giełdowych oferuje BZ WBK (5,6%), a najmniej korzystny Getin Bank (13,9%). Powyższe propozycje nie były nam znane wcześniej. Zdecydowanie takie rozwiązania zmniejszyłyby atrakcyjność walutowych kredytów hipotecznych z perspektywy banków, co znacząco ograniczyłoby ich podaż. W naszej opinii, banki, które są najbardziej narażone na utratę przychodów z tytułu wymiany walut przy spłacie walutowych kredytów hipotecznych to: Millennium (walutowe kredyty hipoteczne stanowią 53% kredytów ogółem w 2Q 2010), Getin Holding (47%) i Kredyt Bank (37%).

### **KNF wskazuje na poluzowanie polityki kredytowej banków w 1H 2010**

*Parkiet* doniósł, że nadzór finansowy wyraził zaniepokojenie poluzowaniem polityki kredytowej banków. W raporcie o sytuacji sektora po 1H 2010 zwrócił uwagę na ponowne rozszerzenie oferty w walutach, powrót do udzielania kredytów o wysokim LTV i długim okresie spłaty. Według KNF taka polityka naraża banki i ich klientów na ryzyko związane z wahaniami kursów walut i wzrostem stóp. W naszej opinii, jest to kolejny argument, którego KNF używa w obronie zaproponowanych rozwiązań w ramach rekomendacji S „kwadrat”.

### **NBP opublikował raport nt. sytuacji rynku kredytowym w 3Q 2010**

Z analizy przeprowadzonej przez NBP odnośnie sytuacji na rynku kredytowym w 3Q 2010 wynika, że banki obniżyły pobierane marże Q/Q we wszystkich trzech głównych kategoriach kredytowych, korporacyjnych, mieszkaniowych i konsumpcyjnych. Banki zanotowały spadek popytu na kredyt korporacyjny dla dużych przedsiębiorstw (ze względu na spadek zapotrzebowania na finansowanie zapasów i kapitału obrotowego) oraz na kredyt konsumpcyjny (ze względu na zaostrzenie warunków i kryteriów kredytowych), ale jednocześnie wzrost popytu na kredyt mieszkaniowy (ze względu na poprawiające się prognozy odnośnie sytuacji na rynku mieszkaniowym). W 4Q 2010 banki spodziewają się wzrostu popytu na kredyt we wszystkich trzech kategoriach. Uważamy, że kluczowy jest rozwój sytuacji w 4Q 2010 w segmencie korporacyjnym. Od początku roku segment ten dostarcza wyników znacznie gorszych niż wskazywały na to wcześniejsze oczekiwania banków. W naszych prognozach dla sektora bankowego zakładamy 8% wzrost R/R kredytów korporacyjnych w 2011 (względem 10,6% dla kredytów detalicznych), po tym jak w tym roku kredyty będą płasko R/R (względem 13,7% wzrostu w kredytach detalicznych).

### **ZBP przekazał kolejne uwagi odnośnie Rekomendacji S „kwadrat”**

Związek Banków Polskich przekazał do Komisji Nadzoru Finansowego uwagi do planowanej zmiany Rekomendacji S „kwadrat”. ZBP postuluje, żeby przyjąć 30-letni okres kredytowania zamiast proponowanego przez KNF maksymalnego okresu kredytowania na 25 lat jako podstawę do określania zdolności kredytowej. Ponadto, uważa, że limit dotyczący detalicznych kredytów walutowych powinien dotyczyć tylko nowo-udzielanych kredytów, a nie istniejącego portfela. W takiej sytuacji limit mógłby być nawet zacieśniony do 30% z obecnie proponowanych 50%. W końcu ZBP podkreślił, że ważne jest żeby proces ograniczania podaży kredytów walutowych odbywał się stopniowo, a nie gwałtownie. Banki chcą, żeby rekomendacja weszła w życie minimum po 18 miesiącach od daty jej ogłoszenia, co pozwoliłoby im na powolne wygaszenie kredytów walutowych i zbudowanie nowych strategii biznesowych.

### **KE rozważa wprowadzenie wspólnego nowego podatku od instytucji finansowych**

Unijny komisarz ds. podatków, Algirdas Semeta, poinformował 7 października, że istnieją uzasadnione powody nałożenia podatków na sektor finansowy. Jego zdaniem warto jest wprowadzić wspólne unijne zasady nakładania nowych obciążeń fiskalnych. Eksperti Komisji Europejskiej rozważają dwie główne formy opodatkowania. Preferowane jest rozwiązanie zakładające podatek od zysków lub przychodów. Alternatywą jest podatek od transakcji, ale musiałby być on wprowadzony globalnie. Według szacunków KE taki podatek mógłby przynieść w całej Unii przychody ok. 25 mln EUR. W Polsce, rząd również pracuje nad opodatkowaniem banków. Minister finansów, Jacek Rostowski, poinformował, że wpływy z tego podatku będą gromadzone w Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, a nie bezpośrednio przekazywane do budżetu państwa (jak proponuje KE). W opinii Prezesa NBP, Marka Belki, dodatkowy podatek od banków powinien być płacony od pasywów banku pomniejszonych o kapitały własne i depozyty ubezpieczone.

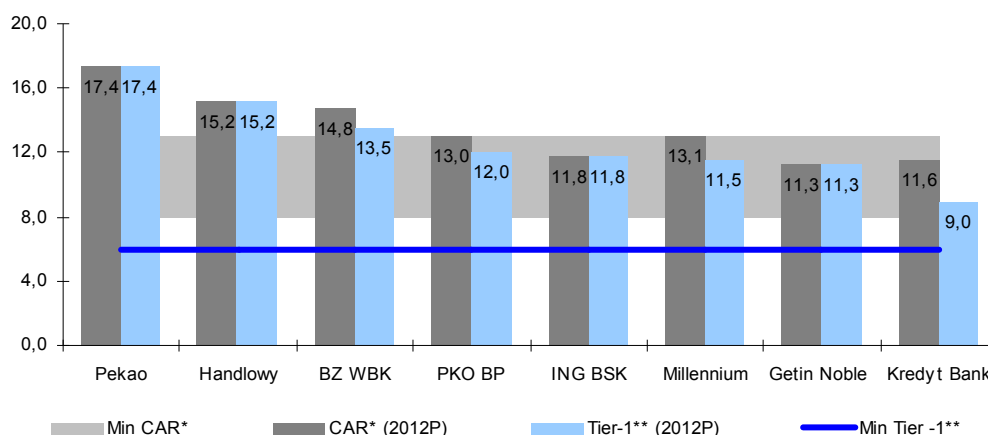
Dotychczasowe formy opodatkowania banków zaproponowane w krajach europejskich zakładają opodatkowanie jakiejś formy bilansu banków. W związku z tym jesteśmy zaskoczeni, że Unia Europejska rozważa podatek od zysków/przychodów. Z drugiej strony, taka forma opodatkowania w równym stopniu wpłynęłaby na rentowność wszystkich podmiotów. Ponadto, zwracamy uwagę, że banki w Polsce płacą już jeden podatek/opłatę do BFG. Szacujemy, że w 2010 osiem banków przez nas analizowanych w sumie przekaże do BFG ok. 180 mln PLN. Na chwilę obecną nie mamy informacji, czy rząd rozważa wprowadzenie nowego podatku czy podwyższenie stawki obecnych obciążeń podatkowych (w latach 2009-2010 było to 0,045% od aktywów ważonych ryzykiem).

### **Polskie banki będą potrzebowały dodatkowych 6 mln PLN kapitałów do 2019 roku – prasa**

*Parkiet* poinformował, powołując się na raport Deloitte, że polskie banki będą potrzebowały do 2019 roku do 6 mld PLN na zwiększenie funduszy własnych, czyli ok. 7,2% obecnych funduszy własnych banków. Będzie to konsekwencją wprowadzenia w życie nowych regulacji dotyczących funduszy własnych, tzw. Bazylea III. Zaproponowane rozwiązania zakładają, że minimalny poziom współczynnika kapitałów własnych (Tier-1 ratio) zwiększy się stopniowo z obecnych 4,0% do 6,0% w 2015, natomiast minimalny poziom współczynnika wypłacalności pozostanie na niezmiennym poziomie 8,0%. Dodatkowo, regulacje wprowadzają definicję buforu antycyklicznego oraz buforu ochronnego. Maksymalny poziom obu buforów może wynosić 2,5%, przy czym pierwszy będzie nakładany przez lokalnych regulatorów rynku (potencjalnie w okresie wzrostu gospodarczego, w szczególności zwiększenia akcji kredytowej), a drugi przez nadzorów z Bazylei (od 2016, wprowadzony, jeżeli banki będą chciały wypłacać dywidendę lub bonusy Zarządowi). W przypadku obowiązywania obu buforów na maksymalnym poziomie, minimalny współczynnik wypłacalności (od 2016) wynosiłby 13,0%. Ponieważ nie mamy prognoz na rok 2016 i lata następne, możemy porównać zaproponowane regulacje tylko z naszymi prognozami na rok 2012. Uważamy, że żaden z banków przez nas analizowanych nie będzie borykał się ze spełnieniem wymogu minimalnego dotyczącego współczynnika kapitałów własnych (Tier-1). Sytuacja wygląda podobnie, jeżeli minimalny poziom współczynnika wypłacalności wyniesie 8,0% (czyli oba bufony będą na minimalnym poziomie – 0%). Z drugiej strony, jeżeli założymy, że oba bufony będą obowiązywały w maksymalnym stopniu, to tylko cztery banki będą w komfortowej sytuacji (Pekao, Handlowy, BZ WBK oraz PKO BP na granicy).

Nasze obecne prognozy nie zakładają podniesienia kapitałów w żadnym wśród banków przez nas analizowanych (w perspektywie do 2012 roku). Niemniej jednak zwracamy uwagę, że po 2Q 2010 dwa banki (Getin Noble Bank oraz Kredyt Bank) miały współczynnik kapitałów własnych (Tier-1 ratio) poniżej 10% (odpowiednio 9,5% i 8,6%). W przypadku Kredyt Banku sytuacja wygląda korzystniej jeżeli uwzględnimy pożyczki podporządkowane, wtedy współczynnik wypłacalności wynosił 12,1% i był drugi najniższy po Getin Noble Banku (9,5%).

## CAR & Tier 1 : Porównanie naszych prognoz na 2012 z nowymi regulacjami



Źródło: DI BRE \*CAR — współczynnik wypłacalności; \*\* Tier-1 — współczynnik kapitałów własnych

### Duże zainteresowanie procesem sprzedaży Allianz Banku w Polsce – prasa

*Puls Biznesu* poinformował, że Allianz nie zamierza sprzedać tylko placówek Allianz Banku w Polsce (obecnie 56 oddziałów), ale cały bank. Zgodnie z informacjami dziennika, zainteresowanie bankiem jest znaczące. Przyglądały mu się już najprawdopodobniej Raiffeisen, HSBC, Credit Mutuel, Bank Polskiej Spółdzielczości, Alior oraz Leszek Czarnecki. Z jednej strony Allianz w Polsce posiada atrakcyjną sieć placówek. Z drugiej strony, jednak cały czas ponosi dotkliwe straty wynikające z rozbudowanej bazy kosztowej. Jego wskaźnik koszty/dochody kształtuje się na poziomie ok. 500%.

### BGŻ ma zadebiutować na GPW w przyszłym roku

*Dziennik Parkiet* donosi, że Skarb Państwa chce w przyszłym roku upublicznić BGŻ sprzedając swoje 37,28% udziału. Debiut ma się odbyć między 1 maja 2011 a 22 stycznia 2012, przy czym Minister Skarbu zapowiedział, że powinien się odbyć najpóźniej wiosną przyszłego roku. Większościowym udziałowcem BGŻ jest holenderski Rabobank, który kontroluje 59,35% udziałów w spółce. W 2009 bank zarobił 101 mln PLN (-53% R/R) generując ROE na poziomie 4,3%. W 1H 2010 zysk netto wyniósł 24 mln PLN, a ROE ok. 2%.

### BPH otrzymał 5-letnią pożyczkę od GE w wysokości 230 mln CHF

BPH poinformował, że w dniu 13 października zawarł umowę pożyczki z GE Money Bank o wartości 230 mln CHF (682 mln PLN). Pozyskane środki mają zostać przeznaczone na finansowanie kredytów udzielonych w toku zwykłej działalności. Umowa została zawarta na okres 5 lat.

### Pięć ofert na zakup Polbanku

*PAP* poinformował, powołując się na grecki portal Euro2day, że pięć banków złożyło oferty za zakup pakietu kontrolnego w Polbanku. Wśród zainteresowanych są m.in. Intensa Sanpaolo i BNP Paribas. Eurobank planuje sprzedać 50-75% udziałów w Polbanku.



## BZ WBK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 210,9 PLN Cena docelowa: 215,9 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 635,1	1 563,2	-4,4%	1 789,3	14,5%	1 740,4	-2,7%	Liczba akcji (mln)	73,1
Marża odsetkowa	3,3%	2,8%		3,2%		3,0%		MC (cena bieżąca)	15 411,7
WNDB	3 190,0	3 239,4	1,5%	3 465,2	7,0%	3 438,2	-0,8%	Free float	29,6%
Wynik operacyjny*	1 575,9	1 644,4	4,3%	1 773,9	7,9%	1 675,9	-5,5%		
Zysk brutto	1 210,6	1 163,0	-3,9%	1 308,3	12,5%	1 386,0	5,9%		
Zysk netto	855,4	886,2	3,6%	933,8	5,4%	1 047,7	12,2%		
ROE	18,4%	16,3%		14,9%		15,1%		Zmiana ceny: 1m	-2,0%
P/E	18,0	17,4		16,5		14,7		Zmiana ceny: 6m	9,0%
P/BV	3,1	2,6		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	29,8%
DPS	3,0	0,0		4,0		4,5		Max (52 tyg.)	220,9
Dyield (%)	1,4	0,0		1,9		2,1		Min (52 tyg.)	160,0

\* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla watorów BZ WBK oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 215,9 PLN, czyli cenę oczekiwanego wezwania (226,9 PLN) zdyskontowaną kosztem kapitału o 6 miesięcy. Ponieważ nie mamy żadnych podstaw, aby w chwili obecnej przypuszczać, że przejęcie BZ WBK przez Santander nie dojdzie do skutku, uważamy, że kurs akcji będzie poruszał się w trendzie bocznym do momentu ogłoszenia wezwania, konwersując wraz z upływem czasu do zapowiedzianej ceny wezwania. Jednocześnie zwracamy, że obecna cena akcji jest 7% powyżej naszej ceny docelowej wynikającej z wyceny metodą dochodową (197 PLN), czyli bez uwzględnienia 10% premii przejściowej.

### Santander złożył już wniosek do KNF o przejęcie BZ WBK, ale proces może się wydłużyć – prasa

*Parkiet* donosi, że Santander już złożył w KNF wniosek o zgodę na przejęcie BZ WBK. Ponadto, zgodnie z informacjami dziennika, proces uzyskania zgody może się wydłużyć do 9-12 miesięcy. Zgodnie z umową między Santanderem a AIB, Santander ma prawo do wyłącznych negocjacji w okresie siedmiu miesięcy od dnia nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy AIB, które tą transakcję zatwierdzi. Walne odbyło się 1 listopada. W konsekwencji transakcja powinna zakończyć się najpóźniej do końca maja 2011. Nasza obecna cena docelowa dla BZ WBK na poziomie 215,9 PLN zakłada, że do wezwania na 100% akcji dojdzie na przełomie pierwszego i drugiego kwartału 2011 po cenie 226,9 PLN. Jeżeli proces miałby się opóźnić o ok. pół roku i odbyć się na przełomie trzeciego i czwartego kwartału, to nasza wycena kształtowałaby się na poziomie ok. 205,4 PLN.



## Getin (Trzymaj)

Cena bieżąca: 11,45 PLN Cena docelowa: 10,4 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 017,7	977,5	-3,9%	1 305,2	33,5%	1 614,9	23,7%	Liczba akcji (mln)	712,4
Marża odsetkowa	4,1%	2,9%		3,4%		3,6%		MC (cena bieżąca)	8 157,2
WNDB	2 029,9	2 094,4	3,2%	2 455,9	17,3%	2 751,0	12,0%	Free float	44,3%
Wynik operacyjny*	1 079,6	1 199,9	11,1%	1 640,4	36,7%	1 662,2	1,3%		
Zysk brutto	700,6	357,5	-49,0%	449,4	25,7%	701,0	56,0%		
Zysk netto	508,5	276,0	-45,7%	405,9	47,1%	502,2	23,7%		
ROE	15,2%	7,4%		10,0%		11,1%		Zmiana ceny: 1m	9,0%
P/E	16,0	29,6		20,1		16,2		Zmiana ceny: 6m	11,8%
P/BV	2,3	2,1		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	3,8%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	11,5
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	7,8

\* przed kosztami rezerw



Getin Holding jest notowany na wskaźniku P/E na poziomie 20,1x na 2010 i 16,2x na 2011, czyli premią do średniej spółek porównywalnych, odpowiednio w wysokości z 10% i 9%. Chociaż uważamy, że Getin ze swoją bazą depozytów jest najlepiej pozycjonowany wśród spółek przez nas analizowanych na poprawę marży odsetkowej, dostrzegamy istne ryzyka związane z portfelem kredytów hipotecznych. W latach 2007-2008 średni udział rynkowy Getin Noble Banku w sprzedaży kredytów hipotecznych był 3,3x większy niż jego średni udział rynkowy po aktywach. Ponieważ jakość kredytów udzielonych w tym okresie pogarsza się najszybciej, dostrzegamy ryzyko, że koszty ryzyka w tym segmencie mogą być znacząco wyższe niż średnia w sektorze. Dodatkowo, spodziewamy się, że Getin Holding zaraportuje znaczący spadek zysku netto, -35% Q/Q, do poziomu 69 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### Open Finance sprzedał ok. 1,9 mld PLN kredytów hipotecznych w 3Q 2010

Puls Biznesu doniósł, że Open Finance mógł sprzedać blisko 1,9 mld PLN kredytów hipotecznych w 3Q 2010. Implikuje to dynamikę Q/Q na poziomie 23%, co jest wynikiem bardzo silnym mając na uwadze fakt, że w tym samym okresie rynek był najprawdopodobniej płaski.

### Zysk netto Getin Noble Banku ze sprzedaży TU Europy wyniesie ponad 70 mln PLN – prezes

Prezes Getin Noble Banku poinformował, że wpływ sprzedaży akcji TU Europy na wyniki banku w 3Q 2010 wyniesie ponad 70 mln PLN. W naszej opinii, wpływ transakcji sprzedaży akcji TU Europy na wyniki banku w 3Q 2010 może nawet sięgnąć 80 mln PLN. Niemniej jednak ten nadzwyczajny zysk nie zostanie odzwierciedlony w rachunku wyników Getin Holdingu. Transakcja ta będzie bezpośrednio wykazana w kapitałach własnych. W konsekwencji uważamy, że Getin Noble Bank może mieć wynik netto za 3Q 2010 nawet dwa razy większy niż prognozowany przez nas zysk netto dla Getin Holding (69 mln PLN).

### Getin Noble Bank rozważa emisję długu podporządkowanego do 500 mln PLN

Prezes Getin Noble Banku, Krzysztof Rosiński, powtórzył wcześniejsze zapowiedzi, że spółka rozważa emisję długu podporządkowanego, której wartość może wynieść do 500 mln PLN. Prezes dodał, że nie ma presji, żeby emisja doszła do skutku jeszcze w tym roku. Uważamy, że celem emisji jest podwyższenie współczynnika wypłacalności, który po 2Q 2010 wyniósł 9,5% i był najniższy wśród banków przez nas analizowanych. W naszej opinii, koszt takiego finansowania może sięgnąć ok. 400pb ponad WIBOR.

### Getin Noble Bank rozważa upublicznienie Open Finance

Krzysztof Rosiński potwierdził wcześniejsze doniesienia prasowe, że Getin Noble Bank rozważa upublicznienie Open Finance, największego w Polsce pośrednika finansowego. Debiut miałby się odbyć w 1H 2011. Szefem Open Finance ma być Krzysztof Spyra, obecnie Członek Zarządu Getin Noble Banku. W naszej opinii, bank rozważa sprzedaż pakietu mniejszościowego, co z jednej strony pozwoli poprawić współczynnik wypłacalności banku, a z drugiej utrzymać kontrolę nad spółką. Open Finance zarobił 65 mln PLN (+160% R/R) w 2009 i 33 mln PLN w 1H 2010 (-22% R/R) w 1H 2010. Przyjmując za punkt odniesienia wycenę Fioletu, 12,5x P/E na 2009, implikowana wartość Open Finance to 816 mln PLN.

### Getin Holding kupił 57% akcji w Fiolet PDK i teraz kontroluje pośrednika finansowego w 100%

Getin Holding poinformował, że w dniu 7 października nabył 57,06% akcji spółki Fiolet Powszechny Dom Kredytowy (Fiolet PDK) i obecnie posiada 100% udziału w kapitale firmy.

Cena zakupu pakietu wyniosła 114,1 mln PLN. Zbywcą pakietu był Leszek Czarnecki oraz spółki z nim powiązane (LC Corp BV oraz RB Investcom). W 2009 Fiolet zrobił 16 mln PLN (-50% R/R), co implikuje historyczny wskaźnik P/E na poziomie 12,5x. Cena transakcyjna jest nieznacznie wyższa (3%) niż cena z transakcji z sierpnia 2010, w której Getin Holding odkupił 10,1% udziałów w spółce Fiolet PDK od Polish Purple Investments. Z drugiej strony, cena jest 3,6x wyższa niż cena implikowana przez transakcję z sierpnia 2009, w której Getin Holding odkupił 7,2% akcji spółki od LC Corp BV (wtedy cena była równa wartości nominalnej).

### **Getin Holding zawarł umowę przedwstępną zakupu 76% kapitału w banku rosyjskim za 3,5 mln PLN**

Getin Holding poinformował, że jego spółka zależna, Carcade, zawarła umowę przedwstępną nabycia 75,64% kapitału banku prowadzącego działalność na rynku rosyjskim za 3,5 mln PLN. Zawarcie ostatecznych umów jest uzależnione od ziszczenia się określonych w umowach warunków, w szczególności uzyskania wszelkich zgód i zezwoleń od organów nadzorujących rynek bankowy, w tym od Banku Centralnego Federacji Rosyjskiej. Getin nie ujawnił ani nazwy przejmowanej instytucji ani jej podstawowych danych finansowych. Mając na uwadze wartość transakcji, w naszej opinii Getin Holding kupuje przede wszystkim licencję bankową. Zakup banku w Rosji pozwoli rozszerzyć działalność grupy Getin (głównie leasing) na tamtym rynku o kredyty samochodowe. Obecnie Carcade ma 50 placówek w Federacji Rosyjskiej i zamierza utworzyć kilka kolejnych jeszcze w tym roku.

### **Idea Bank, nowy bank Getin Holdingu ma wystartować w styczniu 2011**

*Puls Biznesu* donosi, że nowy bank w ramach struktur Getin Holdingu wystartuje w styczniu 2011. Na bazie licencji GMAC (banku samochodowego kupionego przez Getin Noble Bank), zostanie utworzony Idea Bank, który będzie oferował produkty segmentowi MSP (przede wszystkim dla mikrofirm zatrudniających kilku pracowników, ale również dla osób prowadzących działalność gospodarczą). Bank ma zaoferować kompleksową obsługę, obejmującą doradztwo księgowo, finansowe, prawne i podatkowe. Jego ramieniem sprzedażowym i akwizycyjnym ma być Tax Care, sieć doradztwa podatkowego i finansowego dla MSP należąca do Leszka Czarneckiego. Szefem projektu jest Jarosław Augustyniak, do niedawna pierwszy Wiceprezes Getin Noble Banku.

### **Leszek Czarnecki zainteresowany placówkami Allianz Banku w Polsce**

*Puls Biznesu* doniósł, że Leszek Czarnecki rozważa zakup sieci placówek Allianz Banku (56 oddziałów). Placówki miałyby zasilić sieć Tax Care, firmy doradztwa podatkowo-księgowego, która należy do Leszka Czarneckiego (jest poza strukturami Getin Holdingu) i obecnie posiada 10 oddziałów. Tax Care ma być ważnym narzędziem akwizycyjnym powstającego w strukturach Getin Holdingu Idea Banku. Wcześniej prasa informowała, że każda placówka Allianz Banku może być warta ok. 0,5 mln PLN, co implikuje wartość całej sieci na ok. 28 mln PLN.

### **Celem Getin Holdingu na 2011 nie jest dalsza poprawa efektywności – Czarnecki**

Leszek Czarnecki, Przewodniczący Rady Nadzorczej Getin Holdingu, poinformował, że celem grupy na 2011 nie będzie dalsze zwiększanie efektywności kosztowej. Potwierdził, że na chwilę obecną nie ma planów upublicznienia Getinu International. Wskaźnik koszty/dochody dla Getin holdingu po 1H 2010 wyniósł 35,6% i spadł o 168pb. R/R. Nasze prognozy dla grupy zakładają, że w 2H 2010 wskaźnik koszty/dochody wyniesie 37,9%, a w całym 2011 39,7%. W naszej opinii grupa, a przede wszystkim Getin Noble Bank, w 2011 skoncentruje się na poprawie marży odsetkowej i zarządzaniem ryzykiem kredytowym. Oczekujemy, że marża odsetkowa będzie się rozszerzać (o 27pb. R/R do 3,62%) dzięki poprawie marży depozytowej, a koszty ryzyka spadną o 122pb. R./R do 287pb.





## Handlowy (Trzymaj)

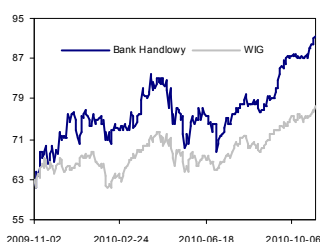
Cena bieżąca: 91,55 PLN Cena docelowa: 87 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 365,8	1 505,4	10,2%	1 503,9	-0,1%	1 550,8	3,1%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	3,4%	3,8%		3,9%		3,8%		MC (cena bieżąca)	11 961,9
WNDB	2 312,8	2 418,4	4,6%	2 542,3	5,1%	2 671,9	5,1%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	909,6	1 200,6	32,0%	1 174,0	-2,2%	1 257,3	7,1%		
Zysk brutto	759,2	655,3	-13,7%	906,1	38,3%	1 111,9	22,7%		
Zysk netto	600,4	504,4	-16,0%	715,8	41,9%	889,5	24,3%		
ROE	10,7%	8,5%		11,3%		13,3%		Zmiana ceny: 1m	4,6%
P/E	19,9	23,7		16,7		13,4		Zmiana ceny: 6m	19,7%
P/BV	2,1	1,9		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	43,3%
DPS	4,8	0,0		3,8		3,8		Max (52 tyg.)	91,6
Dyield (%)	5,2	0,0		4,1		4,2		Min (52 tyg.)	63,9

\* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Handlowego i 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 87 PLN w oczekiwaniu na potencjalne pozytywne zaskoczenia w wynikach za 3Q 2010. Oczekujemy zysku netto na poziomie 179 mln PLN (-10% Q/Q). Spodziewamy się znacznego spadku salda rezerw (-27% Q/Q), co byłoby potwierdzeniem naszych założeń odnośnie prognoz zysku na 2011 (+24% R/R względem +15% R/R w sektorze). W naszej opinii, Handlowy jako jeden z pierwszych banków może odnotować skokową poprawę wskaźników jakości portfela kredytowego i przez to spadek salda rezerw. Bank obecnie jest notowany na wskaźniku P/E na poziomie 16,7x na 2010 i 13,4x na 2011, odpowiednio 11% i 12% poniżej średniej dla spółek porównywalnych.

### Handlowy sprzedał 125 mln PLN wierzytelności detalicznych

Prezes GPW Vindexus (fundusz windykacyjny) poinformował, że Handlowy sprzedał 125 mln PLN wierzytelności z tytułu umów kredytowych klientów detalicznych. Uważamy, że transakcja będzie miała ograniczony wpływ na rachunek wyników banku w 4Q 2010. Niemniej jednak, wartość transakcji ma równowartość 6% kredytów z utratą wartości (na koniec 2Q 2010) i na bazie pro-forma przełoży się na 80pb. spadku w udziale kredytów z utratą wartości.

### Fitch umieścił rating wsparcia na liście obserwacyjnej z możliwością obniżenia

Agencja ratingowa Fitch poinformowała, że obecny rating wsparcia dla Handlowego na poziomie '1' został umieszczony na liście obserwacyjnej z możliwością obniżenia. Jest to konsekwencja umieszczenia ratingu długoterminowego Citigroup na liście obserwacyjnej z możliwością obniżenia.



## ING BSK (Trzymaj)

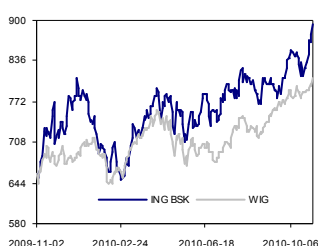
Cena bieżąca: 892,5 PLN Cena docelowa: 815 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	1 252,6	1 416,8	13,1%	1 607,4	13,5%	1 676,2	4,3%	Liczba akcji (mIn)	13,0
Marża odsetkowa	2,1%	2,2%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	11 611,4
WNDB	2 060,5	2 488,3	20,8%	2 652,3	6,6%	2 769,6	4,4%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	580,4	990,7	70,7%	1 095,9	10,6%	1 185,9	8,2%		
Zysk brutto	563,1	738,3	31,1%	956,2	29,5%	1 059,2	10,8%		
Zysk netto	445,4	595,1	33,6%	769,8	29,4%	847,4	10,1%		
ROE	11,1%	13,1%		14,6%		14,2%		Zmiana ceny: 1m	6,3%
P/E	26,1	19,5		15,1		13,7		Zmiana ceny: 6m	17,5%
P/BV	2,8	2,4		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	33,4%
DPS	11,7	0,0		0,0		20,7		Max (52 tyg.)	892,5
Dyield (%)	1,3	0,0		0,0		2,3		Min (52 tyg.)	650,0

\* przed kosztami rezerw



W oczekiwaniu na wyniki ING BSK za 3Q 2010, które najprawdopodobniej wykażą zarówno spadek marży odsetkowej jak i rosące koszty ryzyka Q/Q, podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj. Choć bank jest notowany z dyskontem na P/E względem spółek porównywalnych (jego wartość znacząco spada z 20% w 2010 do 10% w 2011), uważamy, że jest to wycena bliska wartości godziwej. Oczekujemy, że bank dostarczy niższą niż średnia w sektorze dynamikę zysków w latach 2011-2012, co wynika z relatywnie ograniczonych możliwości spadku salda rezerw. Ponadto, w naszych prognozach bierzemy pod uwagę fakt, że w środowisku rosnących stóp procentowych, bank ze swoim portfelem dłużnych papierów wartościowych będzie poprawiał marżę depozytową wolniej niż średnia w sektorze.



## Kredyt Bank (Trzymaj)

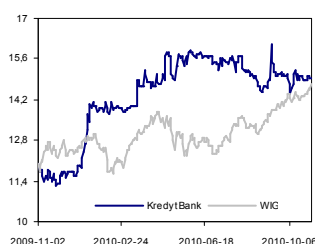
Cena bieżąca: 14,91 PLN Cena docelowa: 15,2 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-15

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 059,9	1 061,2	0,1%	1 120,8	5,6%	1 196,4	6,7%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkowa	3,2%	2,7%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	4 050,4
WNDB	1 585,9	1 530,4	-3,5%	1 571,9	2,7%	1 669,6	6,2%	Free float	12,8%
Wynik operacyjny*	531,3	848,1	59,6%	689,5	-18,7%	743,9	7,9%		
Zysk brutto	421,1	46,7	-88,9%	254,9	446,4%	392,5	54,0%		
Zysk netto	324,9	34,6	-89,4%	198,9	475,4%	314,0	57,9%		
ROE	13,2%	1,3%		7,3%		10,4%		Zmiana ceny: 1m	-0,3%
P/E	12,5	117,2		20,4		12,9		Zmiana ceny: 6m	-5,0%
P/BV	1,5	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	26,7%
DPS	0,5	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	16,1
Dywid (%)	3,5	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,2

\* przed kosztami rezerw



**W oczekiwaniu na publikację wyników za 3Q 2010 (spodziewamy się 45 mln PLN zysku netto), podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 15,2 PLN. W naszej prognozie zysku na 2011 na poziomie 314 mln PLN, bank jest wyceniany na relatywnie niskim wskaźniku P/E na poziomie 12,9x, czyli 16% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. Z drugiej strony, zwracamy uwagę, że nasze prognozy zakładają relatywnie silny wzrost wyniku prowidynowego (6% R/R), a ten obecnie (wyniki za 2Q 2010 oraz prognoza na 3Q 2010) pozostaje rozczarowujący.**

### Poprawa wyniku netto Q/Q w 3Q 2010, ale rezerwy detaliczne nadal rosną

Prezes Kredyt Banku, Maciej Bardan, poinformował, że wynik netto banku za 3Q 2010 będzie lepszy niż wynik w kwartale wcześniejszym, pomimo wzrostu rezerw w segmencie detalicznym. Ponadto, dodał, że bank przedstawi strategię do 2012 najwcześniej przy okazji publikacji wyników za 3Q 2010. Oczekujemy, że wynik netto w 3Q 2010 w Kredyt Banku wzrośnie do 45 mln PLN z 15 mln PLN w 2Q 2010. W naszej opinii, głównym czynnikiem poprawy Q/Q będzie spadek salda rezerw. Chociaż spodziewamy się, że rezerwy w segmencie detalicznym wzrosną o 8 mln PLN Q/Q do 100 mln PLN, oczekujemy większego spadku w segmencie korporacyjnym, o 34 mln PLN do 10 mln PLN.

### Kredyt Bank sprzedał 735 mln PLN hipotek w 3Q 2010

Dyrektor Bankowości Detalicznej w Kredyt Bank, poinformował, że bank sprzedał 735 mln PLN kredytów hipotecznych w 3Q 2010 (-22% Q/Q). Chociaż podkreślił, że nadal jest większa dynamika wzrostów depozytów detalicznych niż kredytów, wskaźnik kredytów/depozytów nadal pozostanie powyżej 100%. Ponadto, bank zapowiedział nową kampanię depozytową w 4Q 2010, której celem jest pozyskanie 600 mln PLN środków netto.

### Kredyt Bank chce pozyskać przynajmniej 3 tys. klientów MŚP w 2011

Wiceprezes Kredyt Banku, Krzysztof Kokot, poinformował, że w 2011 bank chce pozyskać co najmniej 3 tysiące nowych klientów z sektora MŚP. Jednocześnie bank podtrzymał wcześniejsze zapowiedzi o pozyskaniu minimum 2,5 tysiąca klientów MŚP w 2010. Kredyt Bank jest zadowolony z wyniku zanotowanego od początku roku i wskazuje, że jeżeli tempo zostanie utrzymane, prognozy zostaną zweryfikowane w górę. W chwili obecnej klienci segmentu MŚP są zainteresowani przede wszystkim ofertą rachunków, leasingiem, transakcjami wymiany walut. Akcja kredytowa rozwija się wolniej niż wcześniej zakładano. Na koniec 2Q 2010, Kredyt Bank obsługiwał 15 427 klientów segmentu MŚP (+3% lub +454 firm od początku roku). Wartość kredytów wyniosła 1,1 mld PLN (+6,5% YTD), a depozytów 2,7 mld PLN (+14,2% YTD). Kredyty stanowiły 3,8% portfela kredytowego banku, a depozyty 10,4% bazy depozytowej na koniec 2Q 2010.

### Czeski Home Credit potencjalnie zainteresowany zakupem Żagla

*Puls Biznesu* doniósł, że czeski Home Credit (kontrolowany przez Petera Kellnera) jest zainteresowany zakupem Żagla, pośrednika finansowego. Home Credit jest pośrednikiem finansowym specjalizującym się w pożyczkach gotówkowych. Spółka działa na sześciu rynkach: Czechy, Słowacja, Ukraina, Rosja, Kazachstan i Wietnam. Żagiel w 4Q 2009 został wydzielony z grupy Kredyt Banku i sprzedany za 350 mln PLN do KBC. Zgodnie z umową zawartą między Kredyt Bankiem a KBC, jeżeli KBC sprzeda Żagla powyżej 350 mln PLN, to nadwyżka zostanie przekazana Kredyt Bankowi (po potrąceniu podatków i opłat). Z drugiej strony jeżeli KBC sprzeda Żagla poniżej 350 mln PLN, ryzyko Kredyt Banku jest ograniczone do 10% ceny sprzedaży. Nasze prognozy finansowe dla Kredyt Banku nie zawierają żadnych dodatkowych przychodów lub kosztów (poza tym już poniesionymi) z tytułu transakcji sprzedaży Żagla.



## Millennium (Redukuj)

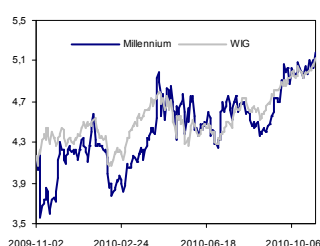
Cena bieżąca: 5,18 PLN    Cena docelowa: 4,6 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	934,7	598,5	-36,0%	902,5	50,8%	1 020,7	13,1%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkowa	2,4%	1,3%		2,0%		2,1%		MC (cena bieżąca)	6 283,9
WNDB	1 827,1	1 434,2	-21,5%	1 662,0	15,9%	1 823,9	9,7%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	656,4	431,0	-34,4%	603,4	40,0%	708,5	17,4%		
Zysk brutto	521,3	1,9	-99,6%	358,7	19033,0%	491,4	37,0%		
Zysk netto	413,0	1,5	-99,6%	286,1	19037,0%	393,1	37,4%		
ROE	15,5%	0,1%		8,3%		9,1%		Zmiana ceny: 1m	3,0%
P/E	10,7	2 942,3		22,0		16,0		Zmiana ceny: 6m	10,9%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	23,9%
DPS	0,2	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	5,2
Dywid (%)	3,7	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,6

\* przed kosztami rezerw



Po publikacji wyników za 3Q 2010, które były zgodne z naszymi oczekiwaniami, utrzymujemy naszą rekomendację redukuj z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 4,60 PLN. Pomimo tego, że oczekujemy wzrostu zysków w 2011 znacznie powyżej średniej dla sektora (37% vs. 15%), uważamy, że ta poprawa jest więcej niż odzwierciedlona w obecnej wycenie. Millennium jest wyceniany na 2011 P/E na poziomie 16,0x, czyli 7% powyżej średniej dla spółek porównywalnych. Nasze prognozy długoterminowe zakładają, że bank poprawi marżę depozytową w większym stopniu niż wynika to z założonej skali wzrostu rynkowych stóp procentowych. Z drugiej strony, zwracamy uwagę na potencjalne ryzyko związane z portfelem hipotecznym. W latach 2007-2008 średni udział rynkowy Millennium w sprzedaży kredytów hipotecznych był 2,8x większy niż jego średni udział rynkowy po aktywach. Ponieważ jakość kredytów udzielonych w tym okresie pogarsza się najszybciej, dostrzegamy ryzyko, że koszty ryzyka w tym segmencie mogą być wyższe niż średnia w sektorze. Oznacza to, że nie oczekujemy aby obecna sytuacja, czyli rozwiązywanie rezerw IBNR na portfel kredytów hipotecznych, była kontynuowana w przyszłości.

### Zysk netto za 3Q 2010 na poziomie 76 mln PLN bliski naszym i rynkowym oczekiwaniom

Millennium zarobiło 76 mln PLN zysku netto w 3Q 2010 (+10% Q/Q), co okazało się wynikiem o 4% gorszym niż nasze prognozy (79 mln PLN), ale 6% wyższym niż konsensus rynkowy (72 mln PLN). Lepszym od oczekiwań był wynik odsetkowy i saldo rezerw, odpowiednio 4% powyżej i 6% poniżej naszych prognoz. Z drugiej strony, wynik handlowy był rozczarowująco niski, 20% poniżej oczekiwań. Pomimo, że zysk okazał się lekko poniżej naszych oczekiwań, uważamy, że struktura wyników jest nieznacznie lepsza od prognozowanej. Pozytywnie oceniamy przede wszystkim skalę odbicia marży odsetkowej. Chociaż niższe od prognozowanych koszty ryzyka wydają się również pozytywnym sygnałem, zwracamy uwagę, że bank drugi kwartał z rzędu rozwiązywał rezerwy IBNR.

