

4 lutego 2011

Opracowanie cykliczne

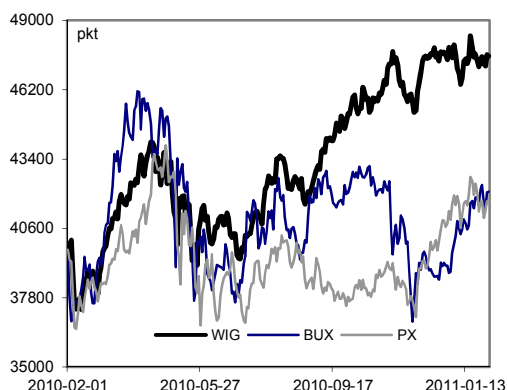

Rynek akcji
Makroekonomia

Przegląd miesięczny

Luty 2011

WIG	47 559
Średnie P/E 2011	11,2
Średnie P/E 2012	10,4
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	932 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

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

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

Kamil Kliszcz
 (+48 22) 697 40 06
 kamil.klischcz@dibre.com.pl

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

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny
 Makroekonomiści BRE Banku

Rynek akcji

W perspektywie najbliższego miesiąca, ze względu na silne wykupienie rynku można oczekiwać lokalnej korekty na indeksach (zasięg 5-8%), którą inwestorzy powinni wykorzystać do dalszego akumulowania akcji w perspektywie całorocznej. Indeksy powinny zamknąć miesiąc na poziomach zbliżonych do zamknięcia styczniowego.

Ze spółek

Banki. W przeciwieństwie do roku 2010 sądzymy, że w 2011 większy potencjał poprawy zysku netto ukryty jest w spadku kosztu ryzyka niż we wzroście marży odsetkowej. W konsekwencji rekomendujemy przeważanie akcji PKO BP, Kredyt Banku i Getin Holdingu.

Paliwa. Perspektywa bardzo dobrych wyników powinna poprawiać sentyment w przypadku PGNiG i rynek może zacząć dyskontować sprzyjające otoczenie makro oraz zbliżające się oddanie kluczowych inwestycji. Podtrzymujemy negatywną opinię o rafineriach w kontekście presji na rentowność w sektorze.

Energetyka. Najciekawszą ekspozycją na sektor pozostaje Tauron oferujący ekspozycję na ewentualny wzrost cen energii, jak i ciekawe akwizycje. PGE mimo atrakcyjnej wyceny nadal pozostanie pod presją podaży akcji ze strony MSP. Najmniej interesującą spółką energetyczną pozostaje Enea.

Media. Najatrakcyjniejszą spółką z sektora jest naszym zdaniem Agora. Mimo pozytywnej oceny akwizycji dokonanej przez Cinema City uważamy, że wzrosty ostatnich tygodni dyskontują w dużym stopniu wartość dodaną przejęcia. Podtrzymujemy neutralne nastawienie do TVN i Cyfrowego Polsatu.

Informatyczne. Mimo ostatnich wzrostów notowań najatrakcyjniejszą spółką z sektora nadal pozostaje naszym zdaniem Sygnity. Pozytywnie oceniamy również perspektywy Asseco Poland i dystrybutorów sprzętu.

Przemysł. Najbardziej atrakcyjny nadal pozostaje Impexmetal. Spodziewane dobre wyniki 4Q10 mogą być okazją do realizacji zysków z inwestycji w Kopex i Famur.

Budownictwo. Rekomendujemy niedowężanie branży, oczekując szczytu negatywnego sentymentu w połowie 2011 roku. Liczymy na pojawienie się interesujących okazji inwestycyjnych. Z jedną z nich, w postaci obecnej wyceny rynkowej Mostostal Warszawa, mamy do czynienia już teraz.

Deweloperzy. Zalecamy przeważanie sektora deweloperskiego. Pozytywnie oceniamy deweloperów mieszkaniowych. Ostatnie spadki notowań GTC i Echo powodują, że spółki te również stają się atrakcyjne.

Handel. Dane miesięczne detalistów odzieżowych za styczeń nie pokazały zmian tendencji na rynku. Nie spodziewamy się znacznego odbicia w sprzedaży przed marcem, który jest najważniejszym miesiącem 1Q. Atrakcyjnie wygląda Eurocash, na który po spadku kursu zmieniamy rekomendację.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Eurocash (Kupuj), Mostostal War. (Kupuj), Ulma CP (Akumuluj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: LW Bogdanka (Akumuluj), ZA Puławy (Trzymaj).

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	5
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	8
4. Statystyki rekomendacji	10
5. Banki	11
5.1. BZ WBK	13
5.2. Getin	14
5.3. Handlowy	15
5.4. ING BSK	15
5.5. Kredyt Bank	16
5.6. Millennium	17
5.7. Pekao	19
5.8. PKO BP	20
6. Ubezpieczyciele	21
6.1. PZU	21
7. Paliwa, chemia	22
7.1. Ciech	23
7.2. Lotos	24
7.3. PGNiG	26
7.4. PKN Orlen	28
7.5. Police	30
7.6. ZA Puławy	31
8. Energetyka	32
8.1. CEZ	33
8.2. Enea	34
8.3. PGE	35
8.4. Tauron	36
9. Telekomunikacja	37
9.1. Netia	37
9.2. TP SA	38
10. Media	39
10.1. Agora	40
10.2. Cinema City	41
10.3. Cyfrowy Polsat	42
10.4. TVN	43
11. IT	44
11.1. AB	45
11.2. Action	46
11.3. ASBIS	47
11.4. Asseco Poland	48
11.5. ComArch	50
11.6. Komputronik	51
11.7. Sygnity	52
12. Górnictwo i metale	53
12.1. KGHM	53
12.2. LW Bogdanka	55
13. Przemysł	56
13.1. Astarta	57
13.2. Centrum Klima	59
13.3. Cersanit	60
13.4. Famur	61
13.5. Impexmetal	63
13.6. Kernel	64
13.7. Kęty	65
13.8. Kopex	66
13.9. Mondi	68
14. Budownictwo	69
14.1. Budimex	70
14.2. Elektrobudowa	72
14.3. Erbud	73
14.4. Mostostal Warszawa	74
14.5. PBG	76
14.6. Polimex Mostostal	77
14.7. Rafako	78
14.8. Trakcja Polska	79
14.9. Ulma Construcccion Polska	80
14.10. Unibep	81
14.11. ZUE	82



15. Deweloperzy	83
15.1. BBI Development	84
15.2. Dom Development	85
15.3. GTC	86
15.4. J.W. Construction.....	87
15.5. P.A. Nova.....	88
15.6. Polnord	89
15.7. Robyg	90
16. Handel	91
16.1. Emperia Holding	92
16.2. Eurocash	93
16.3. LPP	94
16.4. NG2	95
16.5. Vistula	96

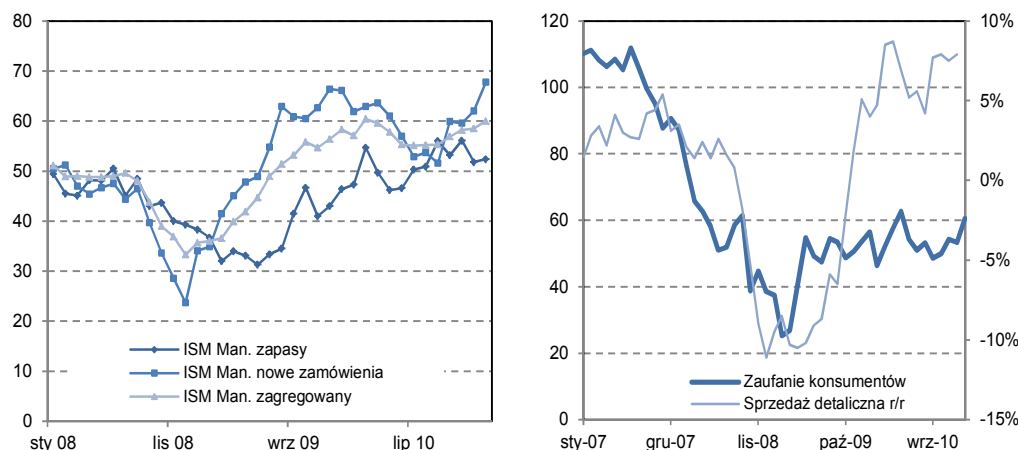
Rynek akcji

Podtrzymujemy opinię dotyczącą optymistycznej perspektywy dla rynku akcji na 2011, zawartą w strategii wydanej w styczniu br. Mimo obniżek ratingów dla kolejnych krajów oraz rozprzestrzeniającej się rewolucji w krajach Afryki Północnej styczeń na światowych rynkach akcji upłynął pod znakiem kontynuacji impulsu wzrostowego zapoczątkowanego w grudniu 2010. Polskie główne indeksy zanotowały w tym czasie niewielkie zniżki (WIG -0,7%, WIG20 -1,4%), co może tłumaczyć przede wszystkim reakcja inwestorów na propozycję rządu dotyczącą obniżenia składek do OFE z obecnych 7,3% wynagrodzenia do 2,3% od maja 2011. Dane makroekonomiczne jakie napływały w styczniu w większości rysują optymistyczny obraz najbliższych miesięcy (poprawiająca się sytuacja na amerykańskim rynku pracy, nadal silne momentum w przemyśle USA i Niemiec - widoczne również w poziomie nowych zamówień, odbudowa zaufania konsumentów). Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach należy obserwować dane z amerykańskiego rynku pracy. Im lepsze dane, tym prawdopodobieństwo większej korekty na rynku akcji (10-15%) rośnie, ze względu na oczekiwaną reakcję na dane ze strony FED (wyjście z QE, konsensus zakłada pierwsze podwyżki stóp procentowych na początku 2012).

W perspektywie najbliższego miesiąca, ze względu na silne wykupienie rynku można oczekiwać lokalnej korekty na indeksach (zasięg 5-8%), którą inwestorzy powinni wykorzystać do dalszego akumulowania akcji w perspektywie całorocznej.

W styczniu ISM Manufacturing wzrósł do 60,8 pkt. potwierdzając silne momentum w przemyśle, szczególnie jak weźmiemy pod uwagę poszczególne komponenty wskaźnika. W przypadku nowych zamówień subindeks wzrósł do 67,8 pkt, co jest najwyższym wskazaniem w całym obecnym cyklu wzrostowym gospodarki. Powinno to oznaczać nadal dynamiczny wzrost produkcji przemysłowej, połączony z rosnącym wykorzystaniem mocy produkcyjnych a w efekcie wzrostem nakładów inwestycyjnych i tworzeniem nowych miejsc pracy. Jak na razie cała sekwencja, na której opierają się tegoroczne prognozy wzrostu PKB w USA (Commerzbank: +4%), wygląda na realną. Styczeń przyniósł również pozytywne zaskoczenie na poziomie wzrostu zaufania konsumentów (Conference Board), co podtrzymuje oczekiwania na dalsze odbudowywanie się konsumpcji gospodarstw domowych (przy nadal wysokiej stopie oszczędności i zmniejszaniu zadłużenia gospodarstw domowych w relacji do PKB – w 4Q2010 -0,8 p.p. do 90,3%).

ISM dla przemysłu w rozbiciu na nowe zamówienia i zapasy (LS) i zaufanie amerykańskich konsumentów (PS)



Źródło: Bloomberg

Nadal podtrzymujemy opinię, że im szybsze wychodzenie amerykańskiej gospodarki z kryzysu (ostatnie dane potwierdzają, że gospodarka ponownie nabiera rozpędu) tym większe ryzyko, że FED zmieni dotychczasową retorykę i zacznie przygotowywać rynki na zacieśnianie polityki monetarnej wcześniej niż od 2012 roku, co z kolei będzie miało negatywne przełożenie na ceny surowców.

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

Makroekonomia

RPP podnosi stopy procentowe o 25pb

Zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami RPP zdecydowała się na podniesienie stóp procentowych o 25pb – obecnie stopa referencyjna wynosi 3,75%. W przypadku polskiej sfery realnej wskazano, że wzrost gospodarczy w IV kwartale utrzymał się na poziomie zbliżonym do III kwartału. Niemniej jednak popyt na kredyt ze strony przedsiębiorstw pozostaje ograniczony, rośnie natomiast kredyt dla gospodarstw domowych (utrzymane zostały uwagi o istotności działań ograniczających kredyty walutowe dla gosp. domowych). Z kolei sfera nominalna pozostała zdominowana czynnikami o charakterze egzogenicznym – głównie cenami paliw. RPP przyznała przy tym, że z uwagi na ceny surowców i podwyżki VAT inflacja może utrzymywać się na podwyższonym poziomie w najbliższych miesiącach. Kluczowa część komunikatu wskazuje, że podwyżka stóp procentowych została spowodowana przez przyspieszenie wzrostu gospodarczego, które może (tryb przypuszczający wydaje się istotny) prowadzić do narastania presji płacowej i inflacyjnej w średnim okresie. Jednocześnie czynniki egzogeniczne (ceny surowców) mogą generować wzrost oczekiwań inflacyjnych. Kolejne sygnały presji inflacyjnej będą uważnie monitorowane przez Radę. Spodziewamy się, że podwyżka nie ma charakteru jednorazowego i jest jedną z 2-3, które zmaterializują się w tym roku, jednak naszym zdaniem skala zacieśnienia w całym cyklu będzie niższa niż w poprzednich i wyniesie nie więcej niż 100pb. Z uwagi na eksponowane ryzyka RPP postępuje ostrożniej niż w poprzednich epizodach zacieśnienia (o stopniowym działaniu świadczy schemat postępowania RPP, na który powoływał się Belka podczas konferencji: najpierw podwyżka stopy rezerw, teraz podwyżka stopy referencyjnej) i mimo, że marcowa podwyżka jest obecnie w 100% dyskontowana przez rynek, jej losy będą zależały od projekcji inflacyjnej, kompozycji wzrostu polskiego PKB, kształtowania się oczekiwań inflacyjnych a także poziomu kursu złotego. Powołując się na MCI (Monetary Conditions Index) możemy stwierdzić, że o ile nastąpi oczekiwana przez Belkę aprecjacja złotego (10% z okolic 4 PLN za EUR pozwala celować w 3,60) a stopy zostaną podniesione nawet tylko delikatnie o 75pb. to stopień restrykcyjności polityka pieniężna osiągnie ten z 2008 roku. Zakład o skalę zacieśnienia wydaje się więc zakładem pewniejszym niż zakład na konkretne rozłożenie podwyżek w czasie.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w grudniu 5379 tys. osób, nieznacznie mniej niż w listopadzie. Wynik jest tym samym nieznacznie lepszy niż wynikałoby z czynników sezonowych w porównywalnej fazie cyklu koniunkturalnego. Powołując się na wskaźniki koniunktury uważamy, że przez najbliższe miesiące wzrosty zatrudnienia (liczone w ujęciu miesięcznym) nieco spowolnią (wobec ostatnio obserwowanej 11-12tys. miesięcznej średniej). Z uwagi jednak na wysokie wzrosty wydajności pracy taka sytuacja nie powinna jednak trwać długo (silna tendencja do wracania do średniej, fizyczne bariery wykorzystania obecnie zatrudnionych, w drugiej połowie roku zatrudnienie może już rosnać w tempie około 3% rocznie. W grudniu dynamika wynagrodzeń wzrosła z 3,6% do 5,4%. U podstaw wzrostu zatrudnienia stoi przede wszystkim zwiększenie liczby dni roboczych i dalsze wzrosty aktywności gospodarczej, odpowiedzialne za przyspieszenie tempa wzrostu płac w sekcjach związanych z przetwórstwem przemysłowym (uważamy, że trend na przetwórstwie już teraz wynosi około 6% r/r). Pewną niewiadomą były płace w górnictwie, ale wpływ tego czynnika będziemy w stanie oszacować dopiero po publikacji Biuletynu Statystycznego (28 stycznia). Dalszemu wzrostowi płac sprzyjać będzie postępujące ożywienie gospodarcze, mocna stymulacja fiskalna i inwestycje infrastrukturalne.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w grudniu odnotowała wzrost o 12% w ujęciu rocznym, po 8,3% w listopadzie. Wzrost dynamiki sprzedaży to przede wszystkim wynik poprawy w liczbie dni roboczych, efektów substytucyjnych przed zmianą stawek opodatkowania oraz dotyczących ich przepisów (VAT i samochody dla firm) oraz fundamentalnie wyższych wydatków świątecznych (powołujemy się w tym miejscu na coroczne badania ankietowe). Wśród kategorii, które wpłynęły na podwyższenie tempa wzrostu sprzedaży znajduje się żywność (powrót dodatniej dynamiki) oraz sprzedaż w sklepach wyspecjalizowanych, wysoce zmienna (oraz dość niehomogeniczna) kategoria „pozostałe” (wzrost o 5,5% wobec 2,2% w listopadzie), a także sprzedaż samochodów (ponad 38% wobec nieco ponad 22% w listopadzie, wyraźny wpływ efektów jednorazowych) i paliw (aż +17,2% choć realnie tylko +5,7%; tempo wzrostu cen paliw okazało się w grudniu dwukrotnie wyższe od podanego w mogłoby się wydawać analogicznych danych o inflacji...). Trend na szerokiej kategorii sprzedaży w ujęciu bazowym umocnił się w grudniu, jednak można spodziewać się pewnej korekty na początku roku w związku z odwróceniem kierunku działania efektów substytucyjnych. W dalszej części roku oczekujemy powrotu 12-15% (a być może nawet wyższej) dynamiki na sprzedaży w ujęciu bazowym. Przyczyni się do tego wzrost bieżących wynagrodzeń oraz zacieśnienie na rynku pracy, które powinno prowadzić również do

przeszacowania (w górę) dochodu oczekiwanego przez gospodarstwa domowe w cyklu życia.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w grudniu o 11,5% r/r po wzroście o 10,0% r/r w listopadzie (po korekcie), lekko poniżej konsensusu rynkowego (11,9% r/r). Trzeba zaznaczyć, że wzrost dynamiki w porównaniu do listopada jest częściowo spowodowany poprawą różnicy liczby dni roboczych - w grudniu różnica ta była pozytywna (+1 dzień), podczas gdy w listopadzie liczba dni roboczych była identyczna jak przed rokiem. Z drugiej strony grudniowe dane potwierdzają utrzymujące się silne momentum polskiego przemysłu, na które wskazują konsekwentne wzrosty wskaźnika PMI do rekordowych poziomów (szczególnie silne wzrosty podkomponentu nowych zamówień eksportowych co potwierdza, że polski przemysł jest nadal napędzany w głównej mierze silnym popytem z Niemiec) jak również ostatnie dane o produkcji samochodów. Główną siłą napędową polskiego przemysłu pozostaje przetwórstwo przemysłowe (14,3% r/r). Wzrost produkcji odnotowano w 26 (spośród 34) działach przemysłu, największy m.in. w kategoriach: produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (+30,5% r/r), wyrobów z metali (+27,0% r/r), urządzenia elektryczne (+23,3% r/r). Z kolei spadek produkcji w ujęciu rocznym wystąpił w 8 działach, m.in. wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego (-16,7% r/r). Struktura dynamiki produkcji polskiego przemysłu sugeruje z jednej strony utrzymujący się silny popyt z Niemiec w ramach relacji wewnątrzgałęziowych między obydwojema gospodarkami, natomiast z drugiej rozszerzanie się zasięgu odbicia w polskim przemyśle (coraz więcej gałęzi notuje wzrosty). Dynamika odsezonowana produkcji przemysłowej po tymczasowym spadku w listopadzie do 7,3% r/r (efekt statystyczny związany z wysoką bazą z poprzedniego roku), w grudniu wzrosła do poziomu 11,5% r/r, co oznacza powrót do przedziału 11-12% notowanego w listopadzie. Systematyczne wzrosty wskaźników koniunktury dla gospodarki Niemiec (IFO w grudniu na najwyższym poziomie po zjednoczeniu Niemiec, PMI utrzymujący się na wysokich poziomach w okolicy 60pkt, mocne odbicie wskaźnika ZEW w styczniu) sugerują, że silne momentum polskiego przemysłu powinno się utrzymywać w najbliższej przyszłości.

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w grudniu o 12,3% r/r (13,7% r/r w ujęciu odsezonowanym) po wzroście o 14,2% r/r w listopadzie. Lekki spadek dynamiki w sektorze budowlanym związany jest w głównej mierze z przejściowym negatywnym wpływem czynników sezonowych (ostry atak zimy w grudniu), natomiast w kolejnych miesiącach obserwowane dotychczas ożywienie branży budowlanej powinno być kontynuowane. Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu uplasowała się na poziomie 6,1% w ujęciu rocznym, wobec 4,7% w listopadzie (rewizja w górę o 0,1pp.). Na znaczne wzrosty cen złożyły się efekty bazowe z ubiegłego roku oraz wzrosty cen surowców połączone z deprecjacją złotego oraz podwyżką oczekiwań cenowych producentów.

Inflacja

Roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,1% w grudniu z 2,7% zanotowanych w listopadzie, co jest wynikiem zgodnym z oczekiwaniami analityków. W ujęciu miesięcznym ceny konsumenta wzrosły o 0,4%. Wzrosty miesięczne zanotowane w większości kategorii popytowych nie przekroczyły 0,2%, jednak roczny wskaźnik inflacji bazowej pod wpływem statystycznych efektów wzrósł w grudniu z 1,2% do 1,5%. W grudniu ceny żywności nie zmieniły się w porównaniu do listopada, co jak kolejny raz podkreślamy, mocno kontrastuje z trendami raportowanymi w publikacjach Ministerstwa Rolnictwa (oraz modelami opartymi na wskaźnikach koniunktury). Ceny paliw wzrosły w grudniu o 5,1% m/m. Silnie wzrosły też ceny energii (0,4% m/m). W danych grudniowych trudno doszukać się bezpośrednich dowodów na wzrost popytowej presji inflacyjnej (tak jak wspomnieliśmy wzrost wskaźnika rocznego to efekt statystyczny). Sytuacja ta może jednak ewolucyjnie zmieniać się w kolejnych miesiącach (inflacja bazowa wzrośnie ze względu na podwyżki cen kontrolowanych, podwyżki VAT, efekty wtórne związane ze wzrostem cen usług i kosztów prowadzenia działalności). Szacujemy, że roczny wskaźnik inflacji w styczniu może wzrosnąć do poziomu 3,2-3,4%. Podkreślamy jednak, że ze względu na niepewność co do zmian cen regulowanych oraz skali wzrostu cen po podwyżce stawek VAT istnieje większa niż zwykle niepewność co do poziomu całego wskaźnika CPI. Biorąc pod uwagę światowe trendy na rynkach paliw, żywności oraz dalszy wzrost aktywności ekonomicznej w Polsce, inflacja może rosnąć również w kolejnych kilku miesiącach (przede wszystkim rosnać będzie inflacja bazowa). Oceniamy jednak, że druga połowa 2011 roku może już przynieść pewne obniżenie rocznego wskaźnika inflacji ze względu na umocnienie złotego i efekty bazowe z 2010 roku (szok podaży na rynku żywności w III kw. 2010). Inflacja na koniec 2011 roku prawdopodobnie jednak będzie nieco wyższa niż 3,0% r/r.

Deficyt na rachunku bieżącym

W listopadzie odnotowano (oczekiwane przez nas) pogorszenie na rachunku obrotów bieżących a deficyt wyniósł 2286 mln EUR wobec 1217 mln EUR w październiku. Dane za ostatnie 12 miesięcy pozostały praktycznie bez zmian. Jest to drugi największy deficyt na rachunku bieżącym od 2000 roku. Pogorszenie na rachunku bieżącym to przede wszystkim

wynik istotnego pogorszenia bilansu handlowego, ujemnego salda transferów bieżących oraz uparcie stabilnego (na ujemnych poziomach) salda dochodów. O ile spadki eksportu nie są w listopadzie zjawiskiem nadzwyczajnym (obecny był idealnie spójny z publikowanymi wcześniej danymi makro, czego dowodzi prognoza z modelu ekonometrycznego, która była bardzo bliska publikowanym danym), to wzrost importu (co jest szczególnie widoczne po spojrzeniu na dynamiki roczne: odnotowano przyspieszenie z 20% w październiku do 27% w listopadzie) okazał się wyższy od wskazań modelu i spójny z publikowanymi dwa dni wcześniej danymi GUS; skok importu mieści się jednak w granicach błędu modelu i jest tylko potwierdzeniem siły konsumpcji indywidualnej w ostatnim kwartale roku (efekty substytucyjne przed podwyżkami VAT. Odnośnie salda transferów, na ujemnym wyniku zaważyła wysoka składka zapłacona do UE. Wysokie saldo dochodów pozostaje dla nas zagadką, szczególnie że w listopadzie nie odnotowano ani żadnych spektakularnych wypłat dywidend, ani wysokich płatności odsetkowych na rzecz nierezydentów. Silny wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących – choć prawdopodobnie podobne poziomy nie powtórzą się w 2011 roku, jako że około 500 mln EUR można przypisać na rzecz egzogenicznych rozliczeń z UE – stanowi mimo wszystko o niezrównoważeniu polskiej gospodarki, w tym o przeroście dynamiki konsumpcji. Nie wydaje się jednak, że może być to natychmiastowy argument za szybką podwyżką stóp procentowych, jako że przyspieszenie konsumpcji może być tymczasowe i w 2011 roku powróci do bardziej „normalnych” poziomów (obecnie konsumpcja przyspieszyła w bardzo krótkim czasie), a deficyt pozostaje wciąż bezproblemowo finansowany (inwestorzy portfelowi, którzy finansują większość z ostatnich przyrostów deficytu, są skłonni inwestować w polskie aktywa nawet przy obecnych poziomach rentowności). Poza tym, przed wyciąganiem daleko idących wniosków powstrzymuje dość niska jakość danych o bilansie płatniczym, które podlegają znacznym rewizjom.



Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2010	P/E 2011	EV/EBITDA 2010	EV/EBITDA 2011
Banki										
BZ WBK	Trzymaj	2011-01-18	213,50	219,00	218,00	0,5%	17,1	15,1		
GETIN	Akumuluj	2011-01-17	11,75	12,70	12,70	0,0%	23,4	14,0		
HANDLOWY	Trzymaj	2011-01-18	93,00	94,00	95,40	-1,5%	16,7	13,8		
ING BSK	Trzymaj	2011-01-18	840,50	850,00	857,00	-0,8%	14,5	12,4		
KREDYT BANK	Akumuluj	2011-01-18	15,44	17,40	15,80	10,1%	24,6	12,9		
MILLENNIUM	Trzymaj	2011-02-03	5,23	5,10	5,23	-2,5%	21,0	14,3		
PEKAO	Redukuj	2011-01-18	170,00	155,00	172,50	-10,1%	17,4	14,7		
PKO BP	Kupuj	2011-01-18	41,30	48,00	42,35	13,3%	16,6	12,6		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2010-12-13	360,50	390,00	346,90	12,4%	13,2	12,0		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2010-08-23	28,27	27,60	23,80	16,0%	49,7	7,2	6,2	4,5
LOTOS	Sprzedaj	2011-01-18	38,49	28,40	42,06	-32,5%	7,2	10,8	10,4	6,3
PGNiG	Kupuj	2010-12-03	3,61	4,40	3,67	19,9%	11,2	12,5	6,3	6,2
PKN ORLEN	Redukuj	2010-12-03	46,49	40,70	46,55	-12,6%	9,4	10,4	6,2	6,7
POLICE	Sprzedaj	2010-12-03	6,95	5,50	9,02	-39,0%	-	26,1	14,7	8,3
ZA PULAWY	Trzymaj	2011-02-04	114,00	106,10	114,00	-6,9%	16,7	11,5	9,1	6,5
Energetyka										
CEZ	Trzymaj	2010-11-29	124,50	129,50	134,00	-3,4%	9,0	9,7	6,8	7,2
ENEA	Redukuj	2010-12-03	23,50	21,43	22,05	-2,8%	14,9	14,4	5,4	6,0
PGE	Kupuj	2010-09-13	23,78	26,73	22,50	18,8%	13,5	11,1	6,3	5,7
TAURON	Kupuj	2010-09-13	5,56	8,87	6,26	41,7%	12,1	11,9	4,6	4,5
Telekomunikacja										
NETIA	Trzymaj	2011-01-18	5,15	5,40	5,21	3,6%	27,0	18,6	4,8	4,3
TPSA	Akumuluj	2010-12-01	16,17	17,60	16,81	4,7%	134,9	17,5	5,7	4,7
Media										
AGORA	Akumuluj	2011-01-03	26,10	28,90	25,19	14,7%	19,0	18,8	7,4	6,3
CINEMA CITY	Trzymaj	2011-01-18	42,35	42,90	42,80	0,2%	19,6	16,1	10,3	8,9
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2010-12-17	17,30	15,30	15,81	-3,2%	15,5	14,8	10,2	9,3
TVN	Trzymaj	2010-11-29	16,50	16,50	16,75	-1,5%	22,0	18,6	12,6	10,5
IT										
AB	Akumuluj	2011-01-18	25,42	27,60	24,53	12,5%	10,8	7,8	7,9	6,5
ACTION	Akumuluj	2011-01-18	16,65	18,16	19,20	-5,4%	13,6	10,2	9,4	7,4
ASBIS	Akumuluj	2011-01-18	3,80	4,32	4,00	8,0%	24,1	10,1	7,2	6,0
ASSECO POLAND	Kupuj	2010-08-31	55,00	65,30	52,00	25,6%	10,0	10,5	6,5	6,0
COMARCH	Trzymaj	2011-01-18	88,95	88,00	94,45	-6,8%	21,8	17,4	12,1	7,5
KOMPUTRONIK	Akumuluj	2011-01-18	9,03	10,12	8,54	18,5%	22,5	12,0	8,1	5,8
SYGNITY	Kupuj	2011-01-18	17,56	18,30	18,08	1,2%	-	100,8	-	6,2
Górnictwo i Metale										
KGHM	Sprzedaj	2011-01-18	176,80	145,00	174,00	-16,7%	7,6	6,4	5,2	4,3
LW BOGDANKA	Akumuluj	2011-02-04	118,30	125,90	118,30	6,4%	18,8	15,6	9,7	7,3
Przemysł										
ASTARTA	Sprzedaj	2011-01-18	101,00	63,6	93,60	-32,1%	6,6	9,8	1,5	1,3
CENTRUM KLIMA	Trzymaj	2011-01-18	16,00	16,9	15,06	12,2%	16,2	12,7	13,5	7,8
CERSANIT	Redukuj	2011-01-18	11,30	10,4	11,27	-7,7%	18,1	18,5	11,8	9,7
FAMUR	Sprzedaj	2011-01-18	2,85	2,3	3,30	-30,3%	19,1	21,2	11,4	10,2
IMPEXMETAL	Kupuj	2010-11-18	4,10	5,1	4,60	10,9%	13,0	11,3	8,0	7,2
KERNEL	Trzymaj	2011-01-18	78,80	79,1	81,15	-2,5%	12,2	9,9	8,5	7,3
KĘTY	Trzymaj	2011-01-18	126,50	125,5	126,00	-0,4%	12,9	12,0	6,9	6,2
KOPEX	Redukuj	2011-01-18	17,40	15,9	21,00	-24,3%	58,2	18,9	12,3	8,9
MONDI	Trzymaj	2011-01-18	77,80	80,0	77,75	2,9%	18,1	11,5	10,0	7,8
Budownictwo										
BUDIMEX	Redukuj	2011-01-17	103,20	91,50	97,90	-6,5%	10,3	12,2	5,4	8,3
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	2010-12-03	161,00	165,70	167,80	-1,3%	16,2	14,6	10,7	9,6
ERBUD	Trzymaj	2011-01-19	54,55	55,00	51,05	7,7%	18,8	12,4	10,8	7,7
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-02-04	47,66	66,10	47,66	38,7%	12,0	12,7	5,9	5,9
PBG	Redukuj	2010-11-05	226,00	194,00	205,90	-5,8%	13,7	13,3	9,7	9,5
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	2011-01-18	3,86	4,20	3,75	12,0%	15,7	13,7	8,3	7,7
RAFAKO	Akumuluj	2011-02-01	11,60	13,40	11,91	12,5%	20,7	14,7	10,5	8,3
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	2010-05-06	4,14	4,16	3,69	12,7%	20,8	12,4	8,9	6,0
ULMA CP	Akumuluj	2011-02-04	78,00	85,90	78,00	10,1%	38,5	12,3	5,4	4,2
UNIBEP	Trzymaj	2010-12-03	9,94	9,30	9,73	-4,4%	14,6	16,5	11,0	11,9
ZUE	Kupuj	2010-11-24	14,50	19,30	14,20	35,9%	18,2	10,8	7,5	5,7
Deweloperzy										
BBI DEVELOPMENT	Kupuj	2010-11-10	0,45	0,55	0,44	25,0%	10,3	9,9	12,9	11,2
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2011-01-07	41,49	54,40	47,20	15,3%	26,0	14,1	17,7	12,9
GTC	Akumuluj	2011-02-03	20,92	24,03	20,92	14,9%	6,4	6,7	8,9	8,2
J.W.C.	Akumuluj	2011-01-18	14,50	16,30	14,19	14,9%	8,0	8,0	7,5	7,2
PA NOVA	Kupuj	2011-01-07	30,89	40,40	32,00	26,3%	16,4	15,2	13,6	15,4
POLNORD	Kupuj	2011-01-07	32,20	43,50	32,58	33,5%	14,9	12,2	39,4	15,6
ROBYG	Kupuj	2011-01-07	1,86	2,59	1,80	43,9%	15,0	13,0	15,9	15,6
Handel										
EMPERIA	Zawieszona	2010-10-05	99,50	-	107,60	-	-	-	-	-
EUROCASH	Kupuj	2011-02-04	30,50	37,40	30,50	22,6%	31,7	22,3	18,1	12,2
LPP	Akumuluj	2010-12-03	2 140,00	2 300,00	2 060,00	11,7%	23,3	16,6	12,3	9,4
NG2	Trzymaj	2010-12-03	62,50	62,70	63,45	-1,2%	19,3	16,7	15,5	11,8
VISTULA	Redukuj	2010-12-14	2,21	2,10	2,29	-8,3%	42,2	24,7	10,7	9,7

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AB	Akumuluj	Akumuluj	27,60	2011-01-18
ACTION	Akumuluj	Trzymaj	18,16	2011-01-18
ASBIS	Akumuluj	Akumuluj	4,32	2011-01-18
ASTARTA	Sprzedaj	Sprzedaj	63,60	2011-01-18
BUDIMEX	Redukuj	Redukuj	91,50	2011-01-17
BZ WBK	Trzymaj	Trzymaj	219,00	2011-01-18
CENTRUM KLIMA	Trzymaj	Trzymaj	16,90	2011-01-18
CERSANIT	Redukuj	Redukuj	10,40	2011-01-18
CINEMA CITY	Trzymaj	Trzymaj	42,90	2011-01-18
COMARCH	Trzymaj	Trzymaj	88,00	2011-01-18
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	Kupuj	54,40	2011-01-07
ERBUD	Trzymaj	Trzymaj	55,00	2011-01-19
EUROCASH	Akumuluj	Zawieszona	37,40	2011-01-17
FAMUR	Sprzedaj	Redukuj	2,30	2011-01-18
GETIN	Akumuluj	Trzymaj	12,70	2011-01-17
GTC	Akumuluj	Trzymaj	24,03	2011-02-03
HANDLOWY	Trzymaj	Trzymaj	94,00	2011-01-18
ING BSK	Trzymaj	Trzymaj	850,00	2011-01-18
J.W.C.	Akumuluj	Trzymaj	16,30	2011-01-18
KERNEL	Trzymaj	Kupuj	79,10	2011-01-18
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	125,50	2011-01-18
KGHM	Sprzedaj	Redukuj	145,00	2011-01-18
KOMPUTRONIK	Akumuluj	Trzymaj	10,12	2011-01-18
KOPEX	Redukuj	Redukuj	15,90	2011-01-18
KREDYT BANK	Akumuluj	Trzymaj	17,40	2011-01-18
LOTOS	Sprzedaj	Redukuj	28,40	2011-01-18
MILLENNIUM	Trzymaj	Trzymaj	5,10	2011-02-03
MONDI	Trzymaj	Trzymaj	80,00	2011-01-18
NETIA	Trzymaj	Trzymaj	5,40	2011-01-18
PA NOVA	Kupuj		40,40	2011-01-07
PEKAO	Redukuj	Sprzedaj	155,00	2011-01-18
PKO BP	Kupuj	Akumuluj	48,00	2011-01-18
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	Trzymaj	4,20	2011-01-18
POLNORD	Kupuj	Kupuj	43,50	2011-01-07
RAFAKO	Akumuluj	Akumuluj	13,40	2011-02-01
ROBYG	Kupuj		2,59	2011-01-07
SYGNITY	Kupuj	Kupuj	18,30	2011-01-18
ZA PUŁAWY	Akumuluj	Trzymaj	106,10	2011-01-14

Zamiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
EUROCASH	Kupuj	Akumuluj	37,40	2011-02-04
LW BOGDANKA	Akumuluj	Kupuj	125,90	2011-02-04
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	Akumuluj	66,10	2011-02-04
ULMA CP	Akumuluj	Trzymaj	85,90	2011-02-04
ZA PUŁAWY	Trzymaj	Akumuluj	106,10	2011-02-04

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	5	10	20	15	15	0	3	10	6	9
procent	7,7%	15,4%	30,8%	23,1%	23,1%	0,0%	10,7%	35,7%	21,4%	32,1%

Banki

Wprowadzenie podatku bankowego w 2011 jest mało prawdopodobne – premier

Premier poinformował, że jest mało prawdopodobne, aby ewentualny podatek bankowy wszedł w życie w tym roku. Niemniej jednak zaznaczył, że jeżeli rząd zdecyduje się na podatek, to wpływy będą dedykowane na fundusz gwarancyjny. W naszych prognozach dla banków nie zakładamy dodatkowego opodatkowania banków. Zwracamy uwagę, że od początku 2011 banki płacą dwukrotnie wyższą opłatę na rzecz BFG. Na chwilę obecną trudno przesądzić czy wypowiedź premiera oznacza, że rząd potencjalnie może rozważyć wprowadzenie dodatkowej opłaty na rzecz BFG, czy obecny poziom uważa za docelowy. Wcześniej Minister Finansów informował, że wprowadzenie podatku bankowego w 2011 jest prawdopodobne.

KNF przyjął rekomendację S kwadrat

25 stycznia KNF przyjął nowelizację rekomendacji S, tzw rekomendację S kwadrat. Ostatecznie nadzór zrezygnował z wprowadzenia ograniczania udziału kredytów walutowych w portfelach banków do 50%. W zamian, KNF zastosował mechanizm znany już z rekomendacji T. Osoby, które starają się o kredyt walutowy nie będą mogły przeznaczyć na jego miesięczną spłatę więcej niż 42% swojego dochodu netto (rekomendacja T zakłada 50% dla osób zarabiających poniżej średniej krajowej i 65% dla osób zarabiających powyżej średniej krajowej). Ponadto, rekomendacja wprowadza zaostrożenia dotyczące kredytów hipotecznych. Nawet jeżeli bank zgodzi się udzielić kredytu dłuższego niż 25 lata, zdolność kredytową klienta powinien oszacować zakładając, że kredyt jest zaciągany na 25 lata. Poza tym, jeśli w okresie spłaty kredytu kredytobiorca wkracza w wiek emerytalny, to bank powinien uwzględnić w badaniu zdolności kredytowej zmianę wysokości jego dochodu. Na wprowadzenie części nowych zaleceń banki będą miały czas do 6 miesięcy, dla reszty do końca 2011. W naszej opinii przyjęte rozwiązanie odnośnie kredytów walutowych jest znacznie mniej kontrowersyjne niż wcześniejsze propozycje. Bez wątplenia nowe zasady przełożą się na dalsze ograniczenie rynku kredytów walutowych, w tym przede wszystkim hipotecznych.