### Millennium rozważa emisję euroobligacji w 2011

Prezes Millennium, Bogusław Kott, poinformował, że bank rozważa emisję euroobligacji w następnym roku. Celem emisji miałyby być dywersyfikacja źródeł finansowania, w tym zapewnienie stabilnego źródła finansowania w walucie obcej dla istniejącego portfela kredytów walutowych. Spółka nie poinformowała jaką kwotę wartości emisji rozważa.

### Głównym czynnikiem poprawy marży odsetkowej będą podwyżki stóp procentowych

Prezes Millennium, Bogusław Kott, poinformował, że przy obecnym poziomie rynkowych stóp procentowych dalszy potencjał poprawy marży odsetkowej jest ograniczony. Zdaniem Zarządu banku marża odsetkowa będzie się poprawiać razem ze wzrostem rynkowych stóp procentowych dzięki poprawie marży depozytywnej, głównie na rachunkach bieżących. W naszych obecnych założeniach odnośnie rozwoju marży odsetkowej w 2011 przyjmujemy, że marża depozytywa będzie poprawiać w większej skali niż wynosi skala założonego wzrostu rynkowych stóp procentowych. Przyjęliśmy, że Millennium będzie efektywnie obniżać nominalne oprocentowanie depozytów terminowych, które musiało gwałtownie podnieść w 1H 2009 w okresie tzw. wojny depozytywnej. W konsekwencji oczekujemy 13pb. poprawy marży odsetkowej R/R do 2,12%.



## Pekao (Sprzedaj)

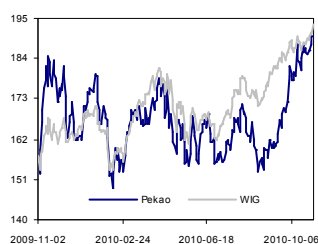
Cena bieżąca: 190 PLN    Cena docelowa: 145 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 509,5	3 802,3	-15,7%	4 143,4	9,0%	4 359,8	5,2%	Liczba akcji (mln)	262,3
Marża odsetkowa	3,5%	2,9%		3,1%		3,2%		MC (cena bieżąca)	49 844,2
WNDB	7 685,8	7 062,5	-8,1%	7 259,6	2,8%	7 666,4	5,6%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	4 480,5	3 467,0	-22,6%	3 674,5	6,0%	3 982,0	8,4%		
Zysk brutto	4 346,0	2 997,5	-31,0%	3 213,9	7,2%	3 587,5	11,6%		
Zysk netto	3 528,0	2 411,7	-31,6%	2 584,0	7,1%	2 897,2	12,1%		
ROE	23,0%	14,1%		13,4%		13,8%		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/E	14,1	20,7		19,3		17,2		Zmiana ceny: 6m	15,2%
P/BV	3,1	2,7		2,5		2,3		Zmiana ceny: 12m	13,9%
DPS	9,6	0,0		2,9		5,9		Max (52 tyg.)	190,0
Dywid (%)	5,1	0,0		1,5		3,1		Min (52 tyg.)	148,3

\* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą 9-miesięczną cenę docelową dla Pekao na poziomie 145 PLN i jednocześnie obniżamy naszą rekomendację do sprzedaj z redukcją, po tym jak kurs akcji wzrósł 6% w przeciągu miesiąca. Nasza prognoza zysku na 2011, 2,9 mld PLN (+12% Q/Q) bazuje na założeniu, że bank utrzyma swoją obecną strukturę organizacyjną (brak dezinwestycji i akwizycji), portfel kredytów wzrośnie o 8% R/R, marża odsetkowa wzrośnie o 6pb. R/R do poziomu 3,2%, wskaźnik koszty/dochody poprawi się o 134pb. R/R do 48,5% oraz koszty ryzyka spadną o 12pb. R/R do 54pb. Przy takich założeniach, Pekao jest notowany na P/E na poziomie 17,2x, 17% powyżej średniej dla spółek porównywalnych oraz 7% powyżej PKO BP. W naszej opinii, tak duża premia na wskaźnikach jest nieusprawiedliwiona oczekiwanym tempem poprawy zysków. Nasz model wyceny metodą dochodową wskazuje, że musielibyśmy założyć długoterminowe ROE na poziomie 20% (względem 15,1% obecnie), aby uzasadnić obecną wycenę rynkową. Implikuje to, że przy założeniu stopy wypłaty dywidendy na poziomie 60%, zysk w 2012 musiałby sięgnąć 4,6 mld PLN, czyli 36% powyżej naszej obecnej prognozy.

### UniCredit rozważa sprzedaż Pioneer Global Asset Management

Parkiet poinformował, że UniCredit rozważa sprzedaż część swoich udziałów w Pioneer Global Asset Management. Zgodnie z informacjami dziennika wśród zainteresowanych podmiotów jest BNP Paribas oraz Amundi (spółka zarządzająca aktywami powstała w wyniku współpracy Credit Agricole i Societe Generale). Pioneer Pekao TFI obecnie zarządza aktywami o wartości 17 739 mln PLN (na koniec września 2010). TFI należy do Pioneer Pekao Investment Management, którego udziałowcami są Pioneer Global AM (51%) oraz Pekao (49%). Transakcja sprzedaży BZ WBK AIB Asset Management przez AIB do Santanderu implikuje cenę na poziomie ok. 10% zarządzanych aktywów. Oznacza to, że Pioneer Pekao TFI może być warte ok. 1 774 mln PLN, a udział Pekao ok. 870 mln PLN. Uważamy, że na chwilę obecną jest większa szansa, że Pekao sprzeda swój udział, niż że odkupi 51% udziałów od Pioneer Global AM.



## PKO BP (Trzymaj)

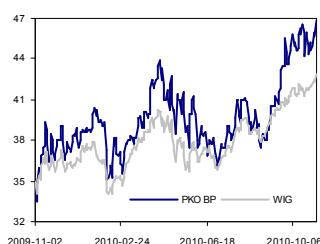
Cena bieżąca: 46,81 PLN Cena docelowa: 43,8 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	6 127,3	5 051,2	-17,6%	6 434,5	27,4%	6 846,4	6,4%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	5,0%	3,5%		4,0%		3,9%		MC (cena bieżąca)	58 512,5
WNDB	9 096,7	8 607,0	-5,4%	9 910,7	15,1%	10 358,8	4,5%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	5 092,1	4 624,0	-9,2%	5 737,4	24,1%	5 906,5	2,9%		
Zysk brutto	3 977,3	2 943,3	-26,0%	4 062,7	38,0%	4 528,6	11,5%		
Zysk netto	3 120,7	2 305,5	-26,1%	3 213,1	39,4%	3 626,9	12,9%		
ROE	24,1%	13,4%		15,3%		16,0%		Zmiana ceny: 1m	2,1%
P/E	15,0	25,4		18,2		16,1		Zmiana ceny: 6m	14,7%
P/BV	3,4	2,9		2,7		2,5		Zmiana ceny: 12m	30,0%
DPS	1,1	1,0		1,9		1,0		Max (52 tyg.)	46,8
Dywid (%)	2,3	2,1		4,1		2,2		Min (52 tyg.)	35,1

\* przed kosztami rezerw



Po zaraportowaniu mocnych wyników za 3Q 2010 (zgodnych z naszymi oczekiwaniami), **podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla walorów PKO BP.** Obecnie bank jest wyceniany na 16,1x P/E na 2011, czyli z 8% premią do średniej spółek porównywalnych oraz z 6% dyskontem do Pekao. Chociaż uważamy, że PKO BP podchodzi konserwatywnie do tworzenia rezerw, i dzięki temu jest pole do znacznej poprawy wyników w 2011, jednocześnie wskazujemy na ryzyko znacznej podaży akcji ze strony Skarbu Państwa.

### Zysk netto za 3Q 2010 w wysokości 847 mln PLN, zgodny z oczekiwaniami, pomimo wpływu negatywnych transakcji jednorazowych

PKO BP zaraportował zysk netto za 3Q 2010 w wysokości 847 mln PLN (+8% Q/Q oraz +33% R/R), co było wynikiem zgodnym z oczekiwaniami naszymi (848 mln PLN) oraz rynkowymi (852 mln PLN). Negatywny wpływ na wynik netto miały transakcje jednorazowe, odpis aktualizacyjny na Bank Poczty w wysokości 48,6 mln PLN oraz na aktywa trwałe w wysokości 16,2 mln PLN. Korygując zaraportowany zysk netto o wpływ tych transakcji, wynik netto wyniósłby ok. 912 mln PLN i byłby 8% wyższy niż nasza prognoza. Pozytywne zaskoczenie wynika w przeważającej części z bardzo dobrego wyniku z tytułu wymiany, który wyniósł 126 mln PLN (+83% Q/Q oraz 68% powyżej naszych prognoz). Ponadto, zwracamy uwagę, że bank dokonał jeszcze jednej operacji, która nie miała wpływu na wynik netto, ale zakłóciła strukturę wyników. Zarówno wynik odsetkowy, jak i saldo rezerw było zawyżone o ok. 41 mln PLN z tytułu przeksięgowania odsetek zastrzeżonych. Wyniki oceniamy pozytywnie.

### Zysk netto w 2010 przekroczy 3 mld PLN, a w 2011 wzrost będzie dwucyfrowy

W trakcie konferencji po wynikach kwartalnym Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, stwierdził, że zysk netto w 2010 najprawdopodobniej przekroczy wartość 3 mld PLN. Dodał również, że oczekuje dwucyfrowego wzrostu zysku w 2011. Nasza całoroczna prognoza na 2010 (3 213 mln PLN) implikuje zysk w 4Q 2010 na poziomie 864 mln PLN (+2% Q/Q). W naszej opinii jest to prognoza realistyczna. W 2011 oczekujemy wzrostu zysku netto na poziomie 13% R/R do 3,6 mld PLN.

### Kredyty w 2011 wzrosną w tempie dwucyfrowym, powyżej średniej dla rynku

Zarząd banku PKO BP stwierdził, że spodziewa się utrzymania dwucyfrowego tempa wzrostu portfela kredytowego, przy czym powtórzenie dynamiki na poziomie 14% R/R będzie zadaniem ambitnym. Dodatkowo, Zarząd poinformował, że zamierza zwiększać portfel kredytów w szybszym tempie niż średnia w sektorze. PKO BP oczekuje wzrostu kredytów korporacyjnych w sektorze o ok. 5% oraz kredytów detalicznych o ok. 8-9% w 2011. W naszych obecnych prognozach zakładamy 9% wzrostu kredytów w PKO BP w 2011.

### PKO BP zamierza utrzymać wskaźnik kredyty/depozyty na poziomie ok. 95%, ale korygując saldo depozytów o euroobligacje

Prezes PKO BP potrzywał wcześniejsze deklaracje odnośnie wskaźnika kredyty/depozyty na poziomie ok. 95%. Jednocześnie dodał, że po tym jak bank wyemitował euroobligacje, należy powiększyć mianownik tego równania o wartość wyemitowanych obligacji (800 mln EUR).

### PKO BP oczekuje stabilizacji salda rezerw w 4Q 2010

Wiceprezes Zarządu, Krzysztof Dresler, stwierdził, że wyniki banku za październik sugerują, że należy spodziewać się stabilizacji salda rezerw Q/Q w 4Q 2010. Jednocześnie wskazał, że istnieją przesłanki, aby oczekiwać spadających rezerw w kolejnych kwartałach.

### **PKO BP uplasowało 800 mln EUR 5-letnich euroobligacji ze stałym kuponem w wysokości 3,733%**

W dniu 12 października PKO BP przeprowadziło proces emisji 800 mln EUR 5-letnich obligacji w ramach 3 mld EUR programu zapowiedzianego w 2008. Cena została ustalona na 185pb ponad 5-letni EUR swap, czyli stały kupon wyniesie 3,733%. Wiceprezes, Jakub Papierski, poinformował, że popyt przekroczył 1 mld EUR. W naszej opinii cena jaką zgodzono się zapłacić jest rozsądna, mając na uwadze spread jaki można uzyskać na obligacjach skarbowych o podobnym terminie zapadalności (ok. 75pb). Fakt, że zdecydowano się sprzedać całą transzę, naszym zdaniem świadczy, że bank był usatysfakcjonowany ceną.

### **Skarb Państwa może obniżyć swój udział do 25% w 2011 i dalej do zera w ciągu kilku lat**

Szef Rady Gospodarczej przy premierze, Jan Krzysztof Bielecki, powiedział, że nie można wykluczyć, że w ciągu kilku lat rząd wycofa się z akcjonariatu PKO BP. Ponadto Bielecki stwierdził, że Skarb Państwa może obniżyć swój udział w banku do 25% już w przyszłym roku. Chociaż rząd zapowiadał już wcześniej, że rozważa obniżenie swojego udziału do 25%, informacja, że może całkowicie wyjść z PKO BP może mieć negatywny wpływ na kurs akcji w krótkim terminie. Na chwilę obecną nic nie wskazuje na to, żeby Skarb Państwa rozważał sprzedaż PKO BP akcjonariuszowi strategicznemu, co byłoby informacją pozytywną.

### **PKO BP wypłaci dywidendę za 2009**

PKO BP poinformował, że wypłaci dywidendę za 2009 w wysokości 1,90 PLN brutto na akcję. Wypłata dywidendy nastąpi w dniu 20 grudnia. Obecnie PKO BP handluje się już bez praw do tej dywidendy.

### **Prezes nie wyklucza akwizycji w przyszłości, ale aktywa nie mogą być mniejsze niż 20 mld PLN**

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, zapowiedział w wywiadzie dla *Pulsu Biznesu*, że bank będzie się przyglądał możliwościom awizacyjnym zarówno w Polsce jak i za granicą, przy czym Polska jest rynkiem najważniejszym. Prezes sprecyzował, że przejmowane aktywa musiałyby być nie mniejsze niż 20 mld PLN (czyli z udziałem rynkowym przynajmniej na poziomie 1,8%). W konsekwencji, w kręgu potencjalnego zainteresowania banku jest pierwsza piętnastka banków w Polsce.



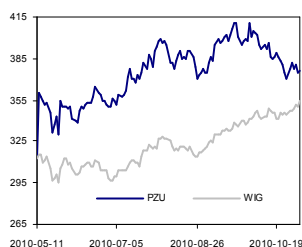
## PZU (Zawieszona)

Cena bieżąca: 376 PLN    Cena docelowa: -

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-04

(m ln PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Składka brutto:	14 563,1	14 362,7	-1,4%	14 503,7	1,0%	15 281,9	5,4%	Liczba akcji (mln)	86,4
majątkowa	8 433,0	8 021,9	-4,9%	7 781,8	-3,0%	8 158,2	4,8%	MC (cena bieżąca)	32 468,5
życiowa	6 130,2	6 340,8	3,4%	6 340,8	0,0%	6 721,9	6,0%	Free float	37,7%
Przychody ogółem	15 203,5	18 295,1	20,3%	17 063,1	-6,7%	17 992,2	5,4%		
Zysk brutto	2 347,5	4 535,9	93,2%	2 783,7	-38,6%	3 310,5	18,9%		
Zysk netto	2 329,7	3 762,9	61,5%	2 261,0	-39,9%	2 690,1	19,0%		
ROE	12,5%	24,5%		19,7%		20,7%		Zmiana ceny: 1m	-6,7%
P/E	13,9	8,6		14,4		12,1		Zmiana ceny: 6m	5,3%
P/BV	1,6	2,9		2,6		2,3		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		10,9		11,8		Max (52 tyg.)	411,0
Dywid (%)	0,0	0,0		2,9		3,1		Min (52 tyg.)	312,5



**W związku z aktualizacją prognoz i rekomendacji. Rekomendacja dla PZU pozostaje zawieszona.**

### Dochody ubezpieczeniowe w 3Q względem 2Q 2010 znacząco się nie zmieniły

Dyrektor ds. finansów w PZU, Przemysław Dąbrowski, poinformował, że rok 2010 jest podobny do 2009 jeśli chodzi o trendy dochodów ubezpieczeniowych, a sytuacja w 3Q w porównaniu z 2Q 2010 znacząco się nie zmieniła. Ponadto, stwierdził, że proces restrukturyzacji (zwolnienia grupowe) został zakończony. Chociaż zwolniono mniej niż 2 079 osób, cele które zostały ogłoszone zostały osiągnięte. Wyniki 3Q 2010 nie będą zakłócone zdarzeniami nadzwyczajnymi po stronie kosztowej.

### Eureko może sprzedać swój pakiet w listopadzie – prasa

*Dziennik Parkiet* donosi, że Eureko może sprzedać swój pakiet akcji w PZU jeszcze w listopadzie, zaraz po wygaśnięciu lock-up'u (180 dni od 12 maja). Eureko posiada 11,23 mln akcji, które uprawniają do 12,3% głosów.

### Skarb Państwa obecnie nie rozważa zmiany polityki dywidendowej spółki

Minister Skarbu, Aleksander Grad, poinformował, że Skarb Państwa nie planuje zmieniać polityki dywidendowej PZU zakładającej obecnie przeznaczenie na dywidendę 25-45% zysku rocznego. Z drugiej strony zaznaczył, że jeżeli Zarząd i Rada Nadzorcza będą miały inne propozycje w tej kwestii, to Skarb Państwa je rozważy. Prezes PZU informował wcześniej, że polityka dywidendowa może być zmieniona w górę. Zarząd spółki jeszcze w 2010 roku ma rozmawiać z Radą Nadzorczą na ten temat.

### PZU ma powołać Członka Zarządu do spraw finansowych do końca roku

Przewodnicząca Rady Nadzorczej PZU, Marzena Piszczek, liczy, że skład Zarządu zostanie uzupełniony o Członka do spraw finansowych do końca tego roku. Pod koniec września Rafał Stankiewicz złożył rezygnację z funkcji Członka Zarządu. Rada Nadzorcza oddelegowała Dariusza Filara do Zarządu na okres trzech miesięcy. W chwili obecnej PZU zakończyło pierwszy etap procedury wyboru nowego Członka Zarządu ds. finansowych. Pierwszej selekcji zgłoszeń dokona firma head-hunterska. Ostatecznego kandydata wskaże Prezes.

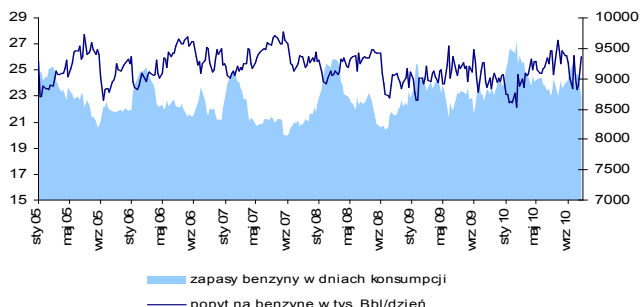
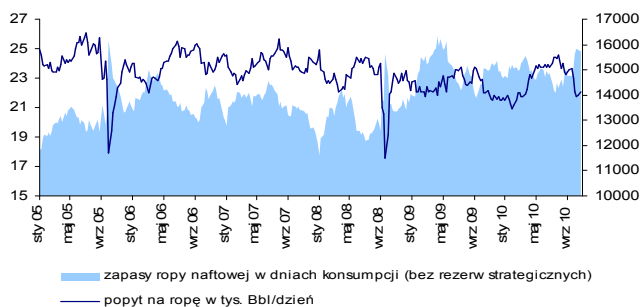
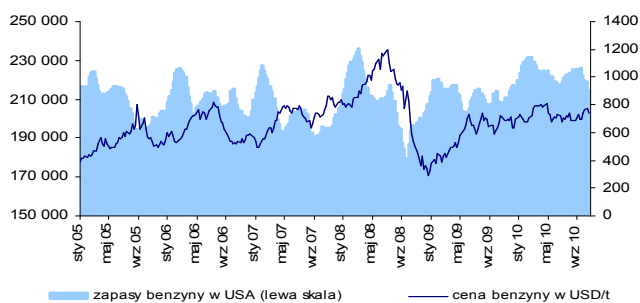
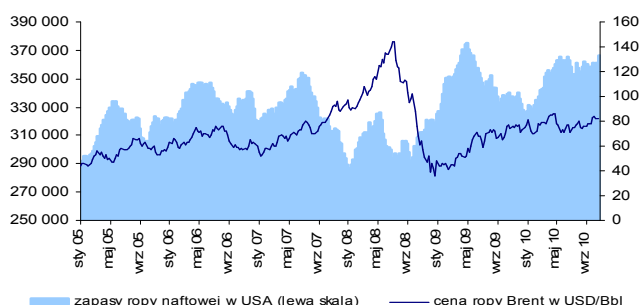


## Paliwa, chemia

### Słaby miesiąc na rynku paliw z optymistyczną końcówką

W październiku podobnie jak w poprzednich miesiącach obserwowaliśmy redukcję wykorzystania mocy w rafineriach, co obok słabszego popytu wynikało z sezonowych przestojów przed okresem zimowym. Sytuacja zaczęła się poprawiać pod koniec miesiąca, ale ostatecznie spadek popytu na surowiec wpłynął na wzrost zapasów ropy o ponad 8,3 mln baryłek (+2,3% m/m). Korzystniej wyglądała natomiast kwestia rezerw paliw gotowych, które przy ograniczonej podaży w końcu zaczęły spadać, w przypadku benzyny redukcja w relacji do końca września wyniosła 3,4%, a w przypadku średnich destylatów 2,9%. Popyt na benzynę był średnio o 1,3% niższy m/m, a dla średnich destylatów ta dynamika była lekko dodatnia i wyniosła +0,5%. Optymistyczne okazały się dane z ostatniego tygodnia, który przyniósł znaczny wzrost konsumpcji paliw. Jeśli napływające obecnie dobre dane o produkcji przemysłowej w USA i Chinach zostaną potwierdzone przez kolejne odczyty to możliwa jest dalsza redukcja zapasów paliw i poprawa cracków. Jesteśmy jednak sceptyczni do takiego scenariusza.

### Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



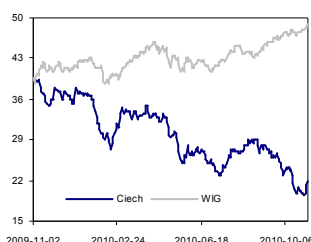
## Ciech (Kupuj)

Cena bieżąca: 21,85 PLN    Cena docelowa: 34,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-23

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 787,1	3 684,2	-2,7%	4 062,5	10,3%	4 370,4	7,6%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	449,9	365,1	-18,9%	394,7	8,1%	499,1	26,5%	MC (cena bieżąca)	611,8
marża EBITDA	11,9%	9,9%		9,7%		11,4%		EV (cena bieżąca)	2 198,6
EBIT	246,7	135,0	-45,3%	165,9	22,9%	258,6	55,9%	Free float	35,6%
Zysk netto	-41,9	-85,5	103,9%	87,7		92,2	5,1%		
P/E				7,0		6,6		Zmiana ceny: 1m	-7,4%
P/CE	3,8	4,2		1,9		1,8		Zmiana ceny: 6m	-28,4%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-44,2%
EV/EBITDA	5,0	6,0		5,6		4,4		Max (52 tyg.)	39,4
Dyyield (%)	9,5	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,5



**Rekomendacja Zarządu dotycząca emisji akcji i rezygnacji z obligacji zamiennych wywołała kolejną przecenę akcji Ciechu (podobna reakcja miała miejsce w momencie zwołania NWZA). Wyniki 3Q raczej nie zmieniają sentymentu inwestorów do Spółki, ale wsparcia dla kursu należy oczekiwać w związku z trwającymi procesami dezinvestycyjnymi. Odległy termin ustalenia prawa poboru (2 lutego 2011) również powinien zmniejszać negatywne oddziaływanie emisji akcji. Ponadto zakładamy, że w przyszłym roku wyniki Ciechu ulegną istotnej poprawie z uwagi na podwyżki cen sody i głęboką restrukturyzację Govory (bądź zamknięcie tych zakładów). Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.**

### Wydłużenie terminów na obiecanie inwestycje

Ciech podpisał z Naftą Polską aneks do umowy sprzedaży Zachemu i Organiki-Sarzyna z grudnia 2006 roku, który wydłuża okres realizacji gwarantowanych w tych spółkach inwestycji odpowiednio o 3 lata (do 2014 roku) i o 2 lata (do 2013 roku). Chodzi m.in. o projekt konwersji elektrolizy, nową technologię wytwarzania EPI, zwiększenia mocy w TDI do 90 tys. ton oraz budowę instalacji MCPA w Organice-Sarzynie. Wartość gwarantowanych inwestycji w Zachemie to 176 mln PLN, a w Organice 130 mln PLN. Aneks zwiększa elastyczność Spółki w kontekście obecnego poziomu zadłużenia i prac nad długoterminowym finansowaniem działalności.

### Zgoda na emisję i oczekiwania dotyczące Fosforów

Akcjonariusze na NWZA zaakceptowali propozycję Zarządu dotyczącą emisji do 23 mln akcji z prawem poboru. Dzień prawa poboru został wyznaczony na 2 lutego 2011 roku. Prezes Kunicki zapowiedział również, że Spółka spodziewa się co najmniej 4 ofert na gdańskie Fosfory, a ostateczna umowa powinna być podpisana do końca roku. Umożliwi to realizację założonej w umowie z bankami redukcji zadłużenia o 400 mln PLN. Jeśli chodzi o Fosfory to w naszym modelu wyceny zakładaliśmy cenę sprzedaży tych aktywów na poziomie 72 mln PLN, co po uwzględnieniu długu tej spółki (88,9 mln PLN) oznaczałoby dodatni przepływ w kwocie 161 mln PLN.



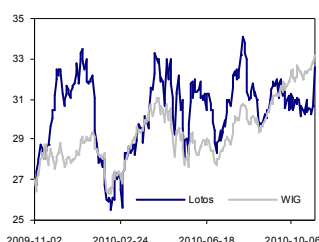
## Lotos (Redukuj)

Cena bieżąca: 32,55 PLN Cena docelowa: 26,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 294,7	14 320,5	-12,1%	17 438,7	21,8%	23 976,6	37,5%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	169,2	724,1	328,0%	805,9	11,3%	1 438,6	78,5%	MC (cena bieżąca)	4 227,4
marża EBITDA	1,0%	5,1%		4,6%		6,0%		EV (cena bieżąca)	10 521,0
EBIT	-145,8	424,2		457,1	7,8%	662,0	44,8%	Free float	36,0%
Zysk netto	-453,9	883,3		391,6	-55,7%	576,0	47,1%		
P/E		4,8		10,8		7,3		Zmiana ceny: 1m	4,0%
P/CE		3,6		5,7		3,1		Zmiana ceny: 6m	2,5%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	16,6%
EV/EBITDA	43,2	13,3		13,1		8,2		Max (52 tyg.)	34,1
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	25,5



Wyniki Lotosu za 3Q okazały się znacznie lepsze od oczekiwań, ale zwracamy uwagę, że ze względu na obserwowaną wysoką zmienność rezultatów Spółki (bardzo słaby 2Q i bardzo dobry 3Q) należy ostrożnie podchodzić do przekładania tych zysków na prognozy dla kolejnych okresów. Zarząd nadal nie wyjaśnił specyfiki księgowania różnic kursowych na działalności operacyjnej, które są w dużym stopniu odpowiedzialne za te kwartalne odchylenia. W tym kontekście utrzymujemy negatywną rekomendację dla Spółki. Uważamy również, że proces prywatyzacji ze względu na odległy termin składania ofert nie powinien wpływać w najbliższych tygodniach na kurs.

### 3Q'2010- znacznie powyżej prognoz

Wyniki Lotosu za 3Q'2010 okazały się znacząco lepsze od naszych oczekiwań, a odchylenie na poziomie EBITDA sięga aż 140 mln PLN. W segmencie rafineryjnym Spółka wypracowała aż 203,9 mln PLN zysku operacyjnego wobec oczekiwanych przez nas 61 mln PLN. Po oczyszczeniu o efekt LIFO (-81,7 mln PLN vs. zakładane -23 mln PLN) wynik na tej działalności wyniósł aż 285 mln PLN. EBITDA LIFO na działalności rafineryjnej wyniosła więc 363 mln PLN vs. 175 mln PLN w 2Q'2010 (już po oczyszczeniu o różnice kursowe na -158 mln PLN). Taka poprawa q/q przy spadku marż i dyferencjału jest bardzo zaskakująca nawet w kontekście sezonowego wzrostu sprzedaży i spadku udziału ciężkich olejów opałowych w uzyskach ogółem. Od razu nasuwa się pytanie o wpływ operacyjnych różnic kursowych (porównując tendencje na kursie USD/PLN w 3Q i 2Q intuicyjnie wydaje się, że tym razem ich wpływ powinien mieć podobną skalę, ale z innym znakiem), ale Zarząd nie podaje tych danych. Wpływ obszaru detalicznego na tak dobry rezultat produkcji i handlu był niewielki i wyniósł tylko 7 mln PLN (oczekiwane 17 mln PLN), co jest związane z presją na marże paliwowe na stacjach benzynowych. W segmencie wydobywczym EBIT wyniósł 6,1 mln PLN vs. zakładane przez nas 33 mln PLN. Odchylenie jest prawdopodobnie konsekwencją znacznie niższej sprzedaży wydobytej ropy Rozewie do rafinerii (tylko 28 tys. ton vs. zakładane 38 tys. ton). Na poziomie działalności finansowej Spółka zanotowała dodatnie saldo przekraczające 1 mld PLN (my szacowaliśmy je na 857 mln PLN), na które złożyły się przede wszystkim różnice kursowe na kredytach (+862 mln PLN) oraz wycena forwardów walutowych (127,6 mln PLN). W 3Q'2010 Lotos wygenerował 358 mln PLN gotówki z działalności operacyjnej, co przy nakładach inwestycyjnych na poziomie 275 mln PLN i wspomnianym przeszacowaniu długu walutowego pozwoliło na obniżenie długu netto do poziomu 5,8 mld PLN.

### Wydobycie na Yme w 1Q'2011

Według zapowiedzi Lotosu wydobycie ropy na złożu Yme powinno się rozpocząć w 1Q'2011. Obecnie platforma wiertnicza dotarła już do Norwegii i w najbliższych dniach będzie instalowana na szelfie. Roczna produkcja ma sięgnąć 300 tys. ton w pierwszych latach eksploatacji (łącznie 10 lat), a później będzie spadać. Koszty wydobycia są szacowane na 20-30 USD/Bbl. W naszym modelu wyceny Lotosu uwzględniamy wartość tych złóż na poziomie 396 mln PLN (wskaźnik EV/2P na poziomie 10 USD przy zasobach potwierdzonych na poziomie 1,8 mln ton).

### Ministerstwo zaprasza do prywatyzacji

MSP zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami zaprosiło do nabycia 53,2% akcji Grupy Lotos. Termin składania ofert upływa 4 lutego 2011. Do negocjacji zaproszone są zainteresowane podmioty ze szczególnym uwzględnieniem tych, których przedmiot działalności obejmuje górnictwo ropy naftowej. Przedmiotem negocjacji będzie w szczególności cena za akcje Lotosu oraz struktura transakcji, zapewniająca sprzedaż wszystkich posiadanych przez Skarb Państwa akcji. Negocjacje będą dotyczyć też zobowiązań inwestycyjnych, zobowiązań w zakresie ochrony środowiska, ochrony interesów pracowników, a także innych zobowiązań potencjalnych inwestorów, zarówno wobec skarbu państwa jak i spółki, gwarantujących rozwój firmy,

zachowanie jej rentowności i konkurencyjnej pozycji. Odległy termin składania ofert oznacza, że w czasie odłożą się prawdopodobnie spekulacje na temat potencjalnych zainteresowanych.



## PGNiG (Kupuj)

Cena bieżąca: 3,74 PLN      Cena docelowa: 4,26 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-27

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	18 432,0	19 290,4	4,7%	21 558,0	11,8%	23 126,7	7,3%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 225,6	2 830,0	27,2%	3 486,5	23,2%	4 085,6	17,2%	MC (cena bieżąca)	22 066,0
marża EBITDA	12,1%	14,7%		16,2%		17,7%		EV (cena bieżąca)	24 614,7
EBIT	800,7	1 333,8	66,6%	1 977,4	48,3%	2 444,2	23,6%	Free float	15,0%
Zysk netto	865,3	1 202,0	38,9%	1 655,3	37,7%	1 708,9	3,2%		
P/E	25,5	18,4		13,3		12,9		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/CE	9,6	8,2		7,0		6,6		Zmiana ceny: 6m	13,0%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	6,6%
EV/EBITDA	9,7	8,1		7,1		6,4		Max (52 tyg.)	3,9
Dywid (%)	5,1	0,7		2,1		3,0		Min (52 tyg.)	3,2



**Podtrzymujemy naszą opinię, iż PGNiG stanowi obecnie najlepszą ekspozycję na umocnienie złotego wśród spółek z WIG20. Utrzymanie się aktualnego kursu USD/PLN implikuje znacznie lepsze wyniki 4Q niż dotychczas zakładaliśmy (+150 mln PLN w relacji do naszego bazowego scenariusza), a mechanizm dyskonta w podpisanych aneksie do kontraktu z Gazpromem to potencjalne dodatkowe 100-130 mln PLN oszczędności w tym okresie. Te korzystne krótkoterminowe perspektywy z potencjałem tkwiącym w segmencie wydobywczym PGNiG oraz infrastrukturze (dystrybucja i magazynowanie), powinny naszym zdaniem wspierać kurs akcji. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

### Uruchomienie magazynu Bonikowo

PGNiG uruchomiło nowy podziemny magazyn gazu w Bonikowie. Ma on na celu stabilizację pracy systemu gazu zaazotowanego i zapewnienie lepszego zarządzania zdolnościami produkcyjnymi okolicznych złóż. Jego pojemność wynosi 200 mln m<sup>3</sup>, a łączny koszt sięgnął 170 mln PLN. Szerzej kwestię działalności magazynowej PGNiG opisywaliśmy w naszym ostatnim raporcie. Zwracamy uwagę, że ta infrastruktura jest wynagradzana w formule zwrotu z WRA, tak więc magazyn Bonikowo powinien przynosić rocznie około 17 mln PLN zysku operacyjnego.

### Nowa kopalnia gazu

PGNiG zakończyło budowę nowej kopalni gazu ziemnego Wielichowo, której roczna produkcja ma sięgać 200-300 mln m<sup>3</sup>. Łączny koszt tej inwestycji wyniósł 200 mln PLN. Prasa informuje, że dzięki tej inwestycji wzrośnie roczna produkcja gazu z tegorocznego poziomu 4,3 mld m<sup>3</sup>. Spółka nie skorygowała jednak swoich planów wydobyczych na rok kolejny co może oznaczać, że nowa kopalnia w większym stopniu będzie zastępować wygaszaną produkcję w innych. Jeśli jednak rzeczywiście wolumen produkcji krajowej uległby zwiększeniu o 200-300 mln m<sup>3</sup> to można liczyć na lepsze wyniki w 4Q'2010, a przede wszystkim w 1Q'2011. W dłuższym terminie trudno ocenić wpływ nowej kopalni na EBIT Spółki, gdyż wolumen ten wchodzić będzie do koszyka regulowanego (tymczasem do marca 2011 taryfa jest już ustalona więc krajowy gaz mógłby obniżyć średni koszt sprzedawanego gazu). Według naszych szacunków w takim scenariuszu wynik 1Q'2011 mógłby być lepszy o 30-40 mln PLN, przy założeniu utrzymania się obecnego kursu USD/PLN.

### Aneks do umowy z Gazpromem

Po podpisaniu umowy międzyrządowej PGNiG parafoowało aneks do kontraktu gazowego z Gazpromem, który przewiduje zwiększenie dostaw surowca w ramach uzupełnienia brakującej umowy z RosUkrEnerg. W 2010 roku wolumen został ustalony na 9,03 mld m<sup>3</sup>, w 2011 na 9,77 mld m<sup>3</sup> oraz na 10,24 mld m<sup>3</sup> na lata 2012-22. zniesiona została klauzula o zakazie reeksportu rosyjskiego gazu, a dodatkowo uzgodniono mechanizm upustowy na lata 2010-14 dotyczący wolumenu odebranego ponad minimalne ilości roczne. PGNiG szacuje potencjalne oszczędności z tego tytułu na 200-250 mln USD. Szczególnie dobrą informacją, obok wyeliminowania ryzyka dostaw, jest wspomniany mechanizm upustowy. Oczywiście trudno w tej chwili uwzględnić jego efekty na lata 2011-14 (kwestia podejścia URE), ale w 2010 Spółka na pewno odczuje jego pozytywne skutki na wynikach finansowych. Minimalne ilości roczne wyznacza zapewne dolne ograniczenie formuły take or pay (niedawno minister Pawlak mówił, iż elastyczność kontraktu ma wynosić 15%), tak więc dla roku 2010 jest to około 7,7 mld m<sup>3</sup> (szacujemy że po 3Q wolumen importu sięgnął 7,3 mld m<sup>3</sup>). Bazując na kalkulacjach PGNiG (200-250 mln USD) przy aktualnych cenach gazu można szacować jednostkowy upust na 1000 m<sup>3</sup> gazu na około 26-33 USD, co implikuje oszczędności dla roku 2010 na poziomie 100-130 mln PLN, które powinny być widoczne w 4Q'10.



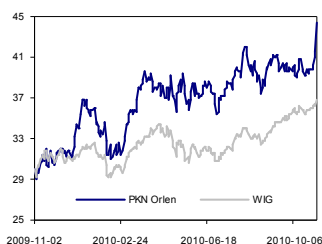
## PKN Orlen (Trzymaj)

Cena bieżąca: 44,4 PLN      Cena docelowa: 40,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	79 533,0	67 928,0	-14,6%	82 211,0	21,0%	88 844,2	8,1%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	888,4	3 665,0	312,5%	5 216,2	42,3%	4 956,1	-5,0%	MC (cena bieżąca)	18 990,3
marża EBITDA	1,1%	5,4%		6,3%		5,6%		EV (cena bieżąca)	31 614,1
EBIT	-1 603,0	1 097,0		2 730,4	148,9%	2 131,2	-21,9%	Free float	72,5%
Zysk netto	-2 505,2	1 308,7		2 126,7	62,5%	1 915,8	-9,9%		
P/E		14,5		8,9		9,9		Zmiana ceny: 1m	10,9%
P/CE		4,9		4,1		4,0		Zmiana ceny: 6m	14,5%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	47,5%
EV/EBITDA	38,6	8,7		6,1		6,5		Max (52 tyg.)	44,4
Dywid (%)	3,6	0,0		0,0		2,3		Min (52 tyg.)	29,6



Wyniki Orlenu mimo słabszych benchmarkowych marż okazały się lepsze od naszych oczekiwań i dlatego podwyższyliśmy tegoroczne prognozy uwzględniając również znacznie wyższy efekt LIFO oraz wpływ dodatnich różnic kursowych. W modelu założyliśmy ponadto inicjatywy związane z redukcją kapitału obrotowego (sprzedaż zapasów oraz wydłużenie zobowiązań). Te zmiany z punktu widzenia wyceny Spółki zostały jednak zneutralizowane obniżeniem naszych oczekiwań dotyczących kształtowania się marż w przyszłości, zarówno w rafinerii (przed wszystkim prognozy dyferencjału Ural/Brent) jak i petrochemii ze względu na obawy o nadpodaż ze strony nowych instalacji. Jesteśmy także sceptyczni co do utrzymania obecnej dyscypliny kosztowej w przyszłym roku. Pozostawiamy neutralną rekomendację.