Zysk sektora za 2010 wzrósł o 28% do 10,6 mld PLN

Przewodniczący KNF, Stanisław Kluza, poinformował, że zysk netto sektora bankowego za 2010 wyniesie najprawdopodobniej 10,6 mld PLN. Oznaczałoby to, że poprawił się o 28% R/R z 8,28 mld PLN. Wskazał, że rok 2011 nie powinien być gorszy pod względem rentowności. Ponadto, powiedział, że poziom kredytów z utratą wartości ustabilizował się i że nie stanowi większego ryzyka dla sektora. W końcu dodał, że potencjalny zakaz udzielania walutowych kredytów hipotecznych będzie wymagał zmiany prawa oraz że regulator poparłby takie rozwiązanie. Oczekujemy, że po tym jak skumulowany zysk netto ośmiu banków przez nas analizowanych wzrósł o 30% R/R w 2010, prognozujemy, że poprawi się o 27% R/R w 2011. Będzie to wynikiem przede wszystkim spadku salda rezerw w konsekwencji oczekiwanej poprawy jakości portfela kredytowego banków. Oczekujemy, że wskaźnik kredytów z utratą wartości w sektorze spadnie z 8,4% na koniec 2010 do 8,2% na koniec 2011.

Grudniowe statystyki sektora bankowego dla depozytów i kredytów

NBP opublikował statystyki dla sektora bankowego za grudzień 2010. Depozyty mocno wzrosły o 1,7% M/M (+9,0% R/R) z powodu 5,9% M/M wzrostu (+9,8% R/R) depozytów korporacyjnych, co jest zjawiskiem charakterystycznym dla grudnia. Depozyty detaliczne też wykazały silny wzrost, o 3,2% M/M (+9,6% R/R), podczas gdy depozyty instytucji samorządowych i niemonetarnych finansowych spadły o 8,9% M/M (+5,4% R/R). Kredyty ogółem pozostały prawie na niezmienionym poziomie (-0,2% M/M i +8,8% R/R). Podczas gdy kredyty korporacyjne spadły o 2,3% M/M (efekt końca roku i czyszczenia bilansów przez przedsiębiorstwa; -1,6% R/R) kredyty detaliczne i kredyty dla instytucji samorządowych i niemonetarnych finansowych wzrosły odpowiednio o 0,4% M/M (+13,9% R/R) i 2,4% M/M (+9,9% R/R). W ramach kredytów detalicznych, kredyty mieszkaniowe przyrosły o 1,5% M/M (+22,7% R/R), a kredyty nie-mieszkaniowe spadły o 0,9% M/M (+4,2% R/R).

Z powodu większego wzrostu depozytów niż kredytów, wskaźnik kredyty/depozyty poprawił się o 202pb. M/M do 102,6%.

Pozytywne trendy w listopadowych statystykach odnośnie jakości kredytów w sektorze

NBP opublikował pozytywne statystyki sektora bankowego odnośnie jakości kredytów w listopadzie 2010. W listopadzie nastąpił spadek udziału kredytów z utratą wartości, o 10pb. M/M do 8,8%. Wskaźnik poprawił się zarówno w segmencie detalicznym, jak i korporacyjnym, odpowiednio o 9pb. M/M do 7,2% i 3pb. M/M do 12,3%. Spadek wskaźnika w segmencie detalicznym (główne pozytywne zaskoczenia w wynikach) wynikał tylko i wyłącznie ze zmiany udziału kredytów mieszkaniowych względem kredytów nie-mieszkaniowych (głównie konsumpcyjnych), ponieważ nastąpiło dalsze pogorszenie jakości kredytów w obu kategoriach. Wskaźnik dla kredytów hipotecznych pogorszył się o 1pb. M/M do 1,82%, a kredytów nie-mieszkaniowych o 6pb. M/M do 14,0%. W naszej opinii nastąpił wzrost udziału lepszych



kredytów mieszkaniowych w konsekwencji osłabienia PLN względem CHF o 7,1% M/M i cały czas lepszej jakości kredytów w FX niż w PLN.

Sprzedaż kredytów hipotecznych może wzrosnąć o blisko 10% w 2011

Prezes Expander Advisors poinformował, że spodziewa się wzrostu sprzedaży kredytów hipotecznych o blisko 10% R/R w 2011. Szacuje, że w 2010 sprzedaż sięgnęła 49 mld PLN, czyli w 2011 wyniesie ok. 53 mld PLN. Nasza obecna prognoza zakłada, że wartość portfela kredytów mieszkaniowych w 2011 wzrośnie o 14% R/R, po tym jak w 2010 wzrósł o 22% R/R. Oczekujemy, że w strukturze sprzedaży będzie dominował PLN, co pozwoli na utrzymanie 30% tempa wzrostu tego portfela. W naszej opinii powyższa prognoza wzrostu sprzedaży kredytów hipotecznych jest zbieżna z naszymi oczekiwaniami odnośnie wzrostu portfela kredytów.

Rothschild Polska prognozuje fuzję wśród małych graczy

Rothschild Polska prognozuje, że małe i średnie banki działające w Polsce będą się łączyć. Wskazuje, że z jednej strony zagraniczne spółki-matki mogą mieć inne priorytety niż wspieranie kapitałowe podmiotów polskich. Z drugiej strony, nowe standardy wyliczania wymogów kapitałowych (jeżeli spółka posiada mniej niż 100% udziałów w spółce zależnej, to i tak będzie musiała zarezerwować na nią 100% kapitału w swoim bilansie) będą zachęcały do posiadania albo 100% kapitałów albo do sprzedania wszystkich udziałów w zależnym podmiocie. Temat konsolidacji polskiego sektora bankowego jest powszechnie znany. Rynek spekuluje, że nie tylko małe i średnie podmioty będą przedmiotem fuzji i przejęć, ale również gracze z pierwszej dziesiątki. Zgadza się, że czynnikiem który najprawdopodobniej zadecyduje o kupnie/sprzedaży zależnego podmiotu w Polsce będzie sytuacja finansowa spółki matki.



BZ WBK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 218 PLN

Cena docelowa: 219 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 563,2	1 792,8	14,7%	1 811,4	1,0%	1 980,0	9,3%	Liczba akcji (mln)	73,1
Marża odsetkowa	2,8%	3,3%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	15 930,6
WNDB	3 239,4	3 452,7	6,6%	3 512,9	1,7%	3 749,4	6,7%	Free float	29,6%
Wynik operacyjny*	1 644,4	1 716,9	4,4%	1 697,3	-1,1%	1 926,7	13,5%		
Zysk brutto	1 163,0	1 298,4	11,6%	1 401,5	7,9%	1 773,9	26,6%		
Zysk netto	886,2	931,1	5,1%	1 057,7	13,6%	1 354,8	28,1%		
ROE	16,3%	14,9%		15,2%		17,4%		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/E	18,0	17,1		15,1		11,8		Zmiana ceny: 6m	18,1%
P/BV	2,7	2,4		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m	24,6%
DPS	0,0	4,0		4,5		5,8		Max (52 tyg.)	220,9
Dywidenda (%)	0,0	1,8		2,0		2,7		Min (52 tyg.)	168,1

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację na BZ WBK. Nasza 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 219,0 PLN jest osiągnięta przez zdyskontowanie kosztem kapitału o cztery miesiące oczekiwanej ceny wezwania (226,9 PLN). Uważamy, że kurs akcji w pierwszej połowie roku będzie zachowywał się stabilnie, podążając do zapowiedzianej ceny wezwania. Zakładamy, że czynnikami, które znacząco mogą wpłynąć na notowania banku w drugiej połowie roku, będą strategia oraz perspektywy rozwoju banku zaprezentowane przez Santander, nowego właściciela. Choć obecnie BZ WBK jest wyceniany z 11% premią na 2011 P/E do średniej dla spółek porównywalnych, sądzymy, że uwaga inwestorów będzie skupiona wokół procesu zmiany akcjonariusza dominującego.

Decyzja w sprawie przejęcia kontroli przez Santander zostanie wydana w ciągu kilku tygodni

Przewodniczący KNF, Stanisław Kluza, poinformował w wywiadzie dla *Parkietu*, że decyzja w sprawie przejęcia kontroli nad BZ WBK przez Santander będzie zakomunikowana w ciągu kilku tygodni. Obecnie trwają wyjaśnienia, w szczególności dotyczące zobowiązań inwestorskich (w tym pozostawienia banku jako spółki giełdowej). Oczekujemy, że do wezwania na 100% akcji dojdzie w maju 2011, co jest odzwierciedlone w naszej cenie docelowej. Informacja, że decyzja zostanie wydana w ciągu kilku tygodni może oznaczać, że do wezwania dojdzie wcześniej, co powinno być pozytywne dla kursu akcji.

Santander przeprowadza zwolnienia grupowe w Santander Bank Polska oraz AIG Bank Polska

Puls Biznesu doniósł, że Santander zamierza zwolnić w ramach zwolnień grupowych ok. 90 pracowników (z 776 zatrudnionych) w Santander Bank Polska oraz ok. 250 pracowników (z 2 745 zatrudnionych) w AIG Bank Polska, czyli ok. 10% zatrudnionych ogółem. Decyzja została podjęta przy uwzględnieniu prognoz makroekonomicznych oraz nowych regulacji dla rynku consumer finance. *Dziennik* wskazuje, że sytuacja może wyglądać podobnie w BZ WBK po tym jak Santander przejmie nad nim kontrolę. W grupie BZ WBK jest zatrudnionych ok. 9,5-10 tys. osób. W momencie ogłoszenia zamiaru przejęcia BZ WBK przez Santander, bank hiszpański informował, że jednym z obszarów wygenerowania wartości dodanej jest poprawa kontroli kosztów. Santander wskazał, że jego wskaźnik koszty/dochodów po 1H 2010 wyniósł 38%, podczas gdy ten dla BZ WBK kształtował się na poziomie 48%. Sądzymy, że jednym z elementów zarządzania bazą kosztową w BZ WBK będzie racjonalizacja zatrudnienia, przede wszystkim w centrali banku.



Getin (Akumuluj)

Cena bieżąca: 12,7 PLN

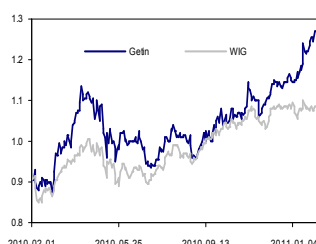
Cena docelowa: 12,7 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-17

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	977,5	1 258,4	28,7%	1 635,0	29,9%	1 959,9	19,9%	Liczba akcji (mln)	713,8
Marża odsetkow a	2,9%	3,2%		3,5%		3,7%		MC (cena bieżąca)	9 065,1
WNDB	2 094,4	2 440,9	16,5%	2 862,3	17,3%	3 288,4	14,9%	Free float	44,3%
Wynik operacyjny*	1 199,9	1 481,8	23,5%	1 745,8	17,8%	2 011,9	15,2%		
Zysk brutto	357,5	428,1	19,7%	874,4	104,3%	1 132,1	29,5%		
Zysk netto	276,0	387,4	40,3%	652,4	68,4%	850,0	30,3%		
ROE	7,4%	9,6%		14,1%		15,6%		Zmiana ceny: 1m	10,8%
P/E	32,8	23,4		14,1		10,8		Zmiana ceny: 6m	25,7%
P/BV	2,4	2,1		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	41,1%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	12,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,8

* przed kosztami rezerw



Sądzimy, że w 2011 Getin Holding ma największy wśród banków przez nas analizowanych potencjał poprawy marży odsetkowej. W naszej opinii rosnące rynkowe stopy procentowe pomogą obniżyć koszt finansowania. Zwracamy uwagę, że aż 52% bazy depozytowej stanowią depozyty z terminem zapadalności powyżej 3 miesięcy, co oznacza, że bank będzie je odnawiał z *opóźnieniem*. Ponadto uważamy, że w tym roku portfel kredytów konsumpcyjnych będzie wymagał znacznie mniejszego obrezerwowania, co pomoże znacząco obniżyć koszt ryzyka, nawet pomimo dalszego pogarszania się jakości kredytów mieszkaniowych. Zwracamy uwagę, że nasza obecna prognoza wyniku netto na 2011 na poziomie 652 mln PLN nie uwzględnia potencjalnych zysków związanych z upublicznieniem Open Finance i akwizycją Allianz Banku. Getin Holding jest nadal notowany na niewymagającym P/E na poziomie 14,1x na 2011 i 10,8x na 2012.

Powołanie I Wiceprezesa Zarządu

Getin Holding poinformował, że jego Rada Nadzorcza powołała w dniu 21 stycznia 2011 w skład Zarządu p. Łukasza Chojnackiego powierzając mu funkcję I Wiceprezesa Zarządu poczynając 1 lutego 2011.



Handlowy (Trzymaj)

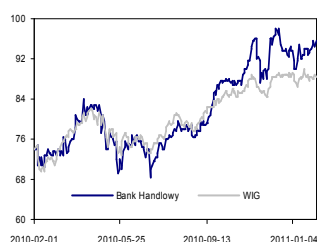
Cena bieżąca: 95,4 PLN Cena docelowa: 94 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 505,4	1 496,3	-0,6%	1 510,2	0,9%	1 606,5	6,4%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkow a	3,8%	3,9%		3,8%		3,8%		MC (cena bieżąca)	12 464,9
WNDB	2 418,4	2 572,8	6,4%	2 647,9	2,9%	2 822,8	6,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 200,6	1 221,5	1,7%	1 273,0	4,2%	1 401,6	10,1%		
Zysk brutto	655,3	931,9	42,2%	1 129,1	21,2%	1 331,5	17,9%		
Zysk netto	504,4	744,6	47,6%	903,3	21,3%	1 065,2	17,9%		
ROE	8,5%	11,7%		13,4%		14,9%		Zmiana ceny: 1m	2,1%
P/E	24,7	16,7		13,8		11,7		Zmiana ceny: 6m	20,8%
P/BV	2,0	1,9		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	34,4%
DPS	0,0	3,8		4,0		4,8		Max (52 tyg.)	98,0
Dyid (%)	0,0	4,0		4,2		5,1		Min (52 tyg.)	68,5

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Handlowego z wyceną na poziomie 94 PLN. Chociaż naszym zdaniem bank w 2011 r. będzie w stanie najszybciej poprawiać jakość swoich aktywów, co przełoży się na największy wśród analizowanych przez nas banków spadek R/R kosztu ryzyka, to jednocześnie uważamy, że odczuje największą presję na marżę odsetkową i przez to osiągnie tylko marginalny wzrost wyniku odsetkowego. Handlowy notowany jest na P/E 13,8x na 2011 i 11,7x na 2012, czyli odpowiednio na równi ze średnią sektora i z 5% premią do spółek porównywalnych.



ING BSK (Trzymaj)

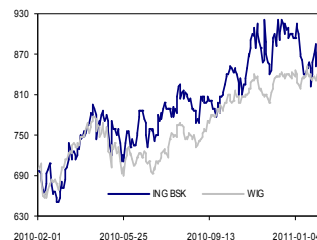
Cena bieżąca: 857 PLN Cena docelowa: 850 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 402,5	1 622,6	15,7%	1 733,0	6,8%	1 816,4	4,8%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkow a	2,2%	2,6%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	11 149,6
WNDB	2 474,0	2 686,6	8,6%	2 868,5	6,8%	3 000,1	4,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	976,5	1 121,8	14,9%	1 258,6	12,2%	1 337,6	6,3%		
Zysk brutto	724,1	954,0	31,8%	1 120,1	17,4%	1 234,7	10,2%		
Zysk netto	580,8	768,0	32,2%	896,1	16,7%	987,8	10,2%		
ROE	12,8%	14,5%		14,9%		14,9%		Zmiana ceny: 1m	-4,1%
P/E	19,2	14,5		12,4		11,3		Zmiana ceny: 6m	5,0%
P/BV	2,3	1,9		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	25,5%
DPS	0,0	0,0		23,6		31,0		Max (52 tyg.)	922,0
Dyild (%)	0,0	0,0		2,8		3,6		Min (52 tyg.)	650,0

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla ING BSK wyceną na poziomie 850 PLN. Uważamy, że w 2011 r. bank nie będzie w stanie utrzymać tempa poprawy marży odsetkowej odnotowanego w 2010, a już niski poziom kosztu ryzyka ogranicza od dołu jego dalszy spadek. W konsekwencji oczekujemy, że średnioroczne tempo wzrostu zysków ING BSK w perspektywie lat 2011-2012 będzie poniżej średniej dla sektora (13% względem 23%), co jest odzwierciedlone w obecnej wycenie relatywnej banku. Chociaż ING BSK jest notowany na atrakcyjnym wskaźniku P/E na rok 2011 na poziomie 12,4x, 10% poniżej średniej dla spółek porównywalnych, wycena oparta na wskaźniku na 2012 jest już neutralna względem sektora.



Kredyt Bank (Akumuluj)

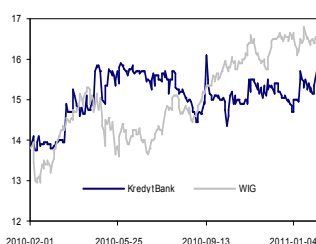
Cena bieżąca: 15,8 PLN Cena docelowa: 17,4 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 061,2	1 125,3	6,0%	1 222,2	8,6%	1 312,5	7,4%	Liczba akcji (m ln)	271,7
Marża odsetkow a	2,7%	2,7%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	4 292,2
WNDB	1 530,4	1 585,4	3,6%	1 712,8	8,0%	1 834,9	7,1%	Free float	12,8%
Wynik operacyjny*	848,1	695,6	-18,0%	775,5	11,5%	841,9	8,6%		
Zysk brutto	46,7	230,9	394,9%	414,8	79,6%	550,5	32,7%		
Zysk netto	34,6	174,3	404,4%	331,8	90,3%	440,4	32,7%		
ROE	1,3%	6,4%		11,1%		13,0%		Zmiana ceny: 1m	7,3%
P/E	124,2	24,6		12,9		9,7		Zmiana ceny: 6m	3,6%
P/BV	1,7	1,5		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	13,8%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	16,1
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	13,7

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj na walory Kredyt Banku, gdyż uważamy, że bank jest wyceniany atrakcyjnie na tle sektora. Bank notowany jest na wskaźniku P/E 12,9x na 2011 i 9,7x na 2012, czyli odpowiednio 6% i 15% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. Uważamy, że dyskonto nie jest nieusprawiedliwione w perspektywie poprawy zysku netto o 90% w 2011 oraz o 33% 2012. Oczekujemy, że po tym jak bank znacząco dorezerwował swój portfel kredytów konsumpcyjnych i hipotecznych w latach 2009-2010, jego koszt ryzyka będzie stopniowo konwergował w stronę średnich rynkowych, czego nie odzwierciedla obecna wycena rynkowa.

Kredyt Bank sprzeda 430 mln PLN kredytów hipotecznych w 4Q

Agnieszka Nachyła z Kredyt Banku poinformowała, że w 4Q 2010 bank sprzedał 430 mln PLN kredytów hipotecznych (-40% Q/Q), co przełożyło się na liczbę całoroczną na poziomie 2 424 mln PLN (+80% R/R). Ponadto, bank podał, że ponad 70% sprzedaży stanowiły kredyty w PLN. W końcu bank zapowiedział, że jego celem na 2011 jest przynajmniej utrzymanie poziomu sprzedaży z 2010. O swoim wyniku sprzedaży kredytów hipotecznych w 2010 bank informował już wcześniej, więc nie są one nową informacją dla rynku. Zwracamy, uwagę, że silny wzrost sprzedaży w 2010 był wynikiem kampanii promocyjnej przeprowadzonej w 2Q i 3Q. Tłumaczy to również znaczny spadek sprzedaży w 4Q Q/Q.

Prezes oczekuje kilkunastu procent wzrostu zysku w 2011

Prezes Kredyt Banku powiedział, że zysk netto banku w 2011 może wzrosnąć o kilkanaście procent dzięki rosnącym przychodom i spadającym rezerwom. Uważamy, że wypowiedź Prezesa była bardzo zachowawcza. Nasza prognoza na 2011 zakłada 8% wzrostu R/R przychodów oraz 22% spadku R/R rezerw, co przy 5% wzroście kosztów przełoży się na 90% wzrostu zysku R/R do 332 mln PLN.



Millennium (Trzymaj)

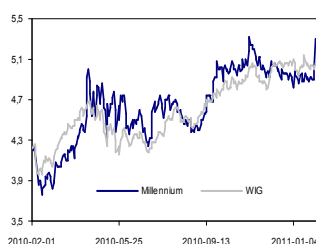
Cena bieżąca: 5,23 PLN Cena docelowa: 5,1 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-03

(m ln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	691,1	1 009,8	46,1%	1 159,8	14,9%	1 344,4	15,9%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkow a	1,5%	2,2%		2,4%		2,5%		MC (cena bieżąca)	6 344,6
WNDB	1 434,2	1 714,3	19,5%	1 923,1	12,2%	2 145,9	11,6%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	431,0	633,0	46,9%	779,0	23,1%	929,9	19,4%		
Zysk brutto	1,9	407,8		559,2	37,1%	752,2	34,5%		
Zysk netto	1,5	326,0		447,4	37,3%	601,8	34,5%		
ROE	0,1%	9,5%		10,5%		13,0%		Zmiana ceny: 1m	8,5%
P/E	2 970,7	19,5		14,2		10,5		Zmiana ceny: 6m	13,9%
P/BV	1,6	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	26,0%
DPS	0,0	0,0		0,1		0,1		Max (52 tyg.)	5,3
Dyield (%)	0,0	0,0		1,9		2,8		Min (52 tyg.)	3,8

* przed kosztami rezerw



Millennium zaraportowało zaskakująco wysoki zysk netto za 4Q 2010 na poziomie 112 mln PLN (38% powyżej naszej prognozy) dzięki wysokiemu wynikowi handlowemu i niższym niż prognozowane rezerwom. Jednocześnie Zarząd banku poinformował o zamiarze wypłacenia dywidendy z zysku za 2010 na poziomie 0,10 PLN na akcję (yield 1,9%). Uważamy, że tak niski poziom kosztu ryzyka w 4Q nie jest dobrym prognostykiem na rok 2011. Z drugiej strony bank zapowiedział powrót do znormalizowanej polityki dywidendowej wcześniej niż poprzednio oczekiwaliśmy, co miało pozytywne przełożenie na naszą wycenę. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Zysk netto za 4Q na poziomie 112 mln PLN był znacząco lepszy od prognoz

Millennium zaraportowało zysk netto za 4Q 2010 na poziomie 112 mln PLN (+47% Q/Q i +66% R/R), przewyższając naszą prognozę aż o 38%. Za pozytywne zaskoczenie odpowiadał wyższy niż oczekiwany wynik handlowy, w szczególności na wycenie instrumentów finansowych, oraz niższe niż prognozowane saldo rezerw, przede wszystkim na portfel detaliczny. Skala poprawy marży odsetkowej o 11pb Q/Q do 2,40% była zgodna z naszymi oczekiwaniami.

Koszty w 2011 mogą wzrosnąć szybciej niż inflacja – Prezes

Prezes Millennium, Bogusław Kott, w wywiadzie dla PAP poinformował, że koszty operacyjne banku w 2011 mogą rosnąć szybciej niż inflacja, ale będzie to tempo niższe niż oczekiwany wzrost przychodów. W 2011 oczekujemy 6% przyrostu kosztów do poziomu 1 147 mln PLN względem 12% wzrostu przychodów ogółem. W konsekwencji spodziewamy się, że wskaźnik kosztów/dochodów poprawi się o 356pb. Q/Q do 59,6%.

Millennium powraca do wypłacania dywidendy w wysokości 35-50% zysku netto, wcześniej niż nasze poprzednie oczekiwania

Wraz z publikacją wstępnych wyników za 4Q 2010 Zarząd zapowiedział, że będzie rekomendował walnemu zgromadzeniu dywidendę z zysku za 2010 w wysokości 36% wyniku netto, czyli 0,10 PLN na akcję, dającą stopę dywidendy na poziomie 1,9%. Zarząd umotywował swoją decyzję dobrymi wynikami za 2010, wysokim poziomem współczynnika wypłacalności na poziomie 14,4% oraz oczekiwaniem dalszej poprawy rentowności banku w 2011. W końcu spółka zapowiedziała, że w kolejnych latach zamierza wypłacać dywidendę w wysokości 35-50% zysku netto.

W konsekwencji powyższych deklaracji, zdecydowaliśmy się zrewidować w górę nasze założenia odnośnie dywidendy na lata 2010-2013. Obecnie oczekujemy, że wskaźnik wypłaty dywidendy będzie się kształtował na poziomie 40% za 2011, 45% za 2012 oraz 50% za 2013.

Koszt ryzyka w 2011 powinien się kształtować w granicy 50-65pb, względem 64pb. w 2010

Chociaż koszt ryzyka w 4Q 2010 wyniósł jedyne 49pb., Zarząd banku wskazał, że oczekiwanie takiego poziomu w całym 2011 byłoby zbyt optymistyczne. Z drugiej strony, bank nie widzi uzasadnienia, że koszt ryzyka miał wzrosnąć R/R. Zarząd zaznacza, że mimo oczekiwanej dalszej poprawy w jakości kredytów korporacyjnych, nowa sprzedaż w tym segmencie (a przez to rosnący portfel) będzie wymagała systematycznego dotwarzania rezerw. Uważamy, że zmiana może zająć w odniesieniu do rezerw na portfel detaliczny. Sądzymy, że wprowadzenie rekomendacji T wpłynie negatywnie na nową sprzedaż kredytów gotówkowych już od 1Q 2011, co będzie miało pozytywny przełożenie na saldo rezerw na tym portfelu. Z drugiej strony, uważamy, że bank w końcu zacznie tworzyć rezerwy na portfel kredytów hipotecznych, czego nie robił przez cały 2010. Nasza niezmienniona prognoza na 2011 zakłada spadek kosztu ryzyka do 57pb. z 64pb zanotowanych w 2010.

ROE na poziomie 15% w 2012 bardzo wymagające, bardziej prawdopodobne w 2013

W ponad rok po publikacji średnioterminowych celów finansowych na 2012, spółka dokonała krótkiego podsumowania. Zarząd jest zadowolony z zakresu poprawy marży odsetkowej oraz ze wzrostu relacyjności z klientami detalicznymi zobrazowany przez wzrost wskaźnika cross-sell do 3,41x z 3,17x na koniec 2009. Z drugiej strony, Zarząd jest rozczarowany skalą przyrostu kredytów korporacyjnych (z pominięciem sprzedaży w leasingu i faktoringu, w których osiągnął już swoje cele) w wysokości tylko 2% R/R oraz brakiem wzrostu liczby klientów detalicznych. W końcu, chociaż Zarząd podtrzymał swój cel na ROE na 2012 na poziomie 15%, przyznał jednocześnie, że jest on bardzo ambitny. Wskazał, że obecnie wydaje się bardziej prawdopodobne dostarczenia go w 2013 niż w 2012. Nasza obecna prognoza zwrotu na kapitale własnym w 2012 wynosi 13,3%.

Marża odsetkowa będzie się stabilizować ok. 2,4% w 2011 – Prezes

Millennium spodziewa się, że marża odsetkowa w 2011 będzie się stabilizować na poziomie ok. 2,4%. Bank oczekuje dalszej poprawy marży depozytowej, głównie dzięki wzrostowi stóp procentowych. Z drugiej strony, dostrzega presję rynkową na marże kredytowe.

Obecne warunki rynkowe nie sprzyjają emisji euroobligacji – Prezes

Bogusław Kott powiedział, że projekt emisji euroobligacji przez Millennium jest nadal aktualny, chociaż obecne warunki rynkowe są niesprzyjające. Bank informował już wcześniej o swoich planach. Zwracamy jednak uwagę, że celem emisji euroobligacji jest dywersyfikacja źródeł finansowania (zmniejszenie uzależnienia od rynku swapów) niż pozyskanie nowych źródeł finansowania akcji kredytowej.



Pekao (Redukuj)

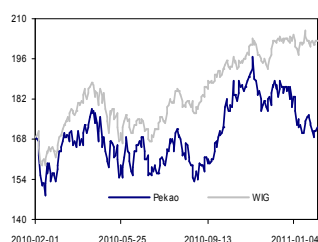
Cena bieżąca: 172,5 PLN Cena docelowa: 155 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkowy	3 802,3	4 112,7	8,2%	4 570,6	11,1%	4 886,7	6,9%	Liczba akcji (mln)	262,4
Marża odsetkowa	2,9%	3,0%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	45 257,2
WNDB	7 062,5	7 237,1	2,5%	7 901,1	9,2%	8 431,6	6,7%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	3 467,0	3 658,1	5,5%	4 222,6	15,4%	4 602,4	9,0%		
Zysk brutto	2 997,5	3 210,5	7,1%	3 812,1	18,7%	4 276,9	12,2%		
Zysk netto	2 411,7	2 596,4	7,7%	3 079,1	18,6%	3 457,4	12,3%		
ROE	14,1%	13,4%		14,9%		16,1%		Zmiana ceny: 1m	-5,4%
P/E	18,8	17,4		14,7		13,1		Zmiana ceny: 6m	2,7%
P/BV	2,5	2,2		2,1		2,1		Zmiana ceny: 12m	6,2%
DPS	0,0	2,9		8,9		10,0		Max (52 tyg.)	196,5
Dywid (%)	0,0	1,7		5,2		5,8		Min (52 tyg.)	148,3

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację na walory Pekao i zalecamy redukcję pozycji. Bank notowany jest na P/E 14,7x na 2011 oraz 13,1x na 2012, czyli odpowiednio z 8% i 20% premią do średniej spółek porównywalnych. Uważamy, że tak wysoka premia nie jest usprawiedliwiona tempem wzrostu zysków (19% w 2011 względem 27% dla sektora), ani nawet wysoką stopą dywidendy (5,2%). Choć oczekujemy, że koszt ryzyka dla Pekao utrzyma się znacząco poniżej średniej dla sektora, jego tempo spadku też będzie niższe niż średnia dla spółek z branży.



PKO BP (Kupuj)

Cena bieżąca: 42,35 PLN Cena docelowa: 48 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	5 051,2	6 560,1	29,9%	7 510,9	14,5%	8 196,3	9,1%	Liczba akcji (m ln)	1 250,0
Marża odsetkow a	3,5%	4,0%		4,2%		4,1%		MC (cena bieżąca)	52 937,5
WNDB	8 607,0	10 076,4	17,1%	11 151,8	10,7%	11 978,7	7,4%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	4 624,0	6 022,2	30,2%	6 846,6	13,7%	7 419,9	8,4%		
Zysk brutto	2 943,3	4 059,8	37,9%	5 269,7	29,8%	6 209,3	17,8%		
Zysk netto	2 305,5	3 189,6	38,3%	4 192,5	31,4%	4 939,9	17,8%		
ROE	13,4%	15,3%		18,4%		19,3%		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/E	23,0	16,6		12,6		10,7		Zmiana ceny: 6m	4,3%
P/BV	2,6	2,5		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	13,5%
DPS	1,0	1,9		1,0		1,7		Max (52 tyg.)	46,8
Dyid (%)	2,4	4,5		2,4		4,0		Min (52 tyg.)	35,1

* przed kosztami rezerw



PKO BP jest naszą preferowaną ekspozycją w sektorze bankowym ze względu na: 1) perspektywę poprawy marży odsetkowej jako konsekwencji wzrostu rynkowych stóp procentowych, 2) konserwatywną politykę tworzenia rezerw, która daje przestrzeń do ich spadku w przyszłości, 3) atrakcyjną wycenę, i nawet pomimo potencjalnej podaży akcji ze strony Skarbu Państwa. Oczekujemy, że po 38% wzroście zysku netto w 2010 do 3,2 mld PLN, spółka jest w stanie poprawić wynik netto o 31% w 2011 do 4,2 mld PLN. PKO BP jest jednym z najtańszych polskich banków, notowanym na 12,6x P/E, z 9% dyskontem do średniej dla spółek porównywalnych. Utrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

PKO BP sprzedało 3,2 mld PLN kredytów hipotecznych w 4Q 2010

Wiceprezes PKO BP, Wojciech Papierak, poinformował, że w 4Q 2010 bank sprzedał ok. 3,2 mld PLN kredytów hipotecznych (płasko Q/Q). Ponadto dodał, że plany sprzedażowe banku na 2011 zakładają, że portfel banku w tym segmencie wzrośnie w tempie dwucyfrowym. Chociaż nie znamy jeszcze danych sprzedażowych kredytów hipotecznych za 4Q dla całego rynku, wydaje się że wynik PKO BP zbliżony jest do średniej rynkowej. Na koniec 3Q 2010 portfel kredytów hipotecznych wynosił 59,3 mld PLN i wzrósł o 13,0% od początku roku.

Prezes oczekuje wzrostu marży odsetkowej i spadku kosztu ryzyka w 2011

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, zapowiedział, że rosnące stopy procentowe pomogą poszerzyć marżę odsetkową w 2011, a poprawiające się otoczenia makroekonomiczne w Polsce będzie sprzyjać spadkowi salda rezerw. Według Prezesa będą to główne czynniki wzrostu zysku netto w 2011, który może sięgnąć 4 mld PLN względem ok. 3 mld PLN oczekiwanych w 2010. Ponadto, Prezes zapowiedział, że bank planuje w drugiej połowie 2011 zaprezentować cele finansowe na lata 2012-2014. W końcu, Jagiełło wskazał, że Zarząd banku nie zamierza rewidować w górę obecnej polityki dywidendowej z poziomu 40%. Oczekujemy, że w 2011 bank poprawi marżę odsetkową o 16pb. do 4,16% co przełoży się na 14% wzrost wyniku odsetkowego. Spodziewamy się również, że koszt ryzyka spadnie o 44pb do 114pb, co będzie skutkowało 19% spadkiem salda rezerw. W konsekwencji, prognozujemy wzrost zysku netto o 29% do 4,2 mld PLN. W końcu, oczekujemy, że bank wypłaci 40% zysku za 2010 w formie dywidendy, co przy obecnej cenie rynkowej daje yield na poziomie 2,4%.

BGK mógłby najwcześniej sprzedać swój pakiet w PKO BP w 3Q 2011

Wiceprezes BGK, Jerzy Krella, poinformował, że do sprzedaży udziału w PKO BP (10,2%) mogłoby najwcześniej dojść 4-5 miesięcy, czyli w 3Q 2011. Decyzja o sprzedaży będzie podejmowana w porozumieniu z Ministerstwem Finansów i Ministerstwem Skarbu Państwa. Chociaż taka decyzja nie została podjęta, Wiceprezes podkreśla, że założenia budżetowe (wartość dywidendy jaką BGK ma wypłacić z zysku za 2011) sugerują, że do takiej sprzedaży może dojść w 2011.

Ubezpieczyciele



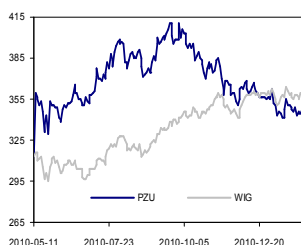
PZU (Akumuluj)

Cena bieżąca: 346,9 PLN Cena docelowa: 390 PLN

Analityk: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-13

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Składka brutto:	14 362,7	14 602,9	1,7%	15 236,4	4,3%	16 017,6	5,1%	Liczba akcji (mln)	86,4
majątkow a	8 023,7	8 065,6	0,5%	8 360,6	3,7%	8 798,1	5,2%	MC (cena bieżąca)	29 955,6
życiow a	6 340,8	6 537,2	3,1%	6 537,2	0,0%	6 875,7	5,2%	Free float	54,8%
Wynik techniczny	17 961,6	17 319,6	-3,6%	17 480,8	0,9%	18 374,1	5,1%		
Zysk brutto	4 565,8	2 792,1	-38,8%	3 077,4	10,2%	3 371,2	9,5%		
Zysk netto	3 762,9	2 261,6	-39,9%	2 492,7	10,2%	2 730,7	9,5%		
ROE	24,0%	19,0%		18,7%		18,6%		Zmiana ceny: 1m	-4,2%
P/E	8,0	13,2		12,0		11,0		Zmiana ceny: 6m	-9,2%
P/BV	2,7	2,4		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		11,8		17,3		Max (52 tyg.)	411,0
Dyielid (%)	0,0	0,0		3,4		5,0		Min (52 tyg.)	312,5



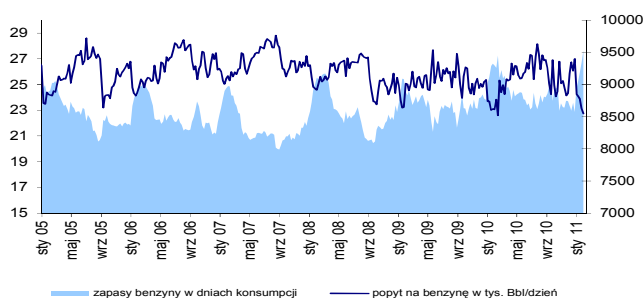
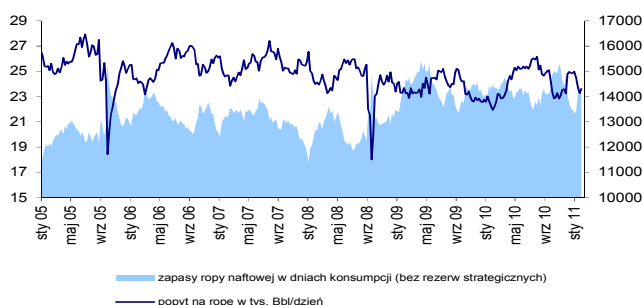
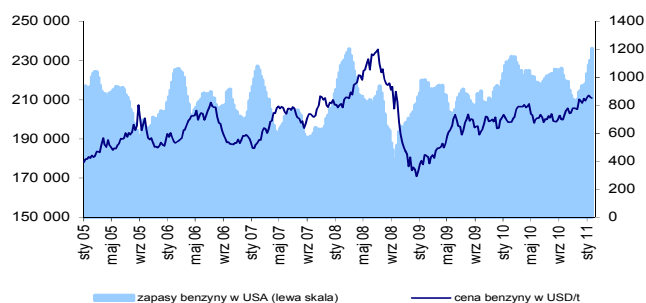
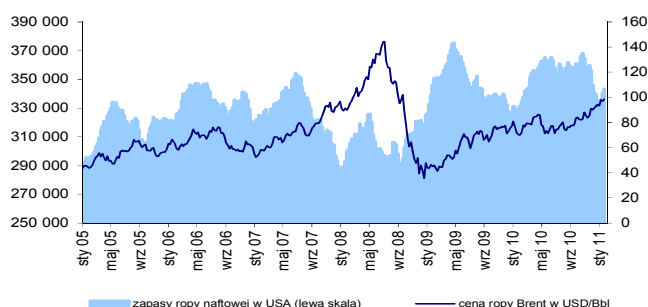
Podtrzymujemy rekomendację akumuluj na walory PZU i potwierdzamy naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 390 PLN. Uważamy, że rok 2011 będzie przede wszystkim rokiem poprawy rentowności w spółce majątkowej, wynikającej zarówno z poprawy szkodowości, jak i spadku kosztów administracyjnych. W konsekwencji, oczekujemy atrakcyjnego wzrostu zysku netto grupy o 10% R/R do 2,5 mld PLN. Ponadto zwracamy uwagę, że obecna relatywna wycena PZU jest atrakcyjna względem relatywnej wyceny banków. PZU jest notowane na 2011 P/E 12,0x z 26% premią do spółek z Europy Zachodniej, podczas gdy polskie banki na 2011 P/E 13,7x są notowane 41% powyżej banków z Europy Zachodniej.

Paliwa, chemia

Spadek dynamik konsumpcji r/r i wzrost zapasów

Zapasy ropy w USA w styczniu wzrosły o 2,3% co było bezpośrednio związane z ograniczeniem aktywności w rafineriach, które obniżyły wskaźnik wykorzystania mocy przerobowych z 87,8% do 83,9%. Było to odpowiedzią na słabnący popyt, co tylko częściowo można tłumaczyć warunkami pogodowymi. Konsumpcja benzyny była w ujęciu m/m niższa o 5,5%, a średnich destylatów o 4,8%. Jeśli chodzi o porównanie r/r to wyraźnie obniżyły się dynamiki liczone dla kroczącej średniej dla ostatniego miesiąca. W przypadku benzyny pod koniec stycznia było to tylko +0,6%, a w przypadku średnich destylatów dynamika była nawet ujemna (-0,3%), podczas gdy jeszcze miesiąc wcześniej te parametry wynosiły odpowiednio +2,8% i +3,8%, co potwierdza że rosnąca baza i rosnące ceny detaliczne będą utrudniać realizację wysokich prognoz konsensusu dotyczące popytu. W takich warunkach trudno oczekiwać poprawy rentowności przerobu z obecnych bardzo niskich poziomów.

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



Ciech (Kupuj)

Cena bieżąca: 23,8 PLN

Cena docelowa: 27,6 PLN

Analityk: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-23

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 684,2	3 981,7	8,1%	4 370,4	9,8%	4 391,4	0,5%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	365,1	363,5	-0,4%	499,1	37,3%	494,7	-0,9%	MC (cena bieżąca)	666,4
marża EBITDA	9,9%	9,1%		11,4%		11,3%		EV (cena bieżąca)	2 228,7
EBIT	135,0	123,9	-8,2%	258,6	108,7%	247,8	-4,2%	Free float	35,6%
Zysk netto	-85,5	13,4		92,2	587,5%	77,4	-16,0%		
P/E		49,7		7,2		8,6		Zmiana ceny: 1m	13,0%
P/CE	4,6	2,6		2,0		2,1		Zmiana ceny: 6m	3,6%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-7,0%
EV/EBITDA	6,1	6,2		4,5		4,4		Max (52 tyg.)	29,8
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,6



Akcje Ciechu po bardzo dobrym grudniu w styczniu ponownie zyskiwały, mimo zbliżającej się emisji akcji, co obok większego zainteresowania sektorem chemicznym zapewne miało związek z dyskontowaniem poprawiającej się sytuacji bilansowej Spółki, jak i ciekawych perspektyw dla segmentu sodowego w 2011 roku. W naszej opinii wzrost wolumenów, podwyżki cen oraz zaniżona baza z 1H'2010 dają szansę na poprawę wyniku segmentu w ujęciu r/r nawet o 175 mln PLN. Obniżenie długu netto i wskaźników zadłużenia do EBITDA pozwoli z kolei na zejście na niższe poziomy marży odsetkowej ponad WIBOR, nawet o 250-300 punktów bazowych, co oznaczałoby oszczędności rzędu 30-36 mln PLN. W naszej opinii Ciech jest obecnie najciekawszą inwestycją w sektorze i utrzymujemy rekomendację kupuj.

MSP weźmie udział w emisji

MSP zobowiązało się, iż skorzysta z przysługujących mu praw poboru i obejmie akcje Ciech nowej emisji. Tymczasem KNF zatwierdził prospekt emisyjny Spółki. Deklaracja definitywnie eliminuje ryzyko podaży praw poboru ze strony resortu.

Wstępna umowa z bankami

Ciech podpisał umowę mandatową z konsorcjum banków oraz EBOR, w której ustalone zostały ogólne warunki finansowania długoterminowego. Umowa dotyczy kredytów na łączną kwotę 1,2 mld PLN, w tym 739 mln PLN kredytu refinansowego terminowego, 100 mln PLN kredytu rewolwingowego, linia kredytowa na 11,7 mln EUR (na rzecz US Govora) oraz 300 mln PLN kredytu inwestycyjnego udzielonego przez EBOR. Zapadalność tych zobowiązań została ustalona na 31 marca 2016 roku, poza kredytem dla spółki rumuńskiej, który zapada 31 grudnia 2014 roku. Warunkiem zawieszającym dla tej umowy jest dojście do skutku emisji z prawem poboru. Umowa jest spełnieniem wcześniejszych zapowiedzi Zarządu i uwiarygodnia prowadzoną restrukturyzację zadłużenia.



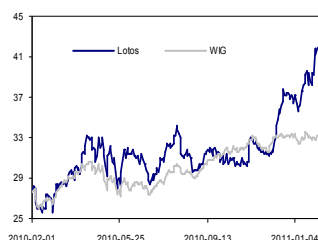
Lotos (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 42,06 PLN Cena docelowa: 28,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	14 321,0	18 898,0	32,0%	25 514,4	35,0%	26 803,0	5,1%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	704,6	1 106,4	57,0%	1 809,3	63,5%	2 109,9	16,6%	MC (cena bieżąca)	5 462,5
marża EBITDA	4,9%	5,9%		7,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)	11 463,7
EBIT	419,8	683,1	62,7%	1 060,3	55,2%	1 310,9	23,6%	Free float	46,8%
Zysk netto	900,8	759,8	-15,6%	505,0	-33,5%	941,4	86,4%		
P/E	6,1	7,2		10,8		5,8		Zmiana ceny: 1m	12,8%
P/CE	4,6	4,6		4,4		3,1		Zmiana ceny: 6m	27,5%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	57,5%
EV/EBITDA	15,4	10,4		6,3		5,2		Max (52 tyg.)	42,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	25,5



Lotos okazał się w styczniu najlepszą inwestycją z indeksu WIG20, co było pochodną rosnących cen ropy i dyferencjału oraz wypowiedzi Prezesa Olechnowicza na temat zysku netto w 2011 roku. W naszej opinii w obecnym niekorzystnym otoczeniu makro (słabe marże na paliwach, wzrost konkurencji w kraju i presją na premie lądową, pogarszające się cracki na asfaltach) osiągnięcie 1 mld PLN zysku netto na powtarzalnej działalności nie jest możliwe. Oczywiście przeszacowania kredytów przy umocnieniu dolara pozwoliłoby na wypracowanie takich rezultatów, ale taka sytuacja miała już miejsce w 3Q'2010 i nie stanowi to podstaw do podnoszenia wyceny Spółki. Dodatkowo dla naszych prognoz na 2011 pojawia się ryzyko w postaci możliwego opóźnienia uruchomienia projektu Yme, o którym informował operator złoża. Zwracamy również uwagę, że obserwowana ostatnio siła dyferencjału może bardzo szybko osłabnąć, gdyż w naszej opinii została wywołana przez rozpoczęte w połowie miesiąca przestoje remontowe na 8 platformach wydobywczych na Morzu Północnym (nałożyły się na siebie kilkutygodniowe remonty w Shell i Statoil), które wsparły notowania ropy Brent (premia do WTI powyżej 10 USD/Bbl). Z kolei wyniki za 4Q'2010 powinny potwierdzić naszą tezę, że bardzo dobry rezultat 3Q'2010 był w dużej mierze pochodną dodatnich operacyjnych różnic kursowych. Podtrzymujemy negatywną rekomendację.

Prezes o 1 mld PLN zysku netto

Prezes Paweł Olechnowicz w wywiadzie radiowym powiedział, że 1 mld PLN zysku netto w 2011 roku to zadanie do wykonania dla Zarządu, ale będzie to zależało od sytuacji na rynku. Wypowiedź Prezesa nie stanowi prognozy Spółki. Zwracamy uwagę, że zysk netto Lotosu przy 2 mld USD długu jest bardzo wrażliwy na poziom kursu USD/PLN (+/-10 groszy= +/-200 mln PLN wyniku na działalności finansowej), tak więc prognozowanie tej pozycji jest obciążone dużym ryzykiem. Przypominamy, że przy sprzyjających zmianach na rynku walutowym Spółka w 3Q'2010 zanotowała 1 mld PLN zysku netto, tak więc oczywiście jest to poziom do zrealizowania również w 2011 roku. Przy naszych założeniach dotyczących cen ropy i USD/PLN prognozujemy jednak na tym poziomie 505 mln PLN. Ważniejszy dla wyceny Spółki będzie w naszej opinii poziom EBIT LIFO, a w tym wypadku nasze prognozy zakładają poprawę r/r o 670 mln PLN, co wcale nie musi być łatwe do osiągnięcia przy obecnym otoczeniu makro.

Opóźnienie na Yme

Spółka Talisman, operator projektu Yme, poinformowała, że eksploatacja złoża rozpocznie się na początku drugiego półrocza, a nie jak wcześniej planowano pod koniec 1Q, co wynika z niekorzystnych warunków pogodowych. Przypominamy, że platforma, która miała być przetransportowana na złożo już w listopadzie nadal jest w porcie w Rosenborgu. W tym kontekście zamiast zakładanych 300 tys. ton ropy z tego projektu uda się wyprodukować w tym, roku tylko 200 tys. ton. Prognozy wyników dla Yme w tym roku należałoby obniżyć z 340 mln PLN EBITDA i 174 mln PLN EBIT na odpowiednio 227 mln PLN i 116 mln PLN.

Kontynuacja walki o Okęcie

Państwowe Porty Lotnicze zdecydowały o odebraniu Petrolotowi (spółka Orlenu i LOT-u) wyłączności na dzierżawę bocznicy kolejowej, którą dowożone jest paliwo na lotnisko Okęcie. Ma to pozwolić na wejście konkurencyjnej firmy Lotos Tank i przełamanie monopolu Orlenu. Jest to kontynuacja batalii Lotosu o wejście na polskie lotniska i kolejny obszar rynku paliwowego, w którym można oczekiwać spadku rekordowo wysokich marż. Przypominamy, że w tym roku Lotos po zwiększeniu mocy przerobowych będzie musiał uplasować nawet 1 mln ton dodatkowego paliwa lotniczego, co przy braku importu oznacza konieczność walki z Orlenem jeśli gdański koncern będzie chciał część tych wolumenów sprzedać w kraju.



Minister Grad o prywatyzacji

Minister skarbu Aleksander Grad powiedział, że jest zwolennikiem pełnej prywatyzacji Lotosu i w przyszłości nie wyklucza również sprzedaży akcji PKN Orlen. Deklaracja w sprawie Lotosu nie jest zaskoczeniem, choć nie jest do końca spójna z wcześniejszymi zapowiedziami premiera. Podtrzymujemy naszą opinię, że z politycznego punktu widzenia pełna prywatyzacja Lotosu jest mało prawdopodobna.



PGNiG (Kupuj)

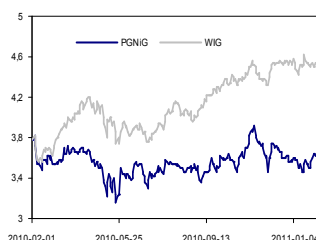
Cena bieżąca: 3,67 PLN

Cena docelowa: 4,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszc

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 290,4	21 492,9	11,4%	23 126,7	7,6%	23 926,7	3,5%	Liczba akcji (mIn)	5 900,0
EBITDA	2 830,0	3 712,9	31,2%	4 097,1	10,4%	5 097,1	24,4%	MC (cena bieżąca)	21 653,0
marża EBITDA	14,7%	17,3%		17,7%		21,3%		EV (cena bieżąca)	25 580,2
EBIT	1 333,8	2 249,1	68,6%	2 453,4	9,1%	3 193,0	30,1%	Free float	27,5%
Zysk netto	1 202,0	1 927,2	60,3%	1 733,7	-10,0%	2 088,4	20,5%		
P/E	18,0	11,2		12,5		10,4		Zmiana ceny: 1m	1,9%
P/CE	8,0	6,4		6,4		5,4		Zmiana ceny: 6m	4,3%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-1,3%
EV/EBITDA	7,9	6,3		6,2		4,8		Max (52 tyg.)	3,9
Dyid (%)	0,7	2,2		3,6		3,2		Min (52 tyg.)	3,2



Oczekiwane bardzo dobre wyniki za 4Q'2010 i spodziewane wbrew powszechnej opinii dobre rezultaty również w 1Q'2011 powinny w naszej opinii pozwolić na zmianę sentymentu do Spółki i zwrócenie przez rynek uwagi na znaczny potencjał tkwiący w kończonych właśnie projektach wydobywczych oraz infrastrukturalnych. Uwzględnienie w prognozach produkcji na szelfie norweskim, przychodów z magazynu Wierchowice oraz planowanego na połowę 2012 roku uruchomienia kopalni ropy LMG, będzie budować bardzo ciekawą perspektywę wyników i może zmienić profil inwestycyjny PGNiG ze spółki typowo defensywnej zależnej od taryfy URE na interesujący podmiot wydobywczy z bezpiecznymi przepływami z aktywów magazynowych i dystrybucyjnych. Dla naszych prognoz na lata 2011-2012 na EV/EBITDA Spółka jest notowana z dyskontem 18% i 29% do grupy porównawczej, a konsensus 2012 plasuje się 14% poniżej naszych szacunków. Zwracamy uwagę, że ogłoszone ostatnio przez Zarząd prognozy produkcji ropy i gazu na rok 2012 są bardziej optymistyczne od naszych założeń. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Prognozy wydobycia węglowodorów

Zarząd PGNiG przedstawił prognozy wydobycia ropy i gazu na lata 2011-12. Według tych założeń Spółka w tym roku wydobędzie 570 tys. ton ropy z czego 90 tys. ton będzie pochodzić z norweskiego szelfu, natomiast w 2012 roku będzie to 900 tys. ton, z czego 400 tys. ton w Norwegii. Produkcja gazu z kolei ma w 2011 roku sięgnąć 4,4 mld m³ (w tym 0,1 mld m³ w Norwegii), a w 2012 roku 4,7 mld m³ (z czego 0,4 mld m³ w Norwegii). W naszych prognozach dla projektu norweskiego zakładamy produkcję węglowodorów w latach 2011-12 na poziomie odpowiednio 1,5 mboe i 4,2 mboe, co po przeliczeniu prognoz Zarządu oznacza, że w tym roku PGNiG oczekuje około 12% niższej produkcji, a w 2012 roku 32% wyższej od naszych prognoz (my zakładaliśmy że nominalny poziom wydobycia złoże osiągnie dopiero w 2013 roku). Zwracamy również uwagę, że ogłoszone prognozy PGNiG wskazują na wzrost krajowej produkcji ropy w 2012 roku, którego my nie zakładamy. Jest to prawdopodobnie konsekwencja uruchomienia pod koniec roku kopalni LMG, która w naszych prognozach pojawia się dopiero w połowie 2013 roku.

Szacunki danych operacyjnych za 4Q

Z opublikowanego komunikatu wynika, że PGNiG sprzedało w 4Q'2010 4,4 mld m³ gazu ziemnego, co oznacza 10% wzrost w ujęciu r/r. Produkcja własna wyniosła w tym czasie 1,1 mld m³, co jest poziomem zbliżonym do zanotowanego w ubiegłym roku. Import gazu sięgnął w tym czasie 2,8 mld m³, a stan magazynów na koniec roku wynosił 0,82 mld m³. Na wysoką sprzedaż wpływ miały zapewne przede wszystkim niskie temperatury i wyższy konsumpcja gazu przez gospodarstwa domowe, co pozytywnie wpłynie również na segment dystrybucji.

Dyskonto w kontrakcie jamalskim 45 mln USD

Według prasowych doniesień dyskonto cenowe uzyskane przez PGNiG w ramach kontraktu jamalskiego w 4Q sięgnęło 45 mln USD. Bazując na komunikacie Spółki opublikowanym przy okazji podpisania aneksu do umowy z Gazpromem, szacowaliśmy skalę dyskonta w przedziale 120-150 mln PLN, tak więc informacja nie stanowi zaskoczenia. Przypominamy, że w naszych prognozach na 2010 nie uwzględnialiśmy tego profitu obawiając się, jak się okazało słusznie, że URE upomni się o ten rabat w taryfie. Tak też się stało i rabat który PGNiG prawdopodobnie zaksięguje w 4Q zostanie oddany klientom w 1Q wraz z zatwierdzoną obniżką taryfy o 3,2%.

Postępowanie antymonopolowe

UOKiK wszczął postępowanie antymonopolowe wobec PGNiG w sprawie nadużywania pozycji dominującej na krajowym rynku hurtowym gazu. Chodzi o odmowę sprzedaży gazu na zasadach umowy kompleksowej firmie Nowy Gaz. PGNiG odrzuciło te zarzuty i oświadczyło, że

nie odmówiło wspomnianej spółce zawarcia umowy, a spraw jest precedensowa i wymaga szczególnego przeanalizowania pod kątem formalnym, technicznym i ekonomicznym.

Koncesje zagraniczne w zamian za udziały w poszukiwaniu łupków

PGNiG prowadzi rozmowy z zagranicznymi koncernami (ENI, British Gas i Shell) na temat współpracy przy poszukiwaniu złóż gazu łupkowego w Polsce. Firmy te mogłyby uzyskać udziały w licencjach należących do PGNiG, w zamian za udziały w ich koncesjach zagranicznych na szelfie norweskim, Algierii czy Tunezji. Pomysł ciekawy, ale wstępna ocena będzie możliwa dopiero po finalizacji tych rozmów.

Pomysł zmian w systemie taryf przesyłowych

Przy okazji prac nad rozporządzeniem dostosowującym polski system taryfowy do wymogów unijnych URE zaproponował wprowadzenie stawek przesyłowych entry-exit, co będzie oznaczać, że opłaty będą pobierane zarówno przy wprowadzeniu jak i wyprowadzeniu gazu z systemu (obecnie opłatę pobiera się na wyjściu). Ma to pozwolić na uruchomienie rynkowych mechanizmów stymulujących rozwój infrastruktury przesyłowej w obszarach, gdzie jest na nią zapotrzebowanie. Może się to również wiązać z koniecznością wyodrębnienia kosztów przesyłu związanych z magazynowaniem, a więc będą one ponoszone przez tych odbiorców którzy z magazynów korzystają. Te zmiany niesłusznie naszym zdaniem są postrzegane jako zagrożenie dla PGNiG, gdyż tak naprawdę zwrot z infrastruktury jest regulowany i nie powinno to mieć wpływu na rentowność Spółki. Kluczowe z punktu widzenia PGNiG mogą być natomiast zmiany w systemie taryf obrotu, gdyż tak naprawdę w tym obszarze jest to warunkiem pojawienia się alternatywnych dostawców. Deregulacja rynku hurtowego musiałaby się wiązać z kolei z możliwością realizacji przez PGNiG pełnej marży wydobywczej na gazie ze złóż krajowych, co oznaczałoby wejście Spółki na znacznie wyższe poziomy rentowności.

Police chcą negocjować konwersję długów wobec PGNiG

Nowy Prezes Polic Krzysztof Jałosiński chciałby aby firma została wzmocniona przez inwestora jeszcze w tym roku. Potencjalnymi inwestorami mogłyby być ZA Puławy, Anwil czy ZA Tarnów. Zarząd będzie chciał również rozmawiać z PGNiG w sprawie konwersji 100 mln PLN zadłużenia na akcje Polic. Konwersja wierzytelności na akcje Polic przy aktualnym kursie byłaby negatywną informacją dla PGNiG. Można sobie co prawda wyobrazić, że koncern mógłby od razu spieniężyć otrzymany pakiet, ale przy znacznej zmienności notowań chemicznej spółki, ryzyko takiej transakcji oceniamy jako wysokie. Oczekujemy jednak, że podobnie jak w poprzednich negocjacjach, w których PGNiG nie zgodziło się na spłatę zaległych płatności w aktywach Polic, również tym razem nie dojdzie do porozumienia.

Komentarz do prywatyzacji SPEC i cen ropy

Wiceprezes Sławomir Hinc poinformował, że PGNiG przyjrzy się wystawionej na sprzedaż warszawskiej firmie ciepłowniczej SPEC, której wartość szacowana jest na 750 mln PLN. Jest to firma zajmująca się dystrybucją ciepła na terenie stolicy. PGNiG odniosło się również do obecnych trendów na rynku ropy, które według koncernu prowadzą nieuchronnie do podwyżek cen gazu. SPEC to typowa działalność infrastrukturalna bardzo bliska segmentowi dystrybucji PGNiG, tak więc, uważamy że pomysł przejęcia tych aktywów jest ciekawy. Jeśli chodzi o ceny gazu rosyjskiego, to rzeczywiście w 2Q'2011 ceny gazu rosyjskiego przy założeniu utrzymania się aktualnych cen ropy wzrosną w ujęciu dolarowym o około 7%, co przy utrzymaniu się obecnego kursu USD/PLN oznaczać będzie wzrost cen w PLN o niecałe 6%. W tym kontekście będą przesłanki do podwyżki taryfy. Zwracamy jednocześnie uwagę, że w 1Q'2011 mimo obniżki taryfy, spread na gazie importu dzięki umocnieniu złotego nie będzie istotnie odbiegał od tego z 4Q'2010, co przy sezonowo wysokich wolumenach pozwoli naszym zdaniem na wypracowanie bardzo dobrych wyników.



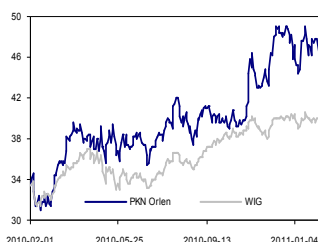
PKN Orlen (Redukuj)

Cena bieżąca: 46,55 PLN Cena docelowa: 40,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	67 928,0	82 211,0	21,0%	88 844,2	8,1%	94 943,6	6,9%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	3 665,0	5 216,2	42,3%	4 956,1	-5,0%	5 523,5	11,4%	MC (cena bieżąca)	19 909,9
marża EBITDA	5,4%	6,3%		5,6%		5,8%		EV (cena bieżąca)	33 217,8
EBIT	1 097,0	2 730,4	148,9%	2 131,2	-21,9%	2 650,5	24,4%	Free float	72,5%
Zysk netto	1 308,7	2 126,7	62,5%	1 915,8	-9,9%	2 177,4	13,7%		
P/E	15,2	9,4		10,4		9,1		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	5,1	4,3		4,2		3,9		Zmiana ceny: 6m	12,7%
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	41,9%
EV/EBITDA	9,0	6,2		6,7		5,8		Max (52 tyg.)	49,0
Dyid (%)	0,0	0,0		2,2		2,0		Min (52 tyg.)	31,1



Pozytywny sentyment do akcji Orlenu utrzymywał się również w styczniu, czemu sprzyjały dalsze wzrosty cen ropy oraz rozszerzenie dyferencjału Ural/Brent powyżej 3 USD/Bbl. W naszej opinii drogi surowiec powoli będzie odbijał się czkawką w sektorze poprzez dalszą presję na słabe marże rafinerijne i spadek wolumenów oraz marż w detalu (dane za styczeń w Polsce pokazują spadek sprzedaży na stacjach o 10% przy rekordowych cenach paliw). Siła dyferencjału z kolei może bardzo szybko osłabnąć, gdyż w naszej opinii została wywołana przez rozpoczęcie w połowie miesiąca przestoje remontowe na 8 platformach wydobywczych na Morzu Północnym (nałożyły się na siebie kilkutygodniowe remonty w Shell i Statoil), które wsparły notowania ropy Brent (premia do WTI powyżej 10 USD/Bbl). Pojawiające się na rynku oczekiwania co do wyników EBITDA Orlenu w tym roku na poziomie 5,8 mld PLN oceniamy jako bardzo ambitne, gdyż implikują one poprawę wyniku wg LIFO aż o 1,6 mld PLN co przy obecnym otoczeniu makro i rosnącej konkurencji w kraju wydaje się bardzo trudne do realizacji. Podtrzymujemy negatywną rekomendację.

Szacunkowe wyniki za 4Q

PKN Orlen szacuje, że wynik operacyjny za 4Q'2010 przekroczy 700 mln PLN, z czego 500 mln PLN będzie stanowił efekt LIFO. Jednocześnie Spółka zasygnalizowała, że negatywnie EBIT za ten okres będzie obciążony odpisami aktywów na kwotę -300 mln PLN i po uwzględnieniu rozwiązania rezerw na +100 mln PLN, wpływ jednorazowych czynników sięgnie -200 mln PLN. Ostatecznie więc EBIT LIFO powinien przekroczyć 400 mln PLN vs. 171 mln PLN przed rokiem. Poprawa to głównie efekt poprawy makro oraz wyższego przerobu ropy (+14%) i wolumenów sprzedaży (+8%). Po uwzględnieniu salda na działalności finansowej, zysk netto można szacować na około 550 mln PLN. Wyniki te w kontekście pojawiających się coraz bardziej optymistycznych oczekiwań oceniamy raczej jako lekkie rozczarowanie. Zwracamy uwagę, że wyższe wolumeny to prawdopodobnie efekt październikowych strajków we Francji i podobnego wykorzystania mocy nie należy się spodziewać w 1Q'2011. Warto zauważyć, że poprawa EBIT LIFO r/r była relatywnie niewielka biorąc pod uwagę skokową poprawę cracków na dieslu oraz poprawę na wolumenach (przerób był nawet wyższy niż w sezonowo najlepszym 3Q, a sprzedaż tylko o 2,8% niższa q/q), co potwierdza naszą tezę, że na wynikach będą ciążyły rosnące koszty zużycia własnych, spadek marży detalicznej oraz słabe benchmarkowe marże rafinerijne i petrochemiczne. Częściowo można słabszy wynik tłumaczyć niższymi uzyskami paliw, ale przecież w 2011 roku przestoje remontowe również będą miały miejsce.

Planowane nakłady na poszukiwania

PKN Orlen w najbliższych 3 latach na poszukiwania węglowodorów w kraju i za granicą chce przeznaczyć 420 mln PLN. Prowadzone w ramach tego programu projekty to: poszukiwania na szelfie łotewskim wraz z Kuwait Energy Company (2 koncesje, pierwsze odwierty na przełomie 2011 i 2012 roku), licencja w okolicach Sierakowa wraz z PGNiG (szacunkowe zasoby to 26 mln baryłek ropy, w tym roku 3 odwierty) oraz 5 koncesji na gaz łupkowy.

Umowa z BP na 5,5 mld PLN

Orlen podpisał umowę na dostawy pali do sieci BP w 2011 roku o wartości 5,5 mld PLN. Uwzględniając podpisane wcześniej kontrakty ze Statoil i Lukoil oraz kontynuowaną umowę z Neste udział Orlenu w dostawach do dużych sieci spadł z 65% do 60% kosztem Lotosu. Podtrzymujemy naszą opinię, iż obserwowana na początku roku rywalizacja obu koncernów o kontrakty może przełożyć się na spadek rekordowo wysokiej premii łądowej.

Kontynuacja walki o Okęcie

Państwowe Porty Lotnicze zdecydowały o odebraniu Petrolotowi (spółka Orlenu i LOT-u) wyłączności na dzierżawę bocznicy kolejowej, którą dowożone jest paliwo na lotnisko Okęcie.



Ma to pozwolić na wejście konkurencyjnej firmy Lotos Tank i przełamanie monopolu Orlenu. Jest to kontynuacja batalii Lotosu o wejście na polskie lotniska i kolejny obszar rynku paliwowego, w którym można oczekiwać spadku rekordowych marż.



Police (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 9,02 PLN

Cena docelowa: 5,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 485,6	1 919,9	29,2%	2 168,7	13,0%	2 222,2	2,5%	Liczba akcji (mIn)	75,0
EBITDA	-327,4	70,5		123,5	75,2%	124,5	0,9%	MC (cena bieżąca)	676,5
marża EBITDA	-22,0%	3,7%		5,7%		5,6%		EV (cena bieżąca)	1 023,1
EBIT	-407,5	-6,1	-98,5%	50,5		54,2	7,2%	Free float	26,2%
Zysk netto	-422,1	-12,3	-97,1%	25,9		31,4	21,3%		
P/E				26,1		21,6		Zmiana ceny: 1m	18,7%
P/CE		10,5		6,8		6,6		Zmiana ceny: 6m	48,1%
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	52,9%
EV/EBITDA		14,7		8,3		7,9		Max (52 tyg.)	11,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,6



Entuzjazm na kursie Polic, który od początku roku zyskał 26,5% nie jest w naszej opinii uzasadniony. Spółka z dużym bagażem zobowiązań wyceniana jest obecnie powyżej mniej ryzykownych konkurentów krajowych, tymczasem w naszej opinii Police nadal znajdują się w mało komfortowej sytuacji, zarówno jeśli chodzi o bilans, jak i perspektywę presji na marżę w 2011 roku (wzrost cen podstawowych surowców) przy braku potencjału do istotnych wzrostów cen produktów budujących tradycyjny w Policach „efekt LIFO” na zapasach. Przy stałych w ostatnich tygodniach notowaniach DAP obserwujemy znaczne wzrosty cen siarki i soli potasowej, które będą zauważalne w wynikach za 1Q. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Proces prywatyzacyjny anulowany

Resort skarbu zdecydował o anulowaniu toczącego się procesu prywatyzacyjnego Polic i ZA Puławy z uwagi na brak satysfakcjonujących ofert oraz pozytywne zmiany w otoczeniu zewnętrznym tych podmiotów. Oferty mają być wznowione jeszcze w tym roku.

Police chcą negocjować konwersję długów wobec PGNiG

Nowy Prezes Polic Krzysztof Jałosiński chciałby aby firma została wzmocniona przez inwestora jeszcze w tym roku. Potencjalnymi inwestorami mogłyby być ZA Puławy, Anwil czy ZA Tarnów. Zarząd będzie chciał również rozmawiać z PGNiG w sprawie konwersji 100 mln PLN zadłużenia na akcje Polic. Oczekujemy, że podobnie jak w poprzednich negocjacjach w których PGNiG nie zgodziło się na spłatę zaległych płatności w aktywach Polic, również tym razem nie dojdzie do porozumienia.



ZA Puławy (Trzymaj)

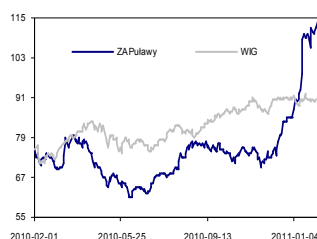
Cena bieżąca: 114 PLN

Cena docelowa: 106,1 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

(mIn PLN)	2009/10	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 055,9	2 587,8	25,9%	2 894,5	11,8%	2 949,2	1,9%	Liczba akcji (mln)	19,1
EBITDA	82,2	246,6	200,1%	351,3	42,5%	357,7	1,8%	MC (cena bieżąca)	2 179,1
marża EBITDA	4,0%	9,5%		12,1%		12,1%		EV (cena bieżąca)	2 300,4
EBIT	15,2	161,5	963,7%	240,3	48,8%	239,9	-0,2%	Free float	29,0%
Zysk netto	35,5	130,8	268,1%	189,0	44,5%	193,4	2,3%		
P/E	61,3	16,7		11,5		11,3		Zmiana ceny: 1m	30,1%
P/CE	21,3	10,1		7,3		7,0		Zmiana ceny: 6m	53,0%
P/BV	1,3	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	55,5%
EV/EBITDA	25,4	9,1		6,5		6,2		Max (52 tyg.)	114,0
Dyid (%)	7,1	0,9		3,0		4,3		Min (52 tyg.)	61,1



Na fali poprawy sentymentu do całego sektora chemicznego akcje ZAP wzrosły w styczniu o 30% i w naszej opinii wyczerpały średnioterminowy potencjał wzrostowy, stąd obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj. Perspektywa wyników w najbliższych kwartałach wygląda jednak bardzo obiecująco, szczególnie po fatalnym raporcie za ostatni kwartał, tak więc, uważamy że z realizacją zysków można jeszcze poczekać. Nie zakładamy jednak, że ostatnie wzrosty cen na rynku nawozowym to początek nowej hossy w sektorze i jeśli tylko okaże się, że podaż ziarna w nowym sezonie ma szansę się odbudować przy braku ekstremalnych zjawisk pogodowych jakie miały miejsce w poprzednim roku, należy spodziewać się znacznej korekty na produktach ZAP. Relacja podaży-popytu na globalnym rynku nawozowym jest bowiem na bardzo bezpiecznym poziomie z uwagi na uruchamianie właśnie nowe moce wytwórcze, które są pochodną poprzedniej hossy. Brakuje natomiast motoru wzrostu popytu, jaki pojawił się w 2007 roku za sprawą rodzącego się rynku biopaliw.

Proces prywatyzacyjny anulowany

Resort skarbu zdecydował o anulowaniu toczącego się procesu prywatyzacyjnego Polic i ZA Puławy z uwagi na brak satysfakcjonujących ofert oraz pozytywne zmiany w otoczeniu zewnętrznym tych podmiotów. Oferty mają być wznowione jeszcze w tym roku. Decyzja oczekiwana. Zmniejsza ono ryzyko akwizycji Polic przez ZAP, co powinno wspierać kurs ZAP.

Cła antidumpingowe na kaprolaktam w Chinach

Chiny zatwierdziły tymczasowe cła antidumpingowe na kaprolaktam importowany z USA i Europy. Obciążenia w zależności od producenta wahają się od 4,3% do 25,5%. W przypadku ZA Puławy cło ustalono na 15,5%, a w przypadku ZA Tarnów 20,4%. Tymczasem dla DSM wyniesie ono 8-11% (w zależności od lokalizacji), a dla BASF 12,1%. Przypominamy, że Chiny konsumują rocznie około 1,2 mln ton kaprolaktamu z czego tylko 0,5 mln ton jest produkowane lokalnie. Cła mają charakter tymczasowy i prawdopodobnie będą obowiązywać przez najbliższe 6 miesięcy. Po tym okresie zostanie podjęta decyzja o instrumentach długoterminowych. W naszej opinii wprowadzenie tych obciążeń wpłynie na spadek rekordowych obecnie marż na kaprolaktamie, co uwzględniamy w naszym modelu wyceny ZA Puławy. W grudniu 2010 syntetyczny spread kaprolaktam vs. benzen sięgał 1700 USD/t, podczas gdy w naszych prognozach zakładamy poziom 1440 USD/t.

Energetyka

Uwolnienie taryfy G jeszcze w tym roku?

Prasa donosi, że z uwagi na zmianę na stanowisku szefa URE oraz planowane uchwalenie nowych przepisów, wejściem w życie systemu ochrony wrażliwych klientów (preferencyjne opłaty dla najbiedniejszych finansowane z wyższych podatków po podwyżce cen prądu) i rozszerzeniu uprawnień regulatora, jeszcze w drugim półroczu tego roku możliwe będzie uwolnienie cen dla gospodarstw domowych. W naszej opinii tak szybka finalizacja tego procesu jest mało prawdopodobna, tym bardziej w okresie wyborczym. Przypominamy, że obecnie koncerny tracą na sprzedaży energii do gospodarstw domowych z uwagi na zaniżaną przez URE cenę hurtową prądu uwzględnianą w taryfie. Szacujemy, że roczna strata z tego tytułu dla Enei wynosi 66 mln PLN, PGE 132 mln PLN, a dla Tauronu 113 mln PLN. Uwolnienie cen nie oznacza jednak, że o tyle poprawią się wyniki tych koncernów, gdyż można oczekiwać wzrostu konkurencji i obniżenia cenników dla odbiorców biznesowych.

MSP o prywatyzacji i podaży akcji

Resort skarbu zapowiedział, że chce do końca 1Q wybrać inwestora dla Enei jeśli oczywiście oferta będzie satysfakcjonująca. W najbliższym czasie nie zamierza natomiast pozbywać się akcji Tauronu mimo wygaśnięcia lock-upu. Te wypowiedzi nie wnoszą nic nowego. Przypominamy, że w przypadku Tauronu MSP mogło już wcześniej sprzedawać akcje jakie otrzymało w ramach transakcji wniesienia aportem udziałów mniejszościowych w spółkach zależnych. Wcześniej tego typu deklaracje często nie były dotrzymywane, więc rynek teraz raczej będzie podchodził do nich ostrożnie. W przypadku PGE teoretycznie obowiązuje lock-up ustalony przy ostatniej sprzedaży pakietowej.

Wzrost zapotrzebowania na energię w grudniu o 6,5%

W grudniu zapotrzebowanie na energię w Polsce sięgnęło rekordowych poziomów notując wzrost r/r o 6,5%. Oczywiście taka dynamika to konsekwencja niskich temperatur i trudno przenosić te trendy na kolejne miesiące. Na pewno jednak znajdzie to odzwierciedlenie w wynikach finansowych spółek za 4Q, zarówno poprzez wyższą produkcję (przede wszystkim w elektrowniach na węgiel kamienny) jak i wolumeny w dystrybucji. Wsparciem będą też wysokie grudniowe ceny spotowe, które średnio wynosiły 223 PLN/MWh. W rozbiciu na źródła energii warto odnotować w grudniu znaczny wzrost produkcji w elektrowniach węglowych (+12,9% r/r) przy jednoczesnym spadku wolumenów w elektrowniach na węgiel brunatny (-7,8% r/r), co ma związek z planowanym wyłączeniem z eksploatacji jednego z bloków w Elektrowni Turów o mocy 208 MW oraz modernizacją 2 bloków 370 MW w Elektrowni Bełchatów (jeden rozpoczął się w kwietniu 2010 i potrwa do marca 2011, a drugi rozpoczął się sierpniu 2010 i zakończy się w sierpniu 2011).