### Wyniki zgodne z przedstawionymi szacunkami

Skonsolidowany wynik operacyjny Orlenu w 3Q'2010 wyniósł 789 mln PLN, czyli znacznie więcej niż wynosiła nasza prognoza. Taki rezultat był już jednak sygnalizowany przez Spółkę w opublikowanym komunikacie dotyczących szacunkowych danych finansowych, na podstawie którego można było oczekiwać EBIT na poziomie 750-800 mln PLN. Zgodnie z naszymi przypuszczeniami odchylenie od naszych szacunków to obok dodatniego efektu LIFO (+53 mln PLN, a my oczekiwaliśmy neutralny wpływ tej pozycji) przede wszystkim efekt zaskakująco dobrego rezultatu w segmencie rafineryjnym (462 mln PLN wobec prognozy 208 mln PLN), mimo pogorszenia warunków makro q/q i przestoju remontowych na instalacji HG i odzysku wodoru (wysoki uzysk paliw i wykorzystanie mocy w 3Q sugerowało że te remonty były krótsze, ale tak nie było). Lepszy rezultat rafinerii zrekompensował z nadwyżką gorszy od oczekiwań EBIT na działalności detalicznej (309 mln PLN vs. 379 mln PLN naszej prognozy i 363 mln PLN rok temu). W tym wypadku mimo rekordowych wolumenów spadek r/r jest związany ze spadkiem marż paliwowych na stacjach. Raportowany wynik petrochemii był wyższy od zakładanego przez nas (142 mln PLN vs. 114 mln PLN), ale za to pozytywne odchylenie odpowiedzialne są rozpoznane przychody z redukcji emisji NOx w Anwilu na kwotę 30 mln PLN. Dodatkowym wsparciem dla zysku operacyjnego koncernu był niższy niż oczekiwaliśmy poziom kosztów nieprzypisanych (tylko 124 mln PLN wobec zakładanych 150 mln PLN), na co prawdopodobnie miało wpływ korzystniejsze saldo na pozostałej działalności operacyjnej (+20 mln PLN po wyłączeniu wspomnianych NOx z Anwilu).

### Chętni na Możejki są

Według prasowych doniesień, Bank Nomura przedstawił Orlenowi wstępne efekty prowadzonych analiz i badań rynku w kontekście ewentualnego zainteresowania zakupem tej rafinerii. Podobno jest 7-8 chętnych i są to firmy nie tylko z Rosji. Ostateczna rekomendacja doradcy ma być gotowa na przełomie 2010 i 2011 roku. Oczywiście kluczowym parametrem w tym postępowaniu będzie cena. Na razie więc za wcześnie na dyskontowanie takiej transakcji.



## Police (Trzymaj)

Cena bieżąca: 6 PLN

Cena docelowa: 5,5 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 403,6	1 485,6	-38,2%	1 919,9	29,2%	2 168,7	13,0%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	230,1	-327,4		124,7		178,5	43,1%	MC (cena bieżąca)	450,0
marża EBITDA	9,6%	-22,0%		6,5%		8,2%		EV (cena bieżąca)	759,7
EBIT	164,0	-407,5		48,1		105,6	119,3%	Free float	26,2%
Zysk netto	28,7	-422,1		35,3		86,4	144,5%		
P/E	15,7			12,7		5,2		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	4,7			4,0		2,8		Zmiana ceny: 6m	2,4%
P/BV	0,5	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-4,8%
EV/EBITDA	2,0			6,1		3,9		Max (52 tyg.)	7,2
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,6



Przedstawione założenia planu restrukturyzacji oceniamy pozytywnie, ale były one już zapowiadane przez Zarząd wcześniej. W krótkim terminie można oczekiwać pozytywnej reakcji rynku na poprawę wyników finansowych w 3Q (oczekujemy zbliżenie się do break even) i nadal sprzyjające trendy na rynku nawozowym. Nie wpływa to jednak na nasze długoterminowe prognozy i wycenę, dlatego pozostawiamy neutralną rekomendację dla akcji Polic.

### Oferty wiążące do 16 listopada

Skarb Państwa chce aby zainteresowani inwestorzy w procesie prywatyzacji ZA Puławy i ZCH Police złożyli wiążące oferty do 16 listopada, podczas gdy wcześniejszy harmonogram zakładał że stanie się to do 11 października. Obecnie trwa due diligence obydwu Spółek. Kolejne przesunięcie tego terminu wskazuje, że negocjacje są trudne. Być może MSP chce poczekać na ustabilizowanie się kwestii dotyczącej dostaw gazu w okresie zimowym.

### WZA za kontynuacją działalności

Na październikowym WZA akcjonariusze Polic zdecydowali o kontynuacji działalności Spółki. Decyzja musiała być podjęta w tym temacie z uwagi na fakt, że strata Polic na koniec lipca przekroczyła o 7 mln PLN sumę kapitału zapasowego, rezerwowego oraz jedną trzecią kapitału zakładowego, wynoszącą 595,6 mln PLN.

### Plan restrukturyzacji na 470 mln PLN

Zarząd Polic przygotował program restrukturyzacji, który będzie teraz wysłany do ARP, UOKiK-u, a następnie Komisji Europejskiej (do 25 listopada). Jego akceptacja przez te instytucje pozwoli na konwersję obecnej pożyczki ratunkowej o wartości 150 mln PLN, na pożyczkę na restrukturyzację. Plan ten zakłada m.in. redukcję zatrudnienia o 609 osób do końca przyszłego roku, sprzedaż aktywów nieoperacyjnych, obniżenie kosztów produkcji oraz rozszerzenie oferty produktowej. Spółka w ramach tego programu dokona także restrukturyzacji zobowiązań wobec banków, PGNiG oraz Urzędu Marszałkowskiego. Łączne efekty tych działań szacuje na 470 mln PLN, a ich pozytywny wpływ na roczny EBIT może sięgnąć 101 mln PLN. Przykładowo realizacja zakładanej redukcji zatrudnienia pozwoliłaby na redukcję rocznych kosztów nawet o 40 mln PLN, ale z uwagi na konieczność wypłaty odpraw w pełni ten efekt będzie widoczny dopiero od 2012 roku.



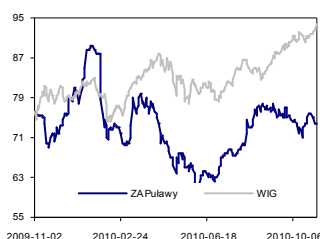
## ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 73,95 PLN Cena docelowa: 72,05 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-01-06

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 396,8	2 090,8	-12,8%	2 391,1	14,4%	2 848,6	19,1%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	407,2	85,9	-78,9%	200,9	133,9%	407,4	102,8%	MC (cena bieżąca)	1 413,6
marża EBITDA	17,0%	4,1%		8,4%		14,3%		EV (cena bieżąca)	1 429,1
EBIT	338,3	13,1	-96,1%	101,2	672,6%	282,4	179,0%	Free float	29,2%
Zysk netto	194,6	27,1	-86,1%	82,5	204,6%	226,9	174,9%		
P/E	7,3	52,2		17,1		6,2		Zmiana ceny: 1m	-0,4%
P/CE	5,4	14,1		7,8		4,0		Zmiana ceny: 6m	9,0%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-2,0%
EV/EBITDA	2,0	14,6		7,1		3,2		Max (52 tyg.)	89,5
Dywid (%)	5,8	13,8		1,2		1,5		Min (52 tyg.)	61,1



**Kurs akcji ZA Puławy mimo wyraźnej poprawy otoczenia makro w sektorze nawozowym zachowywał się znacznie gorzej od zagranicznych konkurentów z branży, co ma zapewne związek z ryzykiem prowadzonego procesu prywatyzacji Polic i ewentualnej oferty ZAP na tę spółkę (nowy termin rozstrzygnięć w tej sprawie to 16 listopada). Wyniki za 3Q również ze względu na przestój remontowy instalacji mocznika nie powinny zaskoczyć pozytywnie. W tym kontekście utrzymujemy naszą neutralną rekomendację.**

### Oferty wiążące do 16 listopada

Skarb Państwa chce aby zainteresowani inwestorzy w procesie prywatyzacji ZA Puławy i ZCH Police złożyli wiążące oferty do 16 listopada, podczas gdy wcześniejszy harmonogram zakładał że stanie się to do 11 października. Obecnie trwa due diligence obydwu Spółek. Kolejne przesunięcie tego terminu wskazuje, że negocjacje są trudne. Być może MSP chciał poczekać na ustabilizowanie się kwestii dotyczącej dostaw gazu w okresie zimowym. Tymczasem Wiceprezes ZAP, Zenon Pokojski, powiedział że ostatnia podwyżka cen surowca o 6,4% będzie oznaczać wzrosty kosztów w skali roku o 50-60 mln PLN.

### Puławy złożyły ofertę na Fosfory

ZA Puławy złożyły wiążącą ofertę zakupu 89,46% akcji Gdańskich Zakładów Nawozów Fosforowych należących do Ciechu, który zapowiedział że w najbliższym czasie spodziewa się kolejnych ofert na te aktywa. Podpisanie warunkowej umowy sprzedaży jest możliwe w tym roku. Według naszych szacunków przedstawionych w ostatnim raporcie wartość sprzedawanego pakietu może sięgnąć 72 mln PLN (0,6 P/BV), a po uwzględnieniu zadłużenia Fosforów (89 mln PLN), łączny wpływ tej transakcji na obniżenie zadłużenia Ciechu mógłby wynieść 160 mln PLN. Z punktu widzenia ZA Puławy należy jeszcze liczyć się z dodatkowym wydatkiem odkupienia pozostałych udziałowców mniejszościowych, w tym 8,97% należące do MSP. Ocena takiej potencjalnej transakcji będzie możliwa po publikacji jej szczegółów.

### Dywidenda 1 PLN na akcję

Zarząd zaproponował, aby z ubiegłorocznego zysku netto (35,5 mln PLN) w formie dywidendy zostało wypłacone 19,1 mln PLN, co daje 1 PLN na akcję i implikuje yield na poziomie 1,3%. Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała tę propozycję.



## Energetyka

### Konsumpcja energii +3,7% we wrześniu

Według danych PSE konsumpcja energii w Polsce wzrosła we wrześniu o 3,7% wobec 4,5% w sierpniu i +4,6% YTD (obniżenie dynamiki r/r to prawdopodobnie efekt pogodowy). Podobnie jak w poprzednich miesiącach najwyższe wzrosty produkcji notowały elektrownie opalane węglem kamiennym (+7,5%), które w ubiegłym roku najbardziej odczuwały kryzysowy spadek zapotrzebowania na prąd. Spadek produkcji zaobserwowano z kolei w blokach na węgiel brunatny (-7,1%), co miało prawdopodobnie związek z okresowymi przestojami w elektrowniach, bo trudno tłumaczyć to zalaniem Elektrowni Turów, które miało miejsce na początku sierpnia i praktycznie do końca tamtego miesiąca przywrócono pracę większości tamtejszych bloków (spadek produkcji w elektrowniach na węgiel brunatny w sierpniu wynosił tylko -2,4%). Ostatecznie podsumowanie 3Q wygląda następująco: zapotrzebowanie na energię +4,6% wobec +6% w 2Q'2010, produkcja energii w elektrowniach na węgiel kamienny +6,6% wobec +8,7% w 2Q'2010, produkcja w elektrowniach na węgiel brunatny -3,6% wobec -2% w 2Q'2010, a średnie ceny na rynku spotowym 195 PLN/MWh wobec 190 PLN/MWh w 2Q'2010 i 168 PLN/MWh w 3Q'2009.

### Wnioski taryfowe sprzedawców energii

URE poinformował, że wszyscy sprzedawcy prądu złożyli wnioski taryfowe dla gospodarstw domowych, w których domagają się podwyżek od 13% do 22%. Postępowanie regulacyjne może potrwać od 30 do 60 dni. Wysokość wnioskowanych podwyżek może zaskakiwać w kontekście tylko lekkiego wzrostu cen widocznego na TGE w kontraktach na 2011 rok (+2,6%), ale wynika zapewne z braku wystarczających podwyżek taryf na rok obecnym w którym spółki energetyczne ponosiły dodatkowe koszty podwyższonych limitów udziału energii zielonej (w 2011 ten limit się już nie zmienia). Warto jednak pamiętać, że URE prowadzi restrykcyjną politykę w tym zakresie.

### Pomysł na ograniczenie dotacji dla OZE

Według prasowych doniesień Ministerstwo Gospodarki pracuje nad modyfikacją systemu wsparcia dla rozwoju energetyki odnawialnej w Polsce. Podobno resort chce zrezygnować z przydzielania zielonych certyfikatów i wprowadzić obowiązujące w innych krajach europejskich taryfy feed-in, różne dla poszczególnych instalacji OZE. Obecne elektrownie mogą liczyć na utrzymanie dotychczasowych zasad, ale tylko do momentu kiedy inwestycja się w pełni zamortyzuje. Ministerstwo chce również wyeliminować wsparcie w cenie energii dla tych projektów, które wcześniej otrzymały dofinansowanie na inwestycję. Na razie nie znamy szczegółów tych zmian i ewentualnego harmonogramu ich wprowadzenia, ale wydaje się że z dużych spółek energetycznych najbardziej na tym rozwiązaniu ucierpiałaby Energa, a więc pośrednio poprzez jej akwizycję również PGE. W takiej sytuacji bardzo trudno byłoby bowiem zrealizować dodatkową wartość na tej transakcji (przypominamy, że elektrownie wodne stanowią ponad 30% EBITDA w koncernie Energa).



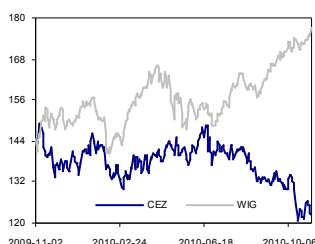
## CEZ (Trzymaj)

Cena bieżąca: 122,1 PLN    Cena docelowa: 140,3 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn CZK)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	183 958,0	196 352,0	6,7%	199 223,5	1,5%	204 001,5	2,4%	Liczba akcji (mln)	538,0
EBITDA	88 744,0	91 075,0	2,6%	85 877,8	-5,7%	91 344,5	6,4%	MC (cena bieżąca)	65 688,5
marża EBITDA	48,2%	46,4%		43,1%		44,8%		EV (cena bieżąca)	96 660,4
EBIT	66 654,0	68 199,0	2,3%	61 928,9	-9,2%	64 924,4	4,8%	Free float	29,3%
Zysk netto	46 510,0	51 547,0	10,8%	46 176,3	-10,4%	48 508,5	5,1%		
P/E	9,8	8,0		8,9		8,5		Zmiana ceny: 1m	-8,1%
P/CE	6,6	5,6		5,9		5,5		Zmiana ceny: 6m	-14,6%
P/BV	2,6	2,1		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	113,8%
EV/EBITDA	6,3	6,0		7,1		7,0		Max (52 tyg.)	148,9
Dywid (%)	5,2	6,4		6,9		6,4		Min (52 tyg.)	120,7



**Kurs akcji CEZ mocno odczuł ogłoszenie przez czeski rząd pomysłów na sfinansowanie rozwoju elektrowni słonecznych poprzez opodatkowanie darmowych certyfikatów CO<sub>2</sub> w latach 2011-12 i zmniejszenie puli darmowych uprawnień od roku 2013 po wejściu w życie pakietu klimatycznego. Wstępnie szacujemy, że negatywny wpływ tych rozwiązań na wycenę koncernu może sięgnąć nawet -15%, tak więc wydaje się, że rynek już to zdyskontował. Do czasu aktualizacji prognoz i waluacji utrzymujemy neutralną rekomendację. Nie spodziewamy się, aby wyniki za 3Q zmieniły postrzeżenie Spółki przez inwestorów.**

### Pomysły czeskiego rządu na finansowanie solarów

W związku z ogromną liczbą nowych inwestycji w elektrownie solarne w Czechach, napędzonych przez niedoskonałą ustawę (już zmienioną), rząd czeski podejmie kroki w celu ograniczenia ich wpływu na wzrost kosztów energii dla klientów końcowych. Obok już zapowiedzianego podatku ekologicznego na paliwa kopalne, premier zapowiedział że wprowadzone zostaną dodatkowe podatki dla operatorów farm solarnych i wyższe opłaty za wykorzystywanie gruntów ornych pod ich budowę. Z punktu widzenia CEZ niekorzystna jest też propozycja pokrycia części tych dodatkowych kosztów poprzez sprzedaż części certyfikatów CO<sub>2</sub> z puli derogacyjnej na lata 2013-20, które według dotychczasowych deklaracji miały być przydzielone elektrowniom za darmo. Według rządowych szacunków łączna moc zainstalowana solarów na koniec tego roku ma sięgnąć 1600 MW, co oznacza że dodatkowy koszt energii w przyszłym roku wyniesie około 18 mld CZK. Implikowałoby to wzrost opłat dystrybucyjnych o 500 CZK/MWh i zwiększenie całkowitego kosztu zakupu prądu (energia+dystrybucja) nawet o 20%. Rząd chce ograniczyć ten wzrost do 10%, co oznacza że z budżetu będzie rekompensować dystrybutorom część dodatkowych kosztów obowiązkowych zakupów energii słonecznej. Jeśli całość tej kwoty (9 mld CZK) chciałby sfinansować sprzedażą CO<sub>2</sub>, oznaczałoby to konieczność spieniężenia przy dzisiejszych cenach certyfikatów (15,5 EUR/t) około 24 mln ton CO<sub>2</sub> rocznie, przy rocznej alokacji dla Czech na poziomie 87 mln ton (dla wszystkich sektorów). Przykładowo więc, jeśli pierwotnie dla roku 2013 zakładano przydział 70% darmowych certyfikatów, to teraz ta pula zmniejszyłaby się o 40%, a zamiast w 2020 elektrownie kupowałyby już 100% certyfikatów w 2017. Łączna utrata przychodów dla CEZ w tych latach mogłaby więc sięgnąć 35 mld CZK dla stałej ceny 15,5 EUR/t CO<sub>2</sub>, ale przy naszych założeniach wzrostu cen tych certyfikatów w kolejnych latach pakietu klimatycznego negatywny wpływ na wycenę CEZ mógłby sięgnąć nawet 76 mld CZK, czyli 15% obecnej wartości Spółki. Na razie jednak nie znamy jeszcze ostatecznych ustaleń rządu.

### Podatek od darmowych uprawnień

Rząd czeski w celu sfinansowania części kosztów związanych z boomem inwestycyjnym w energetyce solarnej, zdecydował o wprowadzeniu 25% podatku od darmowych uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> przyznawanych czeskim elektrowniom. Nowy podatek będzie obowiązywał w latach 2011-12. To obciążenie oznacza z punktu widzenia CEZ dodatkowe koszty w skali roku na poziomie 3,2 mld CZK przy aktualnym poziomie cen certyfikatów. Jest to kolejna negatywna informacja po ostatniej zapowiedzi o ograniczeniu darmowych przydziałów po roku 2012 oraz nałożeniu podatku dochodowego na zbudowane w tym roku elektrownie solarne. Bardzo mocno ogranicza to pozytywną ekspozycję CEZ na wzrost cen CO<sub>2</sub>, która do niedawna była głównym atutem czeskiego koncernu.

### Pozew przeciwko Czech Coal

CEZ zdecydował o wystąpieniu z pozwem przeciwko Czech Coal na kwotę przekraczającą 10 mld CZK w związku z niewywiązaniem się tego partnera z umowy zawartej w 2005 roku. Zgodnie z tą umową najpóźniej do połowy 2007 roku miało nastąpić zawarcie długoterminowej umowy na dostawy węgla brunatnego do nowych bloków, które CEZ planował wybudować w

elektrowni Počerady. Jednak do zawarcia tego długofalowego kontraktu nie doszło, a CEZ jest zdania, że powody takiego stanu rzeczy leżą po stronie Czech Coal. Z tego względu CEZ w 2007 roku skierowała sprawę do sądu, który miał rozstrzygnąć kwestię zawarcia umowy, ale postępowanie utknęło w martwym punkcie. Spór ciągnie się już od dłuższego czasu i trudno oczekiwać szybkiego zwrotu w tym zakresie.

### **Odwołanie przetargu w Skawinie**

CEZ poinformował o odwołaniu przetargu na nowy blok gazowo-parowy w Elektrowni Skawina. Jednocześnie zapewnił, że w długim terminie podtrzymuje plany budowy tej elektrowni. Budowę bloku gazowego na 400 MW w Elektrowni Skawina, który miał zastąpić istniejące instalacje zakładaliśmy w naszym modelu. Szacunkowy koszt tej inwestycji to 300-350 mln EUR. Instalacja miała pracować w pełni już od 2014 roku. Opóźnienie tej inwestycji z uwagi na jej udział w docelowej mocy zainstalowanej ogółem koncernu (2,5%), jak i planowanych wydatkach inwestycyjnych na najbliższe 5 lat (3,7%) nie będzie miało istotnego znaczenia ani na prognozy ani na wycenę CEZ.

### **Plany sprzedaży Elektrowni Chvatelice**

CEZ zrezygnował z planów budowy bloków gazowych w Chvatelicach, a istniejąca tam elektrownia na węgiel brunatny o mocach 800 MW została wydzielona do oddzielnej spółki i prawdopodobnie zostanie sprzedana. Kapitał zakładowy tego podmiotu wynosi 4,4 mld CZK. Ta elektrownia charakteryzuje się niższą rentownością z uwagi na znaczną odległość od zaopatrujących ją w paliwo kopalni węgla brunatnego, który musi być dowożony koleją. Wartość kapitału zakładowego implikuje wartość 1MW tylko na 220 tys. EUR, tak więc ewentualna transakcja sprzedaży mogłaby opiewać na wyższą kwotę, aczkolwiek jej skala to zaledwie 1-2% kapitalizacji koncernu. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że elektrownia została zbudowana pod koniec lat 70-tych, a więc stopień jej amortyzowania wynosi już 70-80%.



## Enea (Trzymaj)

Cena bieżąca: 24,17 PLN    Cena docelowa: 21,43 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	6 157,8	7 167,3	16,4%	7 629,3	6,4%	7 882,6	3,3%	Liczba akcji (mln) 441,4
EBITDA	882,7	1 167,0	32,2%	1 371,6	17,5%	1 417,3	3,3%	MC (cena bieżąca) 10 669,7
marża EBITDA	14,3%	16,3%		18,0%		18,0%		EV (cena bieżąca) 8 389,5
EBIT	251,4	505,6	101,1%	699,7	38,4%	726,1	3,8%	Free float 18,4%
Zysk netto	215,4	513,6	138,5%	654,6	27,5%	676,8	3,4%	
P/E	49,5	20,8		16,3		15,8		Zmiana ceny: 1m 8,7%
P/CE	12,6	9,1		8,0		7,8		Zmiana ceny: 6m 35,6%
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m 26,2%
EV/EBITDA	9,4	8,5		6,1		6,7		Max (52 tyg.) 24,2
Dyield (%)	0,9	1,9		1,6		3,1		Min (52 tyg.) 17,1



Kurs Enei pozostawał pod wpływem spekulacji związanych z procesem prywatyzacji i obecnie się to nie zmienia, tak więc bieżąca sytuacja w sektorze i wyniki kwartalne Spółki będą neutralne dla notowań. Kluczowa będzie cena płacona przez Kulczyk Investments i ewentualne warunki wezwania. Rekomendujemy trzymanie akcji koncernu.

### Kulczyk Investments wybrany przez MSP

Ministerstwo Skarbu przyznało Kulczyk Investments wyłączność na negocjacje w sprawie kupna 51% akcji Enei. Okres wyłączności ma być wykorzystany na ostateczną weryfikację, kim jest kupujący i jakie są źródła jego finansowania. Resort oczekuje, że zostanie ogłoszone wezwanie na 100% akcji Spółki (agencje spekulują, że cena przekroczy 25 PLN) i transakcja zostanie sfinalizowana do końca tego roku.



## PGE (Kupuj)

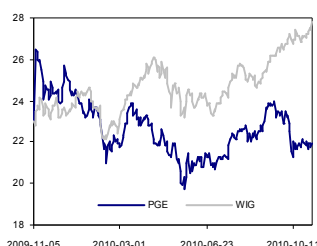
Cena bieżąca: 21,9 PLN

Cena docelowa: 26,73 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 408,7	21 623,4	11,4%	21 029,7	-2,7%	22 398,2	6,5%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	5 846,9	7 983,4	36,5%	6 995,8	-12,4%	7 984,6	14,1%	MC (cena bieżąca)	40 948,3
marża EBITDA	30,1%	36,9%		33,3%		35,6%		EV (cena bieżąca)	42 728,1
EBIT	3 262,3	5 344,7	63,8%	4 288,2	-19,8%	5 090,0	18,7%	Free float	15,0%
Zysk netto	1 920,2	3 370,7	75,5%	3 124,5	-7,3%	3 774,5	20,8%		
P/E	16,8	11,2		13,1		10,8		Zmiana ceny: 1m	-4,5%
P/CE	7,1	6,3		7,0		6,1		Zmiana ceny: 6m	-0,3%
P/BV	1,4	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	-4,8%
EV/EBITDA	7,7	5,4		6,1		5,6		Max (52 tyg.)	26,5
Dyyield (%)	1,3	3,2		3,2		3,8		Min (52 tyg.)	19,7



Akcje PGE w październiku zachowywały się znacznie gorzej od szerokiego indeksu, na co bezpośredni wpływ miała zrealizowana przez MSP transakcja sprzedaży 10% akcji w formule przyspieszonej księgi popytu. Obecnie kurs powinny wspierać oczekiwane dobre wyniki kwartalne, perspektywa ich poprawy w kolejnym roku w związku z uruchomieniem nowego bloku w Bełchatowie, a także zwiększenie udziału w regionalnych indeksach w związku ze wzrostem freefloatu z 15% do 31% (oprócz pakietu MSP również akcje pracownicze). Pozytywny wpływ może mieć również ewentualne zablokowanie przez UOKiK przejęcia Energi (wcześniej ocenialiśmy co prawda tę akwizycję pozytywnie, ale w kontekście ostatnich propozycji zmian w systemie zielonych certyfikatów wyniki Energi mogą ulec pogorszeniu). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Akcje pracownicze w obrocie 18 października

Zgodnie z wcześniejszymi komunikatami 18 października do obrotu dopuszczonych zostało 139,7 mln akcji pracowniczych wyemitowanych w związku z procesem konsolidacji Grupy w zamian za udziały mniejszościowe w spółkach holdingowych.

### MSP sprzedało 10 % akcji PGE

MSP w formule przyspieszonej księgi popytu sprzedało w transakcjach pakietowych 10% akcji PGE po średniej cenie 21,3 PLN. Resort obniżył tym samym swój udział w Spółce do 69%. Wcześniejsze deklaracje MSP wskazywały, że sprzedaż tego pakietu będzie miała miejsce dopiero w przyszłym roku, ale prawdopodobnie na zmianę tego harmonogramu wpłynęło przesunięcie się finalizacji sprzedaży Energi w związku z wątpliwościami UOKiK. Po tej transakcji oraz dopuszczeniu akcji pracowniczych do obrotu, free float PGE wzrósł z dotychczasowych 15% do 31%. Udział w indeksie WIG20 w trybie nadzwyczajnym wzrósł tym samym z dotychczasowych 4,05% do 8,7%.

### Wniosek do UOKiK złożony

PGE złożyła do UOKiK-u wniosek o zgodę na przejęcie koncernu Energa. Urząd ma 60 dni na jego rozpatrzenie. Wcześniejsze deklaracje urzędu antymonopolowego sugerowały, że decyzja w tej sprawie może być negatywna. Kluczowa będzie więc argumentacja zawarta we wniosku PGE.

### Premier wycofuje poparcie dla przejęcia Energi przez PGE?

Według prasowych doniesień premier Donald Tusk wycofuje swoje poparcie dla transakcji przejęcia Energi przez PGE i spokojnie zareaguje na prawdopodobną odmowną decyzję UOKiK w tej sprawie. W takim scenariuszu proces prywatyzacji zostanie wznowiony, a niektóre źródła twierdzą że nastąpi to nawet przed ostateczną decyzją urzędu antymonopolowego. W kontekście pojawiających się pomysłów Ministerstwa Gospodarki na ograniczenie wsparcia dla odnawialnych źródeł energii i wycofania systemu zielonych certyfikatów, uderzającego przede wszystkim w istniejące duże elektrownie wodne (generujące 30% EBITDA w koncernie Energa) zablokowania tej transakcji byłoby odebrane pozytywnie przez rynek. W takim otoczeniu trudno byłoby bowiem zbudować dodatkową wartość na tej akwizycji, którą właśnie uzasadniała ekspozycja gdańskiej Spółki na segment OZE.



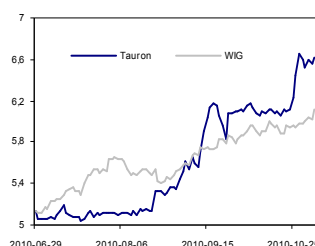
## Tauron (Kupuj)

Cena bieżąca: 6,62 PLN    Cena docelowa: 8,87 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	12 448,7	13 633,6	9,5%	13 864,0	1,7%	14 685,2	5,9%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	1 615,8	2 580,8	59,7%	2 651,0	2,7%	2 833,0	6,9%	MC (cena bieżąca)	11 601,9
marża EBITDA	13,0%	18,9%		19,1%		19,3%		EV (cena bieżąca)	12 714,5
EBIT	347,0	1 259,7	263,0%	1 257,3	-0,2%	1 360,4	8,2%	Free float	58,7%
Zysk netto	130,8	732,4	459,7%	904,6	23,5%	918,2	1,5%		
P/E	78,6	14,0		12,8		12,6		Zmiana ceny: 1m	7,1%
P/CE	7,4	5,0		5,0		4,9		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	8,4	5,2		4,8		4,8		Max (52 tyg.)	6,7
Dyyield (%)	0,3	0,6		0,0		2,3		Min (52 tyg.)	5,0



**Tauron mimo ostatnich zwyżek kursu nadal oferuje w naszej opinii potencjał wzrostowy, a jego realizację powinny wspierać wyniki kwartalne oraz perspektywa wejścia do indeksu WIG20. Spółka wciąż jest notowana z dyskontem do PGE i Enei na poziomie odpowiednio 16% i 21%, które systematycznie powinny być niwelowane. W krótkim terminie obciążeniem może być z kolei potencjalna sprzedaż pakietu 10% akcji należących do MSP. Utrzymujemy rekomendację kupuj.**

### Możliwa zmiana paliwa w planowanym bloku w Błachowni

Wiceprezes Dariusz Stolarczyk powiedział, że Tauron rozważa zmianę paliwa w planowanej Elektrowni Błachownia na gaz. Wcześniej zakładano, że we współpracy z KGHM powstanie tam blok węglowy o mocy 910 MW, który wejdzie do produkcji w 2017 roku. Budowa bloku gazowego byłaby tańsza i krótsza. Zmniejszałaby również ekspozycję Tauronu na ryzyko pakietu klimatycznego.

### Prezes o przejęciu dystrybucji Vattenfalla

Prezes Tauronu Dariusz Lubera powiedział, że Tauron jest zainteresowany ewentualnym przejęciem części dystrybucyjnej Vattenfalla w Polsce i nie wyklucza sfinansowania takiej transakcji emisją akcji. Na razie jednak nie wiadomo, czy szwedzki koncern chciałby sprzedawać te aktywa osobno. Przypominamy, że Vattenfall zapowiedział ostatnio, że może zdecydować o sprzedaży polskich aktywów w ciągu 2-3 lat. Spółka dystrybucyjna należąca do tego koncernu posiada sieć zlokalizowaną w aglomeracji katowickiej o długości prawie 27 tys. km i dostarcza około 11 TWh energii rocznie. Nie znamy kluczowego parametru WRA dla tej sieci, ale bazując na średnich wskaźnikach dla polskich spółek opartych o wolumen, wartość regulacyjną aktywów dystrybucyjnych Vattenfalla można szacować na 3,5-4,0 mld PLN (zaznaczamy jednak, że przy kalkulacji opartej o liczbę klientów implikowane WRA jest niższe i wynosiłoby 2,5-2,9 mld PLN). Wycena według modelu przedstawionego przez nas w ostatnim raporcie analitycznym implikowałaby wartość tych aktywów na 2,7-3,1 mld PLN (w wariancie opartym na liczbie klientów odpowiednio 1,9-2,2 mld PLN). Aktywa dystrybucyjne to stabilny bezpieczny biznes oparty o formułę zwrotu z WRA, a lokalizacja sieci Vattenfalla w bezpośrednim sąsiedztwie spółek dystrybucyjnych Tauronu oferowałaby możliwość realizacji istotnych synergii. Kluczowa dla oceny takiej transakcji Tauronu będzie oczywiście cena, aczkolwiek należy pamiętać, że obecnie inwestorzy bardzo nisko wyceniają akcje Spółki (EV/EBITDA 2011 na poziomie 4,7), tak więc trudno będzie Zarządowi zrealizować to przejęcie po niższych wskaźnikach.

### Prezes o programie dobrowolnych odejść

Prezes Dariusz Lubera poinformował, że dotychczas z programu dobrowolnych odejść skorzystało w Grupie 526 osób, a do końca roku spodziewanych jest kolejne 200 wniosków. Obecnie w Tauronie pracuje niecałe 29 tys. osób, tak więc wspomniana redukcja wynosi około 2,5%, co implikuje obniżenie rocznych kosztów w kolejnych latach o około 60 mln PLN.

### Emisja dla MSP w zamian za mniejszości

Tauron podpisał ze Skarbem Państwa umowę, na mocy której MSP obejmie 163,1 mln akcji Spółki w zamian za wkład w postaci mniejszościowych udziałów PKE, Elektrowni Stalowa Wola, Enionu i EnergiPro. Cena emisyjna tych akcji ustalona już w prospekcie przy IPO wynosi 10,44 PLN. Warunki tej transakcji były już przedstawiane w poprzednich komunikatach i uwzględniliśmy ją w naszym ostatnim raporcie analitycznym. Przypominamy, że jest ona atrakcyjna dla obecnych akcjonariuszy Tauronu, gdyż ustalona cena emisyjna akcji jest istotnie wyższa od ich bieżącej ceny rynkowej. Kapitały mniejszości spadną o 1,7 mld PLN, a wartość rynkowa emitowanych akcji wynosiła na dzień komunikatu 1,1 mld PLN.



### **MSP sprzeda akcje?**

Według prasowych doniesień resort skarbu może zdecydować się na sprzedaż pakietu 10% akcji Tauronu z uwagi na fakt, że po ostatniej emisji w zamian za udziały mniejszościowe udział MSP zwiększył się z 36% do 42%. Zwracamy uwagę, że zgodnie z prospektem emisyjnym MSP obowiązuje lock-up do 27 grudnia, ale nie dotyczy on akcji otrzymanych w ramach aportu udziałów mniejszościowych w spółkach zależnych. Przypominamy, że statut gwarantuje ministerstwu kontrolę nad Spółką (większość w Radzie Nadzorczej) nawet przy udziale w kapitale na poziomie 25%.

## Telekomunikacja

### **Rusza sprzedaż Exatel i sieć małopolska**

Potencjalni chętni do kupna Exatela od PGE zostaną dopuszczeni do przeprowadzenia due-diligence pod warunkiem, że do 30 listopada złożą wnioszek do UOKiK. Z transakcji zakupu zostały wykluczone np. fundusze inwestycyjne, bo nie spełniają zawartych w memorandum informacyjnym warunków. Przetarg na budowę sieci szerokopasmowej w Małopolsce rozpocznie się najwcześniej w listopadzie. Wśród zainteresowanych projektem, wartym około 300 mln PLN, poza Telekomunikacją Polską są m.in.: Netia, Telekomunikacja Kolejowa oraz British Telecom.

### **Wysoka cena Astera**

Przy transakcji kupna Astera, jego Prezes oczekuje wyceny spółki na poziomie 3 mld PLN. Minął już termin składania wstępnych ofert kupna sieci kablowej. Sprzedającym jest Mid Europa Partners. Aster to 380 tys. abonentów usługi telewizyjnej i około 91 tys. internetu. W br. spółka powinna wypracować około 290 mln PLN EBITDA. Jej dług wynosi 1,5 mld PLN. Na prognozowanych na br. wynikach właściciel oczekuje wyceny na poziomie 10,4 x EBITDA. Naszym zdaniem to zdecydowanie zbyt dużo, szczególnie biorąc pod uwagę nierynkowe ceny usług oferowane przez Astera (konkurencyjne sieci UPC, Vectra są o kilkadziesiąt procent tańsze). Naszym zdaniem Aster utrzymuje wysokie ceny usług, wykorzystując niski Chuen w sieciach kablowych, żeby dodatkowo poprawić wyniki w okresie sprzedaży spółki. W krótkim okresie nie grozi to szybką utratą bazy abonenckiej, co miałoby negatywny wpływ na wycenę. W tej sytuacji decyzję TP o wycofaniu się z przetargu oceniamy pozytywnie.





## Netia (Trzymaj)

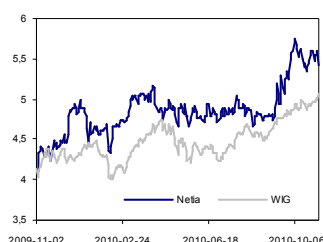
Cena bieżąca: 5,43 PLN

Cena docelowa: 5,3 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 112,4	1 505,9	35,4%	1 555,9	3,3%	1 614,0	3,7%	Liczba akcji (mln)	389,3
EBITDA	170,6	312,8	83,3%	358,8	14,7%	381,4	6,3%	MC (cena bieżąca)	2 114,1
marża EBITDA	15,3%	20,8%		23,1%		23,6%		EV (cena bieżąca)	1 818,8
EBIT	-99,7	14,2		70,1	392,7%	104,1	48,4%	Free float	100,0%
Zysk netto	230,6	88,7	-61,6%	75,2	-15,2%	109,3	45,3%		
P/E	9,2	23,8		28,1		19,3		Zmiana ceny: 1m	-5,6%
P/CE	4,2	5,5		5,8		5,5		Zmiana ceny: 6m	11,0%
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	24,5%
EV/EBITDA	11,2	6,0		5,1		4,5		Max (52 tyg.)	5,8
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		3,6		Min (52 tyg.)	4,2



Wyniki spółki za 3Q po raz pierwszy od wielu kwartałów rozczarowują. Potwierdza się nasza teza, że wraz ze zmianą regulacji w zakresie dostępu hurtowego do infrastruktury TP, otoczenie w jakim działa Netia będzie dla spółki trudniejsze, co wywoła presję na marżę. W najbliższych kwartałach oczekujemy, że *news flow* z działalności operacyjnej będzie rozczarowujący. Nie zmienia to faktu, że spółka przy ograniczonych inwestycjach jest w stanie generować wysoki FCF, co po uwzględnieniu 300 mln PLN gotówki na koncie daje możliwość płatności wysokiej dywidendy w przyszłym roku. Biorąc pod uwagę obecną cenę akcji spółki i naszą cenę docelową (5,30 PLN) podwyższamy rekomendację z redukcji do trzymaj.

### Wyniki za 3Q

Wyniki za 3Q2010 nieco rozczarowują, zarówno na poziomie przychodów jak i kosztów operacyjnych. Zgodnie z zapowiedziami spółka szybko przelacza klientów z BSA na LLU, co w krótkim okresie może wiązać się z dodatkowymi kosztami.

### Baza abonencka

W 3Q2010 Netia nadal szybko zwiększała swoją bazę abonencką, zarówno w segmencie dostępu do internetu jak i w usługach głosowych. Liczba użytkowników dostępu do sieci zwiększyła się łącznie o 30,2 tys. co jest takim samym poziomem jaki spółka zanotowała w 3Q2009. Różnica dotyczy jednak struktury wzrostu, która obecnie jest korzystniejsza ekonomicznie dla spółki. W 2009 roku spółka podłączała abonentów przede wszystkim w oparciu o BSA. Obecnie wraz z migracją użytkowników z BSA rośnie liczba baza klientów.

### Wyścig po Exatela

Netia i GTS złożyły oferty na zakup akcji Exatela, nadal nie wiadomo czy ofertę złożył również Polkomtel, który naszym zdaniem jest najbardziej prawdopodobnym przyszłym właścicielem spółki – której głównym aktywem jest dobrze rozwinięta światłowodowa sieć międzyszyfowa. Nadal uważamy, że prawdopodobieństwo kupna przez Netię Exatela czy innego dużego operatora (Dialog) jest niższe niż to, że w przyszłym roku spółka wypłaci wysoką dywidendę.