CEZ (Trzymaj)

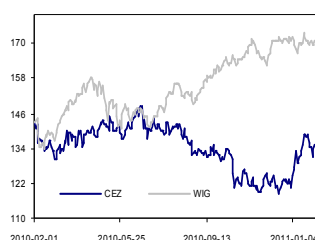
Cena bieżąca: 134 PLN

Cena docelowa: 129,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-29

(mIn CZK)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	196 352,0	198 726,0	1,2%	200 950,5	1,1%	213 791,8	6,4%	Liczba akcji (mIn)	538,0
EBITDA	91 075,0	88 200,3	-3,2%	86 396,5	-2,0%	92 612,8	7,2%	MC (cena bieżąca)	72 090,6
marża EBITDA	46,4%	44,4%		43,0%		43,3%		EV (cena bieżąca)	100 506,7
EBIT	68 199,0	64 895,3	-4,8%	61 787,1	-4,8%	67 383,8	9,1%	Free float	29,3%
Zysk netto	51 547,0	49 503,6	-4,0%	45 863,3	-7,4%	50 293,6	9,7%		
P/E	8,6	9,0		9,7		8,8		Zmiana ceny: 1m	7,2%
P/CE	6,0	6,1		6,3		5,9		Zmiana ceny: 6m	-5,6%
P/BV	2,2	2,0		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	-1,2%
EV/EBITDA	6,4	6,8		7,2		6,8		Max (52 tyg.)	148,8
Dyid (%)	6,0	6,4		6,2		5,7		Min (52 tyg.)	118,7



Notowania CEZ w styczniu wyróżniały się bardzo pozytywnie zarówno na tle sektora, jak i szerokiego indeksu, aczkolwiek poza korektą wcześniejszego ruchu spadkowego nie widzimy szczególnych fundamentalnych powodów dla takiego zachowania się kursu. Ceny energii w Niemczech pozostają na niskich poziomach i trudno w kontekście strukturalnej nadpodaży oczekiwać istotnych zmian w tym zakresie, a przed czeskim koncernem rok słabszych wyników po niekorzystnych decyzjach czeskiego rządu. W styczniu rosły co prawda ceny uprawnień do emisji CO₂ (+5%), ale w naszej opinii po wprowadzeniu w Czechach podatku od darmowych certyfikatów i zasygnalizowania zmian w systemie derogacji po 2013 roku, CEZ nie stanowi już szczególnej ekspozycji na takie tendencje. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Zarząd negocjuje sprzedaż tureckich aktywów?

Według nieoficjalnych informacji, CEZ negocjuje ze swoim tureckim partnerem Akkok Group sprzedaż posiadanych w tym kraju aktywów. Tego typu doniesienia pojawiały się już wcześniej i CEZ je dementował. Wartość udziałów w spółce dystrybucyjnej SEDAS oraz Akenerji posiadanych przez czeski koncern można szacować na około 12 mld CZK i taką kwotę uwzględniamy w naszej wycenie CEZ.



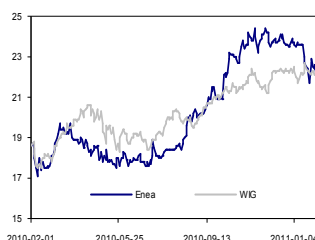
Enea (Redukuj)

Cena bieżąca: 22,05 PLN Cena docelowa: 21,43 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 167,3	7 629,3	6,4%	7 882,6	3,3%	8 458,3	7,3%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 167,0	1 371,6	17,5%	1 417,4	3,3%	1 610,2	13,6%	MC (cena bieżąca)	9 733,8
marża EBITDA	16,3%	18,0%		18,0%		19,0%		EV (cena bieżąca)	8 535,8
EBIT	505,6	699,4	38,3%	725,5	3,7%	900,3	24,1%	Free float	18,4%
Zysk netto	513,6	654,4	27,4%	676,3	3,3%	762,4	12,7%		
P/E	19,0	14,9		14,4		12,8		Zmiana ceny: 1m	-7,0%
P/CE	8,3	7,3		7,1		6,6		Zmiana ceny: 6m	18,2%
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	22,6%
EV/EBITDA	7,7	5,4		6,0		6,3		Max (52 tyg.)	24,4
Dyid (%)	2,1	1,7		3,4		2,8		Min (52 tyg.)	17,1



Wejście akcji pracowniczych do obrotu oraz rozczarowujące doniesienia z negocjacji prywatyzacyjnych spowodowały, że w styczniu Enea była najgorszą spółką z sektora energetycznego. Nadal pozostaje jednak najmniej atrakcyjna pod względem wskaźnika EV/EBITDA i dlatego utrzymujemy negatywną rekomendację. Zwracamy uwagę, że segment dystrybucji, na który Enea stanowi największą ekspozycję nie będzie już w tym roku motorem zysków z uwagi zarówno na zawyżoną bazę (w 2010 roku przy wyższych niż zakładane w taryfie wolumenach spółki były w stanie generować dodatkowe przychody), jak i ambitny cel zwiększenia wolumenów w ujęciu r/r o 2,4%, który wcale nie musi być łatwy do osiągnięcia.

Minister o toczących się negocjacjach z EdF

Minister skarbu Aleksander Grad przyznał, że negocjacje prywatyzacyjne z EdF są trudne, ale liczy że proces mógłby się zakończyć jeszcze w 1Q. Według nieoficjalnych doniesień osi sporu obydwu stron są zobowiązania inwestycyjne jakie MSP chce nałożyć na nowego inwestora. Podobno francuski koncern nie chce złożyć deklaracji o bezwarunkowej realizacji projektu budowy nowych bloków węglowych w Elektrowni Kozienice. Naszym zdaniem po fiasku rozmów z Kulczyk Investments, który oferował prawdopodobnie najwyższą cenę (prasa spekulowała o 25 PLN za akcję) siła negocjacyjna MSP się obniżyła i trudno oczekiwać spektakularnych rozstrzygnięć rozmów z EdF.

Akcje pracownicze trafiły do obrotu

Zgodnie z decyzją GPW w dniu 21 stycznia do obrotu weszło 8,1 mln akcji Enei o wartości rynkowej 178 mln PLN. Są to akcje przyznane w procesie prywatyzacji pracownikom Elektrowni Kozienice, których obowiązywał lock-up.



PGE (Kupuj)

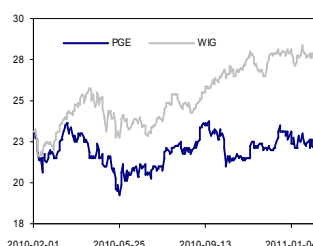
Cena bieżąca: 22,5 PLN

Cena docelowa: 26,73 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	21 623,4	21 029,7	-2,7%	22 398,2	6,5%	24 499,9	9,4%	Liczba akcji (mIn)	1 869,8
EBITDA	7 983,4	6 995,8	-12,4%	7 984,6	14,1%	9 083,4	13,8%	MC (cena bieżąca)	42 070,1
marża EBITDA	36,9%	33,3%		35,6%		37,1%		EV (cena bieżąca)	45 712,7
EBIT	5 344,7	4 288,2	-19,8%	5 090,0	18,7%	5 967,5	17,2%	Free float	30,7%
Zysk netto	3 370,7	3 124,5	-7,3%	3 774,5	20,8%	4 208,4	11,5%		
P/E	11,5	13,5		11,1		10,0		Zmiana ceny: 1m	-3,7%
P/CE	6,5	7,2		6,3		5,7		Zmiana ceny: 6m	-0,5%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-2,0%
EV/EBITDA	5,5	6,3		5,7		5,8		Max (52 tyg.)	24,0
Dyid (%)	3,2	3,1		3,7		4,5		Min (52 tyg.)	19,7



Brak zgody UOKiK na transakcję przejęcia Energi wbrew naszym oczekiwaniom wywołał negatywną reakcję rynku, mimo dużego ryzyka związanego z tą akwizycją wynikającą z możliwych zmian w systemie wsparcia OZE. Obecnie na horyzoncie nie widzimy w krótkim terminie innych potencjalnych czynników mogących wesprzeć kurs PGE. Kolejne wypowiedzi MSP w sprawie potencjalnej podaży tylko pogarszają sentyment do Spółki (ostatnia deklaracja mówi, iż resort sprzeda pakiet jeśli kurs wzrośnie). W średnim terminie katalizatorem dla notowań mogłyby być wyniki za 2Q'2011 uwzględniające już nowy blok w Bełchatowie, ale to jest dopiero perspektywa sierpnia. Spółka mogłaby też reagować na ewentualne wzrosty cen na rynku terminowym w kontraktach na rok 2012. W tym kontekście warto obserwować rozwój platform giełdowych energii, które zamierzają wprowadzić do obrotu finansowe kontrakty na energię.

Brak zgody UOKiK na przejęcie Energi

UOKiK nie wydał zgody na przejęcie Energi przez PGE. Spółka odwołała się od tej decyzji do Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów. Transakcja ta pozwalałaby na zbudowanie dodatkowej wartości dla akcjonariuszy poprzez stworzenie na bazie Energi koncernu skoncentrowanego na OZE bez obciążenia ryzykiem CO₂, ale wszystko wskazuje na to że planowane zmiany w systemie wsparcia dla zielonej energii (szczególnie ze starych elektrowni wodnych) uniemożliwią realizację takiego scenariusza i wpłyną negatywnie na wyniki tej spółki w przyszłości (elektrownia przepływowa we Włocławku generuje 30% EBITDA). Wobec zobowiązań o utrzymaniu odrębności Energi i jej upublicznieniu nie widzimy potencjału do uzyskania istotnych synergii kosztowych poprzez tę akwizycję. W tym kontekście decyzja urzędu jest naszym zdaniem pozytywna dla akcjonariuszy PGE.



Tauron (Kupuj)

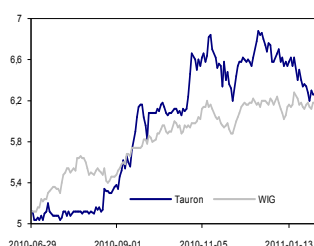
Cena bieżąca: 6,26 PLN

Cena docelowa: 8,87 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 633,6	13 867,4	1,7%	14 688,7	5,9%	15 853,2	7,9%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	2 580,8	2 653,3	2,8%	2 833,8	6,8%	3 183,0	12,3%	MC (cena bieżąca)	10 971,0
marża EBITDA	18,9%	19,1%		19,3%		20,1%		EV (cena bieżąca)	12 872,9
EBIT	1 259,7	1 259,6	0,0%	1 361,1	8,1%	1 609,5	18,2%	Free float	58,7%
Zysk netto	732,4	906,5	23,8%	918,9	1,4%	1 068,5	16,3%		
P/E	13,3	12,1		11,9		10,3		Zmiana ceny: 1m	-5,9%
P/CE	4,7	4,8		4,6		4,2		Zmiana ceny: 6m	22,5%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	5,0	4,6		4,5		4,4		Max (52 tyg.)	6,9
Dyid (%)	0,6	0,0		2,5		2,5		Min (52 tyg.)	5,0



Słabsze zachowanie kursu Tauronu w styczniu to efekt plotki o rzekomej sprzedaży pakietu przez MSP. W naszej opinii wydaje się to mało prawdopodobne (jest to ostatni pakiet jaki resort może sprzedać zachowując pełną kontrolę nad Spółką), a dodatkowo ryzyko to zmniejszają pogłoski o tym że nabywcą mógłby być KGHM. W naszej opinii inwestorzy nadal powinni przeważać w portfelu akcje tego koncernu, który choć nie oferuje znacznych wzrostów wyników finansowych to jest nadal najtańszą ekspozycją na energetykę (na lata 2011-12 wskaźnik EV/EBITDA implikuje 25-30% dyskonta do grupy porównawczej). Ponadto gwarantuje wysoki poziom przepływów pieniężnych i może zaskoczyć efektami prowadzonego programu restrukturyzacji. Bardzo interesujące mogą być także planowane w tym roku akwizycje (kopalnie i aktywa Vattenfall). Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Spekulacje o sprzedaży pakietu przez MSP

Minister skarbu zapowiedział co prawda w styczniu, że nie zamierza w tym roku sprzedawać akcji Tauronu, ale w związku z wygaśnięciem lock-upu rynek spekuluje o pojawieniu się podaży pakietu MSP na rynku. Po uwzględnieniu planowanej transakcji odkupienia mniejszościowych udziałów w PKW z Kompanią Węglową (wraz z kopalnią Bolesław Śmiały), która oznacza rozwodnienie rzędu 5,2-5,7%, MSP aby utrzymać pakiet gwarantujący większość w RN, teoretycznie może sprzedać na rynku 15% akcji. Obecnie pojawiły się jednak koncepcje, że to KGHM może zwiększyć swoje udziały w Tauronie dokupując akcje od resortu skarbu. Taki scenariusz eliminowałby dyskontowane dzisiaj ryzyko podaży do inwestorów finansowych.

Telekomunikacja



Netia (Trzymaj)

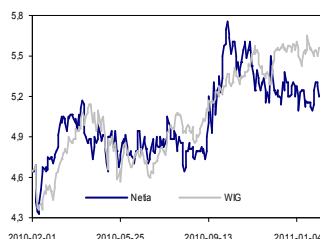
Cena bieżąca: 5,21 PLN

Cena docelowa: 5,4 PLN

Analityk: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 505,9	1 555,9	3,3%	1 614,0	3,7%	1 685,0	4,4%	Liczba akcji (mln)	389,3
EBITDA	312,8	358,8	14,7%	381,4	6,3%	398,2	4,4%	MC (cena bieżąca)	2 028,5
marża EBITDA	20,8%	23,1%		23,6%		23,6%		EV (cena bieżąca)	1 629,0
EBIT	14,2	70,1	392,7%	104,1	48,4%	132,0	26,8%	Free float	55,0%
Zysk netto	88,7	75,2	-15,2%	109,3	45,3%	139,0	27,2%		
P/E	22,9	27,0		18,6		14,6		Zmiana ceny: 1m	-1,3%
P/CE	5,2	5,6		5,2		5,0		Zmiana ceny: 6m	7,2%
P/BV	1,1	1,1		1,1		1,2		Zmiana ceny: 12m	17,9%
EV/EBITDA	5,7	4,8		4,3		3,8		Max (52 tyg.)	5,8
Dyid (%)	0,0	0,0		3,7		5,4		Min (52 tyg.)	4,3



Podtrzymujemy nasze dotychczasowe prognozy dla spółki. Utrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową 5,4 PLN za akcję. Na poziomie operacyjnym Netia ma przed sobą trudniejszy rok niż poprzedni, kiedy regulacje rynkowe ułatwiały jej i innym operatorom alternatywnym zagarnianie rynku dostępu do Internetu kosztem TPSA. Regulacje się zmieniły na niekorzyść spółki, a dodatkowo TPSA realizuje w tym obszarze szeroko zakrojone inwestycje. Dodatkowo na rynek wchodzi nowy operator, którego właścicielem jest Z. Solorz – właściciel Polsatu Cyfrowego (PC). Nowy podmiot będzie opierał swoją strategię na technologii LTE i wykorzystywał bazę abonentką PC. Te czynniki będą wywierały presję na marżę. W 2011 roku spółka nadal będzie korzystała z efektu przetrzucania klientów z BSA/WLR na LLU, co obniży koszty operacyjne. Czynnikiem, który może pozytywnie wpływać na zachowanie kursu jest jednorazowa dywidenda, jaką spółka może wypłacić w przypadku niezrealizowania akwizycji (300 mln PLN, DY 14,5%).

Wyniki 2011

Oczekujemy 3,7% wzrostu przychodów, głównie za sprawą wzrostu przychodów z transmisji danych, jako efektu wzrostu bazy abonenckiej z poprzednich okresów. W br. spodziewamy się, że baza abonencka będzie rosła istotnie wolniej, co jednak będzie obniżało bieżące koszty pozyskania abonenta i pozwoli na wygenerowanie wysokiej – 23,6% marży EBITDA (bez żadnych zdarzeń jednorazowych). Zysk netto spółki wzrośnie do 109 mln PLN, co przy obecnej cenie implikuje P/E na poziomie 18,6 i EV/EBITDA w wysokości 4,3.

Długoterminowa prognoza

Spółka zakłada w latach 2012-2020 ponad 2% wzrost przychodów rocznie i marżę EBITDA w przedziale 26-28%. Zarząd oczekuje wzrostu udziału w rynku usług stacjonarnych z poziomu 11,5% do co najmniej 15%. W naszych prognozach jesteśmy bardziej konserwatywni, ze względu na zakładaną wysoką konkurencję w głównych obszarach wzrostu Netii. Zakładamy, że w omawianym okresie przychody będą rosły średniorocznie w przedziale 0,5-1,0% a marża EBITDA wyniesie 23,5%.



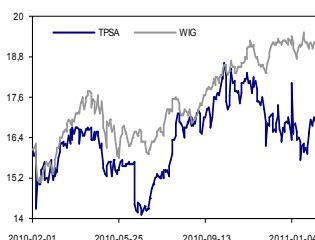
TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,81 PLN Cena docelowa: 17,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-01

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 560,0	15 716,2	-5,1%	15 483,4	-1,5%	15 395,2	-0,6%	Liczba akcji (mIn)	1 335,6
EBITDA	6 246,0	4 734,0	-24,2%	5 787,3	22,3%	5 874,1	1,5%	MC (cena bieżąca)	22 452,3
marża EBITDA	37,7%	30,1%		37,4%		38,2%		EV (cena bieżąca)	27 279,7
EBIT	2 096,0	947,0	-54,8%	2 059,9	117,5%	2 204,4	7,0%	Free float	45,0%
Zysk netto	1 280,0	166,4	-87,0%	1 283,5	671,2%	1 394,6	8,7%		
P/E	17,5	134,9		17,5		16,1		Zmiana ceny: 1m	-6,6%
P/CE	4,1	5,7		4,5		4,4		Zmiana ceny: 6m	-1,8%
P/BV	1,4	1,5		1,6		1,7		Zmiana ceny: 12m	17,7%
EV/EBITDA	4,3	5,7		4,7		4,6		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	8,9	8,9		8,9		8,9		Min (52 tyg.)	14,1



Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji spółki. Przy obecnej cenie DY oferowany akcjonariuszom przez TP wynosi 8,85%, przy średniej dla operatorów europejskich na poziomie 6,6%. Wszystko wskazuje na to, że TP sprzeda za dobrą cenę Emitela, co pozwoli na wypłatę dywidendy bez konieczności zadłużania się nawet w scenariuszu konieczności spłaty DPTG. Począwszy od 4Q'10 oczekujemy, że TP zacznie odbudowywać bazę klientów Neostrady, co przy przyłączeniach realizowanych przez Centertel powinno skutkować wzrostem całej bazy abonenckiej dostępu do Internetu na poziomie 30-45 tys. kwartalnie w stosunku do 2 tys. wzrostu w 3Q i średnio -11 tys. kwartalnie w okresie 4Q'09-2Q'10. Dodatkowo będą to dostępy szybsze niż dotychczas sprzedawane (głównie 2 Mb/s), co pozwoli na zaoferowanie klientowi dodatkowych usług (IPTV, VoD, PPV). To pozwoli inwestorom uwierzyć, że dwa kluczowe obszary biznesowe: telefonia komórkowa i internet, są nadal wzrostowe.

Kolejny ciosy od DPTG

Brytyjski sąd orzekł, że przychody TP SA uzyskiwane od jej brytyjskich i niemieckich kontrahentów mogą trafiać bezpośrednio do DPTG. TP SA ma umowy z operatorami telefonii w tych krajach, od których otrzymuje opłaty za usługi takie jak na przykład roaming międzynarodowy (nie podano wielkości przychodów). TP SA ma 14 dni na odwołanie się od decyzji sądu. DPTG wszczęła postępowania w Polsce i Holandii, ma również przygotowany szereg podobnych inicjatyw w innych krajach. Dotychczas spór nie przekładał się na operacyjną działalność TP, teraz TP prawdopodobnie zacznie tracić część przychodów. Z punktu widzenia naszej wyceny nie ma to znaczenia, ponieważ w modelu założyliśmy, że spółka wypłaca należność na rzecz DPTG (2,4 mld PLN). Tym niemniej kolejne komunikaty ze strony DPTG psują sentyment do akcji operatora.

TP drogo sprzeda Emitela?

Jak podał Bloomberg TP SA może uzyskać ponad 1,5 mld PLN ze sprzedaży Emitela (operator naziemnej infrastruktury radiowo-telewizyjnej). TP SA jest w trakcie sprzedaży spółki zależnej. Ostateczne oferty będą przyjmowane do połowy lutego, umową do końca lutego. W 2009 roku zysk netto Emitela wzrósł do 80,3 mln PLN przy sprzedaży wynoszącej 352,1 mln PLN. Spółka nie ujawniła wyników za 2010 rok. Jeżeli informacje potwierdzą się, transakcja dodaje do wartości spółki 0,51 PLN na akcję. Zakładając, że wyniki Emitela w roku 2011 to około 170 mln PLN EBITDA, wycena 1,5 mld PLN implikuje wskaźnik EV/EBITDA na ten rok na poziomie 8,8. TP notowana jest przy wskaźniku równym 4,7. Różnica stanowi kreację wartości dla akcjonariuszy. Nie znamy dokładnej kwoty za jaką TP sprzeda Emitela ani samych wyników spółki, stąd powyższe szacunki można traktować jako wstępne – ostateczny wpływ po transakcji.

Media

Prasa o rebrandingu Ery

Dziennik Gazeta Prawna podaje, że rebranding Ery na T-Mobile telekom może wydać nawet 100 mln PLN, co jest okazją dla firm reklamowych. 100 mln PLN stanowiłoby około 1,3% polskiego rynku reklamy. Trudno jednak ocenić, czy spekulacje prasy na temat budżetu tego procesu się zmaterializują. Rebranding może między innymi zostać przeprowadzony w ramach standardowego budżetu reklamowego zwłaszcza kosztem części przeznaczonej na wzmacnianie świadomości marki. W konsekwencji wpływ rebrandingu na cały rynek reklamowy byłby zdecydowanie mniejszy.



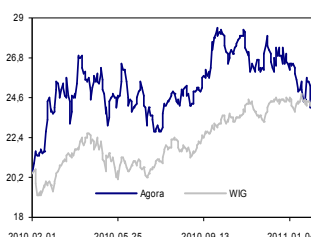
Agora (Akumuluj)

Cena bieżąca: 25,19 PLN Cena docelowa: 28,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 110,1	1 119,6	0,9%	1 268,5	13,3%	1 345,4	6,1%	Liczba akcji (mIn)	50,9
EBITDA	134,1	164,8	22,9%	185,4	12,5%	202,4	9,2%	MC (cena bieżąca)	1 283,1
marża EBITDA	12,1%	14,7%		14,6%		15,0%		EV (cena bieżąca)	1 161,3
EBIT	52,9	78,6	48,5%	86,6	10,3%	103,3	19,2%	Free float	49,9%
Zysk netto	38,3	67,4	75,9%	68,2	1,2%	85,7	25,7%		
P/E	33,5	19,0		18,8		15,0		Zmiana ceny: 1m	-4,9%
P/CE	10,7	8,4		7,7		6,9		Zmiana ceny: 6m	3,7%
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	17,2%
EV/EBITDA	8,2	7,4		6,3		5,4		Max (52 tyg.)	28,5
Dyid (%)	0,0	2,0		2,6		2,7		Min (52 tyg.)	21,4



Dzięki kontynuacji odbicia na rynku reklamowym oraz konsolidacji Heliosa Agora po dwóch latach przerwy zaprezentuje wzrost przychodów reklamowych (choć widać wciąż ujemną dynamikę przychodów). Równocześnie wygaśnie też impuls oszczędnościowy na głównych grupach kosztów na co złożą się rosnące ceny papieru, wzrost bonusów sprzedażowych związanych z poprawą na rynku reklamowym, a także zwiększenie wydatków na reprezentację i reklamę. W konsekwencji uważamy, że 2011 rok będzie okresem, w którym w starej strukturze Grupy wzrost wpływów reklamowych zostanie skonsumowany przez wzrost kosztów działalności, a poprawa wyników generowana będzie przez całoroczną konsolidację wyników segmentu kinowego. Ten konserwatywny w naszym odczuciu scenariusz implikuje 16% dyskonto na wskaźniku EV/EBITDA w stosunku do spółek porównywalnych. Oczekiwana przez nas na 2012 rok kontynuacja poprawy kondycji polskiego rynku reklamowego, dynamiczny wzrost przychodów segmentu internetowego oraz inwestycje poczynione w segment kinowy przełożą się na dalszy wzrost dyskonta w stosunku do porównywalnych spółek (28,1% na bazie EV/EBITDA 2012). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Listopadowe wyniki sprzedaży dzienników

W listopadzie rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* spadło w porównaniu do poprzedniego roku o 5,0%. W tym samym czasie rozpowszechnianie płatne *Dziennika Gazety Prawnej* spadło o 10,5%, *Rzeczpospolitej* wzrosło o 1,4%, *Super Expressu* spadło o 0,2%, a *Faktu* obniżyło się o 11,6%. Listopadowe wyniki *Gazety* są lepsze od dotychczasowego trendu 2010 roku. Lepszym miesiącem był jedynie kwiecień, który jednak pozostawał pod wpływem wydarzeń jednorazowych. Sprzedaż kioskowa spadła o 5,9% co również jest jednym z lepszych osiągnięć w roku (lepsze były tylko kwiecień, maj i lipiec). Wśród konkurentów nadal znakomite wyniki i umocnienie dotychczasowej pozycji odnotowuje *Rzeczpospolita*, a bardzo słabo zachowuje się *Dziennik Gazeta Prawna*, którego sprzedaż kioskowa spadła do najniższego od momentu fuzji poziomu 26,8 tys. egzemplarzy.

Rynek outdooru w 2010 roku

Izba Gospodarcza Reklamy Zewnętrznej poinformowała, że wartość rynku reklamy zewnętrznej wzrosła w czwartym kwartale 2010 roku w ujęciu rok do roku o 7,2% do 170,4 mln PLN. W całym ubiegłym roku spadła o 0,7% do 602,9 mln PLN. Jednocześnie IGRZ prognozuje w 2011 roku wzrost sprzedaży outdooru o 7-8%. Dane IGRZ potwierdzają nasze przypuszczenia o pojawieniu się ożywienia w outdoorze w 4Q2010 roku, co powinno pozytywnie przekładać się również na wyniki w AMS. Nasza prognoza wzrostu segmentu w bieżącym roku jest nieco bardziej konserwatywna niż szacunki IGRZ (4% wzrostu), jednak biorąc pod uwagę bardzo dużą dźwignię operacyjną jaką charakteryzuje się reklama zewnętrzna i tak wystarczy to na dynamiczną poprawę wyników segmentu.



Cinema City (Trzymaj)

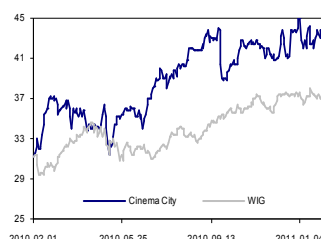
Cena bieżąca: 42,8 PLN

Cena docelowa: 42,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn EUR)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	211,6	238,7	12,8%	270,9	13,5%	317,9	17,4%	Liczba akcji (mln)	51,2
EBITDA	46,5	54,5	17,0%	61,6	13,1%	75,5	22,6%	MC (cena bieżąca)	2 191,4
marża EBITDA	22,0%	22,8%		22,7%		23,7%		EV (cena bieżąca)	2 138,2
EBIT	30,2	35,6	17,9%	41,2	15,5%	53,3	29,6%	Free float	17,6%
Zysk netto	24,4	28,7	17,5%	35,0	21,9%	45,5	30,0%		
P/E	22,8	19,6		16,1		12,4		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	13,7	11,8		10,1		8,3		Zmiana ceny: 6m	7,4%
P/BV	3,1	2,7		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	31,5%
EV/EBITDA	13,8	10,3		8,9		7,2		Max (52 tyg.)	45,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		12,4		Min (52 tyg.)	31,3



Investycję Cinema City w sieć kinową Palace Cinema odbieramy pozytywnie. Spółka wzmacnia się na pominiętych pod kątem planu rozwojowego rynkach, a akwizycja dokonywana jest po korzystnym wskaźniku EV/EBITDA na poziomie 6,0. Atrakcyjność zakupu wydaje się tym większa, że Cinema City powinno być w stanie stosunkowo łatwo poprawić rentowność osiąganą przez przejmowane aktywa (szacujemy na pierwszym etapie wzrost marży EBITDA z 9,7% do 15,0%), co dodatkowo zwiększa dyskonto z jakim Palace Cinema został kupiony. Poza dyskontem akwizycja daje możliwość wykreowania synergii po stronie przychodowej (rozwój związany z reklamą kinową w Czechach) i kosztowej (ograniczenie kosztów administracji i Zarządu w relacji do obrotu). Ogółem szacujemy, że dodatkowa dla akcjonariuszy wykreowana na przejściu wynosi około 110 mln PLN, czyli 2,15 PLN. Powyższa wartość dodana wydaje się jednak w dużym stopniu już uwzględniona w cenie. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki sprzedaży biletów w 2010 roku

Sprzedaż biletów w multiplexach Cinema City International łącznie w sześciu krajach działalności wzrosła w ubiegłym roku o 11,1 proc. do 30,5 mln. Spadki dotknęły tylko polski rynek, gdzie spółka odnotowała w ubiegłym roku spadek sprzedaży o 2,8% do 15 mln biletów. W czwartym kwartale 2010 roku Cinema City sprzedało blisko 7,4 mln biletów (w 4Q2009 było to 8,0 mln biletów). Jednocześnie zdaniem przedstawicieli CCI 2011 rok powinien być bardzo pozytywny dla spółki i polskiego rynku, gdyż duża liczba produkcji trójwymiarowych oraz wiele polskich pozycji w repertuarze, a także nowe otwarcia kin przekładać się powinny na wzrost liczby sprzedanych biletów. Spadek liczby sprzedanych biletów w 4Q2010 o 7,5-8% r/r powinien w dużym stopniu zostać zrekompensowany przez wzrost udziału biletów na seanse trójwymiarowe. Niemniej pod względem przychodów ze sprzedaży biletów trudno będzie przebić ubiegłoroczną bazę. Podzielamy opinię spółki, że 2011 rok zapowiada się bardzo optymistycznie i oczekujemy dalszej dynamicznej poprawy wyników w spółce.

Przejęcie części aktywów Palace Cinema

Cinema City poinformowało o transakcji nabycia części aktywów w Palace Cinema, operatorze kinowym działającym na terenie Czech, Słowacji i na Węgrzech. Wartość transakcji to 28,0 mln EUR. W chwili obecnej sieć kinowa Palace Cinema składa się obecnie z 15 multiplexów posiadających 141 ekranów. Zakup uważamy za dobry ruch ze strony Cinema City. Lokalizacje posiadane przez Palace Cinema w Czechach i na Węgrzech postrzegamy jako lepsze od tej pory posiadanych przez Cinema City. Spółce udało się przy tym uniknąć progów wymagających akceptacji miejscowych urzędów monopolowych (dzięki wyłączeniu części węgierskich multiplexów Cinema City).



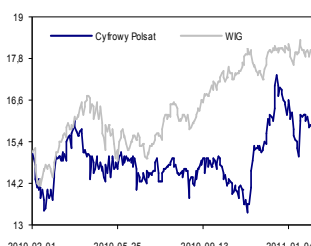
Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15,81 PLN Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-17

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 266,1	1 469,2	16,0%	1 528,8	4,1%	1 578,9	3,3%	Liczba akcji (mln)	268,3
EBITDA	327,4	413,2	26,2%	449,3	8,7%	479,2	6,6%	MC (cena bieżąca)	4 242,2
marża EBITDA	25,9%	28,1%		29,4%		30,3%		EV (cena bieżąca)	4 182,7
EBIT	285,5	347,0	21,6%	354,2	2,1%	358,3	1,2%	Free float	14,0%
Zysk netto	237,9	273,2	14,8%	286,8	5,0%	290,7	1,3%		
P/E	17,8	15,5		14,8		14,6		Zmiana ceny: 1m	-4,9%
P/CE	15,2	12,5		11,1		10,3		Zmiana ceny: 6m	9,0%
P/BV	12,9	9,4		7,6		6,4		Zmiana ceny: 12m	10,6%
EV/EBITDA	12,9	10,2		9,3		8,5		Max (52 tyg.)	17,3
Dyid (%)	4,7	3,6		4,3		4,5		Min (52 tyg.)	13,4



Cyfrowy Polsat opublikował bardzo dobre wyniki sprzedaży powiększając bazę abonentów do 3,43 mln użytkowników. Wyższe tempo przyłączeń obok startu usługi dostępu do szerokopasmowego dostępu do internetu i restrukturyzacji mPunktu przekładać się jednak będzie na słabsze wyniki 4Q2010. Pierwszy kwartał 2011 roku będzie okresem zamknięcia pozytywnie przez nas ocenianej transakcji nabycia udziałów w Telewizji Polsat. Wierzymy, że dzięki wejściu kanałów Polsatu na Cyfrę Plus oraz poprawie rentowności stacji tematycznych osiągniętej dzięki stopniowemu ich dojrzewaniu jak również oczekiwanemu przyspieszeniu wzrostu rynku reklamowego bieżący rok przyniesie znaczącą poprawę wyników nowo utworzonego segmentu telewizyjnego. Straty jakie według nas spółka poniesie na usłudze internetowej oraz podaż akcji jaka może pojawić się ze strony głównego akcjonariusza powoduje jednak, że pozytywne płynące z uzyskania ekspozycji na telewizyjny segment reklamy zejda jednak na dalszy plan. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

3,43 mln abonentów na koniec roku

Liczba abonentów Cyfrowego Polsatu w 2010 roku wzrosła o ponad 230 tys. do 3,434 mln. Sam czwarty kwartał ubiegłego roku przyniósł największej platformie cyfrowej wzrost bazy abonentów o ok. 156 tys. Pozytywna informacja. Nasza prognoza przewidywała uzyskanie 3,383 mln abonentów. Rzeczywisty wynik jest zatem aż o 50 tys. wyższy. Trudno w tej chwili ocenić czy jest to zapowiedź poprawy w odniesieniu do całego rynku płatnej telewizji czy też dobry wynik jest efektem niższej aktywności konkurentów.

Wywiad z Prezesem Libickim

W wywiadzie udzielonym *Parkietowi* Prezes Libicki wypowiada się na temat przyszłych kierunków rozwoju spółki. Wywiad jest w dużym stopniu poświęcony usłudze szerokopasmowego dostępu do internetu, przy czym istotną informacją wyjawioną w trakcie wywiadu jest sposób rozliczania się z Mobylandem z wykorzystanych limitów transferu danych. Zgodnie z wypowiedzią Prezesa opłata 0,903 PLN za 1MB danych dotyczy wyłącznie limitu dziennego, a za transfer danych w nocy spółka nie ponosi kosztów. Prezes poinformował również, że na koniec 2010 roku spółka miała 25 tys. użytkowników usługi internetowej oraz 95 tys. użytkowników telefonii komórkowej. Informacja, że opłata dotyczy tylko i wyłącznie limitu dziennego jest dla nas kluczowa w całym wywiadzie i istotnie zmienia ocenę całokształtu umowy z Mobylandem. Biorąc pod uwagę, że limity oferowane przez Cyfrowy Polsat w dużej mierze składają się z transferu nocnego (pakiety 2GB, 12 GB i 30 GB mają odpowiednio strukturę 1GB dzień i 1GB noc, 3GB dzień i 9GB noc i 5GB dzień i 25GB noc) darmowe „nocne” gigabajty są w stanie zagwarantować usłudze rentowność przed kosztami marketingu i subsydiów modemów. Po uwzględnieniu tych kosztów usługa pozostanie nierentowna jednak w znacząco niższym stopniu niż to do tej pory szacowaliśmy.



TVN (Trzymaj)

Cena bieżąca: 16,75 PLN

Cena docelowa: 16,5 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-29

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 123,4	2 500,3	17,8%	2 741,1	9,6%	3 037,0	10,8%	Liczba akcji (mIn)	341,9
EBITDA	794,8	628,0	-21,0%	733,7	16,8%	901,1	22,8%	MC (cena bieżąca)	5 726,5
marża EBITDA	37,4%	25,1%		26,8%		29,7%		EV (cena bieżąca)	7 717,2
EBIT	612,1	399,1	-34,8%	490,8	23,0%	663,6	35,2%	Free float	34,6%
Zysk netto	420,8	260,3	-38,1%	307,4	18,1%	461,6	50,2%		
P/E	13,5	22,0		18,6		12,4		Zmiana ceny: 1m	-1,5%
P/CE	9,4	11,7		10,4		8,2		Zmiana ceny: 6m	-11,4%
P/BV	4,4	4,6		3,9		3,1		Zmiana ceny: 12m	22,7%
EV/EBITDA	9,5	12,6		10,5		8,2		Max (52 tyg.)	19,3
Dyid (%)	4,6	1,9		1,4		1,6		Min (52 tyg.)	13,5



Kontynuacja ożywienia na rynku reklamowym będzie w naszej opinii kluczowym czynnikiem wpływającym na poprawę wyników segmentu telewizyjnego i internetowego. Ponadto stopniowy wzrost liczby abonentów, wprowadzona podwyżka cen abonamentu oraz renegotjacja części umów na dostawę licencji programowych wpłynie na poprawę rezultatów platformy cyfrowej 'n' i osiągnięcie przez nią rentowności na poziomie EBITDA. Dzięki powyższym czynnikom w 2011 roku TVN mocno zredukuje premię z jaką jest notowany w relacji do zagranicznych spółek telewizyjnych. Mimo, że spółka nadal notowana będzie przy wysokim wskaźniku (10,5xEV/EBITDA 2011) to inwestorzy będą naszym zdaniem dyskontować kontynuację szybkiego wzrostu rynku reklamy w kolejnych latach oraz dodatkowy impuls dla wydatków reklamowych płynący z organizacji Mistrzostw Europy w piłce nożnej w Polsce i na Ukrainie. W konsekwencji wysoka w relacji do bieżących wyników wycena TVN zejdzie na dalszy plan i w centrum uwagi inwestorów znajdą się oczekiwane wyniki okresu 2012-13. Podtrzymujemy nasze zalecenie inwestycyjne na poziomie trzymaj.

Wprowadzenie hedgingu walutowego

TVN poinformował o zawarciu kontraktu forward na zakup 350 milionów EUR z terminem rozliczenia w dniu 31 marca 2011 roku. Zadłużenie walutowe TVN po ostatniej emisji obligacji wynosi około 763 mln EUR według nominalu. Część środków pieniężnych utrzymywana była w walucie by zabezpieczyć płatność dwóch najbliższych kuponów (około 80 mln EUR), co przekłada się na ekspozycję netto przed zastosowaniem zabezpieczenia w wysokości około 680 mln EUR. Tak wysoka dźwignia finansowa na walucie była naszym zdaniem bardzo ryzykowna i dlatego zredukowanie jej rozmiarów poprzez kontrakt forward uważamy za dobry ruch bez względu na konsensus prognoz przewidujących umocnienie złotego.

IT

Ożywienie w branży w drugim półroczu 2010

Rzeczpospolita powołując się na IDC informuje, że w 2010 roku Polacy kupili 3,3 mln komputerów, czyli 0,5 mln więcej niż w 2009 roku. Poprawa koniunktury dotyczyła również segmentu przedsiębiorstw. Liczba sprzedanych serwerów wzrosła do 51,5 tys. (o 8,5 tys. więcej niż przed rokiem). Ożywienie miało miejsce przede wszystkim w drugim półroczu i dotyczyło również oprogramowania (dużym sukcesem okazały się produkty Microsoftu: Windows7 i Office 2010). Zdaniem analityków PMR wzrost wydatków na IT w końcówce roku może podnieść całoroczną dynamikę rynku do 5%. Dobra końcówka 2010 roku stanowi znakomity prognostyk na 2011 rok. Wobec istotnych czynników ryzyka związanych z segmentem publicznym (oczekiwane cięcia kosztów w administracji poza wynagrodzeniami dotkną zapewne infrastruktury sprzętowej, w mniejszym oprogramowania i usług IT), kontynuacja ożywienia popytu konsumenckiego oraz pojawienie się oczekiwanego od dłuższego czasu popytu inwestycyjnego ze strony przedsiębiorstw dają podstawy do wygenerowania dalszego wzrostu polskiego rynku informatycznego. Wzrost zamówień ze strony przedsiębiorstw jest wiadomością szczególnie dobrą dla producentów i dystrybutorów sprzętu, gdyż to właśnie infrastruktura w największym stopniu ucierpiała na oszczędnościach dokonywanych przez przedsiębiorstwa.

Prognozy dla globalnego rynku IT

Gartner prognozuje, że światowe wydatki na IT w 2011 r. wzrosną o 5,1%. W ubiegłym roku oszacowano je na 3,4 bln USD., w tym mają sięgnąć 3,6 bln USD. Prognozy dla rynku globalnego mają stosunkowo nieduże przełożenie na polskie spółki informatyczne. Uważamy, że Polska powinna się jednak wpisywać w prognozowaną na bieżący rok przez Gartnera odbudowę wydatków na IT. Oczekujemy, że wydatki na nowe technologie wzrosną w bieżącym roku o 7%.

5 podmiotów zaproszonych do przetargu na system dla Policji w ramach obsługi nr. 112

Komenda Główna Policji zaprosiła: konsorcjum Nextira One Polska, TP SA i Exatel; Sygnity; Asseco Systems; konsorcjum ATM SI i Netline Group oraz konsorcjum Wasko i Unicom. Wartość zamówienia szacowana jest przez wykonawców na około 20-25 mln PLN. Z postępowania zostały wykluczone: Siemens IT Solution and Services oraz Netia.



AB (Akumuluj)

Cena bieżąca: 24,53 PLN

Cena docelowa: 27,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2008/09	2009/10	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 839,7	2 882,1	1,5%	3 071,7	6,6%	3 298,9	7,4%	Liczba akcji (mln)	15,5
EBITDA	81,9	63,7	-22,1%	71,6	12,4%	66,2	-7,6%	MC (cena bieżąca)	379,2
marża EBITDA	2,9%	2,2%		2,3%		2,0%		EV (cena bieżąca)	463,9
EBIT	76,5	58,3	-23,8%	66,1	13,4%	60,5	-8,4%	Free float	45,8%
Zysk netto	27,0	35,2	30,4%	48,6	38,3%	42,8	-12,0%		
P/E	14,5	10,8		7,8		8,9		Zmiana ceny: 1m	-7,4%
P/CE	12,1	9,3		7,0		7,8		Zmiana ceny: 6m	36,3%
P/BV	1,5	1,3		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	69,2%
EV/EBITDA	6,1	7,9		6,5		6,7		Max (52 tyg.)	27,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	14,2



Podtrzymujemy tezę, że rok obrotowy 2010/11 będzie kolejnym, w którym spółce uda się poprawić osiągane wyniki, przy czym w odróżnieniu od ubiegłego roku wzrosty obrotów będą generowane zarówno na rynku czeskim jak i na rynku polskim, gdzie spółka z nadwyżką odrabiać będzie ubiegłoroczne spadki sprzedaży. Wraz z odwróceniem rezerwy na spór z Raiffeisenem przekładać się to będzie na 38% wzrost zysku netto (do 48,6 mln PLN). Nawet z pominięciem pozytywnego wydarzenia jednorazowego spółka notowana jest przy atrakcyjnych wskaźnikach na poziomie 7,8xP/E 2010/11 oraz 6,5xEV/EBITDA 2010/11. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



Action (Akumuluj)

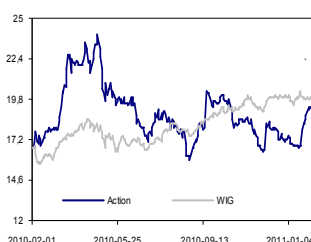
Cena bieżąca: 19,2 PLN

Cena docelowa: 18,16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2008/09	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 079,4	2 183,1	-29,1%	2 320,1	6,3%	2 545,5	9,7%	Liczba akcji (mln)	17,2
EBITDA	49,9	42,9	-14,0%	53,8	25,3%	59,4	10,5%	MC (cena bieżąca)	330,8
marża EBITDA	1,6%	2,0%		2,3%		2,3%		EV (cena bieżąca)	397,3
EBIT	38,1	34,0	-10,6%	44,8	31,6%	50,3	12,4%	Free float	25,7%
Zysk netto	23,3	24,4	4,7%	32,3	32,6%	37,3	15,5%		
P/E	14,2	13,6		10,2		8,9		Zmiana ceny: 1m	10,4%
P/CE	9,4	9,9		8,0		7,1		Zmiana ceny: 6m	6,7%
P/BV	1,9	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	8,3%
EV/EBITDA	7,6	9,4		7,4		6,5		Max (52 tyg.)	24,0
Dyid (%)	0,0	4,2		2,9		3,9		Min (52 tyg.)	15,9



Chociaż czwarty kwartał 2010 roku przyniesie naszym zdaniem sporą poprawę wyników to jednak z uwagi na straty poniesione na różnicach kursowych Action nie zaliczy ubiegłego roku do udanych. Słabsze wyniki finansowe pierwszych trzech kwartałów roku przełożyły się na silną korektę notowań akcji, które między kwietniem 2010 a połową stycznia straciły na wartości około 20%. W naszej opinii w bieżącym roku obrotowym dzięki ściślejszemu zabezpieczeniu ryzyka walutowego różnice kursowe powinny mieć znacznie mniejszy wpływ na uzyskiwane przez Action wyniki, co pozwoli na znaczącą poprawę osiągnięć. Poza uniknięciem negatywnych skutków wahań kursów walutowych wymierne oszczędności w 2011 rok powinien przynieść wdrażany na przestrzeni ubiegłego roku program restrukturyzacyjny. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Gram.pl rentowny w 2010 roku

Gram.pl, spółka zależna Action, prowadząca m.in. sklep internetowy z grami, w całym 2010 r. sprzedała blisko 100 tys. produktów, co jest wynikiem o ponad 150 proc. lepszym niż rok wcześniej i najlepszym wynikiem w dotychczasowej historii spółki. Średnia wartość zamówienia wzrosła w 2010 r. do około 150 PLN. Dzięki tym результатам Gram.pl zakończyła ubiegły rok z zyskiem. Gram.pl przyniósł zyski już w trzecim kwartale. Osiągnięcie rentowności w skali całego roku jest zbieżne z ubiegłorocznymi zapowiedziami Zarządu.

Plan połączenia z A.pl

Action ogłosił plan połączenia ze spółką zależną A.pl, w której posiada 100% udziałów. Większość aktywów spółki została wcześniej przekazana do podmiotu A.pl Internet. Fuzja z A.pl jest zatem działaniem mającym na celu uproszczenie struktury Grupy i nie ma dużego przełożenia na działalność Actionu.



ASBIS (Akumuluj)

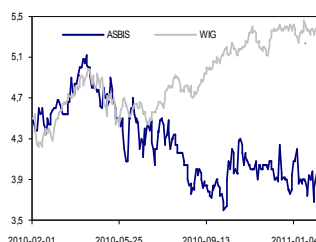
Cena bieżąca: 4 PLN

Cena docelowa: 4,32 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn USD)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 167,9	1 395,5	19,5%	1 490,8	6,8%	1 620,0	8,7%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	5,8	15,5	168,0%	19,0	22,5%	25,1	32,0%	MC (cena bieżąca)	222,0
marża EBITDA	0,5%	1,1%		1,3%		1,5%		EV (cena bieżąca)	322,0
EBIT	2,9	12,5	333,9%	16,0	27,2%	22,0	37,6%	Free float	41,0%
Zysk netto	-3,2	3,3		7,8	138,4%	12,6	62,2%		
P/E		24,1		10,1		6,2		Zmiana ceny: 1m	-2,0%
P/CE		12,6		7,3		5,0		Zmiana ceny: 6m	-3,6%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-8,9%
EV/EBITDA	15,6	7,2		6,0		4,6		Max (52 tyg.)	5,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,6



Z uwagi na dużą zmienność kursów walutowych i poniesione w ich wyniku straty na różnicach kursowych Asbis nie skorzystał w pełnym zakresie z odbicia w popycie konsumenckim, jakie miało miejsce na najważniejszych rynkach zbytu spółki tj. w Rosji i na Ukrainie. Oczekujemy, że dzięki bardziej dokładnej polityce hedgingowej w bieżącym roku zmiany kursów walutowych w mniejszym niż dotychczas stopniu będą wpływały na generowane wyniki i dzięki temu poprawiające się otoczenie makroekonomiczne spółki zacznie mieć większe odzwierciedlenie w jej notowaniach. Obecnie Asbis jest notowany przy 10,1xP/E 2011 oraz 6,0xEV/EBITDA 2011, co naszym zdaniem nadal pozostawia pewien potencjał wzrostowy dla kursu. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



Asseco Poland (Kupuj)

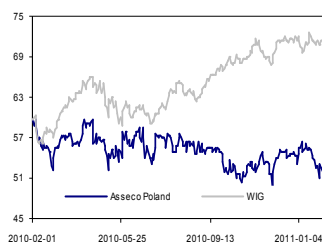
Cena bieżąca: 52 PLN

Cena docelowa: 65,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-31

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 050,3	3 193,7	4,7%	3 389,2	6,1%	3 616,2	6,7%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	646,1	641,2	-0,7%	663,2	3,4%	692,0	4,3%	MC (cena bieżąca)	4 033,4
marża EBITDA	21,2%	20,1%		19,6%		19,1%		EV (cena bieżąca)	3 947,0
EBIT	525,5	517,6	-1,5%	537,0	3,7%	563,1	4,9%	Free float	60,2%
Zysk netto	373,4	404,2	8,3%	383,0	-5,3%	409,0	6,8%		
P/E	10,8	10,0		10,5		9,9		Zmiana ceny: 1m	-4,8%
P/CE	8,2	7,6		7,9		7,5		Zmiana ceny: 6m	-7,8%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-11,7%
EV/EBITDA	6,9	6,5		6,0		5,4		Max (52 tyg.)	59,7
Dyid (%)	2,6	3,0		2,8		3,0		Min (52 tyg.)	49,2



Ze względu na podaż akcji własnych oraz obawy inwestorów związanych z przejęciem jakiego Asseco Poland dokonało w Izraelu, ubiegły rok okazał się bardzo słaby dla notowań spółki. W listopadzie Asseco Poland przeprowadziło emisję połączoną z umorzeniem akcji własnych, co wyciszyło atmosferę wokół spółki i pozwoliło kursowi na częściowe odreagowanie wcześniejszych spadków. Oczekujemy, że bieżący rok przyniesie dalszą korektę wcześniejszych spadków i zredukowanie dyskonta, z jakim w chwili obecnej Asseco Poland notowane jest do spółek porównywalnych (10,8% dyskonta na bazie EV/EBITDA 2011 i 10,6% dyskonta na bazie P/E 2011). Poza niższą na tle spółek porównywalnych wyceną dużej szansy dla spółki upatrujemy w projektach administracyjnych. Asseco jest w naszej opinii głównym pretendentem do realizacji najbardziej interesującego projektu z obszaru elektronicznej administracji jakim jest elektroniczna platforma zdarzeń medycznych, której budowa jest warta ponad 800 mln PLN. Poza fazą wdrożenia bardzo zyskowne może być dalsze utrzymanie systemu, które według naszych szacunków może być warte co najmniej 80 mln PLN rocznie. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Zmiany w II filarze bez wpływu na kontrakt w ZUS

Zdaniem biura prasowego ZUS zmiany jakie zaszły w systemie emerytalnym nie będą miały wpływu na koszty obsługi informatycznej ponoszone przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych w tym roku, gdyż tego typu modyfikacja została uwzględniona w październikowej umowie między ZUS a Asseco Poland. Reforma systemu wymagać będzie prowadzenia dla każdego ubezpieczonego dodatkowego rejestru dla części składki, która jest gromadzona na indywidualnym koncie.

Kontrakt z ARiMR

Asseco Poland podpisało z Agencją Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa kontrakt o wartości 7,4 mln PLN brutto na dostawę serwerów, infrastruktury blade i szaf IT wraz z 36 miesięczną opieką serwisową. Umowa bez wpływu na kurs.

Prezes Góral o perspektywach 2011 roku

Zdaniem Prezesa Górala w chwili obecnej brakuje jeszcze wyraźnych sygnałów świadczących o ożywieniu w branży informatycznej, a obecne inwestycje w IT w spółkach prowadzone są bardziej pod kątem oszczędności, a nie rozwoju. Perspektywy Grupy są jednak stabilne, a na poprawę wyników największe szanse mają Asseco Central Europe i Asseco South Eastern Europe. W kontekście rentowności spółki-matki Prezes Góral stwierdził, że jest jeszcze zbyt wcześnie by ocenić czy dojdzie w tym roku do spadku marży w jednostce dominującej. Na lepsze wyniki Asseco Central Europe wpływ będzie miał choćby brak konsolidacji strat Uniquare. Wyniki Asseco South Eastern Europe wspierać będą przeprowadzone w zeszłym roku akwizycje tureckie oraz oczekiwane odbicie tamtejszych rynków informatycznych z dołka. W jednostce dominującej zakładamy w tej chwili, że ubytek kontraktu w PKO BP zostanie skompensowany pod względem przychodowym jednak przy niższej rentowności.

Dual listing na NASDAQ połączony z emisją?

Prezes Góral wypowiedział się również na temat planów Asseco Poland dotyczących dual-listingu na NASDAQ. Zdaniem Prezesa nie wiadomo, czy zdecyduje się na taki ruch w najbliższym czasie, gdyż wstępne szacunki wskazują, że byłoby to bardziej opłacalne przy jednoczesnej emisji akcji. Docelowo największa polska spółka informatyczna ma być jednak notowana na amerykańskim rynku. Podaż akcji własnych była jedną z głównych przyczyn słabego zachowywania się kursu spółki przez cały 2010 rok. Kolejna emisja akcji nie jest więc w naszym odczuciu dobrym pomysłem tym bardziej, że mimo akwizycji Formula Systems Grupa wciąż posiada istotne zasoby gotówkowe. Z perspektywy wycen jakie w ostatnich miesiącach

uzyskały spółki z NASDAQ dual listing teoretycznie może przełożyć się na poprawę notowań spółki jednak kolejna emisja byłaby z pewnością bardzo źle przyjęta przez inwestorów.

1,8 PLN dywidendy?

Prezes Asseco Poland poruszył również temat tegorocznej dywidendy. Jego zdaniem Asseco Poland na wypłatę dywidendy za 2010 r. może przeznaczyć około 140 mln PLN, co daje około 1,8 PLN dywidendy na akcję. Z dywidend od spółek zależnych Asseco może w bieżącym roku uzyskać około 50-60 mln PLN. Możliwe, że częścią zysku podzieli się także Formula Systems. Potwierdzenie takiej rekomendacji ze strony Zarządu przez WZA implikowałoby 3,2% rentowności dywidendowej.



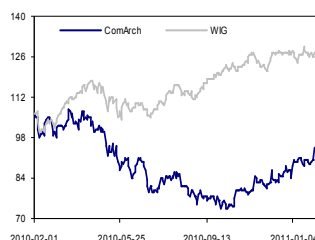
ComArch (Trzymaj)

Cena bieżąca: 94,45 PLN Cena docelowa: 88 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	729,4	701,4	-3,8%	803,5	14,5%	852,7	6,1%	Liczba akcji (mln)	8,1
EBITDA	56,2	55,4	-1,4%	86,1	55,5%	97,8	13,6%	MC (cena bieżąca)	760,5
marża EBITDA	7,7%	7,9%		10,7%		11,5%		EV (cena bieżąca)	649,8
EBIT	14,3	15,8	10,3%	47,1	197,7%	59,3	26,0%	Free float	22,5%
Zysk netto	32,3	34,9	8,2%	43,6	24,9%	51,2	17,4%		
P/E	23,6	21,8		17,4		14,9		Zmiana ceny: 1m	7,2%
P/CE	10,3	10,2		9,2		8,5		Zmiana ceny: 6m	10,5%
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	-6,4%
EV/EBITDA	11,9	12,1		7,5		6,4		Max (52 tyg.)	107,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,0		Min (52 tyg.)	73,6



Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom Zarządu spółki restrukturyzacja Comarchu Software und Beratung (dawny SoftM) okazała się znacznie trudniejsza i czasochłonna, a z drugiej strony poprawa wyników w spółkach celowych nie nastąpiła tak szybko jak oczekiwano. Spodziewamy się, że 2011 rok przyniesie wreszcie przełom i niemiecka spółka zależna zostanie wyprowadzona na rentowność operacyjną, a dzięki weryfikacji projektów inwestycyjnych i zamknięciu części spółek celowych uda się istotnie ograniczyć straty generowane przez spółki skupione w Comarch CF. Powyższe czynniki wraz z rosnącym portfelem zamówień przełożą się na istotną poprawę tegorocznych wyników. To wszystko jednak nie wystarczy naszym zdaniem by przełożyć się na dalszy wzrost notowań Comarchu. Ryzyko podniesienia kapitału w KKS Cracovia oraz wysoka bieżąca wycena (17,4xP/E 2011 oraz 7,5xEV/BITDA 2011) skutecznie według nas wstrzymać będą dalszy wzrost kursu. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Kontrakt z PKP PLK

Comarch dostarczy PKP PLK oprogramowanie Microsoftu za 30,3 mln PLN netto. Kontrakt obowiązywać będzie do końca 2013 roku. Jest to dość duże zamówienie (4,2% prognozowanych na ten rok przychodów spółki). Dostawy oprogramowania obcego charakteryzują się jednak niską rentownością więc wpływ na wynik operacyjny powinien być znacząco niższy (oczekujemy, że marża zrealizowana na zamówieniu wyniesie około 3%).

Kontrakt z ARR

Comarch podpisał z Agencją Rynku Rolnego roczny kontrakt na roczną opiekę serwisową nad zintegrowanym systemem informatycznym wspierającym Agencję w działalności agenta płatności Unii Europejskiej. Wartość kontraktu to 7,5 mln PLN. Kontrakt stanowi około 1% skonsolidowanych przychodów spółki.



Komputronik (Akumuluj)

Cena bieżąca: 8,54 PLN

Cena docelowa: 10,12 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	982,9	834,5	-15,1%	888,5	6,5%	945,4	6,4%	Liczba akcji (mln)	8,6
EBITDA	5,7	13,8	142,1%	19,1	38,6%	22,9	19,6%	MC (cena bieżąca)	73,4
marża EBITDA	0,6%	1,7%		2,2%		2,4%		EV (cena bieżąca)	111,0
EBIT	-3,2	5,5		10,8	94,4%	14,4	33,9%	Free float	35,0%
Zysk netto	-1,9	3,3		6,1	86,5%	9,2	50,3%		
P/E		22,5		12,0		8,0		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	10,0	6,4		5,1		4,2		Zmiana ceny: 6m	-26,4%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-8,2%
EV/EBITDA	20,6	8,1		5,8		4,6		Max (52 tyg.)	16,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		1,7		Min (52 tyg.)	7,9



Mimo postępującego ożywienia w popycie konsumentów i przedsiębiorstw na sprzęt IT sytuacja segmentu detalicznego nadal pozostaje trudna. W okresie słabszej koniunktury, gdy głównym kryterium wyboru była cena bardzo dużą popularność zyskał bowiem internetowy kanał sprzedaży, który oferował ceny niekiedy 20% niższe niż klasyczne salony sprzedaży. Poprawiająca się koniunktura w gospodarce może naszym zdaniem nie wystarczyć, by przekonać konsumentów do powrotu do salonów sprzedaży, umocnienie internetu jako kanału sprzedaży będzie miało trwały charakter. Z uwagi na fakt, że pozycja konkurencyjna Komputronika jest zdecydowanie mocniejsza w klasycznym segmencie sprzedażowym niż w kanale online zmianę w przyzwyczajeniach konsumentów uznajemy za niekorzystną dla spółki. Niemniej sądzimy, że Komputronik korzystając na ożywieniu w branży będzie w stanie stopniowo poprawiać wyniki finansowe, czemu dodatkowo sprzyjać będzie przeprowadzona restrukturyzacja kosztowa. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.



Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 18,08 PLN

Cena docelowa: 18,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	563,2	536,3	-4,8%	575,0	7,2%	656,4	14,2%	Liczba akcji (mln)	11,9
EBITDA	-69,1	-2,6	-96,3%	38,0		42,5	11,9%	MC (cena bieżąca)	214,9
marża EBITDA	-12,3%	-0,5%		6,6%		6,5%		EV (cena bieżąca)	237,1
EBIT	-103,6	-32,2	-68,9%	10,5		21,9	109,0%	Free float	66,1%
Zysk netto	-104,5	-36,5	-65,1%	2,1		14,4	575,6%		
P/E				100,8		14,9		Zmiana ceny: 1m	19,3%
P/CE				7,3		6,1		Zmiana ceny: 6m	27,2%
P/BV	0,8	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	43,5%
EV/EBITDA				6,2		5,2		Max (52 tyg.)	20,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,0		Min (52 tyg.)	11,9



Chociaż czwarty kwartał 2010 roku z uwagi na obciążenia rezerwami na odpisy naszym zdaniem nie zachwyci inwestorów (również z uwagi na zawyżoną bazę zaraportowaną w 4Q2009, która naszym zdaniem ulegnie istotnemu skorygowaniu w dół przy publikacji wyników) to jednak naszym zdaniem wiele czynników wskazuje na to, że 2011 rok okaże się dla spółki przełomowy. Przeprowadzona restrukturyzacja zatrudnienia, redukcja najmowanej powierzchni biurowej, zmniejszenie floty samochodowej, konsolidacja spółek zależnych oraz wdrożenie centrum zakupowego przełożą się na znaczące obniżenie bazy kosztowej (szacujemy je na minimum 42 mln PLN). Ponadto szybsza kontrakcja początku roku wskazuje również na poprawę strony przychodowej w tym roku. Również od strony finansowania swojej działalności spółka umocniła swoją pozycję dzięki umowie kredytowej z ING BSK. Mimo wzrostów kursu jakie spółka odnotowała w styczniu wydaje nam się, że scenariusz szybkiej poprawy wyników po przeprowadzonej restrukturyzacji uzasadnia dalszy potencjał wzrostowy mimo przekroczenia naszej obecnie ceny docelowej. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Umowa kredytowa z ING BSK

Sygnity podpisało z ING BSK umowę, na mocy której bank udostępnił Sygnity linię kredytową w wysokości 30 mln PLN. Pozytywna informacja. Z jednej strony świadczy ona o rosnącym zaufaniu kredytowym do spółki. Z drugiej umożliwi na lepsze zarządzanie gotówką w spółce. Dotąd spółka finansowała się bardzo drogimi obligacjami jednocześnie utrzymując dosyć wysokie stany gotówki na bilansie. Dzięki powyższej umowie Sygnity będzie mogło spłacić część zadłużenia obligacyjnego i korzystać z finansowania dłużnego tylko w okresie większego zapotrzebowania na kapitał obrotowy (zazwyczaj drugi i trzeci kwartał). Dzięki temu powinny spaść koszty finansowania zadłużenia.

Ostateczne zdobycie kontraktu na portal ZUS

Sygnity podpisało z Zakładem Ubezpieczeń Społecznych umowę na realizację projektu związanego z budową i wdrożeniem nowego portalu informacyjnego. Wartość kontraktu to 18,1 mln PLN brutto. Sygnity wygrało konkurs po wznowionej procedurze przetargowej (w pierwszym postępowaniu wygrał później wykluczony Comp Safe Support). Kontrakt dokłada do backlogu około 15 mln PLN, tj. około 2,6% prognozowanych przez nas na ten rok przychodów.

Aneksy do umów na obsługę Syriusza

Sygnity podpisało z Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich dwa aneksy do umowy na obsługę systemu Syriusz. Ich łączna wartość to 13,8 mln PLN brutto (11,3 mln PLN netto). Wartość umowy stanowi 2% prognozowanych przez nas na ten rok przychodów spółki.

Górnictwo, metale



KGHM (Sprzedaj)

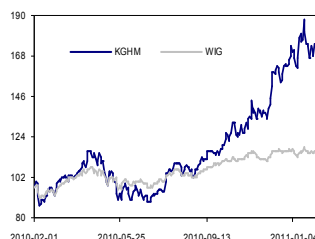
Cena bieżąca: 174 PLN Cena docelowa: 145 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana		
Przychody	11 060,5	15 701,8	42,0%	17 854,5	13,7%	13 065,9	-26,8%	Liczba akcji (mIn)	200,0
EBITDA	3 645,7	6 263,8	71,8%	7 363,7	17,6%	3 717,0	-49,5%	MC (cena bieżąca)	34 800,0
marża EBITDA	33,0%	39,9%		41,2%		28,4%		EV (cena bieżąca)	31 409,1
EBIT	3 098,1	5 649,5	82,4%	6 693,2	18,5%	2 995,5	-55,2%	Free float	68,0%
Zysk netto	2 540,2	4 566,7	79,8%	5 421,5	18,7%	2 426,4	-55,2%		
P/E	13,7	7,6		6,4		14,3		Zmiana ceny: 1m	2,4%
P/CE	11,3	6,7		5,7		11,1		Zmiana ceny: 6m	59,2%
P/BV	3,3	2,4		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	89,1%
EV/EBITDA	9,3	5,2		4,3		8,4		Max (52 tyg.)	187,5
Dywid (%)	6,7	1,7		5,7		5,7		Min (52 tyg.)	86,5



W ostatnim czasie na rynek trafił szereg wycen akcji KGHM z ceną powyżej 200 PLN za akcję. Naszym zdaniem obecny wzrost cen miedzi ma charakter spekulacyjny, wynikający z QE2, a ceny surowca – jak również metali szlachetnych – nie utrzymają się na obecnych poziomach w kolejnych latach (wpływ na wycenę dochodową, w długim okresie niezmiennie zakładamy poziom 6700 USD/t). W krótkim okresie obecne wzrosty cen do poziomu już 10 tys. USD/t zwiększą wyniki spółki w 2011 roku, ale zwracamy uwagę, że spółka posiada (dużą w relacji do rocznej produkcji) zabezpieczoną pozycję na miedzi w wysokości 307 tys. ton z górną partycypacją cenową do maksymalnie 9 600 USD/t. Oznacza to, że dalszy wzrost cen tylko w niewielkim stopniu wpłynie na tegoroczny wynik (1/3 wolumenów tegorocznej produkcji zabezpieczona do maksymalnej ceny 9 380 USD/t, ponadto negatywny wpływ wyceny czasowej opcji pozostałego wolumenu zabezpieczonego na 2012 (117 tys. ton) i 2013 (19,5 tys. ton) rok). Podtrzymujemy 9-cio miesięczną cenę docelową na poziomie 145 PLN i zalecamy sprzedaż akcji spółki.

Nowa prognoza budżetu

Rada Nadzorcza KGHM zatwierdziła budżet na 2011 rok, który zakłada wypracowanie 8,345 mld PLN zysku netto przy przychodach na poziomie 16,1 mld PLN. Warunkiem uzyskania prognozowanego wyniku finansowego jest realizacja transakcji sprzedaży pakietu akcji Polkomtel oraz DIALOG. Szczegółowe założenia prognozy to: produkcja miedzi - 543 tys. t (z czego ze wsadów obcych 111 tys. t), produkcja srebra 1,1 tys. t, średnioroczne notowania miedzi - 8 200 USD/t, średnioroczne notowania srebra - 25,00 USD/troz, kurs USD/PLN - 2,80, całkowity jednostkowy koszt produkcji miedzi z wsadów własnych - 12 634 PLN/t, CAPEX - 1,9 mld PLN, nakłady na inwestycje kapitałowe - 9 mld PLN. W ramach nakładów kapitałowych Zarząd oczekuje nabycia zagranicznych, niskokosztowych złóż miedzi. CAPEX to nakłady na: Głogów Głęboki Przemysłowy, budowę szybu SW-4, Program Modernizacji Pirometalurgii oraz budowę bloków gazowo-parowych. Spółka nie podaje szczegółów dotyczących rozbięcia prognozowanego zysku na wynik ze sprzedaży aktywów telekomunikacyjnych (toczy się proces sprzedaży) i wynik na działalności podstawowej. W naszych założeniach oczekujemy, że Polkomtel zostanie sprzedany przy wycenie 16 mld PLN, co implikuje udział KGHM na poziomie 3,9 mld PLN i zysk na transakcji w kwocie 2,5 mld PLN. W przypadku Dialogu oczekujemy ceny na poziomie 600 mln PLN (200 mln PLN poniżej BV), czego z pewnością Zarząd nie założył w budżecie (co najmniej BV). Takie szacunki co do wyceny telekomów implikują wynik na działalności podstawowej na poziomie 5,8 mld PLN, o 350 mln PLN powyżej naszych prognoz. Główna rozbieżność na działalności operacyjnej to zakładana przez Zarząd wysoka produkcja ze wsadów własnych (532 tys. ton, w naszej prognozie 516 tys. ton). Jeżeli nie pojawi się wyższa kwota za Polkomtel transakcja (i wysoki zysk netto) nie mają wpływu na naszą wycenę KGHM. Inwestorzy z pewnością zwrócą uwagę na wysokie nakłady kapitałowe, które ograniczają możliwą do wypłacenia dywidendę (nasza prognoza 2 mld PLN, ostateczna decyzja leży w gestii Skarbu Państwa). Trudno zakładać, że KGHM jest w stanie wydać taką kwotę na inwestycje w złoża (chyba, że po bardzo wysokich wycenach), dlatego pierwszym skojarzeniem jest tu dokończenie prywatyzacji Tauronu, ewentualnie innych spółek sprzedawanych przez Skarb Państwa (oczywiście nie musi oznaczać to utraty wartości dla akcjonariuszy KGHM).

Koszty CO2

Na ok. 370 mln PLN rocznie KGHM szacuje wzrost kosztów produkcji po tym jak od 2013 r. producenci metali nieżelaznych zostaną objęci systemem handlu uprawnieniami do emisji CO2. Oczekuje unijnego wsparcia i ulg dla przemysłu energochłonnego w Europie. Prezes



powiedział, że przygląda się kilkunastu projektom akwizycyjnym w naszym regionie oraz w Kanadzie. Chodzi o przejęcie producenta srebra i dwóch spółek miedziowych. Wzrost kosztów z tytułu CO2 to 710 PLN/t produkowanej miedzi. Przy obecnych cenach surowców to zaledwie ok. 3% ceny metalu, przy tak dużych wahanach cen surowców można powiedzieć, że mieści się to w granicach błędu prognozy i nie powinno mieć obecnie wpływu na cenę akcji. Problem pojawia się, jeżeli ceny surowców spadają (wg założeń nawet optymistycznych w krótkim okresie banków inwestycyjnych do 2014 powinny powrócić do poziomu ok. 6000 USD/t) wzrost wydatków z tego tytułu podwyższa i tak wysoką dźwignię operacyjną w spółce. KGHM chce zmniejszyć emisję CO2 m.in. poprzez budowę pieca zawieszinowego w Hucie Głogów.



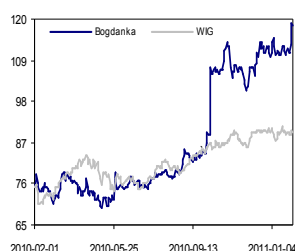
LW Bogdanka (Akumuluj)

Cena bieżąca: 118,3 PLN Cena docelowa: 125,9 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 118,4	1 243,0	11,1%	1 521,1	22,4%	1 911,5	25,7%	Liczba akcji (mIn)	34,0
EBITDA	368,0	414,7	12,7%	567,6	36,9%	739,9	30,4%	MC (cena bieżąca)	4 023,7
marża EBITDA	32,9%	33,4%		37,3%		38,7%		EV (cena bieżąca)	4 167,9
EBIT	226,7	265,2	17,0%	342,6	29,2%	478,9	39,8%	Free float	33,0%
Zysk netto	191,5	213,6	11,6%	257,5	20,5%	366,0	42,1%		
P/E	21,0	18,8		15,6		11,0		Zmiana ceny: 1m	6,6%
P/CE	12,1	11,1		8,3		6,4		Zmiana ceny: 6m	50,7%
P/BV	2,3	2,1		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	55,5%
EV/EBITDA	9,8	9,7		7,3		5,5		Max (52 tyg.)	119,0
Dyid (%)	0,2	2,2		0,5		0,5		Min (52 tyg.)	69,5



Poprawiająca się sytuacja na krajowym rynku węgla pozwala z optymizmem patrzeć na rok 2011. W naszych prognozach tegorocznych wyników zakładamy wzrost wolumenu, zgodny z zapowiedziami spółki (6 850 tys. ton) oraz 3% wzrost średniej ceny węgla. W kontekście sytuacji na rynkach światowych założenie takie można traktować jako konserwatywne. Elektrownie nie zaakceptują cen obowiązujących na rynku europejskim, ale systematycznie wraz z malejącą dostępnością krajowego węgla będą musiały uzupełniać braki drogim importem. To powoduje, że możliwy jest szybszy niż zakładamy wzrost cen krajowych. Każdy 1 punkt procentowy (2 PLN/t) szybszego wzrostu cen oznacza wzrost zysku brutto spółki na wolumenie z 2011 o 14 mln PLN. W prognozie zakładamy, że w roku 2012 produkcja węgla zwiększy się do 8,5 mln ton a w roku kolejnym do 10,3 mln ton. W roku 2014 spółka powinna osiągnąć docelowe wydobycie na poziomie 11 mln ton. W 2011 roku mogą pojawiać się spekulacje nt. połączenia z JS czy kolejnych prób przejęcia spółki. Podtrzymujemy naszą 9-cio miesięczną cenę docelową dla akcji spółki na poziomie 125,9 PLN, w związku ze wzrostem ceny akcji obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj.

Ceny węgla ARA powyżej

W styczniu ceny węgla energetycznego w portach ARA ustanowiły szczyt na poziomie 132 USD/t. bezpośrednim powodem wzrostów był problem z podażą surowca spowodowany powodzią w Australii. Po bardzo silnym początku miesiąca na koniec stycznia ceny powróciły do poziomu 119 USD/t. W tym czasie ceny węgla rosyjskiego w portach bałtyckich również osiągnęły poziom 120 USD/t. Po uwzględnieniu kursu walutowego, kaloryczności węgla i kosztów transportu do Polski, szacujemy że obecnie węgiel z portów ARA kosztuje 15,5 PLN/GJ (w styczniu osiągnął poziom nawet 17 PLN/GJ) a węgla rosyjskiego 15,7 PLN/GJ. Najnowsze dane z Ministerstwa Gospodarki wskazują, że średnia cena sprzedaży węgla z kopalń śląskich to 260 PLN/t, tj. 10,5 PLN/GJ. Pomimo, że różnica w cenie węgla krajowego i importowanego nieco się zawężała to jednak nadal powinna preferować wzrost eksportu krajowej produkcji, co przy nadal spadającym wydobyciu będzie oznaczało konieczność uzupełniania braków drogim węglem importowym.

Przemysł

Boryszew

Odstąpienie od zakupu Cablelettry

Spółka poinformowała o odstąpieniu od złożenia oferty wiążącej na zakup majątku upadłej grupy Cablelettra, produkującej przewody elektryczne dla przemysłu motoryzacyjnego. Powodem według *Gazety Giełdy Parkiet* miały być wysoko postawione oczekiwania odnośnie ceny przejmowanych aktywów (minimum 30 mln EUR za fabryki we Włoszech, Polsce i Tunezji oraz drugie tyle za fabrykę w Brazylii).

Zakwalifikowanie do drugiego etapu postępowania na zakup Grupy SaarGummi

Spółka poinformowała o dopuszczeniu do drugiego etapu postępowania procesu negocjacyjnego dotyczącego zakupu aktywów Grupy SaarGummi, wiodącego producenta systemów uszczelnień pojazdów (automotive). Grupa posiada 12 zakładów produkcyjnych, w tym 3 joint venture w Niemczech, Brazylii, Czechach, Hiszpanii, USA, Chinach, Indiach, Rosji i na Słowacji. Cytowany przez gazetę *Puls Biznesu* tymczasowy zarządca SaarGummi mówi, że grupa w 2010 roku miała sprzedaż na poziomie 300 mln EUR. Według niego chęć wzięcia udziału w przejęciu wyraziło około 40 podmiotów.

Spodziewane przejęcie w Indiach

Gazeta *Puls Biznesu* poinformowała, że Boryszew zawarł wstępną umowę nabycia Sebro Auto, znajdującego się w okolicach miejscowości Pune w Indiach oraz części zakładu w Faridabad. Zakłady specjalizują się w produkcji przewodów do klimatyzacji sektora motoryzacyjnego. Na terenie Indii produkty zakładów mają być nabywane przez największego obecnego klienta Maflow – koncern Volkswagen. Zamknięcie transakcji powinno nastąpić w przeciągu 4-5 tygodni od daty podpisania term sheet. Przejęcia dokona spółka celowa zależna od Boryszewa - Maflowindia.

Emisja w porządku obrad NWZA

W projekcie uchwał na NWZA, które ma się odbyć 28 lutego 2011 roku znalazł się projekt uchwały podwyższający kapitał zakładowy Spółki z kwoty 112,8 mln PLN do 225,7 mln PLN w drodze emisji 1128,3 mln akcji serii G o wartości nominalnej 0,10 PLN. Dniem określenia akcjonariuszy, którym przysługuje prawo poboru Akcji Serii G, jest dzień 15 kwietnia 2011 roku. Cenę emisyjną akcji serii G ustala się na poziomie wartości nominalnej, czyli 0,10 PLN.