## TP SA (Trzymaj)

Cena bieżąca: 18,3 PLN    Cena docelowa: 17,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-28

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	18 165,0	16 560,0	-8,8%	15 716,2	-5,1%	15 483,4	-1,5%	Liczba akcji (mln) 1 335,6
EBITDA	7 630,0	6 246,0	-18,1%	4 734,0	-24,2%	5 787,3	22,3%	MC (cena bieżąca) 24 442,4
marża EBITDA	42,0%	37,7%		30,1%		37,4%		EV (cena bieżąca) 29 269,9
EBIT	3 313,0	2 096,0	-36,7%	947,0	-54,8%	2 059,9	117,5%	Free float 46,0%
Zysk netto	2 188,0	1 280,0	-41,5%	166,4	-87,0%	1 283,5	671,2%	
P/E	11,4	19,1		146,9		19,0		Zmiana ceny: 1m -1,9%
P/CE	3,9	4,5		6,2		4,9		Zmiana ceny: 6m 16,6%
P/BV	1,5	1,5		1,7		1,7		Zmiana ceny: 12m 7,1%
EV/EBITDA	4,0	4,7		6,2		5,0		Max (52 tyg.) 18,7
Dyield (%)	9,3	8,2		8,2		8,2		Min (52 tyg.) 14,1



Wyniki TPSA za 3Q są zgodne z naszymi oczekiwaniami. TPSA odbudowuje pozycję w telefonii komórkowej i zahamowała erozję bazy abonenckiej szerokopasmowego dostępu do internetu (na razie w oparciu o Centertel). Nadal rozczarowuje wynik sprzedaży Neostrady, ale wierzymy, że od 4Q sytuacja poprawi się. Od 1 października - po raz pierwszy od wielu kwartałów - TP ma konkurencyjną ofertę (w zestawieniu z Netią i sieciami kablowymi) w dostępie do internetu. Wystarczy, że operatorowi uda się zatrzymać odpływ klientów, przy utrzymaniu dotychczasowego tempa przyłączy w Centertelu, a Grupa zacznie wykazywać wzrost bazy na poziomie ok. 30 tys. użytkowników kwartalnie (w 1H spadek o 17 tys.). To założenie konserwatywne - wierzymy, że przy takiej ofercie TP powinna zanotować rosnącą liczbę klientów także Neostrady. TP wyraźnie stawia na promowanie szybkich łącz, co powinno wiązać się również z zaoferowaniem usług dodanych. To zamknie kolejny czynnik ryzyka. W 3Q spółka zawiązała rezerwę na spór z DPTG (1,06 mld PLN) - o 220 mniej niż pierwotnie zakładaliśmy. Zwracamy uwagę, że relatywna siła akcji TPSA zbiegła się ze słabszym zachowaniem akcji Magyar Telekom, co sugeruje przebudowywanie portfeli przez inwestorów zagranicznych. Przy obecnej cenie podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### Wyniki 3Q i prognoza

Spółka wypracowała przychody na poziomie 3,90 mld PLN (nasza prognoza 3,92 mld PLN), tj. o 4% niższe niż rok wcześniej i o 2% niższe w porównaniu z 2Q2010. EBITDA przed rezerwami wyniosła 1,5 mld PLN (prognoza 1,483 mld PLN, -6,6% r/r, +1,9% q/q). Wynik netto zamknął się kwotą -720 mln PLN (obciąża go rezerwa na DPTG w wysokości 1,1 mld PLN). Zarząd podtrzymuje, że w drugim półroczu przychody TP będą spadały wolniej niż w 1H (w całym 2010 -6% r/r), marża EBITDA utrzyma się w przedziale 36-38%, Capex sięgnie 16-18% przychodów a całoroczne wolne przepływy operacyjne wyniosą 2,2 mld PLN. TPSA nie zmienia polityki dywidendowej i podtrzymuje wypłatę 1,5 PLN na akcję, co przy obecnej cenie implikuje Yield brutto na poziomie 8,3%.

Nadal pozytywnie należy oceniać działania spółki na poziomie kontroli kosztów. Obecnie TP realizuje działania oszczędnościowe m.in. w obszarze utrzymania sieci (oddanie zarządzania firmie zewnętrznej, współdzielenie z innymi operatorami w telefonii komórkowej) oraz sprzedaży (połączenie części struktur Centertela i TP). Będą one wpływały na wyniki operatora w kolejnych kwartałach.

## Media



### Agora (Trzymaj)

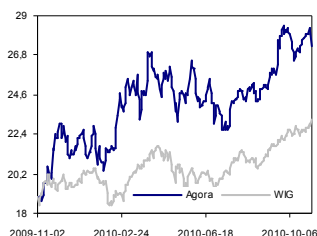
Cena bieżąca: 27,3 PLN

Cena docelowa: 25,8 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 277,7	1 110,1	-13,1%	1 063,8	-4,2%	1 080,3	1,6%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	128,4	134,1	4,4%	154,7	15,4%	149,1	-3,6%	MC (cena bieżąca)	1 390,6
marża EBITDA	10,0%	12,1%		14,5%		13,8%		EV (cena bieżąca)	1 154,7
EBIT	44,6	52,9	18,6%	73,2	38,4%	67,3	-8,1%	Free float	54,3%
Zysk netto	23,4	38,3	63,6%	67,4	76,0%	64,3	-4,6%		
P/E	64,1	36,3		20,6		21,6		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	14,0	11,6		9,3		9,5		Zmiana ceny: 6m	11,9%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	43,5%
EV/EBITDA	10,8	9,0		7,5		7,4		Max (52 tyg.)	28,5
Dywidenda (%)	1,2	0,0		1,8		2,4		Min (52 tyg.)	18,7



Agora dość niefortunnie rozpocznie konsolidację Heliosa konsolidując stratę w ramach trzeciego kwartału (konsolidowany będzie tylko wrzesień). Mimo to uważamy, że zakup Heliosa był bardzo dobrym posunięciem Zarządu i w dłuższej perspektywie przyczynić się on będzie do kreowania wartości Grupy. Z drugiej strony uważamy, że przyszły rok może okazać się trudniejszy od bieżącego w kontekście poprawy wyników. Spodziewamy się co prawda, że wysoka różnica w tempie wzrostu nowych mediów (telewizja, Internet) i mediów tradycyjnych (prasa, radio) powinna ulec pewnemu zmniejszeniu, jednak Agora wyczerpie w tym roku podstawowe źródła oszczędności i przyszły rok będzie stał pod znakiem wzrostu kosztów działalności. Z tego względu obecna wycena rynkowa (+25,7% od początku roku, +13,0% od początku września) zdaje się odzwierciedlać już potencjał płynący z odbicia na rynku reklamowym, a nie w pełni odzwierciedla ryzyka związane z wzrostem kosztów działalności. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

#### Sierpniowe wyniki sprzedaży dzienników ogólnopolskich

Rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* spadło w sierpniu o 10,2% w porównaniu do minionego roku. W tym samym czasie sprzedaż *Rzeczpospolitej* spadła o 3,0%, *Faktu* o 6,2%, a *Super Expressu* o 5,7%. Wyniki sprzedaży *Gazety* pozostają słabe (-9,5% r/r w segmencie sprzedaży kioskowej). Widoczne jest natomiast zawężenie różnic w dynamikach pomiędzy tytułem Agory a *Rzeczpospolitą*, która w poprzednich miesiącach dynamicznie poprawiała sprzedaż.

#### Multikino pozytywnie o wynikach 3Q2010

Piotr Zygo, Prezes Multikina wypowiedział się na temat wyników trzeciego kwartału jakie zrealizował wybierając się na giełdę operator kinowy. Zgodnie z jego wypowiedzią był to bardzo udany okres dla spółki, a marża EBITDA przekroczyła 20%. Prezes wspomniał również, że bilety na seanse 3D stanowią obecnie blisko 40% ogółu sprzedanych wejściówek. Na podstawie tej tendencji Prezes szacuje, że wzrost średniej ceny biletu może w tym roku sięgnąć 10%. Wypowiedź Prezesa Zygo potwierdza bardzo udany kwartał dla branży kinowej i naszą prognozę wzrostu wyników w Cinema City. W przypadku Agory efekt ten niestety nie będzie widoczny, gdyż spółka skonsoliduje Heliosa jedynie w słabym wrześniu, a pominie niezwykle udane lipiec i sierpień.

#### IGRZ o outdoorze w 3Q2010

Według szacunków IGRZ rynek reklamy zewnętrznej wzrósł w trzecim kwartale o 1%, co przekłada się na 3,5% spadku wartości segmentu na przestrzeni pierwszych trzech kwartałów. Jednocześnie IGRZ szacuje, że w skali całego roku wartość wydatków reklamowych w outdoorze powinna utrzymać się na poziomie porównywalnym do 2009 roku. Szacunki IGRZ dotyczące całego roku są zbieżne z naszą prognozą dynamiki przychodów dla AMS. W odniesieniu do samego trzeciego kwartału byliśmy mniej optymistyczni i w AMS zakładamy 2,5% spadku przychodów.



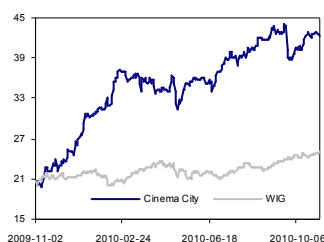
## Cinema City (Trzymaj)

Cena bieżąca: 42,9 PLN      Cena docelowa: 39,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-16

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	179,0	211,6	18,2%	238,7	12,8%	270,9	13,5%	Liczba akcji (mln)	51,2
EBITDA	40,2	46,5	15,7%	54,5	17,0%	61,6	13,1%	MC (cena bieżąca)	2 196,5
marża EBITDA	22,5%	22,0%		22,8%		22,7%		EV (cena bieżąca)	2 192,2
EBIT	21,8	30,2	38,4%	35,6	17,9%	41,2	15,5%	Free float	17,6%
Zysk netto	17,7	24,4	38,3%	28,7	17,5%	35,0	21,9%		
P/E	31,7	22,9		19,6		16,1		Zmiana ceny: 1m	4,8%
P/CE	15,5	13,7		11,8		10,2		Zmiana ceny: 6m	27,9%
P/BV	3,6	3,1		2,7		2,3		Zmiana ceny: 12m	109,1%
EV/EBITDA	16,1	13,8		10,3		8,9		Max (52 tyg.)	44,1
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	19,7



Publikowane w listopadzie wyniki trzeciego kwartału powinny zostać pozytywnie odebrane przez rynek, chociaż uważamy, że w dużej mierze zostały już one zdyskontowane przez rynek. Początek czwartego kwartału na polskim rynku również wygląda obiecująco dzięki *Ślubom Panielskim*, które po 17 dniach wyświetlania miały już 691 tys. sprzedanych biletów. Przypadająca na czwarty kwartał promocja wynikająca z 10 urodzin Cinema City (bilety na zwykłe seanse sprzedawane były po 10 PLN, a na seanse trójwymiarowe po 15 PLN) nie powinny mieć istotnego wpływu na wyniki ostatniego kwartału, gdyż niższą cenę powinien w dużym stopniu zrównoważyć wysoki wolumen sprzedaży. Na tle spółek porównywalnych Cinema City notowane jest z bardzo wysoką premią i choć wierzymy, że jest ona uzasadniona oczekiwanym rozwojem bazy kinowej oraz większą perspektywicznością rynków Europy Środkowo-Wschodniej to jednak nie pozostawia ona na ten moment potencjału wzrostowego dla notowań. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### Zastępca dyrektora finansowego o wynikach 3Q2010 i perspektywach 2011 roku

Zdaniem Nisana Cohena, zastępcy dyrektora finansowego Cinema City, trzeci kwartał był udany dla branży kinowej, na co wpływ miał szereg udanych premier kinowych tego okresu (*Shrek 4 3D*, *Step Up 3D* i *Incepcja*), a także otwarcia nowych multipleksów. Dzięki dużej liczbie sprzedanych biletów 3D tegoroczna marża EBITDA ma być wyższa od zeszłorocznej. Cohen wypowiedział się również optymistycznie na temat przyszłego roku, gdy do kin ma wejść jeszcze większa liczba produkcji 3D, a także sporo polskich pozycji, których zabrakło w roku bieżącym. Opinia dyrektora finansowego jest zgodna z naszymi oczekiwaniami, o których pisaliśmy m.in. w ostatnim raporcie miesięcznym. Oczekujemy, że trzy duże hity kinowe zapewnią bardzo dobre wyniki trzeciego kwartału. Również w odniesieniu do oceny przyszłego roku zgadzamy się z przedstawicielem spółki. Na wyniki Cinema City poza produkcjami trójwymiarowymi i polskimi filmami wpływać będzie z pewnością dalsze powiększenie bazy kinowej.

### International Theatres nie chce zmniejszać zaangażowania poniżej 51%

Dyrektor finansowy wypowiedział się również na temat ostatniej transakcji sprzedaży udziałów przez głównego akcjonariusza. Zgodnie z jego wypowiedzią Israel Theatres nie ma intencji obniżenia swojego zaangażowania w spółkę poniżej progu 51% (po niedawnej transakcji obniżyło się ono do 53,88%). W jego opinii motywami transakcji było zwiększenie płynności obrotu na giełdzie oraz wzmocnienie finansowe IT po dużej transakcji nabycia bułgarskich projektów deweloperskich od Cinema City. Ograniczałoby to dalszą podaż akcji do maksymalnie 2,9%. Deklaracja ta powinna nieco uspokoić inwestorów, którzy obawiali się dalszych pakietów ze strony International Theatres.

### Multikino pozytywnie o wynikach 3Q2010

Piotr Zygo, Prezes Multikina wypowiedział się na temat wyników trzeciego kwartału jakie zrealizował wybierający się na giełdę operator kinowy. Zgodnie z jego wypowiedzią był to bardzo udany okres dla spółki, a marża EBITDA przekroczyła 20%. Prezes wspominał również, że bilety na seanse 3D stanowią obecnie blisko 40% ogółu sprzedanych wejściówek. Na podstawie tej tendencji Prezes szacuje, że wzrost średniej ceny biletu może w tym roku sięgnąć 10%. Wypowiedź Prezesa Zygo potwierdza bardzo udany kwartał dla branży kinowej i naszą prognozę wzrostu wyników w Cinema City. W przypadku Agory efekt ten niestety nie będzie widoczny, gdyż spółka skonsoliduje Heliosa jedynie w słabym wrześniu, a pominie niezwykle udane lipiec i sierpień.



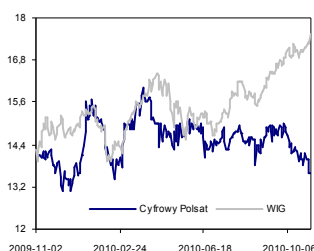
## Cyfrowy Polsat (Akumuluj)

Cena bieżąca: 13,58 PLN    Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 136,3	1 266,1	11,4%	1 469,2	16,0%	1 528,8	4,1%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	347,8	327,4	-5,9%	413,2	26,2%	449,3	8,7%	MC (cena bieżąca)	3 643,9
marża EBITDA	30,6%	25,9%		28,1%		29,4%		EV (cena bieżąca)	3 608,7
EBIT	324,3	285,5	-12,0%	347,0	21,6%	354,2	2,1%	Free float	34,8%
Zysk netto	269,8	237,9	-11,8%	273,2	14,8%	286,8	5,0%		
P/E	13,5	15,3		13,3		12,7		Zmiana ceny: 1m	-7,3%
P/CE	12,4	13,0		10,7		9,5		Zmiana ceny: 6m	-9,2%
P/BV	12,3	11,0		8,1		6,5		Zmiana ceny: 12m	-3,8%
EV/EBITDA	10,3	11,0		8,7		8,0		Max (52 tyg.)	16,0
Dywid (%)	1,0	5,5		4,2		4,9		Min (52 tyg.)	13,1



Październik nie był udanym miesiącem dla Cyfrowego Polsatu. Notowania od końca września obniżyły się o 9,2%, mimo że szeroki indeks wzrósł o 2,2% a WIG20 o 1,4%. Tak znacząca słabość notowań Cyfrowego Polsatu w zestawieniu z podstawowymi indeksami miała miejsce w okresie trendu aprecjacyjnego polskiej waluty w stosunku do euro (+1,5%) i amerykańskiego dolara (+3,1%), co pozytywnie powinno przekładać się w kolejnych okresach na raportowane wyniki. Naszym zdaniem pewne obawy mogą budzić warunki, na jakich w ostatecznej umowie spółka rozliczać się będzie z Aero2 za dzierżawę sieci. Niemniej obecna wycena mimo powyższych zagrożeń stwarza według nas potencjał wzrostowy dla akcji spółki. Podnosimy naszą rekomendację do akumuluj.

### LTE od pierwszego kwartału 2011 roku

W ciągu pierwszych trzech miesięcy 2011 roku Cyfrowy Polsat planuje uruchomienie Internetu w technologii LTE. Od 22 października prędkość maksymalna Internetu oferowanego przez spółkę ma wzrosnąć do 28,8 Mb/s (obecnie 21 Mb/s). Wzrost prędkości ma nastąpić dzięki technologii Multiple Input, Multiple Output, która zwiększa przepustowość sieci bezprzewodowej, dzięki transmisji wieloantenowej zarówno po stronie nadawczej, jak i po stronie odbiorczej. Uruchomienie LTE dawałoby Cyfrowemu Polsatowi dużą szansę na zdobycie rynku, gdyż technologia ta pozwala na transfer na poziomie 150 Mb/s. Tak duże prędkości Internetu stanowiłyby na polskim rynku rewolucję. Odrębną kwestią pozostaje porozumienie z Aero2, na bazie którego usługa ta miałaby być świadczona klientom. Dla uzyskania przewagi nad konkurencją Cyfrowy Polsat musiałby mieć na sieci wyłączność, co jednak może być kosztowną sprawą. Z tego względu spodziewamy się, że korzystanie z sieci będzie udostępnione również innym podmiotom.

### Prezes Libicki o wynikach trzeciego kwartału

Prezes Dominik Libicki pozytywnie ocenił wyniki osiągnięte przez spółkę w trzecim kwartale zaznaczając, że Cyfrowy Polsat zrealizował założone cele dotyczące stabilizacji odpływu klientów oraz wzrostu ARPU. Ponadto Prezes stwierdził, że wzrost bazy abonenckiej był zgodny z oczekiwaniami Zarządu. Słowa Prezesa dotyczące ARPU i churnu są zgodne z założeniami przyjętymi w naszej prognozie. Spodziewamy się, że na skutek zakończenia wymiany umów oraz minięcia efektu sezonowego, raportowany churn pozostanie na poziomie podobnym jak w ubiegłym kwartale (spółka raportuje churn zannualizowany, a zatem podwyższony odpływ pierwszego półrocza pozostanie w podstawie obliczeń). Na dalszy wzrost ARPU wpływać naszym zdaniem będzie oferta internetowa. W odniesieniu do wzrostu bazy abonenckiej spodziewamy się przyrostu netto liczby użytkowników o 40 tys.



## TVN (Redukuj)

Cena bieżąca: 18 PLN

Cena docelowa: 16,5 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-27

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 897,3	2 123,4	11,9%	2 500,3	17,8%	2 741,1	9,6%	Liczba akcji (mln)	341,9
EBITDA	711,4	794,8	11,7%	628,0	-21,0%	733,7	16,8%	MC (cena bieżąca)	6 153,8
marża EBITDA	37,5%	37,4%		25,1%		26,8%		EV (cena bieżąca)	8 322,5
EBIT	631,9	612,1	-3,1%	399,1	-34,8%	490,8	23,0%	Free float	43,7%
Zysk netto	363,7	420,8	15,7%	260,3	-38,1%	307,4	18,1%		
P/E	17,3	14,6		23,6		20,0		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	14,2	10,2		12,6		11,2		Zmiana ceny: 6m	1,7%
P/BV	3,8	4,8		5,0		4,2		Zmiana ceny: 12m	27,7%
EV/EBITDA	10,3	10,1		13,3		11,1		Max (52 tyg.)	19,3
Dyyield (%)	1,9	4,3		1,7		1,3		Min (52 tyg.)	12,2



Zgodnie z naszymi oczekiwaniami 2010 rok jest bardzo udany dla TVN, a na rynku reklamowym nastąpiło dynamiczne odreagowanie ubiegłorocznych spadków. Poprawa koniunktury w reklamie została dostrzeżona przez inwestorów co zaowocowało 25,3% wzrostem notowań spółki od początku roku (wobec 11,7% wzrostu indeksu WIG20). W naszej opinii czwarty kwartał mimo presji cenowej ze strony Polsatu powinien przynieść kontynuację wzrostu przychodów Grupy w wysokim jednocyfrowym tempie. W 2011 roku spodziewamy się jednak znaczącego ochłodzenia koniunktury (spadek tempa wzrostu wpływów z reklamy z 8,9% do 5,6%), z uwagi na wyczerpanie impulsu jakim w tym roku dla rynku reklamowego było odreagowanie wcześniejszych spadków. Obecna wartość przedsiębiorstwa dla TVN jest zbliżona do rekordowych poziomów z 1Q2007. Naszym zdaniem zaledwie 11,4% dyskonto od rekordowych poziomów nie jest uzasadnione zakupem platformy 'n', którego rozwój stoi pod dużym znakiem zapytania wobec syndromów nasycenia na polskim rynku płatnej telewizji. W 2007 roku spółka dyskutowała przyszłoroczną EBITDA na poziomie 711,4 mln PLN. Obecna wycena dyskontuje natomiast 733,7 mln PLN przyszłorocznej EBITDA. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

### Wrześniowe wyniki oglądalności

We wrześniu całodobowy udział stacji TVN w oglądalności ogółem wyniósł 16,4% wobec 16,9% przed rokiem. Spadki zanotowali też główni konkurencji. Oglądalność Polsatu spadła z 15,5% do 14,8%, TVP1 z 19,5% do 18,3%, a TVP2 z 14,9% do 14,3%. Cała Grupa TVN miała 22,4% udziału w widowni wobec 22,2% we wrześniu ubiegłego roku. Wzrost oglądalności Grupa zawdzięcza bardzo dobremu wynikowi TVN24, które powiększyło udziały w widowni z 2,7% do 3,5%. Oglądalność TVN w grupie docelowej obniżyła się do 20,2% z 22,0% przed rokiem. Wrzesień przyniósł spadek oglądalności TVN i załamanie dotychczasowego pozytywnego trendu, gdy stacja zyskiwała widzów mimo spadków oglądalności w innych ogólnopolskich kanałach. Wrzesień jest wyznacznikiem popularności jesiennej ramówki. Kontynuacji tendencji można się zatem spodziewać również w październiku i listopadzie.

### Umowa ramowa z TPSA

TVN podpisał z Telekomunikacją Polską długoterminową ramową umowę o współpracy dotyczącą wzajemnego oferowania produktów i usług oraz współtworzenia nowych ofert i usług. Spółki będą przede wszystkim współpracować w obszarach dostarczania treści programowych, abonamentowych i przedpłaconych usług płatnej telewizji satelitarnej, wideo na żądanie, dystrybucji szerokopasmowego dostępu do Internetu, a także w obszarach technologii telewizyjnej oraz marketingu. Zarząd TVN szacuje, że pozytywny wpływ współpracy określonej Umową Ramową wpłynie pozytywnie na poziom EBITDA Grupy TVN o łączną wartość około 100 mln PLN w pięcioletniej perspektywie. Sam zamysł aliansu z dostawcą usług dostępu do szerokopasmowego internetu i usług głosowych wydaje się słuszny w dobie potrójnych i poczwórnych usług oferowanych przez kablówki oraz Cyfrowy Polsat. Nasze wątpliwości budzi jednak wybór TPSA jako partnera. TPSA posiada własną płatną telewizję i platforma operatora wzmocniona o kontent Grupy TVN może stanowić poważną konkurencję dla platformy 'n'. Tym samym możliwe, że TVN popełnia ten sam błąd, jaki wcześniej popełniła Cyfra Plus, która w ramach współpracy z TPSA dostarczała swoje własne kanały, co prowadziło do kanibalizacji własnej bazy abonenckiej. 100 mln PLN wartości dodanej z tytułu umowy w perspektywie najbliższych 5 lat wydaje nam się wartością przesadzoną.

### Wyniki oglądalności w październiku

W październiku 2010 roku całodobowy udział kanału TVN w rynku spadł do 17,1% z 19,0% rok wcześniej. W tym samym czasie całodobowy udział Polsatu zmniejszył się do 14,2% z 15,0%, udział TVP1 spadł do 18,3% z 19,6%, a TVP2 wzrósł do 14,8% z 13,9%. W przypadku grupy

docelowej TVN, (czyli 16-49 lat, miasta 100 tys. plus) udział kanału TVN całodobowo spadł w październiku do 21,3% z 25,3%. Październikowe dane są potwierdzeniem słabszych tendencji w udziałach w widowni zarysowanych we wrześniu. Jesienna ramówka mimo odnowienia spotkała się z mniejszym zainteresowaniem widzów. W związku z tym oczekujemy, że również listopad pokaże kontynuację trendu spadku oglądalności.

### **Emisja euroobligacji do 250 mln EUR**

TVN poinformował w komunikacie, że jego szwedzka spółka zależna wyemituje euroobligacje na kwotę do 250 mln EUR. Spłata euroobligacji ma być gwarantowana solidarnie przez wszystkie podmioty z Grupy i ma posłużyć refinansowaniu zadłużenia. Refinansowanie ma w szczególności dotyczyć 500 mln PLN obligacji zapadających w 2013 roku oraz linii kredytowej, która jest obecnie częściowo wykorzystywana na gwarancje bankowe. Motywem dla transakcji jest zdaniem spółki fakt, że w 2013 roku zapada bardzo duża wartość korporacyjnego długu, co mogłoby utrudnić w tamtym okresie refinansowanie. Naszym zdaniem jednak koszty takiej decyzji są wysokie i być może przekroczą przyszłe korzyści. Obecne obligacje złotowe oparte są o zmienną stopę procentową i 275 bps marży, co przekłada się na poniżej 7% w skali roku. Jeszcze niżej oprocentowana jest linia kredytowa (WIBOR+1,2%). Nawet zakładając wzrost stóp procentowych w przyszłości mało prawdopodobne jest by w najbliższych trzech latach koszt obsługi tego długu sięgnął 10% (górną granicą przyjętą przez spółkę dla planowanego długu euroobligacyjnego). Tym samym spółka decyduje się na trzy lata wyższego kosztu obsługi zadłużenia. Ponadto wykup obligacji będzie się wiązał z zapłaceniem premii, co również czyni tegoroczne refinansowanie mniej atrakcyjnym. Przeprowadzając planowaną operację spółka daje też negatywny sygnał co do swoich szacunków przyszłych przepływów pieniężnych. Obecny konsensus prognoz z Bloomberg'a zakłada, że w latach 2011-2013 TVN wypracuje odpowiednio 830,6 mln PLN, 975,1 mln PLN oraz 1101,7 mln PLN pozytywnej EBITDA. Są to wartości, które powinny pozwolić na bezproblemową spłatę 500 mln PLN zadłużenia (spółka posiada ponadto obecnie około 600 mln PLN gotówki). O ile więc zarząd spółki nie planuje żadnych akwizycji to jego oczekiwania w stosunku do przyszłych przepływów operacyjnych należy uznać za bardzo ostrożne. Takie działanie można oczywiście uznać za efekt konserwatywnego podejścia TVN, jednak skala rozbieżności pozostaje bardzo duża.

## IT

### **14 chętnych na budowę systemu bezpieczeństwa morskiego**

Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli Urzędu Morskiego w Gdyni czternaście podmiotów złożyło wnioski o dopuszczenie do udziału w postępowaniu na zaprojektowanie i wykonanie pierwszego etapu krajowego systemu bezpieczeństwa morskiego. Wśród zainteresowanych znalazły się Asseco Systems, Comarch, Wasko i Sygnity. Asseco Systems i Sygnity wystartowały do konkursu samodzielnie, Comarch weźmie w nim udział w konsorcjum z TP Emitemerem i Ośrodkiem Badawczo-Rozwojowym Centrum Techniki Morskiej, a Wasko ze spółką DGT. Przetarg organizowany jest w formie dialogu konkurencyjnego, do którego zamawiający zaprosi pięciu wykonawców. Czas realizacji zamówienia został wyznaczony na 24 miesiące. Budżet przeznaczony na budowę całego systemu wynosi około 104 mln PLN i jest finansowany przez PO IŚ.

### **Przetarg na 68 mln PLN rozpisany przez KRUS**

Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego ogłosiła przetarg na świadczenie usługi eksploatacji, modyfikacji, konserwacji oraz prowadzenia prac rozwojowych systemu do obsługi świadczeń emerytalno-rentowych. Szacunkowa wartość zamówienia to 68 mln PLN netto. Przetarg jest realizowany według procedury ograniczonej. Termin składnia wniosków o dopuszczenie do udziału w postępowaniu mija 29 listopada. Najmocniejszą pozycję w KRUS ma Unizeto i to tę firmę należałoby uznać za podstawowego faworyta w przetargu. Duże szanse dajemy również Asseco Poland, które obsługuje system dla ZUS, a także mogłoby ewentualnie dostarczyć synergii z systemem IACS.





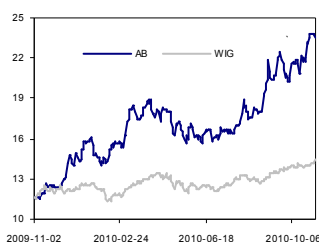
## AB (Akumuluj)

Cena bieżąca: 23,48 PLN    Cena docelowa: 23,4 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-28

(mIn PLN)	2008/09	2009/10P	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	2 839,7	2 882,1	1,5%	2 891,8	0,3%	3 109,4	7,5%	Liczba akcji (mln) 15,5
EBITDA	0,0	81,9		64,6	-21,1%	56,3	-12,8%	MC (cena bieżąca) 362,9
marża EBITDA	0,0%	2,8%		2,2%		1,8%		EV (cena bieżąca) 485,7
EBIT	0,0	76,5		59,1	-22,7%	50,8	-14,1%	Free float 40040,2%
Zysk netto	27,0	34,6	28,4%	34,5	-0,3%	0,0		
P/E	13,9	10,5		10,5				Zmiana ceny: 1m 8,7%
P/CE	13,9	9,1		9,1		65,5		Zmiana ceny: 6m 36,1%
P/BV		1,4		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m 102,4%
EV/EBITDA		5,7		7,5		7,9		Max (52 tyg.) 23,9
Dyield (%)	1,9	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 11,5



Notowania AB w październiku wzrosły o 18,0% zbliżając się do naszej ceny docelowej. Oczekiwane przez nas dobre wyniki pierwszego kwartału mogą dać jednak podstawę do podniesienia naszych dotychczasowych prognoz wyników i tym samym podwyższenia ceny docelowej. Tymczasowo podtrzymujemy rekomendację akumuluj mimo osiągnięcia przez spółkę naszej ceny docelowej.

### Roczne sprawozdanie finansowe

Zgodnie z raportem rocznym AB wypracowało w minionym roku obrotowym 2009/2010 2882,1 mln PLN przychodów; 58,3 mln PLN zysku operacyjnego oraz 35,2 mln PLN zysku netto. Zaraportowane wyniki tylko w nieznacznym stopniu różnią się od poziomów opublikowanych w sprawozdaniu za czwarty kwartał. Przychody są zgodne z wcześniejszą publikacją, wynik operacyjny o 1,4% niższy niż wcześniej publikowany, a wynik netto o 1,4% wyższy niż w sprawozdaniu za czwarty kwartał.



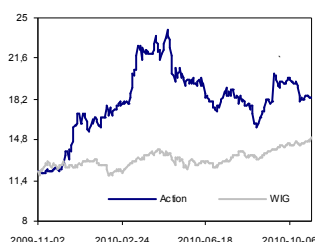
## Action (Trzymaj)

Cena bieżąca: 18,4 PLN      Cena docelowa: 18,16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2007/08	2008/09	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 343,4	3 079,4	31,4%	2 183,1	-29,1%	2 320,1	6,3%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	66,3	49,9	-24,7%	42,9	-14,0%	53,8	25,3%	MC (cena bieżąca)	317,0
marża EBITDA	2,8%	1,6%		2,0%		2,3%		EV (cena bieżąca)	391,2
EBIT	58,3	38,1	-34,7%	34,0	-10,6%	44,8	31,6%	Free float	30,1%
Zysk netto	33,8	23,3	-31,1%	24,4	4,7%	32,3	32,6%		
P/E	9,4	13,6		13,0		9,8		Zmiana ceny: 1m	-8,0%
P/CE	7,6	9,0		9,5		7,7		Zmiana ceny: 6m	-10,2%
P/BV	1,7	1,8		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	53,3%
EV/EBITDA	7,0	7,3		9,1		7,1		Max (52 tyg.)	24,0
Dywid (%)	1,4	0,0		4,4		3,1		Min (52 tyg.)	12,0



Październik był słabszym miesiącem dla notowań Actionu (-5,6%). Oczekujemy, że wyniki drugiego półrocza nie spełnią w pełni oczekiwań inwestorów. Z drugiej strony od momentu wydania przez nas rekomendacji redukuj kurs akcji Actionu zbliżył się do wyznaczonej przez nas ceny docelowej niwelując dużą część przewidywanego przez nas potencjału spadkowego. W związku z powyższym podnosimy nasze zalecenie inwestycyjne do trzymaj.

### Wiceprezes liczy na kolejne zamówienia z CERN

Gazeta *Giełdy Parkiet* poinformowała, że Action po dostarczeniu sprzętu komputerowego do CERN (Europejska Organizacja Badań Jądrowych w Genewie) o łącznej wartości 13,8 mln PLN (serwery własnej produkcji) liczy na kolejne zamówienia tejże organizacji. Wiceprezes Edward Wojtyśiak zapewnia ze szanse na pozyskanie kolejnych zleceń są spore.

### Kontrakt z CPI MSWiA w ramach ZMOKU

Action podpisał z Centrum Projektów Informatycznych MSWiA umowę, na mocy której dostarczy zestawy komputerowe oraz czytniki kart dla województwa lubelskiego, małopolskiego, świętokrzyskiego, podkarpackiego, pomorskiego, wielkopolskiego, zachodniopomorskiego, lubuskiego oraz dostarczy karty inteligentne do Departamentu Ewidencji Państwowych i Teleinformatyki MSWiA. Z informacji PAP wynika, że wartość kontraktu to 8 mln PLN brutto. Kontrakt jest efektem podpisanej wcześniej umowy ramowej z CPI. Zamówienia z tytułu tej umowy ramowej wykonywane są przez Action w konsorcjum i dlatego całkowity wpływ zamówienia na przychody spółki szacujemy na około 3 mln PLN.



## ASBIS (Akumuluj)

Cena bieżąca: 4,07 PLN    Cena docelowa: 4,08 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-28

(mIn USD)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	1 495,3	1 167,9	-21,9%	1 360,0	16,4%	1 453,2	6,9%	Liczba akcji (mln) 55,5
EBITDA	18,2	5,8	-68,1%	14,2	146,1%	18,0	26,4%	MC (cena bieżąca) 225,9
marża EBITDA	1,2%	0,5%		1,0%		1,2%		EV (cena bieżąca) 305,2
EBIT	15,3	2,9	-81,2%	11,3	290,1%	15,0	32,7%	Free float 34,2%
Zysk netto	4,0	-3,2		4,4		7,4	67,4%	
P/E	20,5			18,7		11,1		Zmiana ceny: 1m -2,9%
P/CE	12,0			11,2		7,9		Zmiana ceny: 6m -9,6%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m -12,5%
EV/EBITDA	6,2	16,2		7,8		6,3		Max (52 tyg.) 5,1
Dywid (%)	12,1	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 3,6



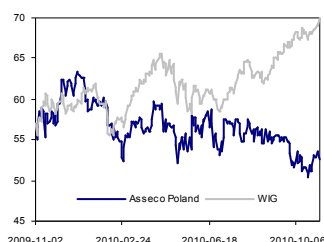
Od momentu wydania przez nas pozytywnej rekomendacji dla Asbisu notowania spółki wzrosły o około 10,0% zbliżając się do ustalonej przez nas ceny docelowej. Oczekujemy, że trzeci i czwarty kwartał 2010 roku przyniosą znaczącą poprawę wyników generowanych przez Asbis. Skala poprawy może być podstawą do podniesienia przez nas prognoz i ceny docelowej. Dlatego też mimo ograniczonego potencjału wzrostowego wyznaczonego naszą obecną ceną docelową podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



## Asseco Poland (Kupuj)

**Cena bieżąca: 52,55 PLN    Cena docelowa: 65,3 PLN**
**Analityk: Piotr Grzybowski**
**Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-31**

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 786,6	3 050,3	9,5%	3 193,7	4,7%	3 389,2	6,1%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	591,8	646,1	9,2%	641,2	-0,7%	663,2	3,4%	MC (cena bieżąca)	4 076,1
marża EBITDA	21,2%	21,2%		20,1%		19,6%		EV (cena bieżąca)	4 196,2
EBIT	494,3	525,5	6,3%	517,6	-1,5%	537,0	3,7%	Free float	60,2%
Zysk netto	321,6	373,4	16,1%	404,2	8,3%	383,0	-5,3%		
P/E	12,7	10,9		10,1		10,6		Zmiana ceny: 1m	0,2%
P/CE	9,7	8,3		7,7		8,0		Zmiana ceny: 6m	-5,0%
P/BV	1,1	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-10,1%
EV/EBITDA	7,1	7,0		6,5		6,0		Max (52 tyg.)	63,4
Dywid (%)	2,9	2,6		3,0		2,8		Min (52 tyg.)	50,4



2009-11-02    2010-02-24    2010-06-18    2010-10-08

**Listopad będzie okresem zamknięcia oferty 5,9 mln akcji, które zastąpią umarżone akcje własne. W naszym odczuciu oczekiwanie przez inwestorów na podaż akcji było w tym roku głównym czynnikiem wpływającym na bardzo słabe notowania Asseco Poland (spadek kursu od początku roku o 15,0% na tle wzrostu indeksu WIG20 o 12,2%). Wyniki operacyjne pierwszego półrocza, a także oczekiwane przez nas rezultaty trzeciego kwartału wskazują, że spółka bardzo dobrze radzi sobie w środowisku zaostrożonej konkurencji. Dużym sprawdzianem na przyszły rok będzie według nas włączenie do Grupy przejętego niedawno Formula Systems, wygenerowanie z tytułu tej akwizycji synergii produktowych oraz dalsze rekompensowanie ubytku przychodów jaki powstaje po zakończeniu wdrożenia PKO BP. Niemniej obecny poziom w jakim są dyskontowane wszelkie czynniki ryzyka wydaje nam się niewspółmierny do posiadanego przez spółkę potencjału oraz osiągniętych na bieżąco wyników. Na bazie naszej prognozy przyszłorocznych wyników (nieuwzględniającej przejęcia Formula Systems) Asseco Poland jest obecnie notowane przy 10,1xP/E, a po uwzględnieniu izraelskiej akwizycji wskaźnik ten zmaleje do wartości jednocyfrowych, co będzie implikowało kilkunastoprocentową premię w stosunku do spółek porównywalnych. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

### Kontrakt z ZUS

Spółka poinformowała o podpisaniu umowy z ZUS na utrzymanie i rozwój głównego systemu informatycznego (KSI) o łącznej wartości 403,2 mln PLN netto. Podpisany kontrakt obowiązywać będzie do października 2013 roku (3 lata). Jest to bardzo dobra wiadomość dla Asseco Poland. Razem z umową rozwojową KSI łączna wartość zamówień dla Asseco Poland ze strony ZUS wynosi na najbliższe 3 lata 652,4 mln PLN. Tym samym spółka utrzyma w najbliższym okresie poziom kontraktacji bardzo zbliżony do dotychczasowego. Tymczasem duża część inwestorów obawiała się, że w ramach negocjacji nad kolejną umową Asseco może stracić istotną część strumienia przychodów.

### Ustalenie ceny emisyjnej dla akcji serii J

Spółka ustaliła cenę emisyjną dla akcji serii J, które będą wyemitowane w miejsce umarżonych akcji własnych, na poziomie 50 PLN. Cena wydaje się bardzo atrakcyjna nawet uwzględniając ryzyka związane z izraelskim przejęciem. Według naszych prognoz cena ta implikuje 9,6x P/E 2010, przy czym nasze szacunki nie uwzględniają zysków generowanych przez Formula Systems. Według naszych prognoz na rok kolejny cena emisyjna implikowałaby 10,1x P/E.

### Negocjacje w sprawie ośmiu akwizycji

Zgodnie z prospektem emisyjnym Asseco prowadzi rozmowy w sprawie przejęcia łącznie ośmiu spółek działających na terenie Hiszpanii, Portugalii, Szwajcarii, Niemczech, Danii, Szwecji i Finlandii. Przychody tych spółek wahają się od 3 do 20 mln PLN. W ramach Asseco South Western Europe przejęte mogą zostać dwa podmioty (jeden w Hiszpanii i jeden w Portugalii). Spółki te działają w obszarze oprogramowania do zarządzania dokumentami oraz do płatności internetowych. Dwie firmy działają na terenie Dach (jedna w Niemczech, druga w Szwajcarii) i posiadają oprogramowanie dla sektora finansowego. Pozostałe cztery podmioty działają w Europie Północnej (Dania, Szwecja, dwie w Finlandii) i posiadają oprogramowanie dla przedsiębiorstw (w tym sektora telekomunikacyjnego i energetycznego). Powyższe cele inwestycyjne wydają nam się powrotem do starej strategii rozwoju opartej o przejęcia niedużych podmiotów, którą oceniamy znacznie lepiej niż duże zakupy, takie jak ostatnio nabyta Formula Systems.

### Decyzja Emblaze w sprawie Formula Systems 24 listopada

Emblaze na 24 listopada zwołał Walne Zgromadzenie, które ma wyrazić zgodę na sprzedaż



49,19 proc. akcji Formula Systems na rzecz Asseco Poland. Zarówno Asseco jak i Zarząd Formula Systems jest przekonany o ostatecznej zgodzie Emblaze'a na sprzedaż Formula Systems. My również widzimy znikome prawdopodobieństwo negatywnej decyzji zgromadzenia akcjonariuszy w tej sprawie. Inwestorzy dość chłodno przyjęli informację o akwizycji Asseco Poland. W teorii zatem ewentualne wycofanie się Emblaze z transakcji powinni odebrać pozytywnie.



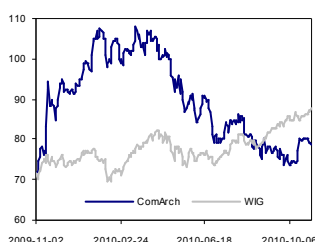
## ComArch (Trzymaj)

Cena bieżąca: 78,75 PLN    Cena docelowa: 79,5 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	701,0	729,4	4,1%	701,4	-3,8%	803,5	14,5%	Liczba akcji (mln)	8,1
EBITDA	66,0	56,2	-14,8%	55,4	-1,4%	86,1	55,5%	MC (cena bieżąca)	634,1
marża EBITDA	9,4%	7,7%		7,9%		10,7%		EV (cena bieżąca)	547,2
EBIT	45,9	14,3	-68,8%	15,8	10,3%	47,1	197,7%	Free float	22,5%
Zysk netto	199,1	32,3	-83,8%	34,9	8,2%	43,8	25,5%		
P/E	3,1	19,4		18,2		14,5		Zmiana ceny: 1m	5,4%
P/CE	2,9	8,5		8,5		7,7		Zmiana ceny: 6m	-18,0%
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	3,8%
EV/EBITDA	8,6	9,5		9,9		6,1		Max (52 tyg.)	107,9
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	73,6



Mimo spadków zanotowanych w ostatnim półroczu Comarch pozostaje w naszej ocenie najdroższą dużą spółką informatyczną notowaną na GPW (18,2xP/E, 9,9xEV/EBITDA). Obniżone przez Zarząd oczekiwania w stosunku do niemieckiego SoftM (prognozowana strata 1,0-1,5 mln EUR wobec zakładanej wcześniej rentowności) lepiej według nas odzwierciedlają rzeczywiste możliwości spółki. W perspektywie drugiego półrocza negatywnie naszym zdaniem na osiągnięte wyniki może wpływać umocnienie złotego. W 2011 roku liczymy, że Comarch stanie się jednym z beneficjentów informatyzacji, jaka obejmie polską administrację. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### Wybór najlepszej oferty

Oferta konsorcjum Comarchu i Mellon Poland została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu ZUS na dostarczenie i wdrożenie sprzętu i oprogramowania do Systemu Kierowania Ruchem klientów w Terenowych Jednostkach Organizacyjnych ZUS (346 lokalizacji na terenie Polski), przeprowadzenie instruktaży oraz zapewnienie wsparcia w utrzymaniu dostarczonego rozwiązania. Wartość zamówienia to około 25 mln PLN, termin realizacji kontraktu upływa 31 października 2012 roku. Zakładając równy udział konsorcjantów w projekcie wartość zamówienia przypadająca na Comarch stanowi około 1,8% skonsolidowanych przychodów spółki. Projekt ten jest częścią Platformy Usług Elektronicznych ZUS, na którą zgodnie z Programem Operacyjnym Innowacyjna Gospodarka ma zostać wydane 101,5 mln PLN.

### SoftM jednak ze stratą?

Zdaniem Prezesa Janusza Filipiaka Comarch Software und Beratung AG, czyli dawny SoftM może mieć w tym roku 1,0-1,5 mln EUR straty netto. Przyczyną straty są zdaniem Prezesa Filipiaka nakłady na rozwój oraz restrukturyzacja jaką przechodzi niemiecka spółka zależna. Wcześniej Zarząd Comarchu planował wyprowadzenie w tym roku SoftM na rentowność. Nowy cel postawiony przez Zarząd jest już zdecydowanie bliższy naszej prognozie, która przewiduje 1,5 mln EUR straty operacyjnej w SoftM.

### Zarząd o perspektywach 2010 roku

Prezes Filipiak wypowiedział się również na temat oczekiwanych wyników finansowych całej Grupy Comarch. Jego zdaniem Comarch powinien wypracować wyższy od ubiegłorocznego wynik operacyjny przy nieznacznie niższych przychodach. Prezes oczekuje również, że EBITDA Grupy przekroczy 60,0 mln PLN. Słowa Prezesa Filipiaka są zbieżne z założeniami naszego modelu poza skalą wypracowanej EBITDA, gdzie oczekujemy 55,4 mln PLN. Wydaje nam się, że straty ponoszone przez SoftM i spółki celowe mogą nie pozwolić na przekroczenie 60,0 mln PLN EBITDA w tym roku.



## Komputronik (Trzymaj)

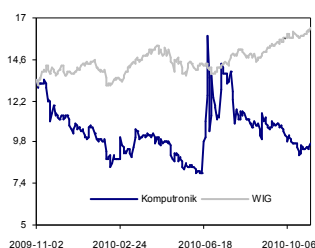
Cena bieżąca: 9,72 PLN

Cena docelowa: 10,12 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-28

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	758,7	982,9	29,6%	834,5	-15,1%	888,5	6,5%	Liczba akcji (mln) 8,6
EBITDA	15,0	5,7	-62,0%	13,8	142,1%	19,1	38,6%	MC (cena bieżąca) 83,5
marża EBITDA	2,0%	0,6%		1,7%		2,2%		EV (cena bieżąca) 122,5
EBIT	10,0	-3,2		5,5		10,8	94,4%	Free float 25,2%
Zysk netto	5,8	-1,9		3,3		6,1	86,5%	
P/E	13,7			25,6		13,7		Zmiana ceny: 1m -1,3%
P/CE	7,3	11,4		7,2		5,8		Zmiana ceny: 6m 8,0%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m -26,4%
EV/EBITDA	6,5	22,3		8,9		6,3		Max (52 tyg.) 16,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 8,0



Obecna sytuacja w segmencie detalicznym rynku dystrybucji IT nie daje naszym zdaniem nadziei na szybką poprawę sytuacji w Komputroniku. Transakcja na udziałach w Karenie choć przejściowo mogą poprawić wyniki to jednak obciążone są ryzykiem zaskarżenia przez akcjonariuszy mniejszościowych. Bieżąca wycena rynkowa dobrze naszym zdaniem odzwierciedla potencjał i zagrożenia dla spółki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.



## Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 15,15 PLN    Cena docelowa: 18,2 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-03-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	995,7	572,7	-42,5%	653,0	14,0%	756,8	15,9%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	56,6	-60,3		22,0		39,1	78,0%	MC (cena bieżąca)	180,1
marża EBITDA	5,7%	-10,5%		3,4%		5,2%		EV (cena bieżąca)	219,0
EBIT	11,5	-94,8		-9,6	-89,9%	8,4		Free float	66,1%
Zysk netto	-1,5	-89,4	5923,7%	-13,7	-84,7%	0,3			
P/E						691,5		Zmiana ceny: 1m	-6,1%
P/CE	4,1			10,1		5,8		Zmiana ceny: 6m	-7,9%
P/BV	0,5	0,6		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	29,5%
EV/EBITDA	3,5			10,0		5,4		Max (52 tyg.)	18,0
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,6



Wyniki trzeciego kwartału nie pokażą jakościowej poprawy w porównaniu do ubiegłego roku, a ponadto dużym obciążeniem dla wypracowanych rezultatów będą rezerwy na odpisy dla zwalnianych pracowników (dla porównania w ubiegłym roku miały miejsce rozwiązania rezerw). Mimo to uważamy, że od czwartego kwartału powinna mieć miejsce znacząca poprawa wyników. Dokończenie restrukturyzacji zatrudnienia, konsolidacja spółek zależnych wraz z oczekiwaną poprawą sprzedaży (wzrost backlogu do 204 mln PLN w porównaniu 116 mln PLN w ubiegłym roku) powinny przyczynić się do istotnej poprawy wyników i osiągnięcia rentowności operacyjnej. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Bardzo dobry backlog na 2011 rok

Michał Michalski, rzecznik Sygnity, poinformował, że bieżący portfel kontraktów spółki wynosi obecnie 500 mln PLN. Jednocześnie portfel zamówień na rok przyszły osiągnął wartość 204 mln PLN wobec 118 mln PLN backlogu jaki spółka posiadała w analogicznym okresie ubiegłego roku na rok 2010. Na koniec sierpnia backlog bieżący wynosił około 466 mln PLN. Oznacza to, że Sygnity zakontraktowało w tym okresie tyle samo, co w ubiegłym roku w okresie między raportem półrocznym, a raportem za trzeci kwartał (31 sierpnia – 13 listopada). Daje to naszym zdaniem duże szanse na nadrobienie do publikacji sprawozdania strat w kontraktacji jakie pojawiły się na początku roku. Jednocześnie wobec przeciętnego według nas wykonania backlogu w okresie pierwszych trzech kwartałów roku należy się spodziewać dużego skokowego wzrostu przychodów w ostatnich trzech miesiącach 2010 roku. Bardzo pokazny portfel zamówień na 2011 rok w połączeniu z kilkoma kontraktami jakie powinny pojawić się na rynku w związku z realizacją 7 osi priorytetowej PO IG dają według nas podstawy do istotnego wzrostu obrotów w przyszłym roku.

### Spadek zatrudnienia o 400 etatów

Michał Michalski wypowiedział się również na temat spadku zatrudnienia w firmie. Według podanych przez niego informacji licząc od maja/czerwca zatrudnienie w Grupie spadło o 400 etatów. Redukcja zatrudnienia jest naszym zdaniem konieczna by przywrócić spółce rentowność wobec ograniczonej ilości zamówień na rynku. Około 250 etatów miało być ściętych jeszcze w październiku ubiegłego roku, jednak ostatecznie udało się zrealizować cel dopiero teraz.

### Utilis składa wnioski o upadłość

Zarząd spółki Utilis, którą założyli byli pracownicy Winuela złożył wniosek o upadłość. Powstanie Utilis było efektem protestu, jaki duża grupa pracowników spółki zależnej Sygnity złożyła w związku z odwołaniem Prezesa Kosturka oraz jego brata. Wspierający odwołany Zarząd pracownicy złożyli wypowiedzenia i założyli własną firmę podobnie jak Winuel zajmującą się usługami dla sektora użyteczności publicznej. Wielu inwestorów odczytywało nowy podmiot jako bardzo duże zagrożenie dla Sygnity uważając, że know-how posiadany przez „dysydentów” pozwoli skutecznie konkurować z byłym pracodawcą. Złożony wniosek o likwidację potwierdza naszą tezę, że bez rozwiązań i oprogramowania będącego własnością Winuela Utilisowi zajmie lata nim wyrobi sobie produkty oraz zdobędzie uznanie klientów.

### Uchwały WZA

Walne Zgromadzenie akcjonariuszy podjęło 28 października decyzję o przeprowadzeniu połączenia z Winuelem. Ponadto decyzją WZA począwszy od przyszłego roku rok obrotowy kończyć się będzie 30 września. Połączenie z Winuelem jest elementem wprowadzanych oszczędności kosztowych w Grupie. Rozpoczynanie roku obrotowego w październiku pozwoli natomiast by większość wyników była wypracowywana na samym jego początku co wpłynie na większą przewidywalność ostatecznych rezultatów i powinno być pozytywnie odebrane przez inwestorów.





### **Prezes Biedrzycki o pespektywach 2010 i 2011 roku**

Zgodnie z wypowiedziami Peresa Biedrzyckiego Sygnity spodziewa się poprawy marży brutto na sprzedaży w III kw. w porównaniu z 15% marżą w II kw. Wyniki za trzeci kwartał będą jednak obciążone rezerwami na odprawy dla zwalnianych pracowników (kilka mln PLN). W całym roku Sygnity ma znacząco w porównaniu do ubiegłego roku zredukować stratę operacyjną a także wypracować nieznacznie niższe przychody. Na 2011 r. Sygnity planuje wypracować zysk i liczy, że z dodatnim wynikiem uda się zakończyć więcej niż jeden kwartał. Zarówno wzrost marży brutto na sprzedaży jak i obciążenie wyników rezerwami restrukturyzacyjnymi zostało przez nas uwzględnione w prognozie wyników 3Q2010. W kontekście całorocznych oczekiwań zgadzamy się z Prezesem, że wygenerowana strata powinna być znacząco mniejsza niż przed rokiem przy nieznacznie niższych przychodach (nasza obecna prognoza w tym zakresie będzie musiała zostać obniżona). Przyszły rok przyniesie według nas zwyżkę sprzedaży (już w tej chwili bardzo solidny backlog na 2011 rok) przy poprawie rentowności (niższe zatrudnienie, konsolidacja spółek zależnych, ograniczenie liczby oddziałów).

## Górnictwo, metale



### KGHM (Trzymaj)

Cena bieżąca: 133,7 PLN    Cena docelowa: 96,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-27

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	11 302,9	11 060,5	-2,1%	14 925,1	34,9%	13 284,6	-11,0%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	4 077,7	3 645,7	-10,6%	6 346,0	74,1%	4 553,1	-28,3%	MC (cena bieżąca)	26 740,0
marża EBITDA	36,1%	33,0%		42,5%		34,3%		EV (cena bieżąca)	24 518,0
EBIT	3 596,4	3 098,1	-13,9%	5 736,7	85,2%	3 887,4	-32,2%	Free float	36,0%
Zysk netto	2 910,4	2 540,9	-12,7%	4 626,0	82,1%	3 148,8	-31,9%		
P/E	9,2	10,5		5,8		8,5		Zmiana ceny: 1m	8,6%
P/CE	7,9	8,7		5,1		7,0		Zmiana ceny: 6m	27,9%
P/BV	2,5	2,6		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	32,4%
EV/EBITDA	6,1	7,1		3,9		5,4		Max (52 tyg.)	133,7
Dywidenda (%)	6,7	8,7		2,2		7,5		Min (52 tyg.)	86,5



**Decyzja FED o QE2 i związane z tym osłabienie USD a w konsekwencji wzrost cen surowców i metali szlachetnych (80% transakcji zawieranych na LME to transakcje funduszy) będą poprawiały wyniki spółki w krótkim okresie, czego konsekwencją jest rosnący kurs akcji. Zgadza się z opinią Zarządu KGHM, że obecne wzrosty cen miedzi nie mają uzasadnienia w fundamentach dla tego rynku (zapasy miedzi dwukrotnie wyższe niż w okresie szczytu hossy w 2007 roku, popyt z Chin i USD stymulowany jest inwestycjami infrastrukturalnymi w ramach programów pomocowych, które wygasają w tym roku; ze względu na rosnącą presję inflacyjną Chin będą chłodzić gospodarkę). Ze względu na czynniki związane z przepływem kapitałów w krótkim okresie podtrzymujemy rekomendację trzymaj.**

#### Wizje Zarządu o miliardowych inwestycjach

W udzielonym wywiadzie Prezes podał, że KGHM ma „wizjonerskie pomysły inwestycyjne”, szacowane na kilka mld EUR (bez podania szczegółów). Prawdopodobnie chodzi o projekty górnicze (w Europie i Ameryce), ale również energetyczne. Prezes uważa, że obecne ceny metali to efekt spekulacji a nie relacji popyt/podaż metalu. Wg. nieoficjalnych informacji szykowana w Sejmie nowelizacja ustawy o składowaniu odpadów wydobywczych może zaszkodzić KGHM. Projekt zakłada, że wytwórcy odpadów będą musieli płacić za ich składowanie samorządowym funduszom ochrony środowiska. Kolejne inwestycje mogą być przygotowywane ze względu na „konieczność” (z punktu widzenia Zarządu) zagospodarowania środków finansowych pozyskanych przez spółkę po sprzedaży Polkomtela i Dialogu (ok. 3,5-4 mld PLN). Nie zakładamy z góry, że projekty te są złe – o czym świadczy projekt Afton-Ajax w Kanadzie.

#### Jest spółka z Abakusem

Zgodnie z zapowiedziami i mijającym terminem KGHM poinformował o zawiązaniu spółki joint-venture z Abakus. Za nieco ponad 100 mln PLN KGHM objął 51% udziałów, Abakus wniósł prawa do eksploatacji złoża Ajax. Pozostałe główne warunki współpracy zostały podtrzymane. Informacja techniczna bez wpływu na kurs. Projekt inwestycyjny KGHM oceniamy pozytywnie.

#### Szykuje się strajk

Pracownicy kopalń KGHM w prowadzonym referendum wypowiedzieli się za strajkiem. Pracownicy domagają się 300 PLN podwyżki płacy zasadniczej miesięcznie i gwarancji zatrudnienia przez 10-20 lat. W spółce dodatkowo wzburzenie wywołała blisko 100% podwyżka wynagrodzenia Członków Zarządu spółki. Dwutygodniowy strajk nie powinien mieć istotnego wpływu na wolumen sprzedaży spółki (zejście z zapasów). To okres na jaki może pozwolić sobie Zarząd w „strajkowych” negocjacjach. Nie ulega naszej wątpliwości, że tym razem Zarząd ugnie się pod naciskami związków zawodowych, czego przejawem jest decyzja o podwyżce swoich uposażeń.



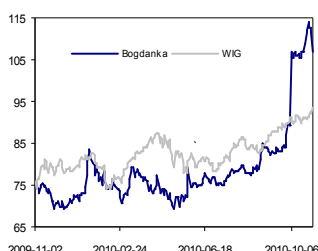
## LW Bogdanka (Trzymaj)

Cena bieżąca: 106,9 PLN    Cena docelowa: 85,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-01

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 033,3	1 118,0	8,2%	1 221,4	9,2%	1 513,2	23,9%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	339,6	368,0	8,3%	389,8	5,9%	568,6	45,9%	MC (cena bieżąca)	3 636,0
marża EBITDA	32,9%	32,9%		31,9%		37,6%		EV (cena bieżąca)	3 761,4
EBIT	203,5	226,7	11,4%	240,3	6,0%	333,6	38,8%	Free float	33,0%
Zysk netto	156,0	191,5	22,7%	200,9	4,9%	253,2	26,0%		
P/E	23,3	19,0		18,1		14,4		Zmiana ceny: 1m	20,0%
P/CE	12,4	10,9		10,4		7,4		Zmiana ceny: 6m	48,3%
P/BV	3,3	2,1		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	44,5%
EV/EBITDA	10,7	8,7		9,7		6,5		Max (52 tyg.)	113,9
Dywidenda (%)	0,2	2,4		0,5		0,6		Min (52 tyg.)	69,4



Do końca miesiąca trwa wezwanie na akcje spółki przez NWR, który jak na razie nie zamierza podwyższać ceny skupu akcji (100,75 PLN za akcję). Naszym zdaniem wytłumaczenia są dwa: NWR nadal gra, ale ostatecznie podniesie cenę do 120-125 PLN nawet przedłużając okres wezwania, albo po konsultacjach z funduszami wie, że nawet po tej cenie największe fundusze nie zdecydują się na sprzedaż - wezwanie nie osiągnie zakładanego celu a NWR jest pogodzony z tym, że nie uda się mu kupić „okazyjnie” akcji Bogdanki. W takim scenariuszu kurs zapewne ustabilizuje się na poziomie ok. 100 PLN przez dłuższy czas.

### Wielki kontrakt z Ostrołęką

Bogdanka podpisała kontrakt z Energa Elektrownie Ostrołęka na dostawę węgla do nowego bloku energetycznego 1 GW, którego budowa ukończy się do 2016 roku. Przy obecnych cenach węgla wartość kontraktu, który został zawarty na okres 19 lat, to 12,5 mld PLN. Informacja ma trzy ważne elementy: z prostego wyliczenia wynika, że zakładany umową roczny wolumen sprzedaży to ok. 3 mln ton, co oznacza, że LWB pozyskało równie dużego odbiorcę jak obecnie Kozienice (Enea). Zakładany wolumen stanowi połowę z zakładanego wzrostu wydobycia (5,5-6 mln ton, do 11,5-12 mln ton) do roku 2014/15, co praktycznie znosi ryzyko braku chętnych na zwiększoną produkcję (ryzyko podnoszone przez część inwestorów, ponadto LWB negocjuje jeszcze umowy na dostawę węgla z Kulczyk Holding). Informacja pojawia się w chwili, kiedy trwa wezwanie na akcje spółki ogłoszone przez NWR (100,75 PLN). Jedyną niewiadomą jaką widzimy w komunikacie jest to, czy spółka będzie w stanie sprzedać zwiększony wolumen produkcji w roku 2015, kiedy jeszcze nie będzie on odbierany przez Energa.

### Wyniki będą wcześniej

Tydzień wcześniej (8 listopada) niż planowano, LWB opublikuje wyniki za 3Q. Ma to związek z trwającym wezwaniem na akcje spółki ogłoszonym przez NWR (cena 100,75 PLN za akcję). Nie można wykluczyć, że zarząd pokaże lepsze wyniki za 3Q niż nasze oczekiwania (64,5 mln PLN zysku netto), co jest możliwe m.in. dzięki możliwości rozwiązania części rezerw (zawijanych „z górką” na koniec ur.).

### JSW może kupić Bogdankę

Jastrzębska Spółka Węglowa rozważy inwestycję w akcje LW Bogdanka, jeśli zostanie zaproszona do takiego projektu. Wpisuje się to w długoterminową strategię akwizycji największego w kraju producenta węgla koksującego. Po trzech kwartałach br. spółka wypracowała 741 mln PLN zysku netto. W tym okresie spółka sprzedała 9,9 mln ton (+30,2% r/r) węgla koksującego, dzięki czemu jej przychody wzrosły do 4,5 mld PLN (+81% r/r). Przy nadal dobrym otoczeniu makro, w 4Q spółka ma stworzyć wysokie rezerwy wynikające z ustawy o rachunkowości oraz wprowadzenia Międzynarodowych Standardów Rachunkowości. JSW zatrudnia 22 439 pracowników. W przyszłym roku zamierza zadebiutować na GPW. Teoretycznie JSW może być zainteresowana Bogdanką, w obecnej jednak chwili wypowiedź traktujemy jako obronę przed wezwaniem NWR (w interesie JSW nie jest wzmocnienie się NWR poprzez dostęp do złóż i gotówki LWB).

### NWR nie podnosi ceny

NWR nadal podtrzymuje cenę w wezwaniu na LWB na niezmiennym poziomie (100,75 PLN) i uważa ją za „uczciwą”. W przypadku braku zainteresowania krajowych funduszy wezwaniem, deklaruje, że odstąpi od przejęcia LWB i zajmie się innymi projektami (wymieniane są: Jastrzębska Spółka Węglowa, kopalnie na Ukrainie). Podtrzymujemy opinię, że premia płacona przez NWR jest niesatysfakcjonująca i inwestorzy nie powinni odpowiadać w wezwaniu. Nadal czekamy na podwyższenie oferty ze strony kupującego.

## Przemysł

### ES-System

#### Wywiad z Prezesem

Prezes Spółki Bogusław Pliszczek w udzielonym wywiadzie przyznał, że w IIIQ10 portfel zamówień eksportowych wzrósł o 60% r/r, a zamówienia na terenie kraju wzrosły o kilka procent r/r. Według Prezesa bieżący rok powinien być pod względem wyników lepszy od poprzedniego, oraz że wszystko wskazuje na poprawę otoczenia w kolejnym 2011 roku. Podtrzymane zostały również zapowiedzi rozpoczęcia produkcji w nowym zakładzie w Dobczycach. Oddanie hal do użytku planowane jest pod koniec października, a rozpoczęcie produkcji ma się rozpocząć pod koniec listopada (potencjał produkcyjny zakładu w 2011 roku to 36 mln PLN). Według naszej ostatniej prognozy w komentarzu specjalnym z dnia 27.08.2010 Spółka na 2010 rok jest obecnie notowana na wskaźnikach 18,2 P/E i 9,7 EV EBITDA.



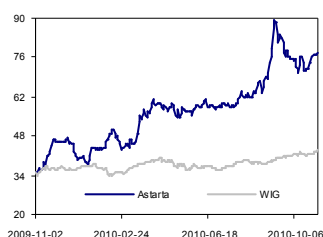
## Astarta (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 78 PLN      Cena docelowa: 45,83 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-11

(mIn UAH)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	970,7	1 354,8	39,6%	2 193,5	61,9%	1 714,4	-21,8%	Liczba akcji (mln) 25,0
EBITDA	223,5	550,5	146,4%	995,4	80,8%	470,1	-52,8%	MC (cena bieżąca) 1 950,0
marża EBITDA	23,0%	40,6%		45,4%		27,4%		EV (cena bieżąca) 2 117,4
EBIT	150,8	457,5	203,4%	881,7	92,7%	351,8	-60,1%	Free float 19,5%
Zysk netto	-89,2	323,4		769,5	137,9%	240,9	-68,7%	
P/E		17,5		7,3		23,5		Zmiana ceny: 1m 4,0%
P/CE				13,6		6,4		Zmiana ceny: 6m 39,3%
P/BV	8,9	4,2		2,7		2,6		Zmiana ceny: 12m 113,8%
EV/EBITDA	30,0	12,0		6,2		12,6		Max (52 tyg.) 89,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		4,1		Min (52 tyg.) 35,8



Obniżka prognozy zbiorów buraka cukrowego na Ukrainie z 18MT do 15,1MT (w wyniku strat spowodowanych suszą) powoduje, że w bieżącym sezonie na Ukrainie deficyt cukru sięgnąć może 0,3MT wobec 0,6MT rok wcześniej. To z kolei powodować będzie, że do IX10 ceny cukru utrzymywać się powinny relatywnie wysoko (900-750 USD/T vs. 930 USD/T w 1-3Q10), a tym samym wyniki operacyjne Spółki mają szansę nadal pozostać na wysokich poziomach. 3Q10 powinien być dla Spółki udany. W tym okresie ceny cukru znajdowały się na poziomach 928,5 USD/T, mleka 356,2 UAH/T. Dodatkowo Spółka prawdopodobnie sprzeda znacznie więcej zboża w 3Q10 niż w analogicznym okresie roku poprzedniego w związku z wysokimi cenami oferowanymi na rynku krajowym. Te (pszenica, jęczmień) na rynku krajowym w 3Q10 były średnio o 41,8% wyższe niż na koniec 2Q10, w związku z czym Spółka powinna zanotować pozytywny efekt na wyrównaniu wartości przeszacowanych aktywów biologicznych do wartości godziwej. O ile spodziewamy się dobrego 3Q10, to w przyszłości nie wierzymy w utrzymanie się cen cukru na bieżąco wysokich poziomach, tym bardziej, że gdyby nie tegoroczna susza, to produkcja cukru przewyższyłaby popyt i relacja między kupującymi, a sprzedającymi uległaby odwróceniu. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

### Dofinansowanie dla producentów buraka cukrowego w drodze

Ministerstwo rolnictwa poinformowało, że do resortu wpłynęło 162 mln UAH środków celem dofinansowania producentów buraków cukrowych na Ukrainie za ostatni sezon. Fundusze pozwolą na dofinansowanie producentów buraka cukrowego na Ukrainie i zasilą ich w środki potrzebne na przygotowanie pól pod zasiew w kolejnym sezonie. Wcześniej Ministerstwo zapowiadało dofinansowanie w kwocie 500 UAH na ha uprawy. W bieżącym sezonie Astarta obsiała 43 tys. ha burakami cukrowymi, co uprawniałoby Spółkę do dotacji w kwocie 21,5 mln UAH (2,8% prognozowanego przez nas zysku na 2010 rok). Dofinansowanie będzie miało pozytywny wpływ na wzrost rentowności uprawy w bieżącym sezonie i prawdopodobnie zachęci rolników do większego zasiewu w kolejnym sezonie. To z kolei, przy normalnych warunkach pogodowych powinno się przełożyć na wzrost produkcji buraka cukrowego i zwiększenie podaży cukru na Ukrainie (gdyby nie susza wielkość tegorocznej produkcji buraków wystarczyłaby na wyprodukowanie 2,1-2,2 mln ton cukru wobec 1,9 mln ton zapotrzebowania). Zwiększenie podaży cukru na Ukrainie nie będzie miało z kolei pozytywnego wpływu na poziom jego cen. Nadal uważamy, że utrzymanie się wysokich cen cukru na Ukrainie w długim terminie nie jest możliwe.

### Ceny cukru na świecie

Ceny białego cukru na świecie są obecnie na poziomach sięgających 750 USD/T w kontraktach na londyńskiej giełdzie grudzień 2010 i marzec 2011. Jest to spowodowane obawami o wielkość zbiorów w takich krajach jak Brazylia, Rosja, Pakistan i Australia. Powódzie i susze w tych krajach negatywnie wpłynęły na jakość upraw trzciny cukrowej i buraków, a także jak w przypadku Pakistanu przyczyniły się do zniszczenia zapasów zmagazynowanego cukru. Według agencji F.O. Licht tegoroczna nadwyżka produkcji cukru na świecie nie przekroczy 1,5 mln ton, a to powoduje, że po znacznym spadku zapasów w poprzednich latach na uzupełnienie powstałego niedoboru potrzebna byłaby w kolejnym roku jeszcze większa nadwyżka. Z kolei Kingsman poinformował, że osiągnięcie prognozy z zeszłego miesiąca na poziomie 3,5 mln ton nadwyżki będzie trudne.



## Centrum Klimatek (Akumuluj)

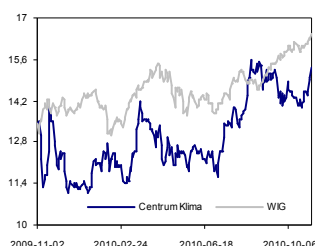
Cena bieżąca: 15,4 PLN

Cena docelowa: 16,1 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-20

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	75,9	71,7	-5,5%	88,3	23,2%	111,0	25,7%	Liczba akcji (mln)	8,5
EBITDA	11,2	9,7	-13,5%	11,2	16,4%	15,9	41,4%	MC (cena bieżąca)	131,2
marża EBITDA	14,7%	13,5%		12,7%		14,3%		EV (cena bieżąca)	135,2
EBIT	10,1	8,0	-20,8%	9,0	12,5%	12,8	41,7%	Free float	39,0%
Zysk netto	7,6	6,7	-12,0%	7,7	14,2%	11,6	51,5%		
P/E	11,2	19,6		17,1		11,3		Zmiana ceny: 1m	5,5%
P/CE	9,8	15,7		13,3		8,9		Zmiana ceny: 6m	24,7%
P/BV	3,2	2,0		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	18,1%
EV/EBITDA	8,0	13,2		12,0		7,8		Max (52 tyg.)	15,6
Dywid (%)	0,5	1,3		2,9		2,3		Min (52 tyg.)	11,1



Sprzyjające warunki pogodowe w 3Q10 wpływają na wzrost zainteresowania materiałami budowlanymi i wykończeniowymi na terenie kraju i poza jego granicami. W przypadku Centrum Klimatek sprzedaż w VII wzrosła o 39% r/r, a w VIII o 28,8% r/r (przy średnim wzroście cen stali w 3Q10 o 27,9% r/r). Mimo utrzymującego się w 3Q10 silnego USD do PLN i związanej z tym niższej marży na dystrybucji spodziewamy się, że w 3Q10 zysk operacyjny wzrośnie o 17% r/r, a zysk netto o 22% r/r. Obserwowane ostatnio umocnienie się PLN do USD powinno pozytywnie wpłynąć na poziom marży w 4Q10. Po przeniesieniu produkcji do zakładu w Wieruchowie, istnieje możliwość zainstalowania mocy produkcyjnych pozwalających na przerobienie miesięcznie 600-700 ton stali (dotychczas przerabiano około 190-200 ton stali/miesiąc, a we wrześniu odnotowano wzrost na poziomie 50% r/r, co dawałoby około 300 tys. ton stali/miesiąc). Spodziewamy się dobrych wyników za 3Q10. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Wywiad z Prezesem

Prezes Zarządu, Marek Perendyk spodziewa się, że przychody w 3Q10 wzrosną o 30% r/r. Zapowiada również, że dobre wyniki 3Q10 przyczynią się do przekroczenia tegorocznej prognozy sprzedaży na poziomie 79,2 mln PLN i osiągnięcie zakładanego wyniku netto na poziomie 8,6 mln PLN. Przyznaje, że po przeprowadzce zakładu do Wieruchowa wolumen produkcji we wrześniu udało się zwiększyć o 50% r/r, a wybudowany zakład w ciągu trzech lat pozwoli na czterokrotny wzrost produkcji. Prezes wypowiedział się, że zapowiadane przejęcie spółki zajmującej się dystrybucją (ok. 10 mln PLN obrotu rocznie) może się przedłużyć w związku z wyższymi oczekiwaniami co do wartości przedsiębiorstwa obecnych właścicieli.



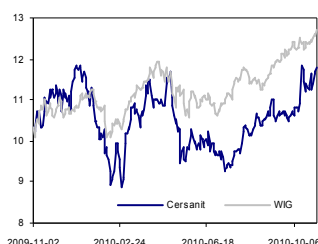
## Cersanit (Redukuj)

Cena bieżąca: 11,8 PLN      Cena docelowa: 10,1 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-20

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 517,3	1 415,2	-6,7%	1 474,5	4,2%	1 601,8	8,6%	Liczba akcji (mln)	216,4
EBITDA	339,7	284,7	-16,2%	287,4	0,9%	325,9	13,4%	MC (cena bieżąca)	2 553,3
marża EBITDA	22,4%	20,1%		19,5%		20,3%		EV (cena bieżąca)	3 316,9
EBIT	233,9	168,1	-28,1%	179,0	6,5%	202,7	13,2%	Free float	28,1%
Zysk netto	7,7	-8,1		182,3		130,3	-28,5%		
P/E	220,9			14,0		19,6		Zmiana ceny: 1m	10,6%
P/CE	15,0	15,7		8,8		10,1		Zmiana ceny: 6m	14,8%
P/BV	1,6	1,6		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	10,3%
EV/EBITDA	8,4	9,9		11,5		10,0		Max (52 tyg.)	11,9
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,9



Dobra pogoda w lipcu i sierpniu zachęciła do przeprowadzenia remontów i prac modernizacyjnych. Według danych Grupy PSB, sprzedaż w lipcu bieżącego roku wzrosła o 2% r/r, a w sierpniu była o 20% r/r wyższa. Mimo wzrostu obrotu wciąż producentom płytek nie udało się istotnie zwiększyć średniej ceny sprzedaży za m<sup>2</sup> (cena płytek łazienkowych wzrosła w VII tylko o 2% m/m, a w VIII nie zmieniła się). W przypadku Cersanitu większa sprzedaż i wykorzystanie mocy produkcyjnych nie przekłada się na istotny wzrost wyników operacyjnych za sprawą rosnących kosztów Zarządu (w 2Q10 +17,6% r/r) i sprzedaży (w 2Q10 +33% r/r), co prawdopodobnie związane jest z prowadzoną polityką maksymalizacji wolumenu sprzedaży na wszystkich rynkach. Naszym zdaniem ostatnio zawiązana umowa dystrybucyjna z Meissen Keramik Vertriebs i chęć zwiększenia sprzedaży w Europie Zachodniej prowadzić będzie do dalszego wzrostu kosztów sprzedaży. W krótkim okresie wiązać się to będzie z niską uzyskiwaną marżą w tym regionie w związku z faktem, że na bardzo konkurencyjnym rynku UE polskie produkty są uznawane za niskiej jakości. Dodatkowym elementem ryzyka w kolejnym 4Q10 będzie umacniająca się PLN do RUB (obecnie -12,4% vs. 3Q10) i UAH (-12,3% vs. 3Q10), co powodować będzie, że sprzedaż i wyniki operacyjne osiągnięte na rynkach wschodnich zmniejszą swój udział w wyniku ogółem. Spodziewane ożywienie sprzedaży w 3Q10 jest już w cenie Spółki, a nasza prognoza na 2010 rok implikuje wskaźniki na poziomie 14,0 P/E i 11,5 EV/EBITDA. To sugeruje niską atrakcyjność inwestycyjną akcji. Uważamy, że ostatnie wzrosty należałoby wykorzystać do realizacji zysków z inwestycji. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

### Wywiad z Przewodniczącym RN

Artur Kłoczko w wywiadzie udzielonym *Gazecie Giełdy Parkiet* powiedział, że rynek ukraiński i rosyjski wyraźnie się odradza, a moce produkcyjne zlokalizowanych tam fabryk Cersanitu pracują na niemalże 100% obciążenia mocy produkcyjnych. Przewodniczący Rady Nadzorczej coraz przychylniej wypowiada się również nad możliwością wznowienia inwestycji w Rosji (z 8 do 13 mln m<sup>2</sup> płytek rocznie). Projekt może zostać wcielony w życie w najbliższym czasie. Zdaniem Kłoczko fabryki na rynku krajowym są w mniejszym stopniu wykorzystywane (80-100%). Rynek polski nie ma tak wysokiej dynamiki jak rynki wschodnie, ale spółka wierzy, że i tu w przyszłości pojawi się wzrost sprzedaży. Spółka wcześniej ze względu na spadek sprzedaży wstrzymała projekt związany z rozbudową mocy produkcyjnych na terenie Rosji. Na ten cel we wrześniu ubiegłego roku NWZA zgodziło się na przeprowadzenie emisji 28,9 mln akcji w ramach kapitału docelowego w okresie 2 lat od rejestracji zmian w statucie.

### Trend cen materiałów budowlanych we wrześniu

We wrześniu sprzedaż w Grupie PSB była o ponad 7% r/r wyższa i o 11% wyższa niż w sierpniu bieżącego roku. W porównaniu do sierpnia ceny materiałów ściennych ceramicznych, płytek ceramicznych i wyposażenia łazienek i kuchni nie zmieniły się.