Astarta (Sprzedaj)

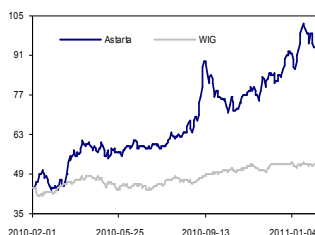
Cena bieżąca: 93,6 PLN

Cena docelowa: 63,6 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn UAH)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 354,8	2 080,1	53,5%	2 164,4	4,1%	2 253,2	4,1%	Liczba akcji (mln)	25,0
EBITDA	550,5	1 281,8	132,8%	944,8	-26,3%	688,0	-27,2%	MC (cena bieżąca)	2 340,0
marża EBITDA	40,6%	61,6%		43,7%		30,5%		EV (cena bieżąca)	2 480,8
EBIT	457,5	1 107,2	142,0%	757,8	-31,6%	504,0	-33,5%	Free float	25,9%
Zysk netto	323,4	996,5	208,1%	675,6	-32,2%	353,9	-47,6%		
P/E	20,4	6,6		9,8		18,6		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	15,8	5,6		7,6		12,3		Zmiana ceny: 6m	48,1%
P/BV	4,9	3,1		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m	101,5%
EV/EBITDA	13,8	6,0		7,4		10,2		Max (52 tyg.)	102,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,6		Min (52 tyg.)	43,3



Mimo spełnienia się zapowiedzi dotyczących wzrostu areálu buraka cukrowego na Ukrainie (w bieżącym sezonie +50% r/r), w wyniku niesprzyjających warunków pogodowych (susza) wielkość zbiorów okazała się być niska, co pozwoli na wytworzenie około 1,7 MT cukru wobec popytu na poziomie 1,9-2,0 MT. To powodować będzie, że ceny do końca 3Q11 utrzymać się będą na wysokich poziomach (800-900 USD/t). Biorąc jednak pod uwagę, że od początku poprzedniego roku cena buraka cukrowego na rynku krajowym wzrosła o 40,8% r/r rolnicy chętnie decydować się będą na tą uprawę. Tym bardziej, jeśli weźmiemy pod uwagę wysoką rentowność w 2009 roku (23,4% - druga najbardziej rentowna uprawa na Ukrainie) oraz przyznane rolnikom buraka cukrowego subsydium za ubiegły sezon (500 UAH za ha, średnio 3,5% ceny za tonę I-X 2010). Mimo wzrostu cen zbóż w I-X 2010 o +42,8% r/r, jak na razie nie jest to odbierane jako zdecydowana zachęta do zwiększenia zasiewu ozimych odmian (na dzień 15 grudnia na Ukrainie obsiano 9,3 mln ha uprawami ozimymi, czyli o 8,1% r/r mniej). Naszym zdaniem utrzymanie ekstremalnie wysokich cen cukru w kolejnych latach na Ukrainie nadal pozostaje mało prawdopodobne. Tym niemniej w krótkim okresie Spółka nadal będzie korzystać z wysokich cen cukru na rynku krajowym (w 4Q10 średnio 907 USD/t vs. 929 USD/t w 3Q10) oraz ze spodziewanego wzrostu wolumenu sprzedaży (na 4Q przypada około 45% całorocznej sprzedaży cukru). Spółka wyniki za 4Q10 poda wraz z wynikami z raportem rocznym 27 kwietnia. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Moratorium na sprzedaż ziemi do końca 1H11?

Przedstawiciel administracji prezydenckiej na Ukrainie – Serhiy Liovochkin – poinformował, że moratorium na sprzedaż ziemi uprawnej na Ukrainie może zostać uchylone w 1H11. Zdaniem przedstawicieli Prezydenta sprzedaż ziemi pozwoli podnieść efektywność jej użytkowania, jako że nowych właścicieli będzie stać na inwestycje w park maszynowy. Uchylenie moratorium na sprzedaż ziemi spowoduje, że w długim terminie właściciele pól uprawnych będą mieli możliwość odsprzedaży posiadanego majątku. Spółki rolne na Ukrainie często posiadają prawo pierwokupu użytkowanej obecnie ziemi, bądź prawo do przedłużenia najmu. Chęć wykupienia ziemi uprawnej wymagałoby w długim terminie środków na sfinansowanie takich transakcji. W długim okresie brak ograniczeń w sprzedaży ziemi uprawnej powodować będzie, że Spółkom rolnym będzie znacznie trudniej się rozwijać tak dynamicznie jak dotychczas. Dotąd przedmiotem przejęć były gospodarstwa rolne posiadające prawo do użytkowania ziemi, natomiast w przyszłości mogą być zmuszone do kupowania obszarów rolnych, co wymuszać będzie znacznie większe środki na akwizycje.

Nadprodukcja cukru w 2011/2012 roku?

Przewodniczący organizacji zrzeszającej ukraiński biznes rolniczy – Alex Lissitsa - (Ukrainian Club of Agrarian Business) wypowiedział się, że w 2011 roku bardzo prawdopodobna jest nadprodukcja cukru na terenie Ukrainy, co wynika z dużej rentowności uprawy buraka cukrowego w 2010 roku. Na bieżący rok planowe jest obsadzenie burakiem cukrowym areálu 550 tys. ha (495 tys. ha sezon wcześniej), co przy normalnej pogodzie daje możliwość wyprodukowania na terenie kraju 2,2 mln ton cukru, czyli więcej niż wynosi zapotrzebowanie (1,9-2,0 mln ton). Na dzień 15 grudnia na Ukrainie obsiano 9,258 mln ha uprawami ozimymi, czyli o 8,1% mniej niż miało to miejsce rok wcześniej. Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy spodziewa się zasiewu upraw jarych na poziomie 15,5 mln ha, co odpowiada wielkości areálu roku poprzedniego. Brak zwiększenia areálu upraw ozimych i jarych powodować będzie utrzymanie w kolejnym roku wielkości areálu upraw przemysłowych, w tym również buraka cukrowego na Ukrainie. To z kolei, przy normalnych warunkach pogodowych, zapewniłoby wystarczającą ilość surowca by zaspokoić krajowe zapotrzebowanie na cukier. Wówczas spadek cen cukru byłby nieunikniony.



Transakcja między akcjonariuszami

Spółka poinformowała o otrzymaniu od głównych akcjonariuszy informacji dotyczącej zawarcia między podmiotami od nich zależnymi transakcji sprzedaży akcji. Podmiot zależny od Wiktora Ivanchyka – Albacon Ventures Limited zbył na rzecz spółki zależnej Valery Korotkov – Aluxes Holding Limited 800 tys. akcji Spółki Astarta. Sprzedaż akcji została zrealizowana w transakcjach pakietowych. Wcześniej (23 września) spółka Aluxes Holding Limited zbyła w transakcjach pakietowych 1,6 mln akcji. W wyniku transakcji free-float nie uległ zmianie.



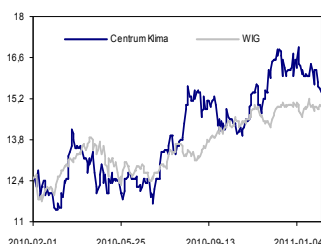
Centrum Klima (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15,06 PLN Cena docelowa: 16,9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	71,7	85,9	19,8%	111,0	29,2%	118,3	6,5%	Liczba akcji (mln)	8,5
EBITDA	9,7	9,8	1,3%	15,9	62,1%	17,7	11,7%	MC (cena bieżąca)	128,3
marża EBITDA	13,5%	11,4%		14,3%		15,0%		EV (cena bieżąca)	123,0
EBIT	8,0	7,6	-5,6%	12,8	68,4%	14,1	10,8%	Free float	39,0%
Zysk netto	6,7	7,9	18,0%	10,1	28,1%	11,4	12,4%		
P/E	19,1	16,2		12,7		11,3		Zmiana ceny: 1m	-6,4%
P/CE	15,4	12,7		9,7		8,6		Zmiana ceny: 6m	11,8%
P/BV	2,0	1,9		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	23,8%
EV/EBITDA	12,9	13,5		7,8		6,7		Max (52 tyg.)	17,0
Dyid (%)	1,3	2,9		2,5		3,2		Min (52 tyg.)	11,4



W bieżącym roku zapowiadane jest 150% r/r zwiększenie wolumenów na produkcji, co pozwoli na wzrost udziału przychodów części produkcyjnej do ponad 30% w roku 2011 (z 25% w roku 2010). Duża konkurencyjność oferty Centrum Klima w porównaniu do europejskich producentów z branży powinna zagwarantować zwiększenie sprzedaży. W pierwszej połowie roku liczymy na zaprezentowanie nowego wyrobu, na którego linię produkcyjną Spółka będzie zmuszona wydać około 40-50 mln PLN. Środki pochodzą z emisji obligacji lub akcji. W krótkim okresie istnieje ryzyko obniżenia się sentymentu skutkiem możliwych gorszych wyników 4Q10. Tym niemniej perspektywa poprawy rezultatów w kolejnych latach powinna być pozytywnie odbierana przez rynek. Publikacja wyników za 4Q10 nastąpi wraz z raportem rocznym 15 marca. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Sprzedaż nieruchomości w Piastowie

Spółka poinformowała o podpisaniu umowy sprzedaży nieruchomości w Piastowie za kwotę 10,4 mln PLN. Środki ze sprzedaży aktywów zostaną przeznaczone na dalsze inwestycje. Chodzi o linię produkcyjną, pozwalającą na wytworzenie rozwiązania obecnie oferowanego przez dwóch-trzech producentów na świecie. Wcześniej na łamach *Pulsu Biznesu* Prezes wypowiadał się, że koszt takiej inwestycji mógłby pochłonąć 40-50 mln PLN, a środki na inwestycję pochodziłyby z emisji akcji lub obligacji. Sprzedaż nieruchomości w Piastowie została uwzględniona w naszej wycenie z 20 października 2010 roku.

ING TFI ma ponad 5%

Spółka poinformowała, że fundusze zarządzane przez ING TFI zwiększyły zaangażowanie w Centrum Klima do 5,15%.



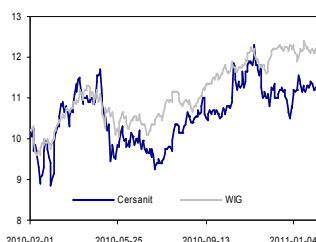
Cersanit (Redukuj)

Cena bieżąca: 11,27 PLN Cena docelowa: 10,4 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 415,2	1 538,9	8,7%	1 675,8	8,9%	1 806,1	7,8%	Liczba akcji (mln)	216,4
EBITDA	284,7	277,7	-2,5%	331,8	19,5%	374,3	12,8%	MC (cena bieżąca)	2 438,6
marża EBITDA	20,1%	18,0%		19,8%		20,7%		EV (cena bieżąca)	3 228,5
EBIT	168,1	169,3	0,7%	208,6	23,2%	244,3	17,1%	Free float	27,5%
Zysk netto	-8,1	135,0		132,2	-2,1%	163,9	24,0%		
P/E		18,1		18,5		14,9		Zmiana ceny: 1m	1,7%
P/CE	15,0	10,0		9,5		8,3		Zmiana ceny: 6m	9,6%
P/BV	1,5	1,8		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	16,1%
EV/EBITDA	9,6	11,8		9,7		8,4		Max (52 tyg.)	12,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,2		Min (52 tyg.)	8,9



W pierwszej połowie roku spółki branży płytek ceramicznych prawdopodobnie zmagać się będą z przenoszeniem wzrastających kosztów produkcji na ceny płytek. Szansą na wzrost obrotu w drugiej połowie roku jest spodziewane odbicie na rynku deweloperskim, w tym trwałe odbicie w roku 2012. Branża płytek ceramicznych jest późnocykliczna, a oczekiwania stawiane przed Spółką wydają się wysokie (wskaźniki na 2011 rok P/E 18,5 i EV/EBITDA 9,7). Powstaje dlatego pytanie, ile ze wzrostu przyszłych wyników uwzględnione jest już w cenach. Wyniki za 4Q10 zostaną opublikowane wraz z raportem rocznym 21.03. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Zmiany w akcjonariacie

Cersanit poinformował, że FTF Galleon - spółka będąca podmiotem zależnym od Pana Michała Sołowowa przekroczyła 15% udział w kapitale zakładowym Cersanit S.A. (na dzień 15.12 spółka posiadała 15,09% akcji Cersanitu). Zwiększenie udziału nastąpiło poprzez wniesienie akcji jako kapitału niepieniężnego przez Pana Michała Sołowowa do Spółki FTF Galleon S.A. (wcześniej FTF Galleon posiadał 2,21% akcji Cersanitu). Zmiana w akcjonariacie ze względu na zależność spółki FTF Galleon od Pana Michała Sołowowa jest bez wpływu na notowania Cersanitu.

Ceramika sanitarna w 2011 roku

Gazeta *Puls Biznesu* donosi, że zdaniem przedstawicieli branży ceramiki sanitarnej w Polsce, w 2011 roku możliwy jest kilkuprocentowy wzrost, czemu służyć ma ożywienie na rynku deweloperskim. Zdaniem przewodniczącego Rady Nadzorczej Cersanitu, rynek ten w kolejnym roku powinien wzrosnąć o więcej niż 2-3% r/r. Problemem nadal pozostaje rentowność, gdyż lepsze ceny i marże można osiągnąć wyłącznie na nowych ulepszonych produktach. Aby podwyższyć istotnie rentowność potrzebny jest powrót bardzo dobrej koniunktury.



Famur (Sprzedaj)

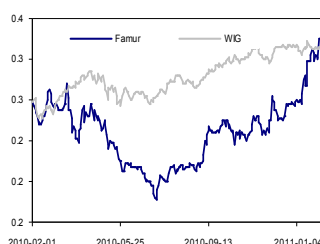
Cena bieżąca: 3,3 PLN

Cena docelowa: 2,3 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	695,1	741,7	6,7%	752,2	1,4%	791,4	5,2%	Liczba akcji (mIn)	481,5
EBITDA	133,6	138,8	3,9%	153,3	10,4%	174,9	14,0%	MC (cena bieżąca)	1 589,0
marża EBITDA	19,2%	18,7%		20,4%		22,1%		EV (cena bieżąca)	1 558,5
EBIT	100,8	93,8	-6,9%	97,2	3,6%	118,6	22,1%	Free float	11,8%
Zysk netto	58,0	83,0	43,1%	75,1	-9,6%	93,4	24,3%		
P/E	27,4	19,1		21,2		17,0		Zmiana ceny: 1m	21,8%
P/CE	17,5	12,4		12,1		10,6		Zmiana ceny: 6m	60,2%
P/BV	2,3	1,9		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	27,4%
EV/EBITDA	12,5	11,4		10,2		8,6		Max (52 tyg.)	3,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,1		Min (52 tyg.)	1,7



W bieżącym roku do struktury Spółki zostanie włączony Remag (w 1Q11) oraz Pemug (10 stycznia 2011), natomiast w 3Q11 Grupę opuści Zamet Industry i Polska Grupa Odlewnicza (dywidenda niepieniężna). Wynik netto nie będzie dodatkowo, jak miało to miejsce w poprzednim roku, wyższy w rezultacie otrzymanej dywidendy od spółek zależnych nie objętych konsolidacją (10 mln PLN). Z tego około 7 mln PLN od Famur spółka z o.o. który od początku 2010 roku jest już konsolidowany w wynikach. Od 1Q11 w ramach Grupy działalność rozpocznie zakład Famur-2 odpowiadający za produkcję kombajnów ścianowych oraz przekładni wysokich mocy. W sumie spodziewane jest, że amortyzacja z tego tytułu zwiększy się w całym roku o więcej niż 10 mln PLN. Jak na razie brak ogłoszonych wygranych kontraktów na 1Q11 jest elementem ryzyka przed kolejnymi wynikami. 4Q10 zapowiada się w Spółce bardzo dobrze, dlatego korzystając z obecnej wysokiej wyceny należałoby rozważyć realizację zysków. Wyniki okresowe Spółka opublikuje 1 marca. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Wyniki Joy Global za 4Q10

Na koniec 4Q10 wartość portfela zamówień jednego z dwóch największych światowych producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa nie odbiegała znacząco od tej zanotowanej na koniec 3Q10. W przypadku segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego wartość backlogu była o 2,5% q/q niższa, a w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego o 3,7% q/q wyższa. Na przestrzeni 4Q10 najbardziej, bo aż o 23,4% q/q wzrosły zamówienia w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego, z kolei w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego odnotowano spadek zamówień o 2,7% q/q. Utrzymanie wysokiego poziomu portfela zamówień w 4Q10 przez jedną z największych spółek zaplecza górniczego świadczy, że koniunktura na rynkach światowych na dobra inwestycyjne dla górnictwa nadal się utrzymuje. Dobrą informacją jest wzrost zamówień w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego, gdyż dotychczas spółka odnotowywała wzrost wartości zamówień głównie w zakresie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego.

Zawarcie znaczącej umowy kredytowej

Spółka poinformowała o zawarciu znaczącej umowy kredytowej z bankiem Nordea na kwotę 142 mln PLN na zakup 85% Remagu. Famur spłaci do 30.06.2011 60 mln PLN, natomiast pozostała część zostanie spłacona w 12 kwartalnych ratach od 31.01.2013 do 13.12.2015. Umowa kredytowa była oczekiwana przez rynek, Zarząd wcześniej informował o rozmowach w sprawie ubiegania się o kredyt inwestycyjny pod zakup Remagu.

Umowa o nabycie zorganizowanej części przedsiębiorstwa Pemug

Spółka poinformowała o zawarciu ostatecznej umowy na podstawie której Famur przejmie zorganizowaną część przedsiębiorstwa Pemug związaną z dotychczasową działalnością operacyjną spółki. Umowa opiewa na 7,6 mln PLN i zostanie ostatecznie sfinalizowana do 15 lutego 2011 roku.

Nabycie Remagu

Spółka poinformowała o zawarciu ostatecznej umowy nabycia 85% akcji Remag – katowickiego producenta kombajnów chodnikowych od TDJ (głównego akcjonariusza Famuru) za 186,8 mln PLN. Łączna cena nabycia odpowiada cenie nabycia Remagu od MSP (około 183 mln PLN) powiększonej o koszty obsługi transakcji, w tym podatek od czynności cywilnoprawnych.

NWZA za podziałem Grupy

Akcjonariusze Famur na NWZA 20 stycznia bieżącego roku zaakceptowali zmiany w statucie pozwalające na podział Grupy. W wyniku podziału na GPW notowane będą trzy Spółki: Famur,



Polska Grupa Odlewnicza i Zamet Industry. Zakończenie działań planowane jest na 3Q11. Podział Grupy jest zgodny z założeniami strategii przedstawionej przez Zarząd na początku grudnia 2010 roku.

Zawarcie umowy z Kompanią Węglową

Spółka poinformowała o zawarciu szeregu umów jednostkowych między 26 lipca 2010, a 24 stycznia 2011 z Kompanią Węglową, których łączna kwota wynosi 68,9 mln PLN netto. Umowa o najwyższej wartości opiewa na kwotę 7,7 mln PLN i dotyczy usług serwisowych kombajnów ścianowych produkcji Famur między 1 stycznia 2011, a 31 grudnia 2011. Jak dotychczas Spółka nie poinformowała o podpisaniu żadnej umowy na realizację obudów zmechanizowanych, jaka wykonywana być mogła w pierwszej połowie 2011 roku.



Impexmetal (Kupuj)

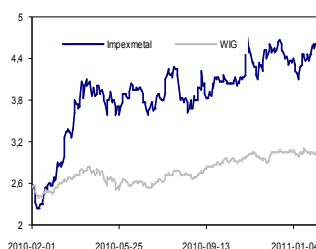
Cena bieżąca: 4,6 PLN

Cena docelowa: 5,1 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 785,0	2 470,5	38,4%	2 664,2	7,8%	2 548,9	-4,3%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	135,2	169,6	25,4%	176,2	3,9%	179,1	1,6%	MC (cena bieżąca)	920,0
marża EBITDA	7,6%	6,9%		6,6%		7,0%		EV (cena bieżąca)	1 262,8
EBIT	73,3	110,7	51,1%	119,8	8,2%	126,0	5,2%	Free float	32,4%
Zysk netto	25,6	70,9	176,6%	81,2	14,5%	90,4	11,4%		
P/E	38,3	13,0		11,3		10,2		Zmiana ceny: 1m	4,8%
P/CE	11,2	7,1		6,7		6,4		Zmiana ceny: 6m	15,9%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	98,3%
EV/EBITDA	10,9	8,0		7,2		6,2		Max (52 tyg.)	4,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,2



Spółka w 2011 roku ma szanse skorzystać na relacji aluminium do miedzi, która historycznie od 2000 roku kształtowała się na poziomie 2,1, podczas gdy obecnie sięga 3,9. Wkrótce przetwórcy aluminium mogą odczuć zwiększenie zainteresowania substytutami wykonanymi z aluminium, na czym skorzystać może Huta Aluminium Konin, która odpowiada za 55% wartości EBITDA w Grupie. Spółka posiada dużą ekspozycję na sektor przemysłu (około 50% przychodów), oraz duży udział sprzedaży eksportowej (około 50%) w tym około 75% do Niemiec. Tegoroczna kontynuacja dobrej koniunktury w przemyśle polskim i europejskim (jednocyfrowa dodatnia dynamika) powinna pozytywnie oddziaływać na wolumeny w kolejnym roku. Spodziewamy się przekroczenia prognozy Zarządu na 2010 rok o 5,7% na poziomie zysku netto. Pozytywny efekt na wyniki powinna mieć wycena transakcji hedgingowych (w 4Q10 aluminium podrożało o 7% q/q a miedź o 22% q/q). Wyniki za 4Q10 Spółka poda 24 lutego. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Rejestracja umorzenia akcji własnych

Spółka poinformowała o zarejestrowaniu zmiany statusu dotyczącej umorzenia 13,5 mln akcji własnych i obniżenia kapitału zakładowego, odpowiadającego łącznej wartości nominalnej umarzanych akcji własnych. Umarzane akcje stanowią 6,3% znajdujących się w obrocie walorów.

Informacja o zwiększeniu udziału

Rundon Finance Limited poinformował, że w wyniku rejestracji umorzenia akcji własnych przez Spółkę, udział funduszu w kapitale zakładowym wzrósł do 5,34% wobec wcześniejszego na poziomie 4,99%.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym *Gazecie Giełdy Parkiet* Prezes Impexmetal – Piotr Szeliga – zapowiedział, że do końca 1Q11 Rada Nadzorcza mogłaby podjąć decyzję o budowie nowego zakładu walcowniczego aluminium, który podwoiłby obecne moce produkcyjne (80-85 tys. ton) (HAK). W sumie cały projekt inwestycyjny kosztowałby około 500 mln PLN, z czego 25% wartości inwestycji może zostać pozyskana z finansowania funduszy unijnych. Czas realizacji inwestycji od momentu podjęcia decyzji do uruchomienia należy szacować na 3-4 lata. Zdaniem Prezesa rok 2011 zapowiada się bardzo dobrze, Zarząd liczy na istotny wzrost na wszystkich poziomach, począwszy od wolumenów sprzedaży, cen i wyniku netto skończywszy. Największym problemem wydaje się cena miedzi, która skłania klientów do szukania substytutów metalu. Prezes dodaje jednak, że segment miedziowy to mniejsza część działalności Grupy. Zarząd spodziewa się, że w czwartym kwartale Spółka otrzyma pozwolenie na budowę wieżowców (50 tys. PUM) przy ulicy Łuckiej. Inwestycję w przedsięwzięcie deweloperskie należy szacować na około 100 mln EUR (wraz z wartością gruntu), komercjalizacja powierzchni zajęłaby 2-3 lata. Spółka szuka partnera do przeprowadzenia inwestycji, ale w ostateczności nie wyklucza podjęcia się przedsięwzięcia na własną rękę.



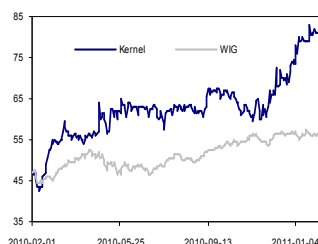
Kernel (Trzymaj)

Cena bieżąca: 81,15 PLN Cena docelowa: 79,1 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn USD)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 020,5	1 517,6	48,7%	1 948,8	28,4%	2 049,9	5,2%	Liczba akcji (mln)	73,2
EBITDA	190,7	260,1	36,4%	283,4	8,9%	314,9	11,1%	MC (cena bieżąca)	5 939,4
marża EBITDA	18,7%	17,1%		14,5%		15,4%		EV (cena bieżąca)	5 901,9
EBIT	168,2	229,1	36,2%	252,8	10,3%	280,4	10,9%	Free float	58,8%
Zysk netto	153,0	172,9	13,0%	211,7	22,5%	239,1	12,9%		
P/E	12,9	12,2		9,9		8,8		Zmiana ceny: 1m	10,3%
P/CE	11,3	10,3		8,7		7,7		Zmiana ceny: 6m	28,4%
P/BV	3,3	3,0		2,3		1,8		Zmiana ceny: 12m	78,4%
EV/EBITDA	10,9	8,3		7,4		6,4		Max (52 tyg.)	83,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	42,3



Krótkoterminowo sentyment wokół Kernela psuje wszczęte przez Urząd Antymonopolowy na Ukrainie postępowanie w sprawie wzrostów cen oleju butelkowanego na lokalnym rynku oraz rozruchy w Egipcie. Ten ostatni odpowiada za 10% światowego importu oleju słonecznikowego i jest znaczącym importerem zbóż (według informacji agencji port w Aleksandrii został zamknięty 1 lutego na dwa dni). Z drugiej strony kurs powinna wspierać perspektywa pojawienia się Kernela w indeksie bluechipów po marcowej rewizji oraz nadchodzące spodziewane dobre wyniki za 4Q10 (oczekujemy około 30% dynamiki na każdym poziomie). Publikacja raportu okresowego nastąpi 14 lutego. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wolumeny produkcji i eksportu oleju słonecznikowego w listopadzie i grudniu

W listopadzie produkcja surowego oleju słonecznikowego na terenie Ukrainy wzrosła o 1,3% r/r do 295,6 tys. ton, a eksport wzrósł z 130,1 tys. ton w XI 2009 do 235,9 tys. ton w XI 2010. W grudniu produkcja wzrosła o 10,2% r/r do 311,0 tys. ton, a eksport wzrósł z 269,0 tys. ton w XII 2009 do 317,7 tys. ton w XII 2010.

9% udziału w rozdzielonych kwotach eksportowych na 1Q11

Gazeta *Giełdy Parkiet* poinformowała, że Kernel w procesie dystrybucji przez Ministerstwo Gospodarki kwot eksportowych na zboża uzyskał pozwolenie na wywóz 46 tys. z 500 tys. ton rozdysponowanych kwot na wywóz pszenicy oraz 136 tys. ton z 1518 tys. ton rozdysponowanych kwot na wywóz kukurydzy. W sumie udział Kernela w rozdysponowanych kwotach wynosi 9%, podczas gdy ostatniej dystrybucji Spółce udało się zdobyć 20,8% rozdysponowanych kwot. Proporcja, w jakiej Kernel będzie mógł uczestniczyć w eksporcie zbóż z Ukrainy jest o 1,6pp niższa niż miało to miejsce w sezonie 2009/2010 (10,6%). Należy pamiętać jednak, że w bieżącym sezonie mimo spadku wolumenów eksport zboża jest bardzo rentowny. W samym 3Q10 Kernel mimo spadku wolumenu handlu zbożem o 33,7% r/r zwiększył EBITDA na tonę wyeksportowanego zboża z 15,2 USD/t w 3Q09 do 51,8 USD/t w 3Q10.

Postępowanie ukraińskiego Urzędu Antymonopolowego przeciw Kernelowi

Urząd Antymonopolowy na Ukrainie wszczął postępowanie przeciwko trzem największym producentom oleju słonecznikowego (Kernelowi, Sun Trade i Polohovsky Oil) pod zarzutem wykorzystania pozycji monopolisty. Powodem do wszczęcia postępowania są wzrastające ceny oleju słonecznikowego na Ukrainie (butelkowanego sprzedawanego na terenie kraju). Wcześniej władze na Ukrainie nakazały producentom oleju roślinnego powstrzymanie się od podwyżek cen na lokalnym rynku tłumacząc, że wzrost cen oleju nie powinien nastąpić, gdyż zbiory słonecznika są wystarczające, aby zaspokoić potrzeby lokalnego rynku. Rząd nie bierze jednak pod uwagę, że w bieżącym roku ceny nasion słonecznika na lokalnym rynku wzrosły o więcej niż 50% r/r. Wcześniej w lutym 2008 roku Rząd, chcąc uchronić lokalny rynek przed rosnącymi cenami artykułów spożywczych (presja inflacyjna) zdecydował się na wprowadzenie na cztery miesiące kwot eksportowych w ilości 360 tys. ton oleju słonecznikowego. Gdyby Rząd zdecydował się podjąć podobne kroki tym razem, to mogłoby to mieć negatywny wpływ na wyniki Spółki.



Kęty (Trzymaj)

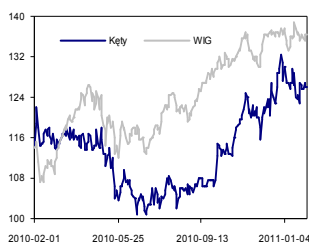
Cena bieżąca: 126 PLN

Cena docelowa: 125,5 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 111,0	1 170,7	5,4%	1 269,8	8,5%	1 311,8	3,3%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	189,0	181,0	-4,2%	199,6	10,3%	207,3	3,8%	MC (cena bieżąca)	1 162,4
marża EBITDA	17,0%	15,5%		15,7%		15,8%		EV (cena bieżąca)	1 242,5
EBIT	124,9	112,0	-10,3%	126,8	13,3%	131,7	3,8%	Free float	64,4%
Zysk netto	70,6	90,2	27,7%	96,8	7,4%	101,5	4,8%		
P/E	16,5	12,9		12,0		11,5		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE	8,6	7,3		6,9		6,6		Zmiana ceny: 6m	18,5%
P/BV	1,4	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	6,9%
EV/EBITDA	6,7	6,9		6,2		6,0		Max (52 tyg.)	132,4
Dyid (%)	0,0	3,2		3,1		5,0		Min (52 tyg.)	100,7



W 4Q10 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży będą o 4,9% r/r wyższe, głównie za sprawą wysokiej dynamiki segmentów wyrobów wyciskanych (30,1% r/r) i opakowań giętkich (+10,5% r/r). Spadku poziomu sprzedaży oczekujemy w segmencie usług budowlanych (-29,5% r/r). Wzrost marży przerobowych jaki miał miejsce w 3Q10 dzięki zwiększeniu cenników pozwoli na poprawę rentowności segmentów SWW i SSA. Spodziewamy się poprawy marży EBITDA w porównaniu do 4Q09 o 2pp. Oczekujemy wyższego niż miało to miejsce w podanej przez Zarząd grudniowej prognozie wyniku na transakcjach hedgingowych, gdyż cena złotowa aluminium była o 5,6% wyższa niż założono w oficjalnej prognozie (szacujemy całkowity efekt na poziomie +2,5 mln PLN). Nie spodziewamy się, aby w zapowiadanej publikacji prognozy na 2011 rok wyniki były znacząco wyższe niż te osiągnięte w roku 2010. Wcześniej Prezes podawał do informacji publicznej, że spodziewa się 5-10% wzrostu przychodów, zysku operacyjnego i zysku netto w 2011 roku. Spodziewamy się, że wynik netto w 2011 roku wzrośnie do 96,8 mln PLN, co daje 12,0 P/E i 6,2 EV/EBITDA. Wyniki za 4Q10 Spółka poda 9 lutego. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Prognoza Zarządu na 4Q10

Według wstępnych szacunków Zarządu skonsolidowane przychody ze sprzedaży w 4Q10 wyniosą około 295 mln PLN i będą około 5% wyższe r/r. Składać się na to będzie wysoka dynamika w segmencie wyrobów wyciskanych (+30% r/r), opakowań giętkich (+10% r/r) i systemów aluminiowych (+10% r/r). Segment akcesoriów budowlanych osiągnął porównywalny z zeszłym rokiem poziom sprzedaży, a usług budowlanych był o 30% r/r niższy. Zarząd spodziewa się zysku operacyjnego na poziomie 25-26 mln PLN (+30% r/r) i zysku netto w wysokości 18,5 mln PLN (+20% r/r). Wynik na transakcjach zabezpieczających szacowany jest na poziomie 2 mln PLN.

Rok 11' nie przyniesie dużych zmian

W wywiadzie przeprowadzonym z przedstawicielem Grupy Kęty, zdaniem rozmówcy rok 2011 nie przyniesie istotnych zmian na rynku. Spółka zakłada stabilizację sprzedaży w kraju i wzrost eksportu. Zamierza zwiększyć obroty na rynku niemieckim, skandynawskim, w krajach Beneluksu i Europie Centralnej. W 1Q11 spodziewane jest, że poziom zamówień będzie na zbliżonym do zeszłorocznego. W kolejnym 2011 roku istotna poprawa powinna być widoczna w segmencie usług budowlanych, za sprawą udziału w dwóch dużych projektach. W naszych prognozach na 2011 rok również nie zakładamy zwiększenia wolumenu sprzedaży w związku ze spodziewaną zbliżoną koniunkturą w budownictwie, a szczególnie w budownictwie wielko kubaturowym.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym agencji Reuters Prezes Mańko ocenił, że w bieżącym roku przychody, zysk operacyjny i zysk netto mogą wzrosnąć o 5-10% r/r. Zarząd ocenia, że na początku 2011 roku nastroje wokół Spółki są dobre. Nie podziela on również pesymizmu związanego z przyhamowaniem inwestycji w budownictwie. Prezes spodziewa się, że w bieżącym roku inwestycje wyniosą 105-110 mln PLN. W bieżącym roku prognozujemy, że zysk netto Grupy Kęty wzrośnie do 96,8 mln PLN (+7,4% r/r), co dawałoby wskaźnik P/E na poziomie 12,0. Zakładamy, że na wydatki inwestycyjne w 2011 roku Spółka przeznaczy 95 mln PLN.



Kopex (Redukuj)

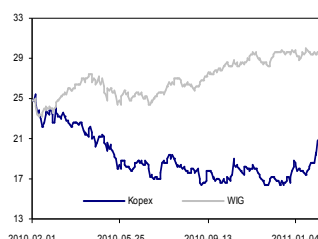
Cena bieżąca: 21 PLN

Cena docelowa: 15,9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 313,4	2 141,9	-7,4%	2 224,3	3,8%	1 889,0	-15,1%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	217,1	165,9	-23,6%	224,9	35,6%	246,5	9,6%	MC (cena bieżąca)	1 561,0
marża EBITDA	9,4%	7,7%		10,1%		13,0%		EV (cena bieżąca)	1 996,1
EBIT	145,3	81,4	-44,0%	136,0	67,0%	152,8	12,4%	Free float	28,5%
Zysk netto	87,2	26,8	-69,3%	82,4	207,5%	94,3	14,5%		
P/E	17,9	58,2		18,9		16,5		Zmiana ceny: 1m	12,9%
P/CE	9,8	14,0		9,1		8,3		Zmiana ceny: 6m	14,2%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-15,0%
EV/EBITDA	9,1	12,3		8,9		8,1		Max (52 tyg.)	24,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,0		Min (52 tyg.)	16,3



Publiczne zapowiedzi głównego akcjonariusza dotyczące osiągnięcia w 2010 roku połowy zysku netto, jaki Spółka zanotowała w 2009 roku oznaczałoby, że wynik netto 4Q10 wyniesie około 22,4 mln PLN. Inwestorzy widząc taki wynik, dodawszy sobie około 11 mln PLN starty na rozwiązywanych kontraktach argentyńskich (one off) będą spekulowali, że osiągnięcie ponad 100 mln PLN w 2011 roku jest możliwe. Rynek może zasugerować się dodatkowo poprawiającą się płynnością kopalni, wysoką ceną węgla na rynkach światowych i oczekiwaniami związanymi z wejściem spółek węglowych na giełdę w 2H11 (potencjalne zwiększenie poziomu inwestycji). Realnie rynek w bieżącym roku jest nadal bardzo słaby i mimo, że liczba nowych przetargów jest większa, to ich rentowność jest bardzo niska (często zerowa). Podtrzymujemy naszą prognozę wyniku netto na bieżący rok w wysokości 82,4 mln PLN (18,9 P/E). Spółka rezultaty za 4Q10 poda 1 marca. Wyniki 4Q10 mogą być dobrą okazją na realizowanie zysków z inwestycji. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Umowa na 16,7 mln PLN na sprzedaż węgla

Spółka poinformowała o zawarciu umowy z PHU Energokrak Sp. z o.o. o wartości 16,7 mln PLN netto. Umowa dotyczy sprzedaży węgla, jaki Spółka otrzymuje w ramach rozliczenia obligacji węglowych z Katowickim Holdingiem Węglowy.

Wyniki Joy Global za 4Q10

Na koniec 4Q10 wartość portfela zamówień jednego z dwóch największych światowych producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa nie odbiegała znacząco od tej zanotowanej na koniec 3Q10. W przypadku segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego wartość backlogu była o 2,5% q/q niższa, a w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego o 3,7% q/q wyższa. Na przestrzeni 4Q10 najbardziej, bo aż o 23,4% q/q wzrosły zamówienia w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego, z kolei w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego odnotowano spadek zamówień o 2,7% q/q. Utrzymanie wysokiego poziomu portfela zamówień w 4Q10 przez jedną z największych spółek zaplecza górniczego świadczy, że koniunktura na rynkach światowych na dobra inwestycyjne dla górnictwa nadal się utrzymuje. Dobrą informacją jest wzrost zamówień w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego, gdyż dotychczas spółka odnotowywała wzrost wartości zamówień głównie w zakresie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym portalowi WNP Prezes Kostempski podtrzymał zapowiedzi planów osiągnięcia przynajmniej 100 mln PLN zysku netto w 2011 roku i latach kolejnych. Spółka liczy na powrót koniunktury na inwestycje na rynku rosyjskim, zdobycie zamówień na rynku australijskim i sprzedaż kombajnów ścianowych do Chin. Na rynku krajowym Prezes liczy na wygrane w zapowiadanych dwóch przetargach na kompleksy ścianowe do Jastrzębskiej Spółki Węglowej oraz drażnienie nowego szybu dla Południowego Koncernu Węglowego. Zapowiedzi Prezesa pokrywają się z tymi, jakie zostały przedstawione po wynikach Grupy za trzeci kwartał. Jak na razie opóźnienia w zdobywaniu kontraktów zagranicznych nie wróżą poprawy wyników w 4Q10 i 1Q11.

Kontrakt krajowy za 27,7 mln PLN netto

Spółka poinformowała o podpisaniu kontraktu na dostawę 150 nowych sekcji obudowy zmechanizowanej z Jastrzębską Spółką Węglową za 27,7 mln PLN netto. Dostawa ma się rozpocząć od 4 miesięcy do 6 miesięcy od daty zawarcia umowy.

Wywiad z głównym akcjonariuszem

W wywiadzie udzielonym *Gazecie Giełdy Parkiet* główny akcjonariusz – Krzysztof Jędrzejewski – zapowiedział, że w bieżącym roku Grupa wypracuje co najmniej 100 mln PLN zysku netto. Zdaniem Jędrzejewskiego wynik zostanie osiągnięty dzięki efektom restrukturyzacji w Grupie, nie licząc nawet potencjalnych dużych zagranicznych kontraktów, o realizację których Spółka zabiega na Bałkanach, w Argentynie, Australii czy RPA. Główny udziałowiec Spółki dodał, że w 2010 roku Kopex wypracuje zysk netto odpowiadający połowie wyniku, jaki został wypracowany w 2009 roku (87,2 mln PLN). Biorąc pod uwagę, że w 1-3Q10 Spółka wypracowała 21,2 mln PLN zysku netto, to w 4Q10 musiałaby wypracować 22,4 mln PLN wyniku netto.