## Famur (Redukuj)

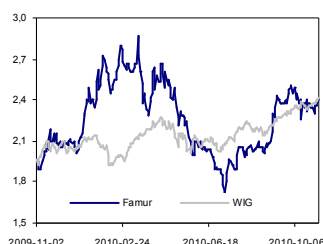
Cena bieżąca: 2,4 PLN

Cena docelowa: 2,2 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 089,1	695,1	-36,2%	689,0	-0,9%	724,8	5,2%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	199,0	133,6	-32,9%	114,3	-14,5%	140,6	23,0%	MC (cena bieżąca)	1 155,6
marża EBITDA	18,3%	19,2%		16,6%		19,4%		EV (cena bieżąca)	1 155,0
EBIT	164,2	100,8	-38,6%	89,2	-11,5%	108,7	21,8%	Free float	11,8%
Zysk netto	59,1	58,0	-1,8%	77,9	34,3%	84,8	8,8%		
P/E	19,6	19,9		14,8		13,6		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	12,3	12,7		11,2		9,9		Zmiana ceny: 6m	4,8%
P/BV	1,8	1,6		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	27,0%
EV/EBITDA	6,3	9,3		10,1		7,9		Max (52 tyg.)	2,9
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,7



Spółka w 3Q10 wykonywała umowę na dostawę obudów dla KW za 53,1 mln PLN i około 25% wartości kontraktu meksykańskiego za około 28,8 mln PLN. O ile rentowność drugiego oceniamy na wysoką, to opłacalność krajowego kontraktu jest elementem ryzyka, w związku z dużą konkurencją na krajowym rynku obudów w 1H10 i problemem krajowych producentów z obłożeniem mocy produkcyjnych. Spodziewamy się, że rentowność wykonywanego w 3Q10 kontraktu krajowego będzie znacznie niższa niż tych, jakie Spółka wykonywała w 1H10 (kontrakt meksykański za 14,9 mln EUR zdobyty w roku 2008 w czasie dobrej koniunktury na rynku zaplecza górniczego i kontrakt dla kontrahenta meksykańskiego za 28 mln PLN zdobyty w 2009 roku). W kolejnym 4Q10 i 1Q11 Spółka prawdopodobnie wykonywać będzie pozostałą część wysokomarżowego kontraktu dla kontrahenta meksykańskiego za 14,9 mln EUR (50%), oraz kontrakty zdobyte na rynku polskim (za 83,9 mln PLN dla KHW). Pierwszy powinien pozytywnie wpływać na realizowaną rentowność w kolejnych kwartałach, z kolei ryzyko związane z rentownością umów zdobywanych w drugiej połowie roku na kontrakty na rynku krajowym powinno maleć w związku z powolną poprawą koniunktury na sprzęt górniczy. Przemysłu dlatego należy, aby słabszy wynik 3Q10 i potencjalne obniżenie się ceny akcji wykorzystał do kupna akcji Famuru w związku z kontraktami wykonywanymi w 4Q10 i 1Q11. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

### Dotacje dla spółek węglowych przydzielone

Ministerstwo Gospodarki poinformowało o zakończeniu procedury przyznawania dotacji budżetowych na inwestycje początkowe w bieżącym roku. Z puli wielkości 400 mln PLN najwięcej dostanie Kompania Węglowa (124 mln PLN), dalej kolejno są Katowicki Holding Węglowy (122 mln PLN), Jastrzębska Spółka Węglowa (88 mln PLN), Południowy Koncern Węglowy (40 mln PLN) i Bogdanka (20 mln PLN). Przydział dotacji, to dobra informacja dla producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa, tym bardziej, że najistotniejsze dofinansowania zostały przydzielone spółkom mającym największe problemy w regulowaniu płatności (KW 120 dni, KHW nawet 180-270 dni). Dofinansowanie może przyczynić się do bardziej terminowego wywiązywania się spółek węglowych z płatności. Dotacje obejmują również projekty, które już zostały rozpoczęte, dlatego kopalnie powinny sobie poradzić z wydaniem środków do końca roku.

### Właściciel Famuru bliski akwizycji Remagu

Rzeczpospolita i Gazeta Puls Biznesu poinformowały, że właściciel giełdowego Famuru – spółka TDJ parafowała umowę z Ministerstwem Skarbu w sprawie sprzedaży 85% akcji katowickiego producenta kombajnów chodnikowych – Remag. Wcześniej wyścig o przejęcie Remagu wygrał Węglokoks, ale ostatecznie zmieniono strategię spółki zajmującej się handlem węglem i producent kombajnów nie trafił do grupy Węglokoksu. W komentarzu Prezes Zarządu TDJ S.A. mówi, że między spółkami znajdującymi się w portfelu TDJ, a Remagiem możliwe są do osiągnięcia istotne efekty synergii. Nie wspomina natomiast, aby Remag miał po przejęciu dołączyć do giełdowego Famuru. Ten ostatni dotychczas nie miał w swojej ofercie kombajnów chodnikowych. Ze względu na brak konkretnych informacji, jak na razie trudno jest ocenić efekt przejęcia dla grupy Famur, ale można się spodziewać, że rynek będzie spekulował, że Remag znajdzie swoje miejsce w grupie. Informacja taka ze względu na wzmocnienie pozycji Famuru na krajowym rynku i siły przetargowej na rynkach europejskich mogłaby wówczas pozytywnie wpłynąć na notowania Spółki. W roku 2008 Remag miał 147,4 mln PLN przychodów, 23,2 mln PLN zysku operacyjnego i 21,1 mln PLN zysku netto.

### Kontrakt o dużej wartości

Spółka poinformowała o podpisaniu umowy leasingu na dostawę urządzeń niskiego kompleksu ścianowego dla Katowickiego Holdingu Węglowego o wartości 83,9 mln PLN netto. Strony uzgodniły dostawę urządzeń w terminie do 3 miesięcy od dnia podpisania umowy. Krótki okres wykonywania umowy oznacza, że prace nad kontraktem potrwają w 4Q10 i 1Q11.





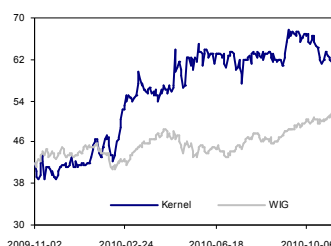
## Kernel (Kupuj)

Cena bieżąca: 61,55 PLN    Cena docelowa: 77,28 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn USD)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 047,1	1 020,5	-2,5%	1 117,5	9,5%	1 501,3	34,3%	Liczba akcji (mln)	73,2
EBITDA	190,1	190,7	0,3%	236,5	24,0%	292,2	23,6%	MC (cena bieżąca)	4 504,9
marża EBITDA	18,2%	18,7%		21,2%		19,5%		EV (cena bieżąca)	4 722,7
EBIT	166,6	168,2	0,9%	210,0	24,9%	265,0	26,2%	Free float	48,9%
Zysk netto	135,5	153,0	12,8%	180,0	17,7%	232,2	29,0%		
P/E	11,4	10,7		9,1		7,1		Zmiana ceny: 1m	-7,5%
P/CE	9,7	9,3		7,9		6,3		Zmiana ceny: 6m	-1,5%
P/BV	4,3	2,7		2,3		1,7		Zmiana ceny: 12m	57,8%
EV/EBITDA	8,5	9,2		7,3		5,7		Max (52 tyg.)	67,7
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	39,0



Mimo wprowadzenia kwot eksportowych na zboża osiągnięte marże operacyjne podmiotów zajmujących się handlem zbożem na Ukrainie są wysokie w związku z różnicą między cenami na rynku krajowym i rynkach eksportowych. Dzięki temu wysokie marże operacyjne na handlu zbożem rekompensują spadek wolumenu sprzedaży. W ostatnich dniach ceny oleju słonecznikowego w regionie Morza Czarnego doszły do 1250 USD za tonę, jak dotychczas w 2Q11 (4Q10) marża na przerobie nasion słonecznika wynosi 115 USD/t wobec 112 w 2Q10(4Q09) i 131 USD/t w 1Q11 (3Q10). Spodziewamy się dobrych wyników za 1Q11 (3Q10). Podwyższamy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj.

### Telekonferencja po wynikach za 09/10 rok obrotowy

Na konferencji po wynikowej Zarząd Spółki Kernel poinformował, że mimo problemów z wysyłką zboża z Ukrainy Kernelowi w 1Q11 (3Q10) udało się wyeksportować 0,65MT zbóż wobec założonych na ten rok 1,3 MT. Obecnie Spółka ma zakontraktowaną dostawę około 90% założonej na ten rok ilości wyeksportowanego zboża, a wykonanie umowy zależy od działań Rządu Ukrainy, w tym przede wszystkim potencjalnego wprowadzenia kwot importowych. Po spotkaniu Rządu Ministrowie nie podjęli konkretnych decyzji i sprawę przełożono na kolejne posiedzenie. Spółka poinformowała, że mimo mniejszych wolumenów eksportowych zboża udaje się osiągać wyższą marżę operacyjną segmentu (nawet 25% EBIT). Na dzień 2 [października] Spółka zgromadziła 700 tys. ton słonecznika (1,8MT założonego przerobu w bieżącym roku). Zarząd zapewnił również, że instalacja w Bandurce jest gotowa do startu, a w bieżącym roku ma przerobić 275 tys. ton słonecznika (510 tys. ton mocy produkcyjnych).

### Fitch nadał rating

Agencja ratingowa nadała Kernelowi rating długoterminowy w walucie obcej na poziomie „B”, a w walucie krajowej na poziomie „B+”. W skali krajowej Kernel otrzymał rating na poziomie „AA+”. Bieżący rating Fitch dla długu ukraińskiego długo i krótkoterminowego w walucie obcej jest również na poziomie B, w walucie krajowej na poziomie B, a w skali krajowej AA. Nieznacznie wyższy rating Spółki niż długu krajowego, mimo faktu że wyniki finansowe są narażone na fluktuacje cen artykułów rolnych można odczytać jako lekko pozytywną informację.

### Rząd jednak za kwotami eksportowymi

Rząd Ukrainy podjął decyzję o wprowadzeniu kwot eksportowych na zboża, które mają obowiązywać do końca 2010 roku. Wicepremier Ukrainy Andrew Kluyev poinformował, że kwoty mają wynieść 0,5MT dla pszenicy, 2MT dla kukurydzy, 0,5MT dla jęczmienia. Kwoty mają być rozdysponowane za pomocą systemu aukcyjnego. Przedstawiciel Rządu zapowiedział, że w niedalekiej przyszłości możliwa jest rezygnacja z nałożonych kwot o ile Narodowemu Funduszowi Rezerwy Rolniczej uda się zgromadzić potrzebną ilość zboża, tak aby zaspokoić potrzeby żywieniowe kraju. Kwoty wejdą w życie w ciągu 10 dni. Do końca września bieżącego roku z Ukrainy udało się wyeksportować 3,3MT zbóż wobec 6,6MT rok wcześniej. Kwoty podobnie, jak planował wcześniej Rząd nie obejmą zboża już wyeksportowanego. Trudno jest natomiast jednoznacznie określić, czy obejmą one również zboże, które obecnie znajduje się w portach. Nawet nie uwzględniając tego ostatniego wraz z zbożem w ramach kwot w drugiej połowie roku z Ukrainy uda się wyeksportować około 6,3MT zbóż wobec 7,3MT w roku poprzednim.

### ING ma mniej niż 5%

ING Groep N.V. oraz Londyński oddział ING Banku N.V. poinformowały, że 7 października 2010 roku bank zbył 0,7 mln akcji Kernel (0,95% kapitału akcyjnego). Przed transakcją ING posiadał 4,3 mln akcji Spółki (5,92% kapitału akcyjnego). Po zbyciu akcji ING jest właścicielem

3,6 mln akcji Spółki, co odpowiada 4,97% kapitału akcyjnego. Jeszcze na koniec czerwca bieżącego roku ING posiadał 6,9 mln akcji spółki Kernel, zakupionych od Namsen Limited powiązanej z Andrey'em Verevskym (Członkiem Rady Dyrektorów Spółki). W najbliższym czasie kurs Spółki nadal może znajdować się pod presją podaży akcji banku, który prawdopodobnie dalej będzie kontynuował ich pozbywanie się.

### **Propozycja zasad przydziału kwot eksportowych**

Ministerstwo Rolnictwa zaproponowało, aby 80% dostępnych kwot eksportowych zostało przyznanych w proporcji, w jakiej historycznie Spółki wysyłały zboże poza granice Ukrainy, a w 20% dla między nowych eksporterów. W zeszłym sezonie (2009/2010) Kernel wyeksportował około 10,5% całkowitej ilości zboża, jakie opuściło teren Ukrainy. To oznaczałoby, że przedstawiony system pozwoliłby na eksport około 0,23 mln ton zboża w ramach kwot eksportowych do końca 2010 roku. Zarząd wcześniej informował, że w 3Q10 Spółce udało się sprzedać około 0,65 mln ton zboża, co w sumie dawałoby 0,88 mln ton zboża w 3-4Q10 (Zarząd prognozował około 1,3 mln ton zboża jaki uda się wyeksportować z Ukrainy w bieżącym roku obrotowym). Nie wykluczone jest jednak, że wyeksportowanie dodatkowych 0,5 mln ton zboża w pierwszej połowie 2011 roku, gdy obecnie ogłoszone kwoty stracą ważność.

### **Parkiet o konflikcie Kernela z akcjonariuszem mniejszościowym Allseeds**

*Gazeta Giełdy Parkiet* poinformowała, że akcjonariusz mniejszościowy (6%) przejętego przez Kernela Allseeds (Cross Trade Finance Commodities) zarzuca giełdowej spółce niedotrzymanie warunków umowy i zapowiada skierowanie sprawy do sądu. Chodzi o potencjalną obietnicę dotyczącą odkupienia udziału akcjonariusza mniejszościowego oraz brak udzielenia informacji na temat wyceny Allseeds. CTFC sugeruje, że część aktywów została wniesiona do Kernela przed przejęciem, co mogło mieć wpływ na wycenę. Kernel na stronie internetowej tłumaczy, że nie ma obecnie żadnych zobowiązań wobec akcjonariusza mniejszościowego. Negatywne informacje kreowane przez akcjonariusza mniejszościowego Allseeds i powodowane przez to chwilowe obniżki kursu powinny naszym zdaniem być wykorzystywane do kupna akcji holdingu spożywczego. Spodziewane przez nas dobre wyniki 1Q11 (3Q10) na skutek dobrego otoczenia makroekonomicznego dla Spółki w ostatnim kwartale powinny pozytywnie wpłynąć na notowania Spółki w perspektywie kolejnego miesiąca (wolumen eksportu olejów słonecznikowych z Ukrainy w 3Q10 +8,2% r/r, marża modelowa na przetwórstwie nasion słonecznika +90,1% q/q (-1,5%r/r), przywoity wolumen eksportu zboża (650 tys. ton) i różnica między cenami pszenicy na rynku krajowym a rynkach eksportowych w 3Q10 (17,8%).

### **Wolumeny eksportu oleju spadną w 2Q11 (4Q10)?**

Agencja APK-Infom donosi, że po zamieszaniu związanym z wprowadzeniem kwot na eksport zboża operatorzy rynkowi informują o problemach związanych z eksportem produktów z nasion słonecznika z portów ukraińskich. Zdaniem agencji jest to związane z nieoficjalnym zakazem Rządu dotyczącym eksportu produktów rolnych z Ukrainy wprowadzonym po ogłoszeniu kwot eksportowych na zboże. Wynikiem tego zdaniem agencji jest chwilowe zaprzestanie zakupu ziaren słonecznika na rynku krajowym przez głównych wytwórców oleju do czasu, aż sytuacja stanie się bardziej klarowna. O ile w 1Q11 (3Q10) spodziewamy się wysokiego wolumenu sprzedaży oleju słonecznikowego (w 3Q10 wolumenowo eksport oleju słonecznikowego z Ukrainy był o 8,2% r/r wyższy), to zamieszanie wokół regulacji związanych z wprowadzeniem kwot eksportowych na zboże może się negatywnie odbić na eksporcie innych produktów rolnych, w tym oleju słonecznikowego w 4Q10. Chwilowe zaprzestanie zakupu ziaren słonecznika na Ukrainie może się z kolei przyczynić się do spadku cen słonecznika na lokalnym rynku. Więcej na temat potencjalnego zmniejszenia wolumenu eksportu oleju słonecznikowego z Ukrainy będzie wiadomo, jak poznamy dane z rynku ukraińskiego za październik.

### **Tłoczni w Nikolajewie grozi zamknięcie**

*Gazeta Giełdy Parkiet* donosi, że radni Nikolajewa żądają zamknięcia tamtejszej tłoczni oleju. Twierdzą oni, że wyziewy emitowane przez fabrykę znacznie przekraczają dopuszczalne normy i żądają zamknięcia zakładu. Spółka oświadczyła, że zamierza zmodernizować filtry, co przyczyni się do redukcji emisji szkodliwych substancji. W sumie moce przerobowe fabryki w Nikolajewie odpowiadają za 8% mocy koncernu związanych z przerobem słonecznika i 7% w zakresie produkcji oleju. Zakład został wchłonięty wraz z przejmowanym Allseeds w bieżącym roku. Instalacje zakładu mają najgorszą efektywność przerobu w grupie (z ziarna uzyskują około 37% wagi oleju, podczas gdy inne zakłady uzyskują 45% wagi). Wcześniej Zarząd deklarował, że fabryka w Nikolajewie nie jest strategicznym zakładem z punktu widzenia przyszłości całej Grupy.



## Kęty (Trzymaj)

Cena bieżąca: 119,7 PLN    Cena docelowa: 120 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 170,8	1 111,0	-5,1%	1 175,2	5,8%	1 283,7	9,2%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	188,4	189,0	0,3%	181,0	-4,2%	198,3	9,5%	MC (cena bieżąca)	1 104,3
marża EBITDA	16,1%	17,0%		15,4%		15,4%		EV (cena bieżąca)	1 340,8
EBIT	126,7	124,9	-1,4%	112,0	-10,3%	125,6	12,1%	Free float	64,4%
Zysk netto	61,2	70,6	15,4%	86,5	22,5%	95,3	10,1%		
P/E	18,0	15,6		12,8		11,6		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/CE	9,0	8,2		7,1		6,6		Zmiana ceny: 6m	5,0%
P/BV	1,5	1,4		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	11,9%
EV/EBITDA	7,9	6,9		7,4		6,7		Max (52 tyg.)	125,4
Dywid (%)	3,8	0,0		3,3		3,1		Min (52 tyg.)	100,7



Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami w 3Q10 istotnie wzrosły przychody ze sprzedaży Grupy (+14,2% r/r), głównie za sprawą rosnącego obrotu w SWW (33,1% r/r), SSA (+24,1% r/r) i SOG (+10,9% r/r). Wyraźnie wyższy był wolumen produkcji profili aluminiowych (+15% r/r), co przy wyższych o średnio 4-5% cennikach w SWW i SSA przyczyniło się do wzrostu rentowności segmentów względem wcześniejszych kwartałów br. (o odpowiednio 4,2pp i 3,6pp vs. 2Q10). Również, pomimo rosnących cen surowców (aluminium +24,0% r/r, papier i folie poliuretanowe +200% od początku roku) wysoka marża miała miejsce w SOG (+3,1pp r/r) w związku z przerzuceniem kosztów na odbiorców. W 4Q10 nadal można spodziewać się wysokich wolumenów w SWW (w X 3,8 tys. ton i 3,5 tys. ton w XI) w wyniku utrzymujących się zamówień z zagranicy oraz w SOG, w związku z pozyskaniem wśród klientów dużych koncernów międzynarodowych (Nestle, Unilever, McDonald's). Segmentem, który powinien wytracać negatywną dynamikę przychodów powinien być SUB, w wyniku rozpoczęcia prac nad projektami Sky Tower i PGE Arena. Zdaniem Zarządu kolejny rok powinien być stabilny. Jeśli ceny aluminium będą utrzymywały się na zbliżonych do tegorocznych poziomach, to po podwyżkach z IX br. w kolejnym roku możliwe jest wypracowanie zysku netto na poziomie 95,3 mln PLN (11,6 P/E). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

### Prognoza Zarządu w górę

Wyniki trzeciego kwartału tylko nieznacznie odbiegały od wcześniej podanej prognozy kwartalnej Zarządu i naszych szacunków. Na przychodach wysoka dynamika przychodów miała miejsce w SOG (+10,9% r/r), SWW (+33,1% r/r) oraz SSA (+24,1% r/r). Nadal ujemną, ale niższą niż w 1Q10 i 2Q10 dynamikę przychodów pokazały segmenty SAB (-13,3% r/r) i SUB (-18,8% r/r). Na dobre wyniki sprzedaży miał z pewnością wzrost wolumenu sprzedaży w SWW i SSA oraz podwyżki cenników, o jakich przy wynikach poprzedniego kwartału inwestorów informował Zarząd (4-5%). To z kolei przyczyniło się do wysokiej 10,1% (12,8% w 3Q09) marży operacyjnej w SWW i 13,1% (15,9% w 3Q09) w SSA. Wysoka rentowność operacyjna miała również miejsce w segmencie SOG (15,2% vs. 12,3% w 3Q09). W związku z wcześniej zapowiadany przez Spółkę spadkiem kosztów obsługi długu (w związku z renegocjacją umów kredytowych) oraz dodatniemu wynikowi na transakcjach zabezpieczających (w 3Q10 ok. +1 mln PLN) Zarząd podjął decyzję o podwyższeniu prognozy wyniku zysku netto Grupy na 2010 rok z 81,5 mln PLN wcześniej do 89,5 mln PLN (P/E 12,3 na 2010). Nie zmienione zostały natomiast wartości prognozowanego EBIT, EBITDA i przychodów. Wyniki Grupy są bardzo dobre, podwyższona prognoza wyniku netto na bieżący rok jest po wynikach za 3Q10 wykonana w 79,9%. Na wynik netto na koniec roku będzie z pewnością wpływ miało kształtowanie się kursów USD/PLN i EUR/PLN, co z kolei znajdzie swoje miejsce w przeszacowaniu portfela kredytów walutowych. Tym niemniej nowa prognoza zysku netto jest w bieżącym roku wykonalna.

### Po spotkaniu z inwestorami...

Na spotkaniu z inwestorami Zarząd Grupy poinformował, że w bieżącym roku wydatki inwestycyjne będą o około 20 mln PLN niższe niż zostało to założone na początku roku i wyniosą około 95 mln PLN. W kolejnym roku Spółka planuje poniesienie podobnej jak w bieżącym roku kwoty na wydatki inwestycyjne (około 100 mln PLN). Nie przeszkodzi, to jednak zdaniem Zarządu wypłacie dywidendy za 2010 rok w proporcji 40% skonsolidowanego zysku netto (oznaczałoby to DY 3,2%). Zarząd jest zdania, że kolejny rok powinien być dla Spółki stabilny we wszystkich segmentach. Poprawy należałoby się spodziewać w segmencie usług budowlanych, w którym portfel zamówień na 2011 rok przewyższa wartościowo ten na bieżący rok.



## Kopex (Akumuluj)

Cena bieżąca: 17,9 PLN

Cena docelowa: 19,8 PLN

Analityk: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 982,6	2 313,4	16,7%	2 225,6	-3,8%	2 656,1	19,3%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	236,0	217,1	-8,0%	191,8	-11,7%	264,9	38,1%	MC (cena bieżąca)	1 330,6
marża EBITDA	11,9%	9,4%		8,6%		10,0%		EV (cena bieżąca)	1 698,3
EBIT	174,9	145,3	-16,9%	105,5	-27,4%	174,0	64,9%	Free float	28,5%
Zysk netto	85,4	87,2	2,1%	60,9	-30,2%	110,2	81,0%		
P/E	14,2	15,3		21,8		12,1		Zmiana ceny: 1m	7,9%
P/CE	8,3	8,4		9,0		6,6		Zmiana ceny: 6m	-10,9%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-27,2%
EV/EBITDA	6,7	8,1		8,9		6,5		Max (52 tyg.)	28,3
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,4



Spółka po nieudanej pierwszej połowie roku sygnalizowała spodziewaną poprawę wyników finansowych w kolejnych kwartałach. Zbliżające się wyniki 3Q10 powinny pokazać, czy Spółka jest w stanie skorzystać na ożywieniu na światowych rynkach w zakresie inwestycji górniczych i zrealizować wysokie wyniki w kolejnym roku. Jak na razie wysoki poziom portfela zamówień liderów branży sugeruje, że na rynkach eksportowych zaczyna pojawiać się coraz więcej miejsca dla spółek o mniej utartej pozycji rynkowej. Na tym powinien skorzystać również Kopex. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Wywiad z Prezesem

Prezes Kostemski w wywiadzie udzielonym portalowi WNP przyznał że w końcu 2009 roku i w pierwszej połowie 2010 roku konkurencja na rynku polskim istotnie się zaostrzyła. Prezes jest również sceptyczny co do znaczącej poprawy na krajowym rynku zaplecza górniczego. Dodał również, że Spółka dysponuje zapleczem kadrowym, techniczno-technologicznym oraz serwisowym poza granicami kraju, co ułatwia Spółce ekspansję zagraniczną. W naszej prognozie nie spodziewamy się istotnej poprawy koniunktury na krajowym rynku zaplecza górniczego w bieżącym roku. Ta ma szansę polepszenia dopiero w roku przyszłym, po tym jak kopalnie węgla kamiennego na górnym Śląsku poprawią swoją płynność finansową. Bardziej prawdopodobne jest natomiast zdobycie kontraktów na rynkach eksportowych, gdyż światowy rynek inwestycji górniczych wyraźnie odżywa, o czym pisaliśmy w raporcie z 13 września 2010 roku.

### Wyniki Joy Global i Bucyrus

Joy Global, światowy lider zaplecza górniczego poinformował o wynikach za 3Q10. Wartość nowych zamówień w 3Q10 w zakresie górnictwa podziemnego wzrosła w 3Q10 o 49,3% r/r (-7% q/q), a górnictwa odkrywkowego o 48,3% r/r (-7,1% q/q). Nowe zamówienia w zakresie nowego sprzętu wzrosły o 127,8% r/r (-2,0% q/q). Backlog spółki wzrósł o 24,0% od początku roku fiskalnego (XI 09) i 7,2% q/q. Najbardziej wzrost portfela zamówień był widoczny w zakresie sprzętu dla górnictwa podziemnego (+33,7% od początku roku obrotowego i 11,1% q/q). W przypadku Bucyrusa backlog od początku roku wzrósł 5,9% (bez uwzględnienia przejętego Terex) oraz o 11,4% w zakresie zamówień przeznaczonych do realizacji w okresie najbliższych 12 miesięcy. Backlog najbardziej rósł w segmencie związanym z górnictwem podziemnym (25,4% od początku roku), natomiast w zakresie górnictwa odkrywkowego od początku roku bez uwzględnienia przejętego Terex spadł o 9%. W segmencie górnictwa podziemnego wartość nowych zamówień w 3Q10 była o 4,4% r/r niższa i 28,5% niższa q/q, co związane było z niższą wartością pozyskanych nowych kontraktów na wykonywanie obudów zmechanizowanych. W segmencie górnictwa odkrywkowego nowe zamówienia bez uwzględnienia przejętego Terex były o 12,7% r/r niższe i 23,9% q/q niższe.

### Dotacje dla spółek węglowych przydzielone

Ministerstwo Gospodarki poinformowało o zakończeniu procedury przyznawania dotacji budżetowych na inwestycje początkowe w bieżącym roku. Z puli wielkości 400 mln PLN najwięcej dostanie Kompania Węglowa (124 mln PLN), dalej kolejno są Katowicki Holding Węglowy (122 mln PLN), Jastrzębska Spółka Węglowa (88 mln PLN), Południowy Koncern Węglowy (40 mln PLN) i Bogdanka (20 mln PLN). Przydział dotacji, to dobra informacja dla producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa, tym bardziej, że najistotniejsze dofinansowania zostały przydzielone spółkom mającym największe problemy w regulowaniu płatności (KW 120 dni, KHW nawet 180-270 dni). Dofinansowanie może przyczynić się do bardziej terminowego wywiązywania się spółek węglowych z płatności. Dotacje obejmują również projekty, które już zostały rozpoczęte, dlatego kopalnie powinny sobie poradzić z wydaniem środków do końca roku.

### **Eksport głównym motorem wzrostu w 2011 roku**

Prezes Kostemski w udzielonym wywiadzie przyznał, że wyniki za 2010 rok będą gorsze niż w roku 2009. W jego ocenie lepszy dla Spółki będzie rok 2011 kiedy zaowocują inwestycje i restrukturyzacja części grupy. Prezes przyznaje, że lepsze perspektywy Spółki wynikają z poprawy sytuacji w globalnej branży górniczej i związanym z tym wzrostowi sprzedaży eksportowej. Prezes liczy na wygrane w kontraktach australijskich. Obecnie Spółka bierze udział w sześciu przetargach na tamtym rynku, z czego trzy rozstrzygane będą w 4Q10 (o wartości rzędu 30 mln USD). Również w RPA Spółka oczekuje na rozstrzygnięcie przetargów na łączną kwotę ponad 120 mln USD. Prezes poinformował także, że na rynku krajowym jeszcze w bieżącym roku mają zostać ogłoszone przetargi na kombajny ścianowe dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej. Również Kopex w ostatnim czasie złożył najtańszą ofertę na dostawę obudowy zmechanizowanej dla JSW (około 30-40 mln PLN). Spółka także poinformowała o rozpoczęciu trzeciego etapu robót przy szybie „Bzie-1” w kontrakcie dla JSW za 180,5 mln PLN. PBSZ liczy na ogłoszenie podobnego kontraktu w Południowym Koncernie Węglowym w kolejnym roku.

### **Prezes zapowiada słaby wynik 3Q10**

Prezes Kostemski w wywiadzie udzielonym *Gazecie Giełdy Parkiet* poinformował, że wyniki za 3Q10 będą słabsze od 2Q10 i od 3Q09 na co wpłynęło opóźnienie w realizacji kontraktów, restrukturyzacja Tagoru i wolniejsze niż się spodziewano dochodzenie do rentowności odlewni Stalowa Wola, która dopiero we wrześniu pokazała dodatni rezultat. Opóźnienie w realizacji umów nastąpiło na skutek powodzi, która uniemożliwiła dostarczenie sprzętu do Turowa oraz opóźnienie w drażeniu szybu dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej, które zamiast w sierpniu rozpoczęło się dopiero w listopadzie. Dodatkowym elementem były czynniki jednorazowe związane z koniecznością zawiązania odpisów na likwidowaną na terenie Serbii spółki. Prezes zapowiada, że 3Q10 jest ostatnim słabym kwartałem w Grupie i rezultaty kolejnych kwartałów powinny być już tylko lepsze. Prezes zapowiada również powrót do rozmów z Ministerstwem Skarbu w sprawie prywatyzacji Remagu i jest zdecydowany dać więcej niż konkurent. Kolejny znacznie słaby kwartał w bieżącym roku może spowodować spadek zaufania do Spółki, tym bardziej, że poprawę wyników Zarząd zapowiadał już po słabej pierwszej połowie roku. W sprawie prywatyzacji Remagu TDJ parafował już umowę z Ministerstwem Skarbu w sprawie zakupu 85% akcji prywatyzowanego Remagu, dlatego szanse na ponowne przystąpienie do negocjacji można oceniać jako małe. Znacząco niższe od spodziewanych wyniki za 3Q10 mogą być podstawą do obniżenia przez nas prognozy na bieżący rok, natomiast przesunięcia w zdobywaniu zagranicznych kontraktów mogą przyczynić się do obniżenia przez nas prognozy na bieżący i kolejny rok.



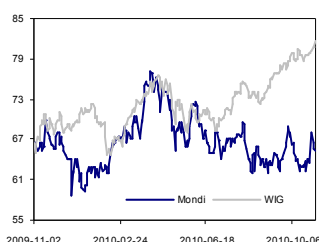
## Mondi (Trzymaj)

Cena bieżąca: 76,95 PLN    Cena docelowa: 71,1 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-13

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 406,3	1 360,8	-3,2%	2 108,4	54,9%	2 304,9	9,3%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	305,5	217,9	-28,7%	431,4	98,0%	553,0	28,2%	MC (cena bieżąca)	3 847,5
marża EBITDA	21,7%	16,0%		20,5%		24,0%		EV (cena bieżąca)	4 496,6
EBIT	194,7	99,6	-48,8%	260,1	161,1%	381,4	46,6%	Free float	19,0%
Zysk netto	141,2	71,4	-49,4%	213,5	199,0%	339,3	58,9%		
P/E	27,2	53,9		18,0		11,3		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE	15,3	20,3		10,0		7,5		Zmiana ceny: 6m	-6,3%
P/BV	3,6	3,2		2,8		2,5		Zmiana ceny: 12m	0,0%
EV/EBITDA	13,5	20,8		10,4		7,8		Max (52 tyg.)	77,0
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		5,5		Min (52 tyg.)	58,5



Po trzech kwartałach zysk netto spółki wynosi 138,5 mln PLN, co oznacza, że wykonanie naszej rocznej prognozy (213,5 mln PLN) wymaga wypracowania 75 mln PLN zysku w 4Q. Biorąc pod uwagę trendy na rynku papieru i makulatury nadal uważamy, że prognoza zostanie wykonana. Przy obecnej cenie podtrzymujemy neutralną rekomendację.

### Remont i ceny drewna obniżyły zyskowność

Wyniki spółki za 3Q są nieco słabsze niż nasze oczekiwania. Spółka wypracowała przychody ze sprzedaży na poziomie 582 mln PLN (+3% q/q, prognoza 588 mln PLN), EBIT w wysokości 72,1 mln PLN (nasza prognoza 93 mln PLN, konsensus 97 mln PLN) oraz zysk netto równy 61,4 mln PLN (nasza prognoza 68,2 mln PLN, konsensus 75 mln PLN). W związku z corocznym postojem remontowym wolumen sprzedaży w ujęciu q/q obniżył się o 2,1% (zakładaliśmy 0%). Wolumen produkcji obniżył się w tym czasie o 4,9%, głównie w obszarze kraftlinera – spółka szybciej niż zakładaliśmy zwiększa udział papierów makulaturowych. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami spółka odnotowała spadek cen makulatury (-4% q/q) przy wzroście średniej ważonej ceny papieru o 11,3%. Nadal spółka raportuje wzrost cen drewna: sosnowego +4%, brzożowego +6%. Słaby wynik operacyjny obciążają koszty sierpniowego remontu, które w całym kwartale wyniosły łącznie 40,8 mln PLN (18,5 mln PLN w 2Q, 26,7 mln PLN w 3Q2009). W prognozie zakładaliśmy, że zamkną się kwotą 28 mln PLN. Dodatkowym czynnikiem pozytywnie wpływającym na wynik brutto jest sprzedaż uprawnień do emisji CO2, na czym spółka wykazała przychód 6,2 mln PLN. Po trzech kwartałach zysk netto spółki wynosi 138,5 mln PLN, co oznacza, że wykonanie naszej rocznej prognozy (213,5 mln PLN) wymaga wypracowania 75 mln PLN zysku w 4Q. Biorąc pod uwagę trendy na rynku papieru i makulatury nadal uważamy, że prognoza zostanie wykonana.

## Budownictwo

### Dynamika produkcji budowlano-montażowej w sierpniu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła we wrześniu 13,4% r/r i 11,0% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 9,0% r/r i 2,9% m/m.

### Budownictwo drogowe

#### Spadek wydatków na drogi w 2013 roku coraz bardziej realny

Prasa informuje, że w założeniach do projektu budżetu na przyszły rok, przyjętego niedawno przez rząd, zapisano, że wydatki na drogi z Krajowego Funduszu Drogowego w 2013 roku sięgną jedynie 7 mld PLN. Dotacja rządowa wyniesie 3,1 mld PLN. W 2012 roku na odmianę Krajowy Fundusz Drogowy przekaze na budowę dróg 23 mld PLN. Do tego należy doliczyć 3 mld PLN z budżetu. Janusz Piechociński, wiceszef Sejmowej Komisji Infrastruktury, uważa, że wkrótce podobny los czeka inwestycje lokalne, bo należy spodziewać się cięć budżetów przez samorządy. P. Malusi, szef Ogólnopolskiej Izby Gospodarczej Drogownictwa mówi, że obcięcie wydatków na drogi to katastrofa. Wkrótce dowiemy się, które inwestycje, z braku środków, będą opóźnione albo wstrzymane. Konsekwencji cięć wydatków nie komentuje GDDKiA.

#### W przyszłym roku firmy będą odstępować od kontraktów?

Prezes Elektrotimu, przy okazji wywiadu, powiedział, że spodziewa się, że w przyszłym roku wiele firm będzie zmuszonych odstępować od kontraktów drogowych zawartych po niskich cenach, bo odczuwalny jest wzrost kosztów.

### Budownictwo energetyczne

#### Wybory ofert na modernizację bloków 7-12 w Bełchatowie

PGE Elektrownia Bełchatów dokonała wyboru ofert na modernizację bloków 7-12 w Bełchatowie. W ramach modernizacji rurociągów, PGE wybrała ofertę Energomontażu Północ za (jak szacujemy) około 290 mln PLN, 6,4% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2010. W ramach modernizacji podgrzewaczy obrotowych i innych dodatkowych podzespołów kotła, wybrana została oferta Rafako za około 300 mln PLN (szacunki), czyli 29% prognozowanych przychodów Rafako w roku 2010. Kontrakty będą realizowane przez 5 lat. W ramach modernizacji elektrofiltrów PGE wybrała ofertę Alstomu i ABM Solid (wartość ok. 200 mln PLN). 2-e miejsce zajęło konsorcjum Balcke-Durr i Mostostal Puławy. W zakresie modernizacji turbiny wybrano jedyną ofertę Alstomu. W zakresie największej modernizacji układu paleniskowego i części ciśnieniowej kotła (wartej nawet 2 mld PLN) – wybrano ofertę Babcock Borgis Service. 2-ga była oferta konsorcjum Mostostalu Warszawa, 3-a PBG i Ansaldo, zaś 4-a Rafako. We wszystkich przetargach różnice cenowe występujące pomiędzy poszczególnymi ofertami były ograniczone.

#### Prezes Alstomu: spadek zamówień, Polska najlepszym rynkiem regionu

Prezes Alstomu na konferencji Nowego Przemysłu przyznał, że przyczyną planu zwolnienia przez Alstom 4 tys. ludzi jest spadek nowych zamówień w Europie i USA, który przekracza nawet 50%. Polska jest oceniana jako najlepszy rynek w regionie. Inwestycje w kraju się jednak opóźniają, ponadto ze względu na ceny energii i paliwa są na granicy opłacalności. Niemniej, Prezes wierzy w rozstrzygnięcie przetargów w Opolu, Jaworznie, Stalowej Woli, Włocławku. Prezes Alstomu przyznaje, że budowa bloków na parametry nadkrytyczne jest trudna i ryzykowna. Jego zdaniem zaniżanie wymogów referencyjnych jest ryzykowne dla inwestora. Prezes Alstomu uważa również, że w Polsce przy obecnym potencjale firm da się budować jednocześnie nie więcej, niż dwa duże bloki energetyczne 900 MW. Prezes przyznaje, że przy budowie nowego bloku w Bełchatowie udział polskich firm w wykonaniu prac sięgał aż 85%.

#### Są nadal szanse na budowę bloku w Siekierkach

Prezes Vattenfall Polska przyznał w prasie, że spółka rezygnuje z projektu budowy elektrowni w Puławach i Opaleniu, ale wciąż rozważa budowę bloku na Siekierkach. Dla Opalenia Vattenfall poszuka inwestora, który mógłby ten projekt realizować. Jeśli chodzi o projekt w Puławach, Vattenfall może udzielić ZA Puławy wsparcia technicznego i administracyjnego, ale nie zaangażuje się kapitałowo w budowę. Prawdopodobnie w drugiej połowie listopada napłyną oferty cenowe na budowę bloku na Siekierkach. Wówczas spółka przeanalizuje je, zweryfikuje pod kątem cenowym i wówczas będzie rozmawiać z Zarządem Vattenfalla. Zdaniem Prezesa Vattenfall Polska, projekt powinien być realizowany, ze względu na potrzeby Warszawy. Strategia koncernu zakłada, że jeśli analizy dotyczące opłacalności będą potwierdzać celowość wycofania z Polski, to proces ten zostanie zrealizowany w ciągu 2-3 lat. Decyzja o wycofaniu z Polski raczej nie zapadnie w tym roku. Vattenfall gotów byłby także przeanalizować ofertę sprzedaży posiadanego pakietu Enei.