Umowa na drażnienie chodników dla KGHM

Spółka poinformowała o podpisaniu aneksu do umowy z KGHM zwiększającego wartość prac w zakresie drażnienia chodników do kwoty 412 mln PLN netto (zwiększenie dotychczasowej umowy o 264 mln PLN netto). Przedłużona umowa obowiązywać będzie do końca 2015 roku (średnio 52,8 mln PLN netto rocznie). Wartość prac przypadających na bieżący rok wynosi 55 mln PLN. Zdaniem Prezesa kontrakt gwarantuje pełne obłożenie mocy Przedsiębiorstwa Budowy Szybów na bieżący rok. Prezes liczy, że w bieżącym roku Spółka ma szansę na zdobycie zapowiadanego przez Południowy Koncern Węglowy kontraktu na prace szybowe (wykonanie wówczas miałoby miejsce w 2012 roku). Przychody segmentu usług górniczych wynoszą około 250-260 mln PLN i odpowiadają za 15-16% wypracowanego zysku brutto ze sprzedaży Grupy. Nowa umowa zwiększa wartość przeprowadzanych prac z około 30 mln PLN na kwartał (w umowie obowiązującej w latach 2008-2011) do około 52,8 mln PLN na kwartał (w umowie w latach 2011-2015). Informacja pozytywna dla Spółki. Nasza wycena zakłada zwiększenie się przychodów segmentu usług górniczych w latach 2011-2015 ze średnioroczną dynamiką 3,6% r/r.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym *Gazecie Giełdy Parkiet* Prezes Kostempski zapowiedział, że wszystkie Spółki zagraniczne w bieżącym roku są już rentowne i liczy że wypracują dla Grupy kilkanaście milionów euro zysku w całym roku. Największym problemem pozostaje Tagor, który bez zagranicznych kontraktów będzie miał trudności z odzyskaniem rentowności. Spółka w bieżącym roku liczy na nowe kontrakty w Jastrzębskiej Spółce Węglowej, która ogłosiła przetargi na obudowy oraz dwa kompleksy ścianowe (w sumie około 200 mln PLN). Prezes liczy na sprzedaż kombajnów ścianowych do Chin, gdzie Spółce udało się już sprzedać jedną maszynę w ubiegłym roku. Przypomina również o toczących się przetargach w Argentynie, Bośni i Hercegowinie, Rosji i Australii. Kostempski ocenia, że w bieżącym roku wysoką rentowność powinno wykazać Przedsiębiorstwo Budowy Szybów, które wykonuje prace drażeniowe dla KGHM oraz buduje szyb dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej. Zabrzeńskie Zakłady Mechaniczne powinny sprzedać więcej kombajnów na rynku krajowym i być może na rynku chińskim. Prezes liczy również na odbudowę sprzedaży w dywizji elektronicznej (Hansen). Jak dotychczas Spółka nie informowała o nowych istotnych kontraktach, jakie miałyby być wykonywane w pierwszej połowie bieżącego roku. Mimo poprawiającej się sytuacji finansowej kopalni rozstrzygane przetargi na dostawę sprzętu są niskiej rentowności, co związane jest z dużą konkurencją na lokalnym rynku (rynek polski jest zbyt mały by zapewnić wypełnienie mocy w lokalnych spółkach zaplecza górniczego). Szansą na poprawę rentowności są kontrakty zagraniczne. O te jednak Spółka zabiega od drugiej połowy 2009 roku i mimo poprawiającej się sytuacji na rynkach zagranicznych kolejne przetargi są rozstrzygane na niekorzyść Kopexu.



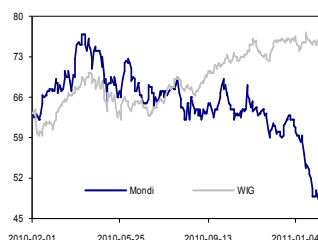
Mondi (Trzymaj)

Cena bieżąca: 77,75 PLN Cena docelowa: 80 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 360,8	2 209,0	62,3%	2 509,3	13,6%	2 516,0	0,3%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	217,9	438,3	101,2%	553,7	26,3%	566,6	2,3%	MC (cena bieżąca)	3 887,5
marża EBITDA	16,0%	19,8%		22,1%		22,5%		EV (cena bieżąca)	4 295,6
EBIT	99,6	277,1	178,1%	404,0	45,8%	418,4	3,6%	Free float	16,0%
Zysk netto	71,4	214,4	200,2%	338,1	57,7%	355,5	5,2%		
P/E	54,4	18,1		11,5		10,9		Zmiana ceny: 1m	-21,7%
P/CE	20,5	10,3		8,0		7,7		Zmiana ceny: 6m	-27,2%
P/BV	3,3	2,8		2,6		2,5		Zmiana ceny: 12m	-24,7%
EV/EBITDA	20,9	10,0		7,8		7,5		Max (52 tyg.)	77,0
Dyid (%)	0,0	0,0		5,5		8,7		Min (52 tyg.)	47,7



Rok 2011 będzie istotnie lepszy dla Świecia niż poprzedni. Wyższe ceny papieru, przy rosnącym wolumenie produkcji i sprzedaży powinny zwiększyć EBITDA w ujęciu r/r o 19%. Dodatkowo oczekujemy o blisko 40 mln PLN niższych kosztów finansowych (wysokie straty na różnicach kursowych w 1Q2010), co pozwoli uzyskać spółce 58% dynamikę wzrostu zysku netto. Pozytywnym zaskoczeniem powinna być również dywidenda, którą spółka może wypłacić już z zysku za 2010 rok. Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie 80 PLN za akcję z neutralną rekomendacją inwestycyjną. Spółka notowana jest obecnie z 25% premią do porównywalnych spółek w Europie.

Ceny CCM w styczniu – niekorzystne trendy

W styczniu ceny papieru do produkcji tektury falistej utrzymywały się na poziomach zbliżonych do ostatnich tygodni 2010 roku. W tym samym czasie rosły ceny makulatury obniżając (+4,3% w EUR i -0,6% w PLN) jednocześnie marże na sprzedaży testlinera i flutingu (średnia m/m - 6%). Dodatkowo niekorzystnie dla spółki umocnił się PLN w relacji do EUR. Cena kraftlinera w ujęciu m/m obniżyła się o 0,3% a w ujęciu złotówkowym o 5%. W przypadku testlinera zmiany wynoszą odpowiednio +0,3% i -4,4% a dla flutingu 0% i -4,7%. Wyhamowanie trendu wzrostowego może być ostrzeżeniem, że zbliża się punkt zwrotny na rynku papieru. Jak na razie nie pojawiają się informacje o uruchomieniu nowych mocy produkcyjnych, co mogłoby być przyczyną do gwałtowniejszych spadków. Utrzymanie średniej ceny papieru na obecnym poziomie gwarantuje wzrost średniorocznej ceny papieru w relacji do 2010 o 10-16%.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w grudniu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w grudniu 12,3% r/r i 38,8% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 13,7% r/r i 1,1% m/m.

Podwyżki cen cementu

Od stycznia 2011 cementownie zaczęły stopniowo podnosić ceny. Na początku stycznia Górażdże Cement i Cementownia Ożarów podniosły ceny o 10-12%. W Q1 2011 w podobnej skali podwyżki zapowiedział też Lafarge Cement. Prezes Lafarge Cement przyznaje, że cena cementu pozostawała bez zmian przez ostatnie dwa lata, mimo że ceny surowców naturalnych i transportu znacząco nie wzrosły. Podwyżki cen cementu mogą być czynnikiem ryzyka w przypadku długich kontraktów (w tym drogowych), oraz zleceń typu projektuj i buduj. W przypadku krótkich zleceń w segmencie kubaturowym, raczej nie budzą one naszych obaw.

Budownictwo drogowe

Nowy Program Budowy Dróg zatwierdzony

Rząd przyjął nowy Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015. Nowy program zakłada, że wydatki na budowę dróg w latach 2010-2015 wyniosą 82,8 mld PLN. W stosunku do pierwotnego projektu programu budowy dróg, wartość wydatków wzrosła z 78 mld PLN do 82,8 mld PLN. Związane jest to z przesunięciem ponad 4 mld PLN z kolei na drogi. Mimo nieznacznego powiększenia nakładów na budowy dróg w stosunku do pierwotnego projektu, scenariusz spadku wydatków w 2012 i 2013 roku, z rekordowych poziomów roku 2011, powinien być dyskontowany. W kontekście inwestycji kolejowych nie dostrzegamy ryzyk, naszym zdaniem środki przesunięte z kolei na drogi i tak nie mogłyby być wydatkowane (z przyczyn administracyjnych i finansowych).

Budownictwo energetyczne

Pozwolenie na budowę bloku 1000 MW w Ostrołęce

Energa otrzymała pozwolenie na budowę bloku 1000 MW w Ostrołęce. Pozwolenie na budowę nie jest jeszcze prawomocne. Generalny wykonawca ma być wybrany pod koniec 2011 roku. Przetarg zostanie ogłoszony po zamknięciu rozmów z potencjalnymi inwestorami.

Energomontaż Południe

Wszczęcie postępowania przez podwykonawcę

Firma Martifer Polska wszczęła pozew o zapłatę kwoty 90,8 mln PLN przeciw spółkom Energomontaż Południe, Hydrobudowa Polska, Hydrobudowa 9, Alpine Construction Polska, PBG Technologia. Energomontaż stwierdza, że żądania są nieuzasadnione. Wszczęcie pozwu ma wpłynąć na poprawę pozycji negocjacyjnej spółki Martifer z powodu naruszeń warunków umowy o usługi budowlane, od której Energomontaż odstąpił 2 września 2010 roku. Energomontaż podzlecił konsorcjum firm Martifer i Oekon Engineering prace o wartości 44 mln PLN, w ramach budowy konstrukcji stalowej stadionu Baltic Arena.

Pol-Aqua

Upadłość układowa Placidus Investment

Sąd ogłosił upadłość układową Placidus Investment, spółki zależnej od Pol-Aqua. Zgłoszone do układu zobowiązania 27,1 mln PLN mają zostać zredukowane o 25%. Udziały spółki w księgach Pol-Aqua wyceniane są na zero złotych.



Budimex (Redukuj)

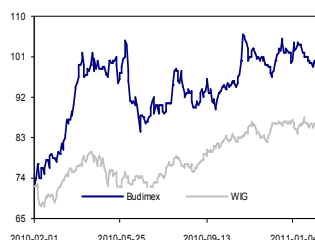
Cena bieżąca: 97,9 PLN

Cena docelowa: 91,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-17

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 289,9	4 338,2	31,9%	4 929,3	13,6%	4 494,9	-8,8%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	221,7	316,9	42,9%	260,7	-17,7%	271,2	4,0%	MC (cena bieżąca)	2 499,4
marża EBITDA	6,7%	7,3%		5,3%		6,0%		EV (cena bieżąca)	2 170,9
EBIT	200,5	296,6	47,9%	240,0	-19,1%	250,0	4,2%	Free float	35,3%
Zysk netto	173,7	242,0	39,3%	204,3	-15,5%	200,2	-2,0%		
P/E	14,4	10,3		12,2		12,5		Zmiana ceny: 1m	-2,3%
P/CE	12,8	9,5		11,1		11,3		Zmiana ceny: 6m	2,9%
P/BV	4,3	3,8		3,6		3,2		Zmiana ceny: 12m	27,1%
EV/EBITDA	7,5	5,4		8,3		9,1		Max (52 tyg.)	106,1
Dyid (%)	6,0	6,9		6,8		4,1		Min (52 tyg.)	74,0



Pod względem wyniku netto, rok 2011 będzie słabszy dla Budimexu, niż rok 2010. Zarząd zapowiada spadek marż, mimo dwucyfrowej dynamiki przychodów. W znacznym stopniu jest to związane z niższym wolumenem wysoko rentownych przychodów segmentu deweloperskiego, bardzo wiele zależy też będzie od zmian stanu rezerw na kontrakty. W 2009 i 2010 roku Budimex zawiązał bardzo duże rezerwy na straty na kontraktach. Na koniec 2010 roku rezerwy te wyniosą nieznacznie ponad 400 mln PLN. To, jaka kwota rezerw będzie mogła ulec rozwiązaniu, zdeterminują wyniki netto Budimexu w 2011 i 2012 roku. Podtrzymujemy opinię, że bez rozwiązania rezerw wynik netto Budimexu w 2011 roku byłby zbliżony lub niższy, niż 100 mln PLN. Rozwiązania rezerw będą neutralne z punktu widzenia cash flow, zaś ich wykorzystanie będzie negatywne (ujemny cash flow). Z punktu widzenia poziomu przychodów, rok 2011 przyniesie wzrost obrotów Budimexu do prawie 5 mld PLN, poziom ten jednak nie będzie możliwy do utrzymania w latach kolejnych. Związane jest to z redukcją wydatków na budowę nowych dróg w Polsce, jaka zapowiadana jest w projekcie Programu Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015. Dokument przewiduje, że wydatki na drogi w 2011 roku wyniosą aż 33 mld PLN, aby spaść do 24,6 mld PLN w roku 2012 i 10,1 mld PLN w roku 2013. Zakładamy, że spadek w 2013 roku nie będzie tak duży i wydatki wyniosą 15,5 mld PLN. Mimo to, oznacza to dwa lata ujemnych dynamik przychodów w Budimexie (2012, 2013). Spadek przychodów może ograniczyć pozyskanie zleceń kolejowych, ale związane z tym możliwe przejście PNI w średnim terminie negatywnie wpływałoby na wskaźnik EV/EBITDA Budimexu. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Najniższa oferta Budimexu za 659,3 mln PLN na obwodnicę Augustowa

Budimex złożył najniższą ofertę cenową na zaprojektowanie i budowę obwodnicy Augustowa, wartą 659,3 mln PLN (13,5% prognozowanych przychodów Budimexu w 2011 roku). Nie wiemy, czy jest to kwota netto, czy brutto (nie precyzują tego ani dane GDDKiA, ani komunikaty prasowe). W przypadku, gdyby chodziło o kwotę netto, mówimy o zleceniu netto o wartości 540,4 mln PLN (11% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Łącznie ofert złożyło 8 firm. Kolejne były oferty: Autostrada Wschodnia i partnerzy (704 mln PLN, +6,8% w porównaniu do oferty Budimexu), FCC Konstrukcja i Erbud (849,9 mln PLN, +28,9%), Mirbud i partnerzy (942,7 mln PLN, +43%), Mota-Engil (993 mln PLN, +50,6%), NDI i partner (1106,5 mln PLN +67,8%), Strabag (1300, +97,2%), Kauno Tiltai i Poldim z grupy Tiltra i partnerzy, w tym Unibep (1498,5 mln PLN, +127,3%).

Kontrakt za 25 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt z Technopark Łódź na budowę kompleksu biurowo-laboratoryjnego Bionanopark w Łódzkim Regionalnym Parku Naukowo-Technologicznym. Wartość umowy to 25 mln PLN (0,5% prognozowanych przychodów spółki na rok 2011). Prace zakończą się w połowie 2013 roku. O podpisaniu kontraktu poinformował PAP reprezentant Technopark Łódź (spółka nie musiała publikować informacji o podpisaniu zlecenia, z uwagi na duże kapitały własne).

Problemy z jakością na S8 Konotopa – Prymasa Tysiąclecia

Odcinek S8 Konotopa – Prymasa Tysiąclecia zgłoszono do odbioru 8 grudnia, inwestycja jednak ciągle nie działa. Wykonawcą kontraktu było szerokie konsorcjum, z udziałem Budimexu i Mostostalu Warszawa. Obie spółki odpowiadały za prace o wartości 475 mln PLN każda. Kontrakt był podpisany w styczniu 2008, czyli w bardzo dobrym okresie. GDDKiA wykryła niedoróbki, m.in. zaniżone ilości asfaltu w warstwach bitumicznych, zaniżoną grubość nawierzchni, nierówności, lokalne rozmycie skarp, uszkodzenie barier, czy spękanie jezdni na wiaduktach. Niedoróbki będzie musiał usunąć wykonawca. Równocześnie GDDKiA stwierdza, że mimo licznych uchybień droga jest bezpieczna i zostanie oddana do użytku w styczniu.



Kierownik kontraktu z Budimexu (lider) przyznaje, że uchybienia nie są bardzo duże i że zostaną usunięte. Prezes Budimexu uważa, że lista usterek jest typowa dla tak dużej inwestycji.

Kara od UOKiK w wysokości 0,7 mln PLN

Budimex Nieruchomości otrzymał od UOKiK karę w wysokości 0,7 mln PLN, w związku z odchyleniami większymi niż 2%, w przypadku metrażu oddawanych klientom lokali, 10% karą nakładaną na klienta w przypadku wycofania z umowy (orzecznictwo sądowe wskazuje maksymalnie na 5%), zapisem zobowiązującym klienta do powiadomienia o zmianie adresu zamieszkania w ciągu 7 dni. Budimex Nieruchomości się odwołał, gdyż zauważył, że po zwróceniu uwagi przez UOKiK wszystkie kontrowersyjne zapisy zostały wycofane.

Pozew o ponad 90 mln PLN

Tomasz Ryskalok i Rafał Ryskalok, działający jako firma Cerrys s.c., złożyli pozew przeciwko firmie Budimex o zapłatę w formie odszkodowania kwoty 90 mln PLN wraz z odsetkami. Sprawa dotyczy budowy Zakładu Betonów, zawartej w 2003 roku, o wartości 4,2 mln PLN. W opinii Budimexu żądanie jest bezzasadne, z uwagi na upływ terminu dochodzenia roszczeń, nie uwzględnienie limitu kar w wysokości 15% wartości kontraktu, nieistotny charakter usterek.



Elektrobudowa (Trzymaj)

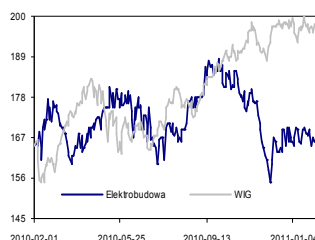
Cena bieżąca: 167,8 PLN

Cena docelowa: 165,7 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	700,9	683,5	-2,5%	726,6	6,3%	799,8	10,1%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	79,0	64,3	-18,6%	68,5	6,5%	76,2	11,3%	MC (cena bieżąca)	796,6
marża EBITDA	11,3%	9,4%		9,4%		9,5%		EV (cena bieżąca)	657,9
EBIT	69,0	52,8	-23,4%	55,3	4,7%	62,7	13,4%	Free float	45,1%
Zysk netto	54,5	49,1	-10,0%	54,6	11,2%	63,9	17,0%		
P/E	14,6	16,2		14,6		12,5		Zmiana ceny: 1m	1,1%
P/CE	12,3	13,1		11,8		10,3		Zmiana ceny: 6m	0,5%
P/BV	2,8	2,5		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	1,7%
EV/EBITDA	8,8	10,7		9,6		8,2		Max (52 tyg.)	188,4
Dyid (%)	1,9	2,0		2,2		2,6		Min (52 tyg.)	155,0



Wycena Elektrobudowy nadal pozostaje wysoka. Nasza prognoza, zakładająca 49,1 mIn PLN zysku w 2010 roku nadal pozostaje aktualna, niemniej, implikuje wysokie P/E 2010 = 16,2. Nie spodziewamy się zaskoczeń na poziomie wyników Q4 2010. Podtrzymujemy opinię, że rok 2011 może zaoferować dynamikę przychodów na poziomie 5-10%. Dostrzegamy trzy główne grupy kontraktów, które mogłyby pozytywnie wpływać na wielkość portfela zleceń, a w pozytywnym scenariuszu - na przekroczenie prognoz przychodów. Są to: zlecenia eksportowe, zlecenia na budowę lub podwykonawstwo OZE (głównie elektrownie na biomasę), zlecenia na budowę sieci energetycznych. W średnim horyzoncie czasowym, można również liczyć na zlecenia na budowę nowych bloków energetycznych w Polsce (najwcześniej wyniki 2013 roku). Perspektywą na rok 2011 jest również możliwość poprawy wyniku w segmencie automatyki (duże koszty stałe działalności, przy atrakcyjnym portfelu zleceń na rok 2011). Na razie, uważamy, że nasze prognozy, jak i wycena Elektrobudowy są adekwatne. Rekomendujemy trzymanie waleń Elektrobudowy.



Erbud (Trzymaj)

Cena bieżąca: 51,05 PLN Cena docelowa: 55 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-19

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	954,6	1 142,8	19,7%	1 340,6	17,3%	1 362,7	1,7%	Liczba akcji (mIn)	12,6
EBITDA	68,3	55,3	-19,0%	69,9	26,3%	79,0	13,0%	MC (cena bieżąca)	641,7
marża EBITDA	7,2%	4,8%		5,2%		5,8%		EV (cena bieżąca)	537,8
EBIT	60,5	47,6	-21,2%	62,1	30,3%	71,1	14,5%	Free float	26,3%
Zysk netto	41,7	34,1	-18,2%	51,9	52,4%	61,3	18,0%		
P/E	15,4	18,8		12,4		10,5		Zmiana ceny: 1m	-11,3%
P/CE	13,0	15,4		10,7		9,3		Zmiana ceny: 6m	2,4%
P/BV	2,7	2,4		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	-1,4%
EV/EBITDA	7,4	10,8		7,7		6,5		Max (52 tyg.)	61,0
Dyid (%)	0,2	1,0		1,1		1,6		Min (52 tyg.)	47,0



Po 3 kwartałach 2010 roku Erbud wygenerował 28,0 mln PLN zysku netto. Uważamy, że Q4 2010 będzie słaby, a wynik netto za cały 2010 rok wyniesie jedynie 34,1 mln PLN (P/E = 19,8). Mimo to, nasza prognoza wyników spółki w roku 2011, sformułowana w marcu 2010, cały czas wydaje się adekwatna. Erbud zauważa błędy popełnione w 2010 roku i szybko je naprawia. Problemem w 2010 roku były spółki zależne i poboczne segmenty działalności. Po 3Q segment konstrukcji stalowych wygenerował 3,1 mln PLN straty EBIT. Obecnie zapadła decyzja, aby segment ten zlikwidować. Oczekujemy wygaszenia działalności w Q2 2011. Działalność eksportowa przyniosła 3,9 mln PLN straty EBIT. Zarząd obecnie daje około pół roku spółce zależnej Erbud International na pozyskanie istotnych zleceń podwykonawczych. W przypadku braku kontraktów, działalność również zostanie wygaszona. W przeciwieństwie do Erbud International, działające na rynku niemieckim GWI nadal generuje bardzo dobre wyniki finansowe i tu zmiany nie są konieczne. Po 3Q 2010 stratę EBIT w wysokości 3,9 mln PLN wygenerował też segment drogowy. Tutaj problemem była niska jakość portfela zleceń. Nowy portfel zleceń powinien pozwolić w 2011 roku spółce tak powiększyć przychody, jak i podnieść rentowność działalności do około 2% netto. Dużą szansą na rok 2011 pozostaje realizacja kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu. Kontrakt charakteryzuje się ponadprzeciętną rentownością. Podsumowując, pomimo słabych oczekiwanych wyników Q4, widzimy dużą szansę na poprawę rezultatów w 2011 roku. Portfel zleceń Erbudu na rok 2010 ma wartość 1 mld PLN. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Umowa budowlana za 6,7 mln EUR

GWI, spółka w 85% zależna od Erbudu, podpisała umowę na realizację budynków mieszkaniowych w Dusseldorfie. Inwestorem jest firma PDI Dusseldorf Lofts, również zależna od Erbudu. Wartość kontraktu to 6,7 mln EUR, czyli około 2% tegorocznych przychodów Erbudu.

Kontrakt za 29,3 mln PLN

Erbud podpisał umowę z Zachodniopomorskim Uniwersytetem Technologicznym w Szczecinie. Wartość umowy to 29,3 mln PLN (2,3% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2011). Realizacja umowy zakończy się 30 września 2012.

Budlex planuje osiedle za 130 mln PLN

Budlex, deweloper z grupy Erbud, planuje budowę osiedla w Bydgoszczy. Wartość inwestycji to 130 mln PLN. W ramach inwestycji powstanie 500 mieszkań o powierzchni 25 tys. PUM. Pierwsze przychody z inwestycji spółka odnotuje na przełomie roku 2012 i 2013. Inwestycja ma zostać zakończona w 2017 roku. Na razie spółka zawarła warunkowe umowy kupna prawa użytkowania wieczystego nieruchomości w Bydgoszczy, o powierzchni ponad 26,1 tys. m². Cena zakupu wyniesie 15,3 mln PLN.

Akcjonariusz zmniejszy zaangażowanie

Wolff & Muller Holding, akcjonariusz branżowy Erbudu, zmniejszy zaangażowanie w walory spółki z 34,16% do 32,95%.



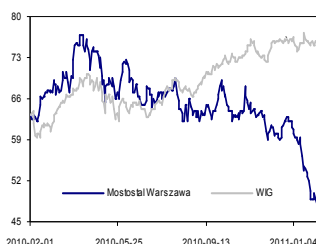
Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 47,66 PLN Cena docelowa: 66,1 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 712,1	2 571,4	-5,2%	2 723,7	5,9%	2 887,0	6,0%	Liczba akcji (mIn)	20,0
EBITDA	209,1	133,8	-36,0%	127,1	-5,0%	148,1	16,5%	MC (cena bieżąca)	953,2
marża EBITDA	7,7%	5,2%		4,7%		5,1%		EV (cena bieżąca)	783,8
EBIT	181,2	96,7	-46,6%	89,2	-7,8%	109,2	22,4%	Free float	29,0%
Zysk netto	117,3	75,7	-35,5%	69,2	-8,7%	84,9	22,7%		
P/E	8,1	12,6		13,8		11,2		Zmiana ceny: 1m	-21,7%
P/CE	6,6	8,5		8,9		7,7		Zmiana ceny: 6m	-27,2%
P/BV	2,0	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	-24,7%
EV/EBITDA	3,3	5,9		6,2		4,9		Max (52 tyg.)	77,0
Dyid (%)	0,6	2,9		4,0		3,6		Min (52 tyg.)	47,7



Kurs z dużą nawiązką zdyskontował perspektywę słabych wyników Q4 2010. Wstępnie oczekujemy, że w Q4 Mostostal Warszawa wygeneruje około 5 mln PLN skonsolidowanego zysku netto. Za tak słaby wynik należy naszym zdaniem obwiniać oczekiwane zawiązane w Q4 2010 rezerwy na straty na kontraktach. Oczekujemy ponad 10 mln PLN zawiązanych w Q4 rezerw, które można traktować naszym zdaniem jak zdarzenie jednorazowe. Podtrzymujemy opinię, że polityka księgowa Mostostalu na tle branży jest konserwatywna. Oczekujemy, że rok 2011 przyniesie słabe wyniki, ale w roku 2012 spółka jako jedna z pierwszych z grupy największych firm w branży ma szansę na poprawę wyników. Ponowny wzrost zysku netto do ponad 80 mln PLN w 2012 roku oznaczałby wskaźniki wyceny na poziomie P/E 2012 = 11,2, EV/EBITDA 2012 = 4,9. Mostostal ma szansę na rozwój w segmencie energetycznym – mało brakowało, aby spółka pozyskała w konsorcjum kontrakt na modernizację kotłów bloków 7-12 w Bełchatowie (zlecenie na kwotę 2 mld PLN, najkorzystniejsza oferta cenowa, lecz ostatecznie drugie miejsce, z uwagi na niższe gwarantowane parametry techniczne). Na wskaźniku EV/Sales, odpowiadającym na pytanie, jak w długim i średnim terminie rynek wycenia moce i potencjał firmy budowlanej (homogeniczna branża), Mostostal jest już tak tani, jak Pol-Aqua (EV/S 2012 = 0,25). Uważamy, że nie jest to uzasadnione, gdyż ryzyka negatywnych zaskoczeń ze strony Pol-Aqua są nieporównywalnie większe. Czynnikiem ryzyka na rok 2011 pozostają wyniki finansowe i jeden z dużych kontraktów drogowych, pozyskanych w 2010 roku (oferta istotnie niższa, niż oferty konkurencji). Mimo ryzyk, spółka wydaje się w średnim terminie bardzo tania. Podwyższamy rekomendację do kupuj. Nie wykluczamy obniżenia ceny docelowej, niemniej, nie powinno to wpływać na spadek potencjału wzrostu kursu od obecnej ceny poniżej 25%.

Kontrakty o wartości 138,3 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał kontrakty o wartości 138,3 mln PLN (5,3% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2010). Oba kontrakty dotyczą budowy budynków Uniwersytetu w Białymstoku. Termin realizacji prac to 31 maja 2013.

Wybór oferty za 50,6 mln PLN

Oferta konsorcjum, którego liderem jest Mostostal, została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na budowę Drogi Zielonej w Gdańsku. Wartość oferty to 50,6 mln PLN, czyli 2,0% prognozowanych przychodów Mostostalu w 2010 roku. Ofertę złożyło 8 konsorcjów. Umowa zostanie podpisana jeszcze w styczniu, a budowa może się rozpocząć w lutym.

Kontrakt za 42,0 mln PLN

Mostostal Warszawa podpisał umowę z Zarządem Morskiego Portu Gdynia na wykonanie robót w ramach rozbudowy infrastruktury portowej do obsługi statków ro-ro z dostępem drogowym i kolejowym w Porcie Gdynia. Termin realizacji prac to 24 miesiące. Wartość umowy to 42 mln PLN (1,6% prognozowanych przychodów Mostostalu w 2010 roku).

Kontrakt za 35,6 mln PLN

Mostostal podpisał umowę z Wielkopolskim Zarządem Dróg Wojewódzkich w Poznaniu na budowę obwodnicy Opalenicy w systemie D&B. Wartość umowy to 35,6 mln PLN netto (1,3% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011). Realizacja umowy zakończy się 30 października 2013.

Kontrakt Remaku za 37 mln PLN

Remak podpisał kontrakt na montaż kotła CFB do spalania biomasy w Elektrowni Połaniec ze spółką Foster Wheeler Energia Polska. Wartość kontraktu to 37 mln PLN (15% możliwych do realizacji przychodów Remaku w 2011 roku, 1,4% prognozowanych przychodów Mostostalu w roku 2011).

Problemy z jakością na S8 Konotopa – Prymasa Tysiąclecia

Odcinek S8 Konotopa – Prymasa Tysiąclecia zgłoszono do odbioru 8 grudnia, inwestycja jednak ciągle nie działa. Wykonawcą kontraktu było szerokie konsorcjum, z udziałem Budimexu i Mostostalu Warszawa. Obie spółki odpowiadały za prace o wartości 475 mln PLN każda. Kontrakt był podpisany w styczniu 2008, czyli w bardzo dobrym okresie. GDDKiA wykryła niedoróbki, m.in. zaniżone ilości asfaltu w warstwach bitumicznych, zaniżoną grubość nawierzchni, nierówności, lokalne rozmycie skarp, uszkodzenie barier, czy spękanie jezdni na wiaduktach. Niedoróbki będzie musiał usunąć wykonawca. Równocześnie GDDKiA stwierdza, że mimo licznych uchybień droga jest bezpieczna i zostanie oddana do użytku w styczniu. Kierownik kontraktu z Budimexu (lider) przyznaje, że uchybienia nie są bardzo duże i że zostaną usunięte. Prezes Budimexu uważa, że lista usterek jest typowa dla tak dużej inwestycji.



PBG (Redukuj)

Cena bieżąca: 205,9 PLN

Cena docelowa: 194 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 578,0	3 295,0	27,8%	3 923,6	19,1%	4 501,4	14,7%	Liczba akcji (mln)	14,3
EBITDA	338,7	338,9	0,1%	330,8	-2,4%	339,5	2,6%	MC (cena bieżąca)	2 943,3
marża EBITDA	13,1%	10,3%		8,4%		7,5%		EV (cena bieżąca)	3 140,4
EBIT	286,5	288,6	0,7%	280,1	-2,9%	288,6	3,0%	Free float	39,8%
Zysk netto	210,6	214,9	2,0%	221,2	2,9%	228,3	3,2%		
P/E	14,0	13,7		13,3		12,9		Zmiana ceny: 1m	-3,3%
P/CE	11,2	11,1		10,8		10,5		Zmiana ceny: 6m	-8,1%
P/BV	2,1	1,9		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	1,4%
EV/EBITDA	10,8	9,7		9,5		8,8		Max (52 tyg.)	252,0
Dyid (%)	0,0	1,5		1,5		2,3		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. Sądzymy 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 zainteresowanych jest długa. Podsumowując, uważamy, że ewentualny rozwój PBG jest z nawiązką 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, a także ryzyka związanego z niewielkim portfelem zleceń na rok 2011 (około 1,5 mld PLN po sprzedaży udziałów w spółkach zależnych). Podtrzymujemy negatywne nastawienie do inwestycji w walory PBG i rekomendację redukuj.

Umowa z OHL w połowie lutego?

Członek Rady Nadzorczej PBG przyznaje, że około połowy lutego 2011 przedstawiciele OHL przylecą do Polski, aby dokończyć negocjacje i podpisać umowę przejęcia pakietów kontrolnych akcji Hydrobudowy i Aprivii. Członek Rady Nadzorczej PBG, p. Krzyżaniak, podtrzymuje prognozy na rok 2010, zakładające 3 mld PLN przychodów i 220 mln PLN zysku netto. Jednocześnie przyznaje, że w roku 2011, w związku z transakcją z OHL, czeka nas spadek przychodów, przy utrzymaniu wyniku netto na nie zmienionym poziomie.

Wezwanie na jedynie 2,95% akcji Hydrobudowy

PBG upubliczniło strukturę transakcji sprzedaży walorów Hydrobudowy firmie OHL. Walory Hydrobudowy mają być wniesione do spółki celowej. Następnie, OHL odkupi od PBG spółkę celową, co będzie wiązało się z koniecznością wezwania na dodatkowe 2,95% akcji Hydrobudowy. Następnie, część udziałów w spółce celowej OHL odsprzeda PBG, tak aby OHL docelowo kontrolował 51% walorów Hydrobudowy. Wstępne szacunki wyników PBG po sprzedaży pakietu akcji Hydrobudowy i Aprivii zakładają, że wynik netto PBG nie zmieni się r/r, zaś przychody spadną. Prognozy mają być opublikowane jeszcze przed końcem Q1 2011.

PBG deklaruje chęć zwiększenia udziałów w Hydrobudowie

Wiceprezes PBG deklaruje, że po transakcji z OHL, PBG będzie chciało zwiększyć udział w Hydrobudowie z 12 do 20%. Jeśli PBG będzie zwiększał udziały, można liczyć na nabywanie walorów spółki po cenie nie niższej, niż cena, która będzie obowiązywała w wezwaniu (4,01 PLN). Hiszpanie za to, z uwagi na to, że obejmą udziały w Hydrobudowie za pośrednictwem spółki zależnej, będą mogli ogłosić wezwanie po niższej cenie.

Wydłużenie terminu realizacji PGE Arena Gdańsk

Hydrobudowa w konsorcjum z Alpine Bau podpisała aneks do umowy z Gminą Miasta Gdańsk, w sprawie wydłużenia terminu realizacji 2-ego etapu prac nad budową PGE Arena Gdańsk ze stycznia 2011 do 30 kwietnia 2011. Opóźnienie spowodowane jest warunkami pogodowymi.

Największy akcjonariusz i założyciel sprzedał 500 tys. akcji

Jerzy Wiśniewski wraz z żoną sprzedał 500 tys. akcji imiennych w transakcjach pozagiełdowych. Jednocześnie Pan Wiśniewski złożył oświadczenie, że nie dokona transakcji sprzedaży pozostałych posiadanych akcji PBG przez okres 24 miesięcy.



Polimex Mostostal (Akumuluj)

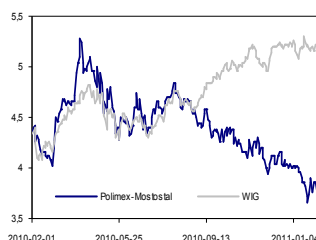
Cena bieżąca: 3,75 PLN

Cena docelowa: 4,2 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 836,7	4 343,3	-10,2%	5 125,5	18,0%	5 195,1	1,4%	Liczba akcji (mln)	521,7
EBITDA	343,6	295,2	-14,1%	321,6	8,9%	352,0	9,5%	MC (cena bieżąca)	1 956,4
marża EBITDA	7,1%	6,8%		6,3%		6,8%		EV (cena bieżąca)	2 464,4
EBIT	264,9	198,7	-25,0%	201,6	1,5%	231,1	14,7%	Free float	63,9%
Zysk netto	156,4	110,5	-29,4%	143,3	29,7%	184,1	28,5%		
P/E	11,1	15,7		13,7		10,6		Zmiana ceny: 1m	-6,7%
P/CE	7,4	8,4		7,4		6,4		Zmiana ceny: 6m	-20,4%
P/BV	1,4	1,3		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-12,2%
EV/EBITDA	6,4	8,3		7,7		6,6		Max (52 tyg.)	5,3
Dyid (%)	0,3	1,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,7



Q4 2010 zapowiada się istotnie lepiej, niż Q3 2010. Korekty rentowności starych kontraktów Coifera nie powinny już wpływać negatywnie na wyniki Grupy Polimex. W segmencie produkcji rosną wolumeny, wraz z zapełnianiem mocy produkcyjnych nowego zakładu. W efekcie, można oczekiwać, że wynik netto Q4 2010 wyniesie około 50 mln PLN. Dla porównania, wynik netto w Q3 2010 wyniósł 17,3 mln PLN. Jakość wyniku Q4 2010 będzie jednak umiarkowana, bez zdarzeń jednorazowych nasza wstępna prognoza przewiduje około 32 mln PLN zysku w Q4 2010. Rok 2011 ma szansę być lepszy niż rok 2010, pod warunkiem, że nie aktywują się ryzyka związane z pozyskanymi w 2009 i 2010 roku dużymi zleceniami budowlanymi. Podobnie jak Budimex, Polimex w oparciu o posiadany portfel zleceń w 2011 roku zwiększy istotnie przychody w segmencie dróg i kolei (z 0,83 mld PLN do 1,5 mld PLN). Szanse widzimy w kontekście zleceń na budowę nowych bloków energetycznych. Przetarg na blok w Opolu powinien być rozstrzygnięty w II połowie 2011 roku. Uważamy, że obecna cena dyskontuje już ewentualne ryzyka związane z niską rentownością zleceń drogowych. Zwracamy uwagę na oczekiwaną poprawę wyników spółki w 2012 i 2013 roku, wynikającą z realizacji prac w segmencie energetycznym. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Poprawia się sytuacja w Coiferze, 8 mld PLN w backlogu

Przed końcem stycznia Polimex wypuścił do obrotu akcje emisji połączeniowej. Połączenie pociągnie za sobą redukcję kosztów działalności Polimexu, z uwagi na konsolidację wybranych działów Grupy. Prezes Jaskóła przyznaje, że w wyniku restrukturyzacji, rumuńska Grupa Coifer zaczęła generować dodatnie wyniki finansowe. Na rok 2011 planowany jest znaczący wzrost przychodów i dodatni wynik finansowy. Wartość portfela zleceń Polimexu bez konsorcjantów sięga 8 mld PLN.