## Instal Kraków

### Dobre wyniki sprzedaży mieszkań w Krakowie

Instal Kraków sprzedał już 25% mieszkań w II etapie Osiedla Śliczna w Krakowie. Mieszkania szybko się sprzedają, bo osiedle jest dobrze zlokalizowane, a spółka jako deweloper – wiarygodna. W Q3 2010 Instal rozpoczął przekazywanie lokali w 2 budynkach inwestycji Nowy Przewóz, co powinno wpływać na wynik z działalności deweloperskiej w kwartale i w całym 2010 roku. Instal realizuje wysokie marże na działalności deweloperskiej, z uwagi na to, że część gruntów spółka kupiła dawno, część zaś była kupiona okazjnie. Sytuacja w segmencie budowlanym nadal pozostaje trudna. W 2011 roku może być podobnie.

## Mostostal Płock

### Wyniki Q3 2010

Mostostal Płock w Q3 2010 wypracował 32,1 mln PLN przychodów, 4,5 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 14%), 3,3 mln PLN EBIT oraz 1,5 mln PLN zysku netto. Stocznia Centrum przyniosła Mostostalowi 1,1 mln PLN straty (Mostostal posiada pakiet 50% akcji stoczni). Koszty ogólne wyniosły 1,4 mln PLN, czyli mniej, niż w Q2 2010 (1,8 mln PLN). Prezes przyznaje, że spadek obrotów może wynieść w 2010 roku więcej, niż 10%. W roku kolejnym Prezes widzi szansę na rozpoczęcie współpracy z PERN, a także na realizację zleceń w krajach arabskich. Nie należy się jednak spodziewać znaczącej poprawy wyników w roku kolejnym.

## Pol-Aqua

### Umowa za 73,6 mln PLN

Pol-Aqua podpisała umowę na budowę i przebudowę oczyszczalni ścieków w Katowicach. Wartość umowy to 73,6 mln PLN (5,2% przychodów spółki w zeszłym roku).

### Upadłość Vectra – tak, czy nie?

Zarząd spółki zależnej Pol-Aqua o nazwie Vectra złożył wniosek o upadłość z możliwością zawarcia układu. Niespełna miesiąc później sąd zdecydował się umorzyć postępowanie upadłościowe firmy Vectra, w oparciu o wniosek Zarządu firmy. Wartość firmy powstała w wyniku zakupu jej aktywów podlegała odpisowi w I półroczu 2010 roku (na kwotę 84,0 mln PLN). Do Pol-Aquy należy 100% udziałów w spółce.

## Remak

### Kontrakt za 46 mln EUR

Remak podpisał kontrakt z Alstomem o wartości 46 mln EUR (182,7 mln PLN, czyli 70,7% zeszłorocznych przychodów spółki, 7,1% prognozowanych na ten rok przychodów Mostostalu Warszawa). Kontrakt obejmuje montaż części ciśnieniowej dla bloków w Elektrowni STKW Eemshaven w Holandii. Rozpoczęcie montażu na bloku A będzie miało miejsce w lutym 2011, a zakończenie w styczniu 2013. Rozpoczęcie montażu na bloku B będzie miało miejsce w sierpniu 2011, a zakończenie w lipcu 2013. Prezes Remaku przyznaje, że kontrakt obejmuje jedynie prace montażowe. Z dostawami materiałów, którymi zajmuje się Alstom, wartość zlecenia wyniosłaby prawie 1 mld PLN. Przykładowo, pozyskane przez PBG kontrakty energetyczne o wartości ponad 80 mln PLN obejmują montaż, jak i dostawy sprzętu. Rentowność kontraktu (prawdopodobnie chodzi o poziom netto) ma wynieść 3-6% i zależeć głównie od kosztów siły roboczej. O wyborze oferty Remaku zdecydowała głównie nie cena, ale szczegóły specyfikacji technicznej. Prezes szacuje, że 30% wartości kontraktu będzie zrealizowane w roku przyszłym.

### Kontrakt za 25,6 mln PLN

Spółka zależna Mostostalu, Remak, podpisała aneks do kontraktu na prace w elektrowni Westfalen. Wartość kontraktu to 51,1 mln PLN, z czego na Remak przypadnie 50% (25,6 mln PLN, czyli 1% prognozowanych przychodów Remaku na rok 2010, 10% zeszłorocznych przychodów Remaku). Realizacja kontraktu potrwa w okresie Q4 2010 – Q4 2011.

## ZUE

### Najkorzystniejsza oferta za 150 mln PLN

Grupa ZUE po raz kolejny złożyła najkorzystniejszą ofertę na budowę linii tramwajowej w Krakowie (tzw. tramwaj na osiedle Ruczaj). Wartość oferty to 150 mln PLN. W pierwotnym przetargu Grupa ZUE złożyła ofertę za 156 mln PLN, niestety, z uwagi na protest jeden z firm, przetarg trzeba było powtórzyć. 150 mln PLN to około 36% prognozowanych przychodów Grupy ZUE na rok 2010.





### **Kontrakt za 7,4 mln PLN**

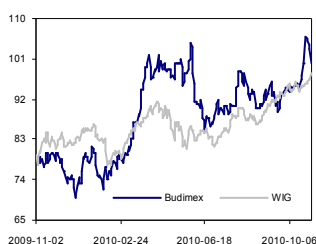
Spółka zależna ZUE, PRK-Kraków, podpisała umowę z Tramwajami Warszawskimi na wykonanie zadaszeń platform przystankowych w zespole Metro Ratusz – Arsenał i Park Praski. Wartość umowy to 7,4 mln PLN (1,8% prognozowanych przez Zarząd ZUE przychodów Grupy w 2010 roku). Realizacja prac potrwa 3 miesiące.



## Budimex (Redukuj)

**Cena bieżąca: 100,1 PLN    Cena docelowa: 85,2 PLN**
**Analityk: Maciej Stokłosa**
**Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13**

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 274,3	3 289,9	0,5%	4 270,5	29,8%	4 454,6	4,3%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	130,2	221,7	70,3%	276,9	24,9%	259,2	-6,4%	MC (cena bieżąca)	2 555,6
marża EBITDA	4,0%	6,7%		6,5%		5,8%		EV (cena bieżąca)	4 043,9
EBIT	107,9	200,5	85,7%	256,7	28,0%	238,5	-7,1%	Free float	36,8%
Zysk netto	93,7	173,7	85,3%	205,0	18,0%	198,0	-3,4%		
P/E	27,3	14,7		12,5		12,9		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/CE	22,0	13,1		11,3		11,7		Zmiana ceny: 6m	0,3%
P/BV								Zmiana ceny: 12m	26,7%
EV/EBITDA	30,2	18,4		14,6		14,8		Max (52 tyg.)	106,1
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	70,1



**Budimex w Q3 2010 zaprezentował bardzo dobre wyniki finansowe, pomimo relatywnie ograniczonego wpływu starych zleceń na przychody. Zaskoczenie pozytywne wystąpiło głównie na poziomie ilości wygenerowanej gotówki (318 mln PLN dodatniego cash flow operacyjnego), wielkości zawiązanych rezerw na straty na kontraktach (129,5 mln PLN) oraz na poziomie rentowności spółki w segmencie budownictwa (10,2% brutto). Sądzymy, że bardzo dobre wyniki to efekt konserwatywnego rozpoznawania rentowności zleceń budowlanych pod koniec ich realizacji. Nie przewidujemy kontynuacji występowania tego efektu w kolejnym kwartale. Jednocześnie sądzymy, że w roku kolejnym spółki z branży budowlanej mogą mieć problem z rentownością w segmencie drogowym. Budimex ma szansę być wyjątkiem, ze względu na wielkość zawiązanych rezerw na straty. Generowanie wyniku na rozwiązywaniu rezerw nie wykreuje jednak dodatnich przepływów pieniężnych. Realnym ryzykiem nadal pozostaje oczekiwany spadek wydatków GDDKiA w 2013 roku (o połowę, w porównaniu do rekordowego 2011 roku). Na chwilę obecną Budimex jest słabo przygotowany do rozwoju w segmencie kolejowym i energetycznym. Podsumowując, bardzo dobre wyniki Q3 2010 mogą skłaniać nas do rewizji w górę wyceny Budimexu (więcej gotówki w spółce), ale raczej nie przesłania inwestycyjnego (sytuacja w branży jest bez zmian). Podtrzymujemy rekomendację redukuj.**

### Bardzo dobre wyniki Q3 2010

Budimex wygenerował w Q3 2010 1,44 mld PLN przychodów, 96,5 mln PLN EBIT i 80,8 mln PLN zysku netto. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 11,0% (działalność budowlana: 10,2%, działalność deweloperska: 11,6%, działalność pozostała: 12,5%). Koszty ogólne wyniosły 33,8 mln PLN, pozostałe koszty operacyjne netto: 31,5 mln PLN, zysk na wycenie instrumentów pochodnych: 3,9 mln PLN, pozostałe koszty finansowe netto: 4,0 mln PLN, strata jednostek wycenianych metodą praw własności: 0,8 mln PLN, efektywna stopa podatkowa: 19%. Dodatni cash flow operacyjny wyniósł 318 mln PLN, z czego 199 mln PLN wygenerowała działalność budowlana. Saldo rezerw na straty na kontraktach wzrosło o 129,5 mln PLN, zaś saldo rezerw na naprawy gwarancyjne wzrosło o 11,7 mln PLN.

### Wywiady z Prezesem po wynikach

W 2010 roku przychody spółki wzrosną dwucyfrowo, zaś rentowność poprawi się na wszystkich poziomach. Portfel zamówień spółki na koniec września wynosi 7,2 mld PLN. Prezes Budimexu uważa, że w 2011 roku rentowność grupy spadnie, co m.in. wynikać będzie ze spadku wolumenu przekazywanych klientom mieszkań. Mieszkania z nowych projektów będą mogły być przekazane i rozpoznane w wynikach najwcześniej w Q4 2011. Budimex nadal chce wypłacać dywidendę – przeznaczenie 70% skonsolidowanego zysku netto za rok 2010 na dywidendę wydaje się być realne. PKP rozpoczyna proces sprzedaży PNI. Do 5 grudnia potencjalni inwestorzy mają czas na pobranie memorandum inwestycyjnego. W połowie 2011 roku Budimex liczy na zakończenie procesu i podpisanie umowy z inwestorem, który przejmie spółkę. Prezes uważa, że spółki nie będzie łatwo kupić, zainteresowanych może być kilkanaście podmiotów. Budimex sam złoży ofertę na PNI. Budimex ma w przedsprzedaży ok. 1 tys. mieszkań. Metraż lokali są nieco ponad 50 m<sup>2</sup>, a ceny sięgają głównie 5-5,5 tys. PLN/m<sup>2</sup>. Marża brutto z działalności deweloperskiej spółki sięga 20%, na poziomie netto jest to 12-13%.

### Kontrakt za 152,3 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt z GDDKiA na budowę drogi krajowej nr 78 na odcinku północnej obwodnicy Jędrzejowa. Wartość kontraktu to 152,3 mln PLN netto (3,6% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2010). Realizacja prac potrwa 18 miesięcy, z wyłączeniem okresu zimowego.



### **Pozytywny wyrok sądu w sprawie 13,8 mln PLN kar**

Sąd Najwyższy uwzględnił skargę kasacyjną w sprawie sądowej pomiędzy Budimexem, a Gminą Miejską Kraków. Kwestia dotyczy wyroku sądu zobowiązującego Budimex do wypłaty 13,8 mln PLN kar (bez uwzględnienia kosztów postępowania sądowego).

### **Ferrovial nie wycofa się z Budimexu**

Dyrektor generalny Ferrovialu na Europę Środkowo-Wschodnią, p. Michałowski, potwierdza, że przeznaczenie 70% tegorocznego zysku na dywidendę może być realne. P. Michałowski potwierdza również, że o ile w II półroczu 2010 roku istotnie nie wzrośnie zysk konkurencyjnych spółek, Budimex ma szansę na najlepszy wynik netto na tle branży. Ferrovial nie ma planów wycofania się z inwestycji w Budimex.

### **Mniej zleceń z energetyki, niż wszyscy sądzą**

Prezes Budimexu uważa, że zleceń z energetyki może być mniej, niż się wszyscy spodziewają. Deklaruje, że w najbliższym czasie będzie ubiegał się o zlecenia za 8-10 mld PLN. Jednocześnie Prezes sądzi, że skala inwestycji będzie ograniczona, czego przykładem są plany wycofania Vattenfalla z Polski oraz anulowanie przez CEZ przetargu na budowę bloku w elektrowni Skawina. Obecnie Budimex stara się o kontrakty na budowę bloków w Jaworznie, rozważa udział w przetargu na budowę bloku w Turowie, liczy na uruchomienie przetargu na blok we Włocławku i pragnie w konsorcjum z Tecnicas złożyć ofertę na budowę bloku w Stalowej Woli.



## Elektrobudowa (Redukuj)

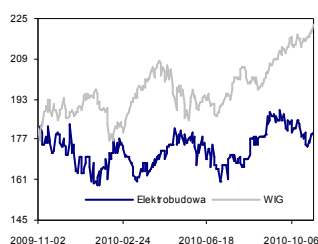
Cena bieżąca: 180 PLN

Cena docelowa: 165,7 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	811,0	700,9	-13,6%	683,5	-2,5%	726,6	6,3%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	79,0	79,0	0,0%	64,3	-18,6%	68,5	6,5%	MC (cena bieżąca)	854,6
marża EBITDA	9,7%	11,3%		9,4%		9,4%		EV (cena bieżąca)	744,7
EBIT	71,3	69,0	-3,3%	52,8	-23,4%	55,3	4,7%	Free float	36,7%
Zysk netto	60,3	54,5	-9,6%	49,1	-10,0%	54,6	11,2%		
P/E	14,2	15,7		17,4		15,7		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	12,6	13,2		14,1		12,6		Zmiana ceny: 6m	-0,1%
P/BV	3,4	3,0		2,7		2,4		Zmiana ceny: 12m	0,0%
EV/EBITDA	9,7	9,4		11,6		10,4		Max (52 tyg.)	188,4
Dywidenda (%)	1,4	1,7		1,9		2,1		Min (52 tyg.)	159,1



Sytuacja Elektrobudowy nie uległa zmianie. Nadal spółka jest droga na tle branży, baza wyników finansowych wysoka, a perspektywy ich poprawy ograniczone. Pierwsze przychody z budowy nowych bloków energetycznych w Polsce pojawią się na przełomie 2012 i 2013 roku. Nie zapowiada się, aby popyt na rozdzielnice mógł w przyszłości rosnąć. Nie oczekujemy, aby spółka wygenerowała w Q3 2010 zaskoczenie pozytywne lepszymi niż oczekiwane wynikami finansowymi. Liczymy, że Zarząd po wynikach Q3 2010 zweryfikuje prognozę na rok 2010 w górę, to już jednak jest uwzględnione, tak w naszej prognozie, jak i w cenie akcji spółki. Nie zakładamy, że w najbliższym czasie Elektrobudowa będzie w stanie zrealizować większe transakcje przejęć. Elektrobudowa nie pozyskała istotnych zleceń w ramach wykonawstwa modernizacji bloków 7-12 w Bełchatowie – nie można jednak w przyszłości wykluczyć podwykonawstwa. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

### Elektrobudowa przekroczy prognozy

Prezes Elektrobudowy przyznaje, że spółka powinna przekroczyć jednostkową prognozę przychodów (648,3 mln PLN). Prezes liczy na przychody jednostkowe powyżej 700 mln PLN. Portfel zleceń Elektrobudowy ma wartość ponad 650 mln PLN, z czego około 300 mln PLN przypadnie do realizacji w przyszłym roku. Elektrobudowa również minimalnie powinna przekroczyć prognozę skonsolidowanego zysku netto (44,4 mln PLN). Prezes Elektrobudowy przyznaje, że na rynku pojawiło się więcej przetargów i zleceń. Koniec 2010 roku może być lepszy, niż ostatni kwartał roku ubiegłego. Prezes Faltnowicz liczy na zdobycie co najmniej jednego znaczącego kontraktu jeszcze przed zakończeniem roku. Nie będą to jednak prace przy budowie metra, gdyż tu zamówienie będzie można zdobyć dopiero w 2011 roku. Na odmianną, założenia dotyczące przetargów eksportowych, głównie w Finlandii, spełniają się z nawiązką. Spółka negocjuje kolejne umowy na kontynuację prac. Dostrzegalne jest też ożywienie na rynku rosyjskim. W tym roku przychody spółek rosyjskich będą jednak niższe, niż rekordowe 20 mln USD. Nadzieje Prezes Elektrobudowy wiąże także z rynkiem niemieckim.



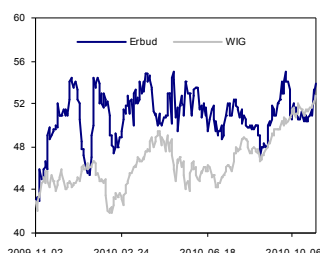
## Erbud (Trzymaj)

Cena bieżąca: 53,8 PLN      Cena docelowa: 54,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 046,1	954,6	-8,7%	1 226,0	28,4%	1 340,5	9,3%	Liczba akcji (mln)	12,6
EBITDA	67,3	68,3	1,4%	66,9	-2,1%	66,2	-1,0%	MC (cena bieżąca)	676,3
marża EBITDA	6,4%	7,2%		5,5%		4,9%		EV (cena bieżąca)	625,3
EBIT	60,8	60,5	-0,5%	60,7	0,3%	59,9	-1,2%	Free float	14,1%
Zysk netto	9,3	41,7	347,9%	51,3	23,2%	50,0	-2,6%		
P/E	72,7	16,2		13,2		13,5		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/CE	42,7	13,7		11,8		12,0		Zmiana ceny: 6m	3,9%
P/BV	3,4	2,9		2,4		2,1		Zmiana ceny: 12m	25,4%
EV/EBITDA	9,9	7,9		9,3		8,9		Max (52 tyg.)	55,0
Dywid (%)	0,0	0,2		1,0		1,1		Min (52 tyg.)	42,9



Erbud stopniowo zapełnia portfel zamówień na rok 2010, jednak sytuacja w budownictwie kubaturowym nie sprzyja zwiększaniu przychodów. Popyt z sektora budownictwa mieszkaniowego jest stabilny, trudno raczej się jednak spodziewać jego wzrostu. Popyt z sektora komercyjnego powinien rosnać (nowe biurowce, galerie handlowe). Jednocześnie, wolumen inwestycji publicznych może spadać (efekt wyborów samorządowych w XI 2010 – inwestuje się przed wyborami oraz zadłużenia samorządów). Rozwój działalności deweloperskiej w dużej mierze jest uwzględniony w prognozach (choć prognozy uwzględniają wynik na działalności mieszkaniowej w innych miastach, nie na działalności komercyjnej). W Q3 2010 Erbud finalizuje realizację galerii handlowych w Bytomiu i Wałbrzychu. Jednocześnie, nadal prowadzone są roboty dodatkowe, w efekcie, pełne rozliczenie rentowności tych bardzo korzystnych kontraktów znajdzie się w wynikach Q4 2010. W takim przypadku nie spodziewamy się, aby wyniki Q3 2010 mogły zaskakiwać pozytywnie. Z uwagi na wzrost ceny rynkowej walorów Erbudu, obniżamy naszą rekomendację do trzymaj.

### Kontrakt na budowę Galerii Świdnickiej za 52 mln PLN

Erbud podpisał ze spółką E.F. Progres VI umowę na budowę Galerii Świdnickiej wraz z przebudową układu drogowego. Wartość kontraktu to 52 mln PLN (4,3% prognozowanych na rok 2010 przychodów Erbudu). Realizacja kontraktu potrwa do lutego 2012.

### Wniesienie gruntu do spółki celowej

Firma Deptak Projekt 2, w której Budlex, deweloper Grupy Erbud posiada 50% udziałów, zakupiła grunt za 5 mln EUR (6,1 mln EUR z VAT). Grunt został zakupiony od drugiego udziałowca firmy Deptak Projekt 2. Na gruncie powstanie obiekt handlowo-biurowy o powierzchni 9,7 tys. m<sup>2</sup> powierzchni najmu. Budżet projektu zamyka się kwotą 22,7 mln EUR. Wiadomość zgodna z podpisaną wcześniej umową inwestycyjną, dotyczącą planu wspólnej realizacji przedsięwzięcia komercyjnego w centrum Poznania.

### Plany połączenia spółek

Erbud planuje połączenie posiadanych spółek drogowych, czyli PRD i Rembet Plus. Połączenie ma przynieść efekty skali. Kapitał PRD zostanie podwyższony i akcje nowej emisji zostaną udzielone na udziały w Rembet Plus. Erbud jest jedynym właścicielem PRD i większościowym akcjonariuszem Rembet Plus.



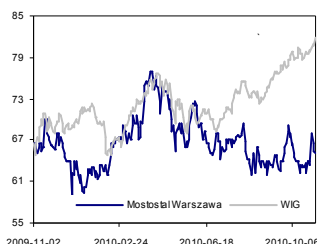
## Mostostal Warszawa (Trzymaj)

Cena bieżąca: 65,2 PLN      Cena docelowa: 66,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-16

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 211,3	2 712,1	22,7%	2 585,0	-4,7%	2 789,4	7,9%	Liczba akcji (mln)	20,0
EBITDA	144,6	209,1	44,6%	134,7	-35,6%	132,5	-1,7%	MC (cena bieżąca)	1 304,0
marża EBITDA	6,5%	7,7%		5,2%		4,8%		EV (cena bieżąca)	1 140,6
EBIT	121,9	181,2	48,7%	97,7	-46,1%	94,6	-3,2%	Free float	32,1%
Zysk netto	81,1	117,3	44,6%	79,5	-32,2%	75,3	-5,2%		
P/E	16,1	11,1		16,4		17,3		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE	12,6	9,0		11,2		11,5		Zmiana ceny: 6m	-6,3%
P/BV	3,9	2,7		2,4		2,3		Zmiana ceny: 12m	0,0%
EV/EBITDA	7,7	5,0		8,5		8,5		Max (52 tyg.)	77,0
Dyyield (%)	0,4	0,5		2,1		3,0		Min (52 tyg.)	58,5



Perspektywy rozwoju w segmencie energetycznym pozostają znaczące. Podtrzymujemy opinię, że Mostostal Warszawa jest znacznie lepiej do tego przygotowany niż Budimex (posiadane spółki podwykonawcze oraz specjalistyczne zespoły ludzkie). Mało brakowało, aby Mostostal pozyskał duże zlecenia na modernizację bloków 7-12 w Bełchatowie. Spółka zależna Mostostalu, Mostostal Puławy, zajęła razem z Balckę – Durr drugie miejsce w przetargu na modernizację elektrofiltrów (wartość ok. 200 mln PLN). Mostostal Warszawa zajął również drugie miejsce w przetargu na modernizację układu paleniskowego i części ciśnieniowej kotła (w konsorcjum z bułgarską firmą Totema, wartość około 2 mld PLN). Dużym czynnikiem ryzyka w krótkim terminie pozostają wyniki finansowe. Obawiamy się zaskoczeń negatywnych w Q3 2010. Przyczyną zaskoczeń negatywnych mogą być słabsze wyniki q/q pozostałych jednostek Grupy, przy braku poprawy na poziomie jednostkowym. Nie można wykluczyć, że całoroczna prognoza prawie 80 mln PLN zysku netto może być pod presją. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

### Kontrakt za 89,6 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał kontrakt ze spółką Nowe Ogrody na budowę Osiedla Młoda Praga przy ul. Ostrobramskiej w W-wie. Wartość kontraktu to 89,6 mln PLN (3,5% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2010). Realizacja zlecenia potrwa 792 dni. Umowa wchodzi w życie pod warunkiem pozyskania przez inwestora finansowania, nie później jednak, niż 28 lutego 2011 roku.

### Zawarcie kontraktów za 81,4 mln PLN

Mostostal Warszawa zawarł dwa kontrakty za 81,4 mln PLN (3,2% prognozowanych przychodów na rok 2010). Pierwszy z kontraktów zawarty w konsorcjum z firmą Seen Technologie, która jest liderem w konsorcjum, podpisany został z MPGK w Krośnie i dotyczy rozbudowy i modernizacji zakładu uzdatniania wody w Sieniawie. Wartość zlecenia to 33,7 mln PLN netto. Realizacja potrwa 36 miesięcy. Drugi z kontraktów, zawarty przez Mostostal z Teatrem Muzycznym w Gdyni, dotyczy rozbudowy obiektu teatru. Wartość zlecenia to 47,7 mln PLN netto. Realizacja potrwa do 30 kwietnia 2013.

### Kontrakt za 57,0 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Acciona Infraestructuras podpisał kontrakt z Mazowieckim Portem Lotniczym Warszawa – Modlin umowę na budowę budynku terminala pasażerskiego. Wartość umowy to 69,5 mln PLN brutto (57,0 mln PLN netto, czyli 2,2% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2010). Realizacja kontraktu potrwa 18 miesięcy.

### Kontrakt mieszkaniowy za 35 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał kontrakt z RE Project Development na budowę budynków mieszkaniowych w Warszawie. Wartość kontraktu to 35 mln PLN netto (1,4% prognozowanych przychodów Mostostalu w 2010 roku). Realizacja kontraktu zakończy się w lipcu 2012 roku.



## PBG (Redukuj)

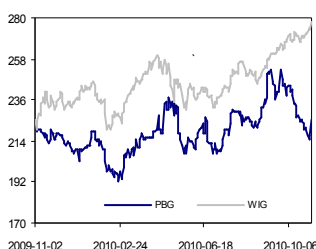
Cena bieżąca: 226 PLN

Cena docelowa: 194 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 089,3	2 578,0	23,4%	3 295,0	27,8%	3 923,6	19,1%	Liczba akcji (mln)	14,3
EBITDA	270,6	338,7	25,2%	338,9	0,1%	330,8	-2,4%	MC (cena bieżąca)	3 230,7
marża EBITDA	12,9%	13,1%		10,3%		8,4%		EV (cena bieżąca)	3 565,7
EBIT	223,4	286,5	28,2%	288,6	0,7%	280,1	-2,9%	Free float	45,5%
Zysk netto	158,0	210,6	33,3%	214,9	2,0%	221,2	2,9%		
P/E	19,2	15,3		15,0		14,6		Zmiana ceny: 1m	-7,4%
P/CE	14,8	12,3		12,2		11,9		Zmiana ceny: 6m	-2,6%
P/BV	1,1	2,3		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	2,7%
EV/EBITDA	14,4	11,6		10,5		10,4		Max (52 tyg.)	252,0
Dywid (%)	0,0	0,0		1,3		1,4		Min (52 tyg.)	192,0



Uważamy, że perspektywy rozwoju w segmencie energetycznym mogą być w przypadku PBG przeszacowane. Nawet w optymistycznym scenariuszu (Alstom zdobywa 50% dostępnych kontraktów), PBG raczej nie może liczyć na więcej, niż 1 mld PLN przychodów z generalnego wykonawstwa bloków energetycznych w Polsce. Sądymy też, że tanie przejęcie spółki działającej w segmencie energetycznym może być bardzo trudne. Jeśli chodzi o operatorstwo, uważamy, że istnieje duża niepewność co do przyszłej skali rynku, zaś lista potencjalnych chętnych jest długa. Podsumowując, uważamy, że ewentualny rozwój PBG jest zawiązką uwzględniony w wycenie. Sprzedaż pakietów akcji Hydrobudowy i Aprivii istotnie wpłynie na spadek EBITDA Grupy PBG. Wycena spółki nie uwzględnia ryzyka spadku marż nowych zleceń. Podtrzymujemy negatywne nastawienie do inwestycji w walory PBG, jednak z uwagi na spadek wyceny PBG, podwyższamy rekomendację ze sprzedaj do redukuj.

### Wyniki PBG po finalizacji transakcji z OHL

Wiceprezes PBG spodziewa się, że w wyniku transakcji z OHL przychody ze sprzedaży Grupy PBG mogą spaść w 2011 roku o ponad 10%. Zysk netto Grupy powinien pozostać bez zmian r/r. W miejsce obrotów sprzedanych firm wejdą obroty z projektów energetycznych i operatorskich. Pierwsze przychody z segmentu energetycznego PBG zaksięguje za rok, zaś z operatorstwa – za 2-3 lata. Osiągnięcie 4 mld PLN przychodów może zabrać około 4 lat. Q3 2010 PBG zamknęło portfelem zamówień rzędu 6 mld PLN. Rozpoczął się audyt ekonomiczny, prawny i techniczny Hydrobudowy i Aprivii. Powinien on potrwać 2-3 miesiące. Jest szansa, że transakcja zostanie zamknięta na początku przyszłego roku. Cena sprzedaży aktywów jest ostateczna.

### Współpraca z OHL przyniesie ogromne zlecenia eksportowe ?

PBG i OHL mają wkrótce starać się o co najmniej trzy projekty operatorskie. Chodzi o wartość 800 mln EUR przedsięwzięcie za wschodnią granicą oraz projekty energetyczne w Kazachstanie i na Cyprze, z których każdy będzie wart kilkaset mln EUR. Konkretne na temat tych przedsięwzięć mają pojawić się w ciągu 3-4 miesięcy. Oferty mają być składane na przełomie 2010 i 2011 roku. Przed przejęciem przez OHL pakietu akcji Hydrobudowy, Hydrobudowa 9 i Hydrobudowa Polska mają zostać połączone. Transakcja sprzedaży pakietu akcji Hydrobudowy i Aprivii na poziomie jednostkowym przyniesie kilkadziesiąt mln PLN zysku brutto.

### Negocjacje w sprawie przejęć

PBG prowadzi negocjacje ws. przejęcia 2 firm z dziedziny budownictwa energetycznego. Przychody jednej z firm sięgają 200-300 mln PLN, przychody drugiej z firm zaś zbliżone są do 100 mln PLN. Druga z firm realizuje 10% rentowności netto.

### Zwiększenie zaangażowania w Strateg Capital do 80%

PBG zwiększyło zaangażowanie w spółce Strateg Capital, zajmującej się budową i eksploatacją kopalni kruszyw w Tłumaczowie, z 18,8% do 80%. Udziały Strateg Capital PBG przejęło za 153 tys. PLN. Przejęcie pakietu kontrolnego związane jest m.in. z tym, że PBG wzięło na siebie większość ryzyk związanych z budową i uruchomieniem zakładu.

### Emisja obligacji, połączenie spółek zależnych

PBG wyemitowało obligacje za 450 mln PLN z datą zapadalności w październiku 2013 roku i umorzyło obligacje o wartości 69 mln PLN. Zarząd Hydrobudowy Polska podjął decyzję o połączeniu z w 100% zależną spółką Hydrobudowa 9.



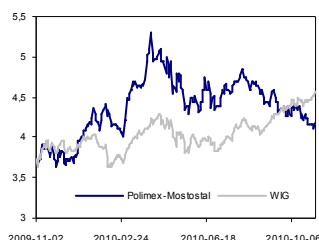
## Polimex Mostostal (Trzymaj)

Cena bieżąca: 4,19 PLN      Cena docelowa: 4,23 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 301,7	4 836,7	12,4%	4 504,9	-6,9%	4 760,7	5,7%	Liczba akcji (mln)	477,7
EBITDA	298,5	343,6	15,1%	294,9	-14,2%	286,0	-3,0%	MC (cena bieżąca)	2 001,7
marża EBITDA	6,9%	7,1%		6,5%		6,0%		EV (cena bieżąca)	2 540,8
EBIT	228,1	264,9	16,1%	193,5	-27,0%	184,7	-4,6%	Free float	64,9%
Zysk netto	120,1	156,4	30,2%	142,1	-9,1%	140,5	-1,1%		
P/E	16,2	12,4		14,1		15,5		Zmiana ceny: 1m	-3,9%
P/CE	10,2	8,3		8,2		9,0		Zmiana ceny: 6m	-12,3%
P/BV	1,8	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	12,0%
EV/EBITDA	8,4	6,9		8,6		9,1		Max (52 tyg.)	5,3
Dywid (%)	0,2	0,2		0,9		0,0		Min (52 tyg.)	3,6



W wyniku konsolidacji spółek zależnych w Q1 2011, Polimex stanie się największym podwykonawcą w segmencie energetycznym w kraju. Dążeniem Zarządu jest, aby do obecnego podwykonawstwa dodać generalne wykonawstwo. Plany te wydają się być realne, z uwagi na bliską współpracę z Hitachi, jedynym ograniczeniem dla Polimexu są ograniczone zasoby gotówki netto. Uważamy, że w latach 2012/2013+, w związku z realizacją inwestycji energetyki, wyniki Polimexu mogą istotnie się poprawiać. Problemem pozostają wyniki 2010 i 2011 roku. Pierwsze zaskoczenie negatywne może pojawić się już w Q3 2010. W 2010 roku słabe wyniki generują mniejsze spółki, z segmentu energetyki, chemii i produkcji. Całoroczna prognoza zysku netto na poziomie 142 mln PLN może nie być już możliwa do zrealizowania. Prognoza ta uwzględnia rozpoznanie ulg podatkowych na inwestycji w SSE. Z rewizją prognoz czekamy do publikacji wyników Q3 2010. W kontekście roku 2011, obawiamy się niższej, niż oczekiwana przez spółkę, rentowności dużych zleceń drogowych. W oczekiwaniu na wyniki Q3 2010, podtrzymujemy rekomendację neutralną.

### Zapowiedź gorszych wyników?

Prezes przyznaje, że z przyczyn od spółki niezależnych opóźniło się rozpoczęcie kilku intratnych kontraktów eksportowych, zanotowano też większy ujemny wynik w Coiferze. Słabsze rezultaty odnotowały również spółki energetyczne, w tym Energomontaż Północ. Prezes nie zna jeszcze wyników Q3 2010, nie chce się więc odnosić do wcześniejszych zapowiedzi powiększenia przychodów Grupy o 5-10%. Obecnie sytuacja w Coiferze została już uporządkowana. Wszystkie zakłady firmy (dwa w Rumunii i jeden we Włoszech) wykorzystują w pełni moce wytwórcze. W efekcie, wyniki Coifera się poprawiły.

### Wyniki Q3 2010 Energomontażu Północ

W Q3 2010 Energomontaż Północ wygenerował 68,7 mln PLN przychodów, 2,5 mln PLN EBIT i 2,0 mln PLN zysku netto. Wyniki poprawiło m.in. rozwiązanie rezerwy na kwotę 1,3 mln PLN na kontrakt EC Wrocław.

### Wyniki Q3 2010 Naftobudowy

W Q3 2010 Naftobudowa zrealizowała 66,3 mln PLN przychodów, 6,3 mln PLN EBIT i 3,7 mln PLN zysku netto.

### Najkorzystniejsza oferta za 949,7 mln PLN

Polimex Mostostal w konsorcjum z MSF, Doprastav i ZRM Mostmar złożył najkorzystniejszą ofertę na zaprojektowanie i budowę odcinka autostrady A1 Stryków – Tuszyń. Wartość umowy to 1 158,7 mln PLN brutto, czyli 949,7 mln PLN netto. Podpisanie umowy zaplanowane jest na styczeń 2011 roku, a ukończenie prac w II połowie 2013 roku. Można zakładać, że udział Polimexu w wartości oferty sięga około 51%, czyli 474,9 mln PLN (10,6% prognozowanych przychodów spółki na rok 2010).

### Wybór ofert Torpolu na kwotę 316 mln PLN

Spółka PKP PLK wybrała oferty z udziałem Torpolu za najkorzystniejsze w przetargu. Oferty te obejmują: modernizację LCS Gdańsk na linii E65 (228 mln PLN w siłach własnych), modernizację LCS Gdynia na linii E65 (88 mln PLN w siłach własnych). Łącznie wartość ofert do realizacji w siłach własnych Torpolu to 316 mln PLN (7% prognozowanych przychodów na rok 2010).

### Wybór oferty o szacunkowej wartości 290 mln PLN

PGE Elektrownia Bełchatów dokonała wyboru ofert na modernizację bloków 7-12 w Bełchatowie. W ramach modernizacji rurociągów, PGE wybrała ofertę Energomontażu Północ



za (jak szacujemy) około 290 mln PLN, czyli 6,4% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2010. Kontrakt będzie realizowany przez 5 lat.

#### **Wybór oferty za 99 mln PLN w siłach własnych**

Oferta firm z udziałem Torpolu została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na zaprojektowanie i budowę linii kolejowej E/CE 30 na odcinku Tarnów – Dębica. Wartość umowy to 538,2 mln PLN, z czego udział Torpolu sięga 99 mln PLN (2,2% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2010).

#### **Umowa za 44,5 mln PLN**

Konsorcjum Polimexu i firmy Master podpisało kontrakt na rozbudowę budynku Biblioteki Raczyńskich w Poznaniu. Budowa zostanie zakończona w 2012 roku. Wartość kontraktu to 44,5 mln PLN, czyli około 1% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2010.

#### **Zakup biura projektowego za 8,6 mln PLN**

Polimex Mostostal nabył 94,6% udziałów Centralnego Biura Konstrukcji Kotłów za 8,6 mln PLN. Polimex informuje, że transakcja nie będzie miała istotnego wpływu na wyniki Grupy. CBKK ma doświadczenie w projektowaniu kotłów o mocy 25, 50, 120 i 200 MW. Biuro miało też istotny udział w opracowaniu dokumentacji dla kotłów do bloków 360 i 500 MW. Kotły powstałe w oparciu o projekty CBKK były montowane m.in. w Polsce, Indiach, Grecji, Bułgarii, itd.

#### **Prezes Jaskóła o kontraktach drogowych**

Prezes Jaskóła w artykule na temat dużej liczby zleceń drogowych podpisanych przez spółkę, komentuje, że w jednych przetargach Polimex pozwala sobie ostro ściąć marże, w innych szacuje je wysoko. Prezes daje przykład przetargu Stryków-Tuszyn, gdzie ceny zaoferowane przez spółkę, wyższe o jedynie 20-30 mln PLN, zaoferowało 4, czy 5 konsorcjów.

#### **Konsolidacja wyników spółek zależnych od 2011 roku**

Zgodnie ze słowami Prezesa, konsolidacja wyników spółek zależnych inkorporowanych do Polimexu będzie miała miejsce od Q1 2011. Portfel zamówień Polimexu w siłach własnych wynosi około 9 mld PLN. Spółka przygotowuje wraz z partnerem ofertę na budowę bloku w Stalowej Woli. Również w Opolu i Koźlenicach Polimex został zakwalifikowany do kolejnego etapu przetargu.