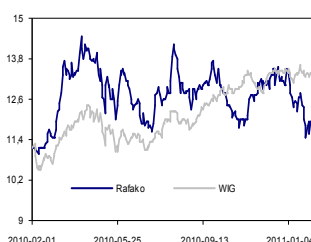
Rafako (Akumuluj)

Cena bieżąca: 11,91 PLN Cena docelowa: 13,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-01

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	963,7	1 135,6	17,8%	1 418,2	24,9%	1 460,8	3,0%	Liczba akcji (mIn)	69,6
EBITDA	67,5	64,6	-4,3%	77,5	20,0%	79,9	3,1%	MC (cena bieżąca)	828,9
marża EBITDA	7,0%	5,7%		5,5%		5,5%		EV (cena bieżąca)	640,2
EBIT	53,9	52,7	-2,2%	63,7	20,9%	65,6	3,0%	Free float	18,5%
Zysk netto	37,7	40,1	6,2%	56,3	40,4%	61,1	8,6%		
P/E	22,0	20,7		14,7		13,6		Zmiana ceny: 1m	-11,1%
P/CE	16,1	15,9		11,8		11,0		Zmiana ceny: 6m	-13,8%
P/BV	2,3	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	7,2%
EV/EBITDA	8,8	10,5		8,3		7,6		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	2,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,0



Rafako pozostaje naszym zdaniem jedną z najlepszych ekspozycji na inwestycje w budowę nowych bloków energetycznych w Polsce. Przetargi rozstrzygną się później, niż zakładano na początku 2010 roku, niemniej, inwestycje związane są z cyklem odtworzeniowym mocy wytwórczych w polskiej energetyce i muszą zostać zrealizowane. Pierwszym rozstrzygniętym przetargiem będzie prawdopodobnie kontrakt na budowę bloku w Opolu. Zakładamy, że wykonawca inwestycji wartę 9,9 mld PLN zostanie wybrany w H2 2011. Pozostałe duże zlecenia (Turów, Kozienice, Jaworzno) mogą być rozstrzygnięte w 2012 roku. Duże kontrakty energetyczne najwcześniej pojawią się w wynikach spółek w 2013 roku - stąd premia na wskaźnikach wyceny Rafako na rok 2012. Pozyskanie jednego dużego zlecenia uwzględniamy w prognozach, co generuje dużą dynamikę przychodów Rafako w 2013 roku. Rafako planuje również akwizycję PAK i kopalni. Akcje konkurentów PAK, PGE i Tauronu, postrzegamy jako niedowartościowane. Pod warunkiem, że wycena przejmowanych aktywów nie odbiegałaby od wyceny giełdowych spółek, transakcja mogłaby budować wartość dla Rafako. Marginesem bezpieczeństwa dla Rafako pozostaje duża wartość zawiązanych rezerw (ponad 165 mld PLN na ryzyka związane z kontraktami). Część rezerw mogłoby zostać rozwiązane, co pozytywnie wpływałoby na wyniki 2011 i 2012 (nie uwzględniamy tego w prognozach). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Najkorzystniejsza oferta za 193,4 mln PLN

Rafako złożyło najkorzystniejszą ofertę w przetargu na budowę bloku energetycznego opalanego biomasą o mocy 20 MW w Elblągu dla Energa Kogeneracja. Wartość oferty to 193,4 mln PLN netto (18% prognozowanych przychodów Rafako w 2010 roku). Poza Rafako ofertę złożyły 3 inne firmy: PBG (199,4 mln PLN), Mostostal Warszawa (201,6 mln PLN), Energoinstal (277,2 mln PLN). Prezes Rafako przyznaje, że prace potrwać około dwóch lat. Rynek bloków opalanych biomasą w Polsce jest wart około kilku mld PLN. Obecnie Rafako przygotowuje się do kilku przetargów, których wartość jest porównywalna do przetargu na budowę bloku w Elblągu. Wartość portfela zleceń Rafako sięga 2,5 mld PLN.

Umowa o wartości 120 mln PLN

Rafako podpisało umowę z PGE Górnictwo i Energetyka Konwencjonalna na modernizację i remont obrotowych podgrzewaczy powietrza wraz z instalacjami pomocniczymi kotła bloków 7-12 w Elektrowni Bełchatów o wartości około 120 mln PLN (11,2% prognozowanych przychodów Rafako na rok 2010).

Najkorzystniejsza oferta za 23,9 mln PLN

Elektrownia Kozienice wybrała ofertę Rafako na wymianę elektrofiltru bloku nr 4. Wartość oferty to 23,9 mln PLN (2,3% prognozowanych przychodów Rafako na rok 2010).

Prezes liczy na wzrost wyników w 2011 roku

Prezes Rafako liczy na wzrost wyników spółki w 2011 roku. Spółka nie obserwuje fluktuacji marż, utrzymują się one na względnie niezmiennym poziomie. W Q4 2010 nie powinno być odchyleń od trendów obserwowanych w poprzednich kwartałach. W wynikach Q4 2010 nie należy się raczej spodziewać zdarzeń jednorazowych. W 2011 roku raczej nie pojawią się wyniki z dużych kontraktów energetycznych o wartości kilku mld PLN, w których, w układzie konsorcyjnym, startuje Rafako. Wybrane z tych przetargów mogą rozstrzygnąć się jeszcze w I półroczu 2011. Rafako bierze udział w przetargach na budowę bloków w Opolu, na Siekierkach, w Stalowej Woli, Włocławku, Turowie, Kozienicach, Jaworznie.



Trakcja Polska (Trzymaj)

Cena bieżąca: 3,69 PLN

Cena docelowa: 4,16 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-05-06

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	711,6	449,8	-36,8%	949,6	111,1%	991,3	4,4%	Liczba akcji (mIn)	160,1
EBITDA	86,8	45,0	-48,1%	62,6	38,9%	75,8	21,2%	MC (cena bieżąca)	590,8
marża EBITDA	12,2%	10,0%		6,6%		7,7%		EV (cena bieżąca)	372,4
EBIT	76,7	34,6	-54,9%	51,9	50,1%	64,9	25,2%	Free float	40,0%
Zysk netto	71,6	28,4	-60,3%	47,5	67,0%	60,1	26,4%		
P/E	8,3	20,8		12,4		9,8		Zmiana ceny: 1m	-10,2%
P/CE	7,2	15,2		10,1		8,3		Zmiana ceny: 6m	-18,2%
P/BV	1,6	1,4		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-8,2%
EV/EBITDA	5,2	8,9		6,0		3,8		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,7



Od czasu ogłoszenia planu połączenia z Tiltra Group, kurs Trakcji Polskiej spadł o ponad 20%. Spadek kursu i ogłoszenie połączenia było poprzedzone dobrymi wiadomościami o pozyskaniu dużych kontraktów kolejowych (o wartości 1,6 mld PLN), pozwalających spółce na wygenerowanie ponad 60 mln PLN zysku netto w roku 2012 (P/E 2012 ~ 10). Uważamy, że fuzja z Tiltra Group, na którą zgodę wyraziło WZA, wpływa na spadek wartości Trakcji Polskiej. Zwracamy uwagę na to, że Tiltra działa w segmencie budownictwa drogowego, a budownictwo drogowe będzie charakteryzowało się spadającymi nakładami w latach 2012-2013. Uważamy, że cel 1,5 mld PLN obrotów w 2011 roku może być dla Tiltry nie możliwy do osiągnięcia, z uwagi na mniejszą liczbę rozstrzyganych przetargów drogowych w 2011 roku. Poza tym, połączenie z Tiltrą powoduje, że Trakcja ze spółki nadpłynnej stanie się spółką mocno zadłużoną (około 500 mln PLN długu netto, przy usługowym profilu działalności). W najbliższym czasie przedstawimy zaktualizowane prognozy wyników finansowych połączonej grupy, które powinny przedstawiać stosunkowo niskie P/E, lecz i stosunkowo wysokie EV/EBITDA (wysoki dług). Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

WZA wyraża zgodę na fuzję z Tiltrą

Wymagana większość akcjonariuszy Trakcji na WZA wyraziła zgodę na fuzję spółki z Tiltra Group. Do zakończenia transakcji brakuje jeszcze zgody UOKiK. Prezes Trakcji Polskiej oczekuje, że przejęcie zostanie sfinalizowane w lutym. Portfel zamówień Trakcji Polskiej ma wartość 2,5 mld PLN, a portfel Tiltra Group 1 mld PLN. Skonsolidowane przychody obu spółek w 2011 roku mogą wynieść 2 mld PLN. Tiltra uczestniczy w przetargach na kwotę 2 mld PLN na rynku litewskim i na kwotę 4 mld PLN w Polsce.

Tylko 850 mln PLN przychodów w 2011 roku

Portfel zleceń Trakcji Polskiej opiewa obecnie na 2,5 mld PLN. Większość przychodów zrealizowanych zostanie w roku 2012, w tym roku wyniosą one jedynie około 850 mln PLN (bez uwzględnienia połączenia z Tiltrą). Na tegoroczne wyniki raczej nie będą miały dużego wpływu kontrakty ogłaszane w najbliższym czasie przez PKP PLK. Powodem jest niewielka liczba i wartość przetargów.

Najniższa oferta za 219,1 mln PLN

Spółka zależna Trakcji, PRKił Wrocław, w konsorcjum z PNI (lider), PKP Energetyka i Dolkom, złożyła najniższą ofertę na modernizację linii E/CE 30 na odcinku Wrocław – granica województwa dolnośląskiego. Wartość oferty to 657,3 mln PLN. Udział Trakcji w kontrakcie sięga 1/3 całości. Gdyby do podpisania umowy doszło szybko, wówczas prace budowlane mogłyby się rozpocząć jeszcze w H1 2011. W sprzyjających warunkach Trakcja mogłaby z realizacji kontraktu wygenerować w 2011 roku około 50 mln PLN przychodów. Budowa potrwa około dwóch lat. Dzięki nowej umowie portfel zleceń Trakcji wzrośnie z około 2,5 mld PLN do 2,7 mld PLN.

Tiltra nie zbuduje obwodnicy Augustowa

Budimex złożył najniższą ofertę cenową na zaprojektowanie i budowę obwodnicy Augustowa, wartą 659,3 mln PLN (13,5% prognozowanych przychodów Budimexu w 2011 roku). Nie wiemy, czy jest to kwota netto, czy brutto (nie precyzują tego ani dane GDDKiA, ani komunikaty prasowe). W przypadku, gdyby chodziło o kwotę netto, mówimy o zleceniu netto o wartości 540,4 mln PLN (11% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). Łącznie ofert złożyło 8 firm. Kolejne były oferty: Autostrada Wschodnia i partnerzy (704 mln PLN, +6,8% w porównaniu do oferty Budimexu), FCC Construcción i Erbud (849,9 mln PLN, +28,9%), Mirbud i partnerzy (942,7 mln PLN, +43%), Mota-Engil (993 mln PLN, +50,6%), NDI i partner (1106,5 mln PLN +67,8%), Strabag (1300, +97,2%), Kauno Tiltai i Poldim z grupy Tiltra i partnerzy, w tym Unibep (1498,5 mln PLN, +127,3%).

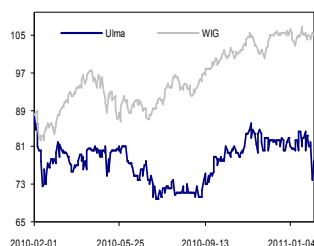


Ulma Construcción Polska (Akumuluj)

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

		Cena bieżąca: 78 PLN			Cena docelowa: 85,9 PLN				
(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	175,4	213,5	21,7%	256,0	19,9%	245,9	-4,0%	Liczba akcji (mIn)	5,3
EBITDA	72,1	107,3	48,9%	128,8	20,1%	115,9	-10,0%	MC (cena bieżąca)	409,9
marża EBITDA	41,1%	50,2%		50,3%		47,1%		EV (cena bieżąca)	539,3
EBIT	4,0	27,5	593,4%	52,8	92,4%	40,0	-24,2%	Free float	18,7%
Zysk netto	-5,5	10,7		33,3	212,9%	24,2	-27,5%		
P/E		38,5		12,3		17,0		Zmiana ceny: 1m	-3,7%
P/CE	6,5	4,5		3,7		4,1		Zmiana ceny: 6m	9,4%
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-3,7%
EV/EBITDA	8,7	5,4		4,2		4,6		Max (52 tyg.)	86,2
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	70,0



W roku 2011 w wynikach Ulmy pojawią się rezultaty z realizacji kontraktów infrastrukturalnych podpisanych w roku 2010. Z uwagi na rekordowy wolumen prac drogowych, 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, około 30 mln PLN zysku netto w 2011 roku jest realne. Z uwagi na spadek kursu, podwyższamy rekomendację dla Ulmy do akumuluj.



Unibep (Trzymaj)

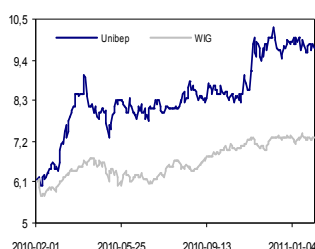
Cena bieżąca: 9,73 PLN

Cena docelowa: 9,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	392,7	680,2	73,2%	734,6	8,0%	822,6	12,0%	Liczba akcji (mIn)	33,9
EBITDA	31,4	33,0	5,3%	29,7	-10,1%	51,2	72,5%	MC (cena bieżąca)	330,1
marża EBITDA	8,0%	4,9%		4,0%		6,2%		EV (cena bieżąca)	353,7
EBIT	26,6	28,0	5,1%	24,6	-12,2%	46,0	87,2%	Free float	28,5%
Zysk netto	17,8	22,6	26,8%	20,0	-11,4%	37,9	89,4%		
P/E	18,5	14,6		16,5		8,7		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE	14,6	12,0		13,1		7,7		Zmiana ceny: 6m	19,4%
P/BV	3,0	2,3		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	56,9%
EV/EBITDA	10,6	11,0		11,9		6,4		Max (52 tyg.)	10,3
Dyid (%)	1,0	0,0		0,6		2,3		Min (52 tyg.)	6,0



Unibep podpisał kontrakt w Sankt-Petersburgu, zaś inwestor kontraktu w białoruskim Mińsku pozyskał finansowanie. Nasze wstępne szacunki wskazują na to, że realizacja kontraktów pozwoli na przekroczenie prognoz przychodów w segmencie eksportu w 2011 roku o nawet prawie 120 mln PLN. W przypadku pozyskania nowych, dużych zleceń w segmencie kubaturowym, możliwe jest przekroczenie prognoz wyników w 2011 roku. Notowania Unibepu przekroczyły naszą cenę docelową, faktem jest jednak, że uwzględnienie inwestycji komercyjnych w prognozie mogłoby wpłynąć na wzrost wyceny spółki. Czynnikiem ryzyka jest to, że realizacja inwestycji komercyjnych wiązać się będzie z koniecznością dużego wzrostu zadłużenia spółki. Mimo to, licząc się z możliwością podpisania nowych kontraktów, nie widzimy na razie uzasadnienia dla rekomendacji negatywnej. Rekomendujemy trzymanie walorów Unibepu. W najbliższym czasie przedstawimy rewizję prognoz i wyceny Unibepu.

Kontrakt mieszkaniowy za 68,8 mln PLN

Unibep podpisał umowę ze spółką Zielony Żoliborz, należąca do grupy Turret Development. Przedmiotem umowy jest budowa kolejnego etapu osiedla Zielony Żoliborz w Warszawie. Wartość umowy to 68,8 mln PLN, czyli 10,1% prognozowanych przychodów Unibepu na rok 2010. Umowa wchodzi w życie pod warunkiem pozyskania przez inwestora finansowania do dnia 28 lutego 2011.

Emisja obligacji za 50 mln PLN w planach

Unibep wyznaczył termin NWZA na 10 lutego 2011. W ramach NWZA Unibep będzie m.in. poddawać pod głosowanie plan emisji obligacji wartych do 50 mln PLN. Program emisji obligacji będzie obowiązywał do końca 2012 roku. Pieniądze pozyskane z emisji mają wspomóc m.in. budowę inwestycji biurowej w Warszawie i galerii handlowej w Kutnie. 30-40% wartości inwestycji będzie finansowane wkładem własnym dewelopera. Akcjonariusze będą również głosować nad uchwałą, która spowoduje, że do emisji obligacji będzie konieczna zgoda Rady Nadzorczej, nie zaś jak do tej pory akcjonariuszy na WZA.

Białoruski kontrakt objęty ubezpieczeniem KUKE

Unibep poinformował o objęciu ubezpieczeniem KUKE umowy na budowę hotelu Viktoria w Mińsku na Białorusi. Ubezpieczenie KUKE było ostatnim warunkiem wejścia w życie umowy wartej 40,5 mln EUR (158 mln PLN, czyli 23% przychodów Unibepu prognozowanych na rok 2010).



ZUE (Kupuj)

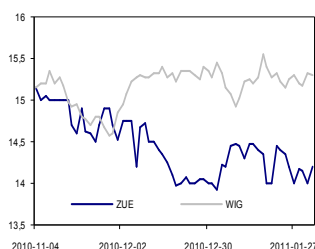
Cena bieżąca: 14,2 PLN

Cena docelowa: 19,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-24

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	199,9	415,8	108,0%	505,4	21,5%	535,8	6,0%	Liczba akcji (mIn)	22,0
EBITDA	18,7	35,5	90,1%	46,8	31,7%	50,3	7,5%	MC (cena bieżąca)	312,4
marża EBITDA	9,4%	8,5%		9,3%		9,4%		EV (cena bieżąca)	265,8
EBIT	16,8	28,0	67,1%	38,5	37,2%	39,6	2,9%	Free float	27,3%
Zysk netto	8,6	17,2	98,9%	29,0	68,6%	30,1	4,0%		
P/E	26,3	18,2		10,8		10,4		Zmiana ceny: 1m	2,0%
P/CE	21,5	12,7		8,4		7,6		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	4,4	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	15,2	7,5		5,7		4,8		Max (52 tyg.)	15,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	13,9



Portfel zamówień ZUE na rok 2011 ma wartość około 370 mln PLN. Na koniec 2009 roku, portfel na rok 2010 był zapełniony w około 60%. Biorąc pod uwagę charakter prac miejskich oraz specyfikę ZUE i PRK Kraków, nie obawiamy się o realizację prognozy przychodów i wyników finansowych na rok 2011. W segmencie miejskim występuje wiele relatywnie krótkich zleceń, o okresie realizacji zbliżonym do 1 roku. Kolejne przetargi mogą być ogłoszone na wiosnę 2011. W segmencie kolejowym wiele najniższych ofert cenowych złożyły firmy, które nie mają doświadczeń w realizacji dużych zleceń w segmencie. Firmy te będą poszukiwały podwykonawców, co daje ZUE szansę na pozyskanie kolejnych umów. Przed przejęciem przez ZUE, PRK Kraków świadczyła głównie usługi podwykonawcze. Rekomendujemy kupno walorów ZUE.

Wybór oferty za 27,8 mln PLN

ZUE poinformowało o wyborze oferty spółki zależnej PRK Kraków jako najkorzystniejszej w przetargu na wykonanie prac w ramach zadania Szybka Kolej Regionalna Tychy – Dąbrowa Górnicza, Etap I. Wartość oferty to 27,8 mln PLN (5,5% prognozowanych przychodów ZUE na rok 2011).

Kontrakt o wartości 4,9 mln PLN

ZUE podpisało kontrakt na wykonanie stacji tramwajowej wraz z systemem zasilania we Wrocławiu. Wartość kontraktu to 4,9 mln PLN (około 1% prognozowanych przychodów ZUE na rok 2011). Realizacja prac zakończy się 27 lipca 2011 roku.

Wywiad z Prezesem

Portfel Grupy ZUE na rok 2011 wypełniony jest w 80%. Prezes nie widzi zagrożeń dla realizacji prognoz wyników spółki w 2011 roku. Wkrótce ZUE zamierza pozyskać nowe kontrakty tramwajowe i kolejowe. Spółka planuje też rozwijać się w budownictwie energetycznym – chodzi o budowę linii średniego i wysokiego napięcia. Ze środków z emisji w wysokości 90 mln PLN ZUE przeznaczyło już 35 mln PLN na spłatę kredytu inwestycyjnego na nabycie PRK Kraków, część pieniędzy została też wydana na zakup specjalistycznych maszyn i systemów informatycznych. W tym roku Zarząd ZUE planuje sprzedać część zbędnych nieruchomości. Tempo sprzedaży będzie uzależnione od cen proponowanych przez kupców.

Deweloperzy

Mocniejsze restrykcje w Rodzina na Swoim, zmiany możliwe od Q2 2011

Rada Ministrów przyjęła projekt ustawy o zmianie ustawy o finansowym wsparciu rodzin w nabywaniu własnego mieszkania („Rodzina na Swoim”). Ustawowy mnożnik, służący kalkulacji limitów cenowych w stosunku do kosztów budowy ma spaść z 1,4 do 1,1. Z programu zostanie wyłączony rynek wtórny. Program natomiast ciągle będzie obejmować inwestycję polegającą na budowie domu. Dopłaty do odsetek mogą ustać wcześniej, w przypadku nabycia kolejnego lokalu. Nie uwzględnia to możliwości otrzymania spadku. Kredytobiorca nie może mieć więcej, niż 35 lat. Programem nie zostaną objęci single. Program *Rodzina na Swoim* zostanie zakończony pod koniec 2012 roku. Realny termin wejścia zmian to Q2 2011.

Wzrost podaży mieszkań w Q4 2010

Zgodnie z raportem REAS „Rynek mieszkaniowy w Polsce – IV kw. 2010”, Q4 2010 przyniósł lekki wzrost sprzedaży r/r i zauważalny wzrost sprzedaży q/q. Trudno mówić o konkretnych cyfrach, gdyż nie są one w raporcie ujawnione. Liczba mieszkań wprowadzonych do oferty przewyższyła sprzedaż i tak, oferta mieszkań na rynku pierwotnym największych aglomeracji w Polsce wzrosła do około 39 tys. lokali. Sygnały rynkowe wskazują, że deweloperzy planują w 2011 roku wprowadzić na rynek więcej inwestycji, niż w roku 2010, co powoduje, że prognozowanie wzrostów cen mieszkań jest nieuzasadnione. Intensywność sprzedaży dla 6 rynków łącznie, liczona jako relacja liczby sprzedanych mieszkań do wielkości oferty na początku kwartału, wyniosła 19,3%. Duże, gotowe mieszkania sprzedają się nadal dużo wolniej, niż lokale w projektach wprowadzonych niedawno na rynek.

Dobry rok na rynku gruntów?

Szef działu gruntów inwestycyjnych Colliers uważa, że rok 2011 przyniesie ożywienie na rynku gruntów, tak pod względem wzrostu popytu, jak i podaży. Przecena gruntów skłania spółki do uzupełniania banku ziemi. Na rynek wchodzi wybrani nowi gracze. Z drugiej strony, banki powoli tracą cierpliwość i nalegają na zadłużonych deweloperów, aby wyprzedawali aktywa. Na rynek trafiają też aktywa firm hiszpańskich, czy irlandzkich. Chodzi m.in. o aktywa firmy Labaro, działającej na rynku trójmiejskim, zarządzanej obecnie przez syndyka.

Echo Investment

Aneks do umowy emisji obligacji

Echo Investment podpisało z BRE Bankiem aneksy do umów emisji obligacji, zawartych pierwotnie w 2004 roku. W ramach aneksów, maksymalna wartość emisji obligacji wzrosła z 0,7 mld PLN do 1 mld PLN.

Gant Development

97 mieszkań sprzedanych brutto w grudniu

Gant Development w grudniu 2010 roku sprzedał 97 mieszkań brutto. W całym 2010 roku sprzedaż wyniosła 979 lokali. W listopadzie sprzedaż wyniosła 81 mieszkań, zaś w październiku 69.



BBI Development (Kupuj)

Cena bieżąca: 0,44 PLN

Cena docelowa: 0,55 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-10

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1,0	82,0	8182,8%	80,4	-2,0%	148,4	84,6%	Liczba akcji (mln)	523,1
EBITDA	-7,9	27,2		38,8	42,7%	44,7	15,3%	MC (cena bieżąca)	230,2
marża EBITDA	-794,9%	33,2%		48,3%		30,2%		EV (cena bieżąca)	435,6
EBIT	-7,9	26,7		38,3	43,5%	44,2	15,5%	Free float	71,9%
Zysk netto	-9,1	22,3		23,3	4,7%	31,4	34,6%		
P/E		10,3		9,9		7,3		Zmiana ceny: 1m	-6,4%
P/CE		10,1		9,7		7,2		Zmiana ceny: 6m	7,3%
P/BV	1,2	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	37,5%
EV/EBITDA		12,9		11,2		12,4		Max (52 tyg.)	0,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,3



Rok 2011 przyniesie widoczny postęp w planach inwestycyjnych spółki. Plac Unii pozyska finansowanie bankowe, najemców i wykonawcę całości prac budowlanych. Prace nad inwestycją Sezam będą postępować, na koniec 2011 roku BBI powinien posiadać przynajmniej warunki zabudowy dla działki i projekt budowlany. W Q3 2011 rozpocznie się nowy etap inwestycji Koneser, zakładający budowę nowych zabudowań (tzw. soft loft). Inwestycja będzie finansowana z emisji obligacji. W efekcie, uwiarygodnieniu ulegną również kolejne etapy projektu. Akcje BBI Development wyceniamy na 0,55 PLN na akcję. Nasza wycena uwzględnia perspektywę krótko i średnio terminowych inwestycji deweloperskich BBI Development. Spojrzenie na dłuższy horyzont czasowy mogłoby wygenerować wyższą wycenę spółki, niestety, trudno oczekiwać, aby rynek dyskontował obecnie dłuższy horyzont inwestycyjny, niż rok 2013. Z drugiej strony, nasze oczekiwania dotyczące bardzo dobrych wyników spółki po 2013 roku pozwalają sądzić, że BBI w dłuższym terminie również będzie kreować wartość dla akcjonariuszy. W międzyczasie, z uwagi na opóźnienie w przekazywaniu mieszkań, wyniki Q4 2010 będą raczej słabe (strata netto). Słabe wyniki Q4 2010 oznaczają więcej lokali do przekazania w roku 2011, a więc wyższe wyniki roku kolejnego. Rekomendujemy kupno walorów BBI Development.



Dom Development (Kupuj)

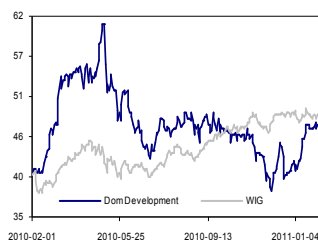
Cena bieżąca: 47,2 PLN

Cena docelowa: 54,4 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	704,4	529,5	-24,8%	625,6	18,1%	927,2	48,2%	Liczba akcji (mIn)	24,6
EBITDA	113,6	67,5	-40,6%	101,3	50,0%	156,3	54,4%	MC (cena bieżąca)	1 159,2
marża EBITDA	16,1%	12,8%		16,2%		16,9%		EV (cena bieżąca)	1 310,8
EBIT	111,2	65,1	-41,4%	98,9	51,8%	153,9	55,7%	Free float	25,4%
Zysk netto	80,2	44,6	-44,3%	82,5	84,8%	129,3	56,7%		
P/E	14,5	26,0		14,1		9,0		Zmiana ceny: 1m	14,3%
P/CE	14,0	24,7		13,7		8,8		Zmiana ceny: 6m	0,3%
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	14,8%
EV/EBITDA	12,7	17,7		12,9		6,8		Max (52 tyg.)	61,0
Dyidyl (%)	1,7	1,7		1,0		4,3		Min (52 tyg.)	38,5



Wyniki 2012 roku są coraz bliższe i coraz bardziej wiarygodne. Ich przewidywalność jest wyższa, niż w przypadku innych branż, gdyż są one w dużym stopniu poparte już zakontraktowanymi kosztami budowy i postępującą na bieżąco sprzedażą lokali. Marże nowych projektów są wyższe, niż wcześniej szacowaliśmy, z uwagi na brak istotnego wzrostu kosztów budowy. Pierwsze wyniki z oddań mieszkań w nowych projektach pojawią się w Q3 2010. W całym 2011 roku oczekujemy 82,5 mln PLN zysku netto, który pojawi się praktycznie w pełni w II połowie roku. Liczymy na poprawę sprzedaży mieszkań w Q4 2010, z uwagi na rozpoczęcie nowych inwestycji (osiedla Wilno i Przy Ratuszu). Sprzedaż netto szacujemy na 409 lokali. Z perspektywy wyników 2012 roku spółka jest atrakcyjna (P/E 2012 = 9, EV/EBITDA 2012 = 6,8). Nasze prognozy zakładają, że na koniec 2012 roku deweloper dysponować będzie gotówką netto (95,5 mln PLN). Naszym zdaniem, aby spółka była efektywna kapitałowo, dług netto powinien wynosić około 430 mln PLN (LTV = 60% dla projektów mieszkaniowych w toku). W 2011 roku okaże się, ile z posiadanej nadwyżki płynności Dom Development będzie w stanie zainwestować w rozwój. Jeśli perspektywy rozwoju będą ograniczone, realnym scenariuszem jest wypłata wyższych dywidend. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Ugoda w sporze na kwotę 22,7 mln PLN

Dom Development poinformował o zawarciu warunkowej ugody ze spółką Erabud. Warunkiem jest udzielenie zgody na ugodę przez sąd. Ugoda dotyczy kwoty 22,7 mln PLN, którą Erabud zatrzymał, a co jest związane z umową nabycia gruntu w Piasecznie, podpisaną w styczniu 2008 roku. Ugoda przewiduje, że Erabud zwróci Dom Development kwotę 22,7 mln PLN wraz z odsetkami, w terminie 36 miesięcy od dnia zawarcia ugody. Zabezpieczeniem roszczeń jest wechsel spółki Sobiesław Zasada i hipoteka do kwoty 45,3 mln PLN. Przypominamy, że w ramach umowy ze stycznia 2008, za grunt w Piasecznie deweloper miał zapłacić 64,8 mln PLN, pod warunkiem spełnienia przez sprzedającego określonych warunków. Deweloper wpłacił 35% kwoty w formie zaliczki. Niestety, sprzedający nie spełnił warunków, Dom Development odstąpił więc od umowy, ale nie otrzymał z powrotem zaliczki.

Wyniki sprzedaży mieszkań za Q4 2010 i plany na rok 2011

Zgodnie z prasowym wywiadem z Prezesem Dom Development, spółka sprzedała w Q4 2010 ponad 400 mieszkań, co daje łączną sprzedaż w roku na poziomie 1380 lokali (netto). W 2010 roku spółka rozpoczęła budowę 2150 lokali. Sprzedaż mieszkań może zauważalnie wzrosnąć w roku 2011. W Q1 2011 spółka, z uwagi na małą liczbę przekazywanych mieszkań, może wykazać stratę. Nie zapadły jeszcze decyzje w sprawie dywidendy za rok 2010. Spółka jest bardzo płynna i jest w stanie ją wypłacić.

Plany rozwoju działalności

Na wiosnę rozpocznie się realizacja projektu Oaza we Wrocławiu. Dom Development myśli o zakupach kolejnych działek we Wrocławiu, to, czy się na nie zdecyduje, zależy m.in. od wyników sprzedaży lokali w projekcie Oaza. Dom Development przygląda się również rynkom innych miast Polski (Poznań, Trójmiasto, Kraków). W tym roku jednak raczej Dom Development nie zdecyduje się na kolejne zakupy gruntów w tych miastach. W 2011 roku na zakup gruntów spółka może wydać nawet 200 mln PLN. Zakupy gruntów są jednak trudne, z uwagi na wysoką cenę gruntów inwestycyjnych. Z uwagi na rosnącą podaż mieszkań deweloperskich, Prezes Dom Development nie przewiduje wzrostu ich ceny w roku 2011. Nie zapowiada się także, aby mocno miały wzrosnąć również koszty budowy.

Rozpoczęcie budowy 1 etapu osiedla Derby 14

Dom Development rozpoczął budowę 1 etapu osiedla Derby 14, liczącego 174 mieszkania. Ceny mieszkań w projekcie będą sięgać 5550 – 6750 PLN/m².



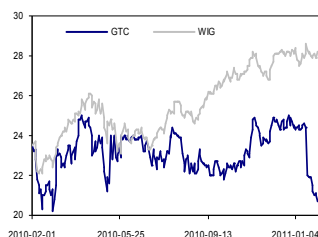
GTC (Akumuluj)

Cena bieżąca: 20,92 PLN Cena docelowa: 24,03 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-03

(mIn EUR)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	156,4	156,4	0,0%	202,1	29,3%	258,7	28,0%	Liczba akcji (mIn)	219,4
EBITDA	-121,7	105,9		265,5	150,6%	367,4	38,4%	MC (cena bieżąca)	4 589,3
marża EBITDA	-77,8%	67,7%		131,3%		142,0%		EV (cena bieżąca)	10 299,7
EBIT	-122,1	105,4		265,0	151,4%	366,9	38,5%	Free float	58,8%
Zysk netto	-125,2	44,1		147,7	234,6%	217,8	47,4%		
P/E		26,7		8,0		5,4		Zmiana ceny: 1m	-13,9%
P/CE		26,4		7,9		5,4		Zmiana ceny: 6m	-12,7%
P/BV	1,2	1,2		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-8,2%
EV/EBITDA		22,7		10,0		7,7		Max (52 tyg.)	25,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	20,3



W Q4 2010 spodziewamy się zauważalnej poprawy wyniku finansowego, spowodowanej wzrostem wartości niedawno oddanych do użytku nieruchomości komercyjnych. Wzrost wartości akcji GTC będzie napędzany przez dwa kluczowe czynniki. Po pierwsze, dyskontujemy plan inwestycyjny spółki, zakładając w ciągu najbliższych trzech lat 73% wzrost oferowanej powierzchni biurowej i handlowej. Po drugie, spodziewamy się, że w latach 2011-2013 w portfelu obecnie ukończonych nieruchomości stopy kapitalizacji spadną o 0,54 p.p., poziom pustostanów zmniejszy się o 17 p.p., natomiast czynsze wzrosną o około 9%. Takie założenia implikują w okresie 2011-2013 wzrost zysku z działalności komercyjnej w średnim tempie 28% rocznie oraz średnio 216 mln EUR/rok zysku z aktualizacji wartości nieruchomości. Rekomendujemy akumulowanie walorów GTC.

Kardan sprzedał akcje GTC po 21,5 PLN

Kardan N.V. zbył 16% akcji GTC, będących w posiadaniu Kardan. Papiery były oferowane inwestorom z Polski i zagranicy. Cenę sprzedaży akcji GTC ustalono na poziomie 21,5 PLN/akcję (wartość transakcji = 755 mln PLN).

Szef Rady Nadzorczej nie traci optymizmu

Eli Alroy, szef Rady Nadzorczej GTC, uważa, że w 2011 roku będzie rósł popyt na powierzchnię handlową i biurową. Spółka zamierza wykorzystać to do realizacji nowych inwestycji. GTC chce także kupić grunty pod co najmniej 3 nowe nieruchomości komercyjne i sprzedać 1-2 budynki.



J.W. Construction (Akumuluj)

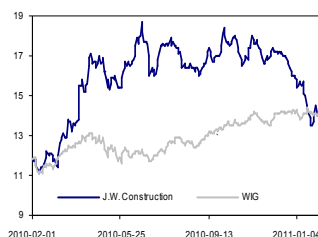
Cena bieżąca: 14,19 PLN

Cena docelowa: 16,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	713,3	620,6	-13,0%	528,3	-14,9%	368,8	-30,2%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	152,9	159,9	4,6%	153,0	-4,3%	142,3	-7,0%	MC (cena bieżąca)	767,3
marża EBITDA	21,4%	25,8%		29,0%		38,6%		EV (cena bieżąca)	1 104,8
EBIT	138,9	147,3	6,1%	136,2	-7,6%	125,4	-7,9%	Free float	38,7%
Zysk netto	100,4	95,4	-4,9%	96,4	1,0%	73,6	-23,7%		
P/E	7,6	8,0		8,0		10,4		Zmiana ceny: 1m	-10,2%
P/CE	6,7	7,1		6,8		8,5		Zmiana ceny: 6m	-15,5%
P/BV	1,8	1,5		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	23,2%
EV/EBITDA	8,8	7,5		7,2		10,2		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,1



Nowe inwestycje J.W. Construction rozpoczną się o ponad pół roku później, niż zakładaliśmy w raporcie z kwietnia 2010 roku. Opóźnienia w realizacji inwestycji powodują, że w 2012 roku J.W. Construction będzie mieć jedno z najsłabszych wyników w branży. Mimo to, wyniki 2011 roku, powstałe w oparciu o stare projekty deweloperskie, będą jednymi z najlepszych w segmencie mieszkaniowym. Wyniki 2013 roku również powinny być dobre. Czynnikiem ryzyka w J.W. może być aktywna rozbudowa banku ziemi. Obecnie J.W. na tle konkurencji posiada umiarkowane zadłużenie. Nasze prognozy zakładające m.in. zakupy gruntów za 40 mln PLN w 2011 i 2012 roku, przewidują, że LTV spółki na koniec 2012 roku wyniesie 58,5%. Wskaźnik uwzględnia aktywa mieszkaniowe, komercyjne, hotele, TBS i aktywa produkcyjne. W przypadku, gdyby J.W. zakupiło więcej gruntów, może wystąpić ryzyko związane z finansowaniem nowych inwestycji. Szans na zwiększenie wartości spółki dopatrujemy się za to w możliwości uchwalenia ustawy o wykupie mieszkań w TBS. Spadek kursu dewelopera powoduje, że atrakcyjność walorów rośnie. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Cel sprzedaży 1,5 tys. lokali w 2011 podtrzymany

Szef Rady Nadzorczej i główny akcjonariusz J.W. Construction, p. Wojciechowski, podtrzymuje chęć sprzedaży 1,5 tys. mieszkań w 2011 roku. Dla porównania, w 2010 roku deweloper sprzedał 1,26 tys. lokali. W poprawie sprzedaży mieszkań w 2011 roku pomóc ma to, że J.W. oferuje gotowy produkt, jak i dywersyfikacja regionalna – rozpoczęcie nowych projektów w Trójmieście, Szczecinie, Wrocławiu, Katowicach i Łodzi. Deweloper ma nadal w Warszawie około 1 tys. gotowych mieszkań do sprzedaży.

Postęp prac w sprawie realizacji projektu o wartości 1,5 mld PLN

Szef Rady Nadzorczej J.W. przyznaje, że spółka prowadzi bardzo zaawansowane rozmowy w sprawie wejścia w bardzo atrakcyjny projekt, duże osiedle, na bliskiej Woli w Warszawie. Szacowany koszt inwestycji to 1,5 mld PLN. Przed podpisaniem umowy trzeba jeszcze rozwiązać kwestię ewentualnych roszczeń przedwojennych właścicieli gruntu. Deweloper chce ustalić w umowie, aby zbywca gruntu odpowiadał w przyszłości za ewentualne roszczenia majątkowe poprzednich właścicieli gruntu. Spółka nie zamierza w przyszłości skupować akcji, ani wypłacać dywidendy. Zarobione środki mają być przeznaczane na inwestycje.

Prace budowlane możliwe J.W. do zlecenia na Woli

Józef Wojciechowski, dominujący akcjonariusz J.W., nabył połowę udziałów w spółce GPI Wronia, która jest właścicielem działki o powierzchni 7 tys. m² przy ul. Wroniej w Warszawie. Zaangażowanie p. Wojciechowskiego przyspiesza pozyskanie kredytu przez spółkę celową. Na działce powstanie 8-piętrowy budynek mieszkalny Oxygen. Drugim akcjonariuszem GPI Wronia jest Grupa Prasa. Hiszpańska spółka posiada również sąsiednią działkę o powierzchni 5 ha. Pan Wojciechowski rozmawia z Grupą Prasa w sprawie realizacji wspólnej inwestycji na tym gruncie. Hiszpanie otrzymali decyzję o warunkach zabudowy gruntu, zakładają one budowę budynków o wysokości od 6 pięter do 55 m. Łączna umowa jest o maksymalnie 2,7 tys. mieszkań lub 130 tys. m² biur. Prace budowlane