## Rafako (Akumuluj)

Cena bieżąca: 11,85 PLN    Cena docelowa: 13,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-03

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 125,6	963,7	-14,4%	1 036,0	7,5%	1 477,0	42,6%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	76,1	67,5	-11,3%	68,0	0,7%	78,1	15,0%	MC (cena bieżąca)	824,8
marża EBITDA	6,8%	7,0%		6,6%		5,3%		EV (cena bieżąca)	577,3
EBIT	60,8	53,9	-11,3%	54,0	0,2%	63,7	17,9%	Free float	21,8%
Zysk netto	-1,4	37,7		51,4	36,1%	60,2	17,2%		
P/E		21,8		16,1		13,7		Zmiana ceny: 1m	-8,1%
P/CE	58,9	16,1		12,6		11,0		Zmiana ceny: 6m	-8,8%
P/BV	2,5	2,3		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	20,3%
EV/EBITDA	7,6	8,7		8,5		6,6		Max (52 tyg.)	14,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,4



Rafako pozostaje spółką z największą ekspozycją na rozwój w segmencie energetycznym spośród analizowanych przez nas podmiotów. 1 mld PLN dodatkowych przychodów z generalnego wykonawstwa bloków energetycznych znaczy dla Rafako znacznie więcej, niż dla spółek takich jak Polimex, czy Mostostal Warszawa. Pierwszym dużym kontraktem na budowę bloku energetycznego będzie kontrakt w Opolu (rozstrzygnięcie: Q1/Q2 2011). Z ostatnich wydarzeń można wspomnieć rozstrzygnięcia zleceń modernizacyjnych w Bełchatowie. Z przetargów tych niestety Rafako złożyło najkorzystniejszą ofertę jedynie w jednym przypadku (zlecenie za około 300 mln PLN do realizacji w ciągu 5 lat). Rafako pozostaje jedną z najbardziej obrezerwowanych spółek w branży. Duży poziom utworzonych rezerw zapewnia spółce duży margines bezpieczeństwa, jeśli chodzi o prezentowanie wyników finansowych. Nadal dużą niepewnością obarczona jest potencjalna akwizycja PAK i kopalni. Ryzykiem jest głównie możliwość rozwoju Rafako w ramach generalnego wykonawstwa bloków energetycznych. Sama inwestycja przy wycenie pakietu na poziomie 1 mld PLN broni się finansowo (EV/EBITDA 2008 pakietu aktywów = 5,5). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Wybór oferty o szacunkowej wartości 300 mln PLN

PGE Elektrownia Bełchatów dokonała wyboru ofert na modernizację bloków 7-12 w Bełchatowie. W ramach modernizacji podgrzewaczy obrotowych i innych dodatkowych podzespołów kotła, wybrana została oferta Rafako za około 300 mln PLN (szacunki), czyli około 29% prognozowanych przychodów Rafako na rok 2010. Kontrakt będą realizowany przez 5 lat. W ramach przetargu na modernizację układu paleniskowego kotła i części ciśnieniowej wybrano ofertę firmy Babcock Borgis Sernice. 2-ga była oferta konsorcjum Mostostalu Warszawa, 3-a PBG i Ansaldo, zaś 4-a Rafako. W ramach modernizacji elektrofiltrów PGE wybrała ofertę Alstomu i ABM Solid (wartość ok. 200 mln PLN). 2-e miejsce zajęło konsorcjum Balcke-Durr i Mostostal Puławy.

### Do końca listopada rozmowy o PAK

Prezes Rafako przewiduje, że negocjacje w sprawie nabycia pakietu akcji PAK i kopalni potrwają do końca listopada. Do uzgodnienia pozostaną wówczas kwestie techniczne. Wiceminister Skarbu Jan Bury przyznał w wypowiedzi prasowej, że oczekuje, że Rafako podniesie ofertę cenową. Prezes Rafako nie skomentował słów Prezesa. Uzasadził to poufnością negocjacji. Rafako jest w trakcie uzgadniania planu rozwoju dla przejmowanych firm i kwestii pracowniczych. Rafako otrzymało już część brakujących informacji nt. obu kopalń węgla, które wchodzi w skład sprzedawanego pakietu aktywów. Prezes Rafako nie chciał powiedzieć, skąd będą pochodzić środki na zakup PAK, przyznał jednak, że prowadzone są rozmowy z bankami. Prezes deklaruje, że Rafako bierze pod uwagę wszystkie możliwości. Bezpośrednie finansowanie części kosztów przejęcia emisją akcji lub obligacji nie jest jednak wykonalne, ze względu na presję czasu. W grę wchodzi za to zorganizowanie emisji za kilka czy kilkanaście miesięcy. Skierowana byłaby ona do inwestora, który zapewniłby część pieniędzy na zakup aktywów.

### Nadal 2 mld PLN w portfelu zleceń

Wartość portfela zleceń Rafako przekracza 2 mld PLN. Kontrakty energetyczne, o które starać się będzie Rafako to: Opole, Siekierki, Jaworzno, Stalowa Wola, Koźienice. Spółka będzie też brać udział w przetargu na Turów.



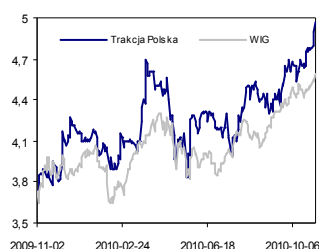
## Trakcja Polska (Trzymaj)

Cena bieżąca: 4,97 PLN      Cena docelowa: 4,16 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	794,6	711,6	-10,4%	698,5	-1,9%	949,6	36,0%	Liczba akcji (mln)	160,1
EBITDA	60,9	86,8	42,4%	54,8	-36,8%	62,6	14,2%	MC (cena bieżąca)	795,7
marża EBITDA	7,7%	12,2%		7,8%		6,6%		EV (cena bieżąca)	596,1
EBIT	53,0	76,7	44,6%	44,3	-42,2%	51,9	17,0%	Free float	40,0%
Zysk netto	54,7	71,6	30,9%	41,9	-41,5%	40,3	-3,8%		
P/E	14,5	11,1		19,0		19,7		Zmiana ceny: 1m	6,2%
P/CE	12,7	9,7		15,2		15,6		Zmiana ceny: 6m	20,6%
P/BV	2,6	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	28,4%
EV/EBITDA	7,9	7,6		10,9		9,1		Max (52 tyg.)	5,0
Dywidenda (%)	0,0	2,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,8



W „wakacyjnej” fali przetargów Trakcja Polska złożyła najniższe oferty cenowe w 4 przetargach typu projektuj i buduj (D&B) na kwotę 1,6 mld PLN. Z kwoty tej jedynie część będzie przypadać jednak na Trakcję, ze względu na udział konsorcjantów w ofercie. Trakcji nadal brakuje typowych zleceń budowlanych, co powoduje, że portfel zleceń na najbliższy rok charakteryzuje się niskim zapelnieniem. Sytuacja może się zmienić, gdyby Trakcji udało się pozyskać jeden z dużych kontraktów budowlanych czekających na rozstrzygnięcie (LCS Malbork, LCS Iława). W przypadku pozyskania jednego z kontraktów, poprawa wyników Trakcji będzie miała miejsce od Q2 2011. W przeciwnym przypadku – wyniki poprawią się najwcześniej w Q4 2011. Przetargi projektuj i buduj charakteryzują się tym, że rozpoczęcie prac będzie mogło mieć miejsce najwcześniej dopiero we wrześniu 2011 roku. Realizację robót budowlanych muszą poprzedzić prace projektowe i wykupy gruntów. Pomimo znacznego przekroczenia ceny docelowej, uważamy, że „stracony rok” jest już w cenie. W najbliższym czasie przedstawimy aktualizację prognoz. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

### Nadzieje na kolejne kontrakty

Trakcja ma szansę na pozyskanie 4 zleceń na zaprojektowanie i wykonanie modernizacji na linii E/CE 30. Wartość tych zleceń to 1,6 mld PLN, z czego w siłach własnych Trakcja wykona około połowę, czyli około 800 mln PLN. Podpisane i realizowane umowy opiewają na 1 mld PLN (nominalnie, z pracami przypadającymi na konsorcjantów). Dodatkowo, Trakcja liczy na trzy duże kontrakty na modernizację linii kolejowych w okolicach Malborka, Iławy i Wrocławia. Wygranie jeszcze jednego dużego przetargu pozwoliło Trakcji na przekroczenie 900 mln PLN przychodów w roku przyszłym. W tym roku przychody spółki sięgną niespełna 500 mln PLN. Trakcja Polska nadal szuka celów przejęć, wśród firm z branży elektroinstalacyjnej, drogowej i mostowej.



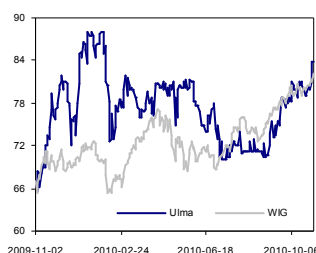
## Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

Cena bieżąca: 83,8 PLN      Cena docelowa: 85,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	241,5	175,4	-27,4%	213,5	21,7%	256,0	19,9%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	103,4	72,1	-30,3%	107,3	48,9%	128,8	20,1%	MC (cena bieżąca)	440,4
marża EBITDA	42,8%	41,1%		50,2%		50,3%		EV (cena bieżąca)	604,9
EBIT	40,9	4,0	-90,3%	27,5	593,4%	52,8	92,4%	Free float	18,7%
Zysk netto	25,9	-5,5		10,7		33,3	212,9%		
P/E	17,0			41,3		13,2		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/CE	5,0	7,0		4,9		4,0		Zmiana ceny: 6m	4,1%
P/BV	1,7	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	23,2%
EV/EBITDA	6,0	9,2		5,6		4,4		Max (52 tyg.)	88,0
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	66,3



Oczekujemy, że Ulma w Q3 2010 zaprezentuje wyniki zbliżone do naszych prognoz. Wyniki będą właściwie sugerować, że poprawa koniunktury w segmencie, w którym działa Ulma, następuje stopniowo. W roku 2011 w wynikach Ulmy pojawią się rezultaty z realizacji kontraktów infrastrukturalnych podpisanych w roku 2010. Z uwagi na rekordowy wolumen prac drogowych, który będzie miał miejsce w roku kolejnym, spółka notuje znacząco zwiększony popyt na szalunki ze strony generalnych wykonawców. Obecnie firmy drogowe, widząc wzrost kosztów budowy dróg, starają się jak najszybciej zakontraktować dzierżawę sprzętu na przyszłe budowy. Przekłada się to na dodatkowy wzrost presji cenowej, który częściowo hamuje jedynie dążenie konkurencyjnej firmy Doka do zwiększenia udziału w rynku infrastruktury. Pozycja rynkowa Ulmy i dotychczasowego lidera, czyli Peri, jest już w zasadzie równorzędna. Doka nie dysponuje zapleczem logistycznym zbliżonym do dwóch liderów rynku. Podtrzymujemy opinię, że nawet biorąc pod uwagę wysoką amortyzację, ponad 30 mln PLN zysku netto w 2011 roku jest realne. Zakończenie realizacji na tak dużą skalę programu budowy dróg niestety przełoży się na spadek wyników Ulmy w latach kolejnych. Z uwagi na zbliżenie się kursu do ceny docelowej, obniżamy zalecenie inwestycyjne do trzymaj.

### Poprawa w II połowie roku, przeszłość w energetyce

Sytuacja Ulmy stopniowo się poprawia. Z dołka spółka wychodzi głównie dzięki kontraktom z segmentu infrastrukturalnego. Dynamika wzrostu przychodów w 2010 roku wyniesie co najmniej kilkanaście procent. Zdaniem Prezesa, ceny dzierżawy szalunków wzrosły, ale nie tak, aby mówić o skokowym wzroście. Konkurencja między dostawcami sprawia, że ceny pozostaną na rozsądnym poziomie. W 2011 roku wzrost przychodów również zapewnić ma segment drogowy. W 2013 roku istotną rolę w przychodach Ulmy odgrywać ma segment infrastrukturalny.



## Unibep (Akumuluj)

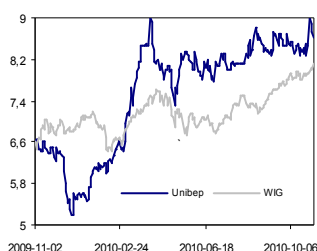
Cena bieżąca: 8,6 PLN

Cena docelowa: 9,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-14

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	503,9	392,7	-22,1%	680,2	73,2%	734,6	8,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	33,4	31,4	-6,1%	33,0	5,3%	29,7	-10,1%	MC (cena bieżąca)	291,8
marża EBITDA	6,6%	8,0%		4,9%		4,0%		EV (cena bieżąca)	324,8
EBIT	31,8	26,6	-16,1%	28,0	5,1%	24,6	-12,2%	Free float	28,5%
Zysk netto	27,6	17,8	-35,6%	22,6	26,8%	20,0	-11,4%		
P/E	10,6	16,4		12,9		14,6		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	10,0	12,9		10,6		11,6		Zmiana ceny: 6m	8,9%
P/BV	2,8	2,6		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	33,1%
EV/EBITDA	7,0	9,4		9,8		10,6		Max (52 tyg.)	9,0
Dywid (%)	0,0	1,2		0,0		0,7		Min (52 tyg.)	5,2



W październiku miało miejsce kilka pozytywnych zdarzeń z punktu widzenia perspektyw Unibepu. Po pierwsze, inwestycja w Sankt Petersburgu, gdzie Unibep jest wykonawcą, pozyskała finansowanie. Jest to istotne, gdyż większa część kontraktu miała charakter warunkowy, uzależniony od pozyskania finansowania bankowego. Wiadomość ta pozwala sądzić, że prognoza przychodów w segmencie eksportu zostanie przekroczona w przyszłym roku o około 70 mln PLN. Na przekroczenie prognoz w segmencie eksportu może też wpływać podpisanie umowy na budowę hotelu na Białorusi. Wolumen prac możliwych do wykonania w przyszłym roku to około 50 mln PLN. Przychody te nie zostały ujęte w prognozie. Warto zwrócić uwagę, że marża brutto na zleceniach eksportowych jest ograniczona (4-6% brutto na sprzedaży), wynika to jednak z niskich kosztów ogólnych przyporządkowanych działalności eksportowej. Udział kosztów ogólnych w przychodach eksportu może sięgać 1-1,5% (w kraju jest to około 3%). Unibep stopniowo zapełnia portfel zamówień na rok 2011 i nie można wykluczyć, że spółka już wkrótce poinformuje o kolejnych zleceniach. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Inwestycja w Rosji ma finansowanie

OAO Avielen, spółka zależna Warimpexu, CA Immo i UBM podpisała umowę kredytową o wartości 60 mln EUR z polskim konsorcjum banków, zapewniając w ten sposób finansowanie na dokończenie inwestycji Airportcity w St. Petersburgu. W ramach inwestycji powstanie hotel i budynki biurowe o powierzchni 39 tys. m<sup>2</sup>. Inwestycja została zatrzymana na etapie stanu surowego z powodu braku finansowania. Umowę na dokończenie budynku podpisał w czerwcu 2010 roku Unibep. Kontrakt zawierał dwie części: bezwarunkową (10 mln EUR) i warunkową (55,9 mln EUR). Wejście w życie części warunkowej kontraktu zależało od pozyskania przez inwestorów finansowania.

### Umowa na budowę hotelu w Mińsku

Unibep podpisał umowę z Miejskim Przedsiębiorstwem „Biznes Centr Stalica” z siedzibą w Mińsku (Białoruś) na budowę Hotelu Viktoria w Mińsku. Zakres prac obejmuje projektowanie i wykonawstwo. Wstępne ustalenia zakładają, że obiekt będzie miał 40 tys. m<sup>2</sup> powierzchni całkowitej. Wartość umowy to 40,5 mln EUR (160 mln PLN, czyli 23,5% prognozowanych przychodów Unibepu w 2010 roku). Z dniem podpisania umowy do realizacji wchodzi prace projektowe, finansowane ze środków własnych inwestora. W kwietniu 2011 roku mają rozpocząć się prace budowlane, zaś termin ich zakończenia to grudzień 2013 roku. Warunkiem realizacji prac budowlanych jest wejście w życie umowy kredytowej do 23 grudnia 2010 roku. Kredyt inwestycyjny będzie ubezpieczony przez KUKE.

### Wybór oferty konsorcjum Unibepu za 19,3 mln PLN

Podlaski Zarząd Dróg Wojewódzkich w Białymstoku wybrał ofertę konsorcjum firm Unibep i Siauliu plentas na rozbudowę drogi wojewódzkiej 685 Nowosady – Hajnówka i drogi 687 Zwodzieckie – Nowosady. Wartość oferty to 19,3 mln PLN (2,8% prognozowanych przychodów Unibepu w 2010 roku). Realizacja kontraktu zakończy się w październiku 2012 roku.

## Deweloperzy

### Segment mieszkaniowy

#### Wyniki sprzedaży deweloperów w Q3 2010

Prasa podała wyniki sprzedaży wybranych deweloperów. Sprzedaż w Dom Development była zbliżona do Q2 2010, gdy wyniosła 320 lokali. W J.W. sprzedaż wyniosła 345 mieszkań, w Polnordzie – 292 mieszkania, w Wikanie – 88 mieszkań, w Ronsonie – 56 mieszkań, w Marvipolu zaś jedynie 20 mieszkań. Gant nie podsumował jeszcze wyników sprzedaży.

#### Rodzina na Swoim bez zmian i jeszcze przez 2 lata

Wiceminister infrastruktury na konferencji prasowej w Rzeszowie powiedział, że program Rodzina na Swoim pozostanie w mocy w oparciu o dotychczasowe zasady do końca 2012 roku. W projekcie budżetu państwa na mieszkalnictwo w 2011 roku zapisano kwotę 1,36 mld PLN (w roku obecnym: 820 mln PLN). Dążeniem jest, aby liczba udzielanych kredytów w ramach programu ustabilizowała się na poziomie 36-40 tys. rocznie (dotychczas w programie udzielono 71 tys. kredytów). Na koniec 2012 roku liczba udzielonych kredytów w programie sięgnie 110-130 tys. Po 2012 roku program Rodzina na Swoim ma zostać zastąpiony nowym programem, który będzie skierowany do małżeństw, które nie mają zdolności kredytowej na samym początku starania się o mieszkanie.

#### Dobre wyniki sprzedaży mieszkań w 6 aglomeracjach za Q3 2010

Gazeta Wyborcza w oparciu o dane REAS przedstawiła wyniki sprzedaży mieszkań w Q3 2010. W Warszawie sprzedano 2703 lokale, co stanowi wzrost o 11% q/q. W Krakowie sprzedano 1221 mieszkań, co stanowi wzrost o 35% q/q. We Wrocławiu sprzedaż wyniosła 945 mieszkań (+0% q/q). w Trójmieście 990 lokali (+21% q/q), w Poznaniu 513 lokali (-36% q/q), w Łodzi zaś 329 lokali (-21% q/q). Intensywność sprzedaży dla 6 największych aglomeracji w kraju wyniosła 17%. Liczba mieszkań wprowadzonych do oferty była bardzo zbliżona do wyników sprzedaży. Łącznie w 6 największych aglomeracjach kraju rozpoczęto budowę 7,2 tys. lokali. Obecnie oferta 6 największych aglomeracji to 36 tys. mieszkań, z czego około 9,6 tys. lokali to mieszkania ukończone (w W-wie: 4,3 tys.). W Q3 2010 nieznacznie zmalała oferta w Warszawie, istotnie wzrosła za to we Wrocławiu, gdzie przejściowo wystąpił wcześniej deficyt lokali. REAS uważa, że jeśli popyt na mieszkania nie wzrośnie, wprowadzanie nowych inwestycji na rynek może skutkować nadwyżką podaży nad popytem. Wówczas prognozowanie wzrostu cen lokali będzie nieuzasadnione. Kolejny kwartał pokaże, czy mamy do czynienia ze stabilizacją na rynku, czy trendem wzrostowym.

### Segment komercyjny

#### Zagraniczne fundusze szukają nieruchomości komercyjnych

CB Richard Ellis prognozuje, że wartość transakcji na rynku komercyjnym w Polsce wyniesie w tym roku 2 mld EUR. Nowy fundusz do inwestowania w polskie nieruchomości zbudował First Property. Na początku fundusz chce pozyskać 100 mln GBP. W Londynie czy Paryżu okres zwrotu inwestycji w biurowiec sięga 20-22 lat, w Warszawie zaś o niemal połowę krócej – a ryzyko jest porównywalne – mówi dyrektor polskiego oddziału First Property. Tempo wzrostu kraju gwarantuje popyt i wzrost cen. Wskaźniki pustostanów w Polsce są wyższe, niż w innych krajach regionu.

### Echo Investment

#### Zakup działki za 69,9 mln PLN

Echo Investment za pośrednictwem spółki zależnej zakupiło grunt w W-wie w obrębie ulic Sikorskiego i Witosa, Beethovena i Ldzikowskiego. Działka została zakupiona od firm BRJ Invest i BP Inwestycje. Echo będzie mogło wybudować na działce obiekt biurowo-administracyjny z usługami z dopuszczalną powierzchnią mieszkaniową o łącznej powierzchni użytkowej ponad 50 tys. m<sup>2</sup>. Zakup gruntu wpisuje się w strategię budowy portfela nieruchomości biurowych w W-wie. Zespół biurowców będzie realizowany w 3 etapach, budowa pierwszego obiektu rozpocznie się w II połowie 2011 roku. Obecnie trwają prace nad przygotowaniem koncepcji architektonicznej obiektu.

### Gant Development

#### 120 mieszkań sprzedanych we wrześniu '10

Gant sprzedał we wrześniu 120 mieszkań. W lipcu sprzedaż wyniosła 63 lokale, w sierpniu zaś 98 lokali. Po trzech kwartałach Gant sprzedał 685 mieszkań. W całym 2010 roku sprzedaż może wynieść 994 lokale.



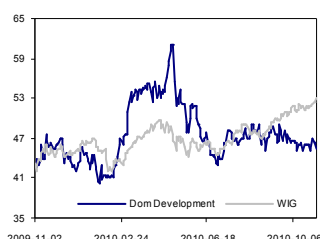
## Dom Development (Akumuluj)

Cena bieżąca: 45,5 PLN      Cena docelowa: 50,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	698,2	704,4	0,9%	481,3	-31,7%	651,4	35,3%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	168,1	113,6	-32,4%	44,9	-60,4%	119,9	166,7%	MC (cena bieżąca)	1 117,5
marża EBITDA	24,1%	16,1%		9,3%		18,4%		EV (cena bieżąca)	1 371,5
EBIT	165,7	111,2	-32,9%	43,0	-61,3%	117,9	174,2%	Free float	24,5%
Zysk netto	136,9	80,2	-41,4%	26,8	-66,6%	83,9	213,4%		
P/E	8,2	13,9		41,7		13,3		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/CE	8,0	13,5		38,9		13,0		Zmiana ceny: 6m	-16,1%
P/BV	1,6	1,5		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	5,8%
EV/EBITDA	8,3	12,4		30,5		10,7		Max (52 tyg.)	61,0
Dywid (%)	4,5	1,8		0,6		1,9		Min (52 tyg.)	40,3



Nowe projekty, których budowa rozpoczęła się jesienią 2009 roku i w 2010 roku, pojawią się w wynikach spółki dopiero w połowie 2011 roku. Na razie wyniki pozostają nie najwyższe, co nie powinno jednak zaskakiwać. Powiększa się oferta lokali dewelopera – dołączyły do niej nowe inwestycje w W-wie – osiedle Przy Ratuszu oraz inwestycja Wilno. Sądzymy, że wzrost wielkości oferty może pozwolić spółce na poprawę wyników sprzedaży w Q4 2010 do poziomu około 430-460 sprzedanych lokali. Szansą dla spółki jest możliwość zakupu gruntów i rozpoczęcia inwestycji w innych miastach. Nie wykluczone, że realizacja tego planu mogłaby generować zaskoczenia pozytywne. Nie widzimy ryzyk dla naszych prognoz przychodów, dostrzegamy wręcz szansę dla rewizji możliwych do wygenerowania marż nieznacznie w górę. Spółka nadal notowana jest z premią do wartości księgowej, premia ta jednak jest uzasadniona, z uwagi na dużą płynność finansową dewelopera na tle branży. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

### Dom Development rozpocznie inwestycje w 2 nowych miastach?

Spółka nie precyzuje na razie, ile projektów rozpocznie w 2011 roku. Pewne już jest, że Dom Development rozpocznie na wiosnę 2011 roku inwestycje we Wrocławiu. Prezes przyznaje, że deweloperowi coraz bardziej podoba się rynek wrocławski. Nie można też wykluczyć, że w 2011 roku spółka pojawi się też w kolejnym mieście. Dom Development do końca roku planuje także uwolnić pieniądze ze sprzedaży Kamienicy Raczyńskiego. Do końca roku Dom Development rozpocznie jeszcze jedną małą inwestycję oraz kolejny etap osiedla Saska. W tym roku deweloper przekaże 700 mieszkań.

### Plany Dom Development w stosunku do Osiedla Wilno

Dom Development rozpoczął budowę i sprzedaż mieszkań w Osiedlu Wilno. W pierwszym etapie powstanie 130 mieszkań. Budowa ma zostać ukończona w Q1 2012. W ciągu kilku lat Dom Development wybuduje około 2000 mieszkań, a plan zagospodarowania zakłada możliwość przygotowania około 5000 mieszkań. Spółka nie jest właścicielem całego terenu objętego planem. Dom Development nie wyklucza, że będzie dokupować ziemię, bądź zaprosi do współpracy innych deweloperów, tak jak przy realizacji Miasteczka Wilanów. Prezes przyznaje, że spółka ma możliwości finansowe pozwalające na nabycie całego gruntu, jednak nie mieści się to w biznesplanie Dom Development. Dom Development, w celu zwiększenia atrakcyjności osiedla, planuje zafundować klientom stację kolejową, która kosztować będzie 6 mln PLN. Po wybudowaniu stacji, mieszkańiec osiedla będzie mógł w ciągu 5 minut dotrzeć na dworzec Warszawa Wileńska, skąd nowa linia metra zabierze go do centrum miasta. Stacja przy osiedlu Wilno ma powstać w 2013 roku.



## GTC (Trzymaj)

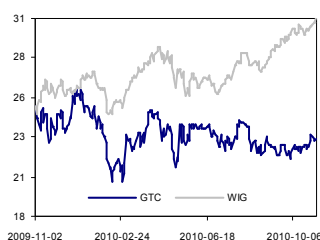
Cena bieżąca: 23,1 PLN

Cena docelowa: 23,9 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn EUR)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)
Przychody	114,5	156,4	36,5%	193,0	23,4%	188,2	-2,5%	Liczba akcji (mln) 219,4
EBITDA	284,3	-121,7		274,0		312,7	14,1%	MC (cena bieżąca) 5 067,5
marża EBITDA	248,2%	-77,8%		141,9%		166,2%		EV (cena bieżąca) 10 003,3
EBIT	283,9	-122,1		273,6		312,3	14,2%	Free float 43,4%
Zysk netto	165,2	-125,2		184,3		175,3	-4,9%	
P/E	7,9			7,1		7,4		Zmiana ceny: 1m 3,1%
P/CE	7,9			7,0		7,4		Zmiana ceny: 6m -3,5%
P/BV	1,2	1,3		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m -3,8%
EV/EBITDA	7,5			9,4		8,6		Max (52 tyg.) 26,3
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.) 20,3



Sytuacja w segmencie komercyjnym prezentuje się mniej atrakcyjnie, niż w segmencie mieszkaniowym. Popyt na nową powierzchnię biurową, podobnie jak inwestycje firm, czy inwestycje przemysłu, pozostaje ograniczony. Popyt na nowe lokalizacje handlowe jest wprost proporcjonalny do atrakcyjności lokalizacji. Uważamy, że obecna wycena akcji GTC dyskontuje umiarkowanie pozytywny scenariusz w zakresie działalności deweloperskiej. W celu wygenerowania wyższej wartości, konieczna byłaby działalność na szerszą skalę, na to jednak się nie zanosz. Nasze prognozy dotyczące wzrostu wyceny obiektów komercyjnych GTC na koniec 2010 roku mogą okazać się zbyt optymistyczne, co może wpływać negatywnie na wycenę spółki. Na tle branży, która traktowana jest sceptycznie, zaś wiele spółek notowanych jest z dyskontem do fair value, GTC jest naszym zdaniem wycenione właściwie. Obniżamy rekomendację do trzymaj.

### Wynajem 1,8 tys. m2 w University BP

GTC poinformował o wynajmie 1,8 tys. m2 w budynku University Business Park, zlokalizowanym w Łodzi, firmie Strabag.

### Ostateczna umowa sprzedaży nieruchomości

GTC podpisało ostateczną umowę sprzedaży budynków Nefryt i Topaz z Reef Investment. Wartość transakcji to 78,9 mln EUR.





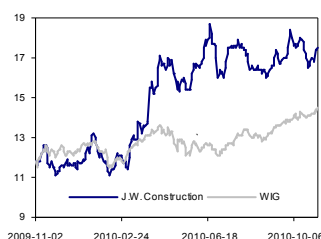
## J.W. Construction (Trzymaj)

Cena bieżąca: 17,47 PLN    Cena docelowa: 16,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-09

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	721,4	713,3	-1,1%	804,5	12,8%	443,9	-44,8%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	158,5	152,9	-3,5%	243,4	59,2%	207,6	-14,7%	MC (cena bieżąca)	944,7
marża EBITDA	22,0%	21,4%		30,3%		46,8%		EV (cena bieżąca)	1 387,6
EBIT	141,1	138,9	-1,6%	224,8	61,9%	188,9	-15,9%	Free float	26,1%
Zysk netto	100,9	100,4	-0,5%	164,2	63,5%	142,5	-13,2%		
P/E	9,4	9,4		5,8		6,6		Zmiana ceny: 1m	-0,7%
P/CE	8,0	8,3		5,2		5,9		Zmiana ceny: 6m	9,9%
P/BV	2,9	2,3		1,6		1,3		Zmiana ceny: 12m	48,2%
EV/EBITDA	10,0	9,9		5,7		7,8		Max (52 tyg.)	18,7
Dyyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,1



J.W. w Q3 2010 zaprezentuje bardzo dobre wyniki finansowe, co jednak było od dawna oczekiwane i nie generuje ewentualnych zaskoczeń pozytywnych. Bardzo dobre wyniki finansowe są związane z dużą liczbą mieszkań pozostających do przekazania klientom. Skala oddań lokali, możliwa do realizacji w najbliższych 4 kwartałach, nie jest powtarzalna. W efekcie, w przeciwieństwie do Dom Development, wyniki J.W. w 2012 roku będą gorsze, niż w roku 2010, czy 2011. Opóźnienia w realizacji nowych projektów mogą skutkować koniecznością obniżenia prognoz finansowych. Strategia J.W. w coraz większym stopniu skłania się ku inwestycjom w obiekty komercyjne. Uważamy, że cel ten może wpływać na spadek skali przyszłej działalności w segmencie mieszkaniowym, co z kolei negatywnie wpływałoby na prognozy wyników spółki i jej wycenę. Możliwość pozyskania zewnętrznych zleceń budowlanych raczej nie ma istotnego wpływu na wycenę firmy. Podsumowując, podtrzymujemy opinię, że bardzo dobre wyniki finansowe uwzględnione są już w wysokim P/BV. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

### 133 mieszkania sprzedane brutto w październiku

J.W. Construction sprzedało w październiku 133 lokale brutto, w porównaniu do 121 lokali brutto sprzedanych we wrześniu 2010 roku i 107 lokali sprzedanych w sierpniu.

### 121 mieszkań sprzedanych brutto we wrześniu

J.W. Construction we wrześniu sprzedał 121 mieszkań brutto, a w całym ostatnim Q3 2010: 345. Największą popularnością cieszą się lokale w inwestycjach Górczewska Park i Lewandów Park. Zainteresowaniem cieszy się program wynajmij i kup. W lipcu sprzedano 117 lokali, zaś w lipcu 107.

### Plany rozwoju części budowlanej

Szef Rady Nadzorczej, p. Wojciechowski, przyznaje, że w 2012 roku spadkowi obrotów grupy może zapobiegać realizowanie zewnętrznych zleceń budowlanych oraz segment komercyjny. W ramach segmentu budowlanego J.W. negocjuje z kilkoma firmami mieszkaniowymi wykonawstwo osiedli w W-wie. W najbliższym czasie J.W. może pochwalić się pierwszymi zamówieniami. J.W. interesuje budownictwo mieszkaniowe, kubaturowe oraz mniejsze zlecenia przy budowie dróg. Działalność budowlana będzie finansowana początkowo ze środków własnych. W przypadku, gdyby działalność ta rozwijała się, a spółka budowlana potrzebowała coraz więcej kapitału obrotowego, nie można wykluczyć jej IPO.



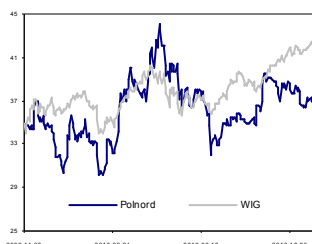
## Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 37,17 PLN    Cena docelowa: 50,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-06-02

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	391,1	221,3	-43,4%	414,2	87,2%	311,0	-24,9%	Liczba akcji (mln)	22,1
EBITDA	108,7	106,9	-1,6%	60,4	-43,5%	100,1	65,7%	MC (cena bieżąca)	821,9
marża EBITDA	27,8%	48,3%		14,6%		32,2%		EV (cena bieżąca)	1 251,2
EBIT	106,7	104,9	-1,7%	58,5	-44,2%	98,2	67,8%	Free float	40,7%
Zysk netto	77,8	63,6	-18,2%	34,3	-46,2%	67,9	98,3%		
P/E	8,7	12,9		24,0		12,1		Zmiana ceny: 1m	-3,5%
P/CE	8,4	12,5		22,7		11,8		Zmiana ceny: 6m	-7,4%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	7,3%
EV/EBITDA	11,6	13,8		20,7		14,7		Max (52 tyg.)	44,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	30,1



Podtrzymujemy opinię, że Polnord jest notowany z dyskontem do fair value sięgającym 30%. Przyczyną jest naszym zdaniem nieufność w stosunku do dominującego akcjonariusza, zbyt duży majątek spółki w relacji do potrzeb, wysokie koszty Zarządu. Nie widzimy możliwości precyzyjnego oszacowania, czy i jak dużym dyskontem powinna charakteryzować się spółka ze względu na akcjonariusza. Uważamy jednak, że dyskonto to jest obecnie za duże. Działalność inwestycyjna Polnordu postępuje zgodnie z oczekiwaniami. Polnord intensyfikuje wykorzystanie banku ziemi na Wilanowie, działając w segmencie mieszkaniowym i komercyjnym. Przejściowo wysokie koszty Zarządu mogą znaleźć w przyszłości odzwierciedlenie w pozyskaniu dużych, atrakcyjnych projektów w formule PPP. Oczekujemy, że wynik Q3 2010 nadal będzie bazował na zdarzeniach jednorazowych, tym razem będzie to jednak rezultat sprzedaży udziałów w projekcie centrum handlowego na Wilanowie firmie GTC. Za zdarzeniem tym podążą realne przepływy gotówkowe. Nie widzimy konieczności prezentowania dobrych wyników finansowych w oparciu o przeszacowania gruntów w kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Wyniki Q3 2010 lepsze od Q2 2010

Prezes Polnordu przyznał, że wyniki za Q3 2010 mogą pozytywnie zaskoczyć. Powinny być one wyższe, niż w Q2 2010, kiedy spółka zarobiła netto 11 mln PLN.

### 101 mieszkań sprzedanych brutto we wrześniu (netto: 92)

Polnord sprzedał 101 mieszkań we wrześniu. Od początku roku spółka sprzedała 653 lokale, zaś liczba anulacji sięgnęła 92 mieszkania. We wrześniu anulacje objęły 9 mieszkań. Prezes Polnordu przyznaje, że spółka zwiększa ofertę w najbardziej interesującym segmencie lokali niewielkich. Prezes podtrzymał zapowiedź sprzedaży przynajmniej 800 mieszkań w roku 2010.

### Przyjęty plan zagospodarowania Wyspy Spichrzów

Rada Miasta Gdańska przyjęła nowy plan zagospodarowania przestrzennego, obejmujący Wyspę Spichrzów. W Q3 2011 rozpocznie się budowa inwestycji, w której 51% udziałów ma Polnord, a 49% - miasto Gdańsk.

## Handel



### Emperia Holding (Zawieszona)

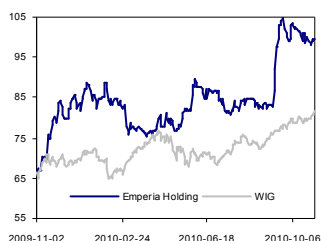
Cena bieżąca: 99,5 PLN

Cena docelowa: -

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	5 257,1	5 543,7	5,5%	6 051,6	9,2%	6 462,5	6,8%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	148,9	174,2	17,0%	187,2	7,4%	213,2	13,9%	MC (cena bieżąca)	1 504,0
marża EBITDA	2,8%	3,1%		3,1%		3,3%		EV (cena bieżąca)	1 864,7
EBIT	96,0	110,7	15,3%	112,5	1,7%	124,4	10,6%	Free float	76,4%
Zysk netto	59,0	68,2	15,7%	77,1	13,0%	85,6	11,0%		
P/E	25,5	22,0		19,5		17,6		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	13,4	11,4		9,9		8,6		Zmiana ceny: 6m	27,1%
P/BV	2,0	1,9		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	48,3%
EV/EBITDA	11,9	10,5		10,0		8,8		Max (52 tyg.)	104,9
Dywid (%)	0,9	0,6		0,7		0,8		Min (52 tyg.)	66,5



Rekomendacja dla Emperii pozostaje zawieszona.



### Eurocash (Zawieszona)

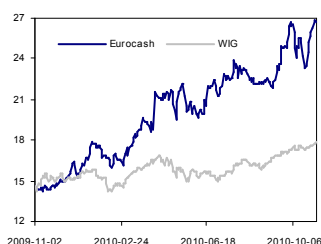
Cena bieżąca: 26,7 PLN

Cena docelowa: -

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 129,7	6 698,3	9,3%	7 395,4	10,4%	8 072,8	9,2%	Liczba akcji (mln)	134,8
EBITDA	158,5	194,5	22,8%	220,1	13,2%	259,2	17,8%	MC (cena bieżąca)	3 599,6
marża EBITDA	2,6%	2,9%		3,0%		3,2%		EV (cena bieżąca)	3 355,5
EBIT	115,5	145,2	25,7%	173,7	19,7%	209,8	20,7%	Free float	32,7%
Zysk netto	78,4	102,5	30,8%	125,5	22,5%	154,1	22,8%		
P/E	44,6	35,1		28,7		23,4		Zmiana ceny: 1m	0,6%
P/CE	28,8	23,7		20,9		17,7		Zmiana ceny: 6m	23,2%
P/BV	12,3	9,8		8,2		6,8		Zmiana ceny: 12m	86,2%
EV/EBITDA	21,6	17,7		15,2		12,6		Max (52 tyg.)	26,8
Dywid (%)	1,1	1,1		1,5		1,7		Min (52 tyg.)	14,2



Rekomendacja dla Eurocash pozostaje zawieszona.

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

#### Departament Analiz:

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

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

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

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

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

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

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

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

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

#### Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor Departamentu Sprzedaży  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

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

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

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Redukuj
<b>data wydania</b>	2010-03-05	2010-04-07	2010-07-05	2010-08-04	2010-09-03	2010-09-28
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	17,91	22,00	17,10	18,47	17,10	19,70
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	39885,37	43562,01	39805,41	43412,75	42704,39	45017,26

**Cyfrowy Polsat**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2010-03-25	2010-08-04	2010-09-03	2010-09-14
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	15,79	14,94	14,33	14,92
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	41790,34	43412,75	42704,39	44223,72

**Erbud**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2010-03-11	2010-07-05
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	53,30	50,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	40991,00	39805,41

**GTC**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2010-02-12	2010-03-05	2010-04-07	2010-05-06	2010-05-28	2010-10-05
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	20,30	23,00	24,95	22,20	23,80	22,15
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	37322,52	39885,37	43562,01	41287,90	40956,19	45542,07

**Kernel**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2010-08-19	2010-09-08	2010-10-05
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	63,20	60,95	66,80
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	39684,67	42991,99	45542,07

**Netia**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Redukuj
<b>data wydania</b>	2010-08-10	2010-10-05
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	4,86	5,70
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	43185,33	45542,07

**PBG**

<b>rekomendacja</b>	Redukuj	Sprzedaj	Sprzedaj	Redukuj	Sprzedaj
<b>data wydania</b>	2010-02-22	2010-04-07	2010-05-13	2010-06-02	2010-10-05
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	197,20	216,00	233,50	213,40	243,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	38650,00	43562,01	41896,60	40931,54	45542,07

**Pekao**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Redukuj
<b>data wydania</b>	2010-03-05	2010-09-15
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	165,50	159,50
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	39885,37	44147,39

**Ulma**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2010-07-05	2010-09-22
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	73,00	75,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	39805,41	44848,46

**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

**PR/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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondí, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondí, Monnarí Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, PA Nova, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Póinoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławski, ZUE.

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

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

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 8 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 9 niniejszego opracowania.

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

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



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

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

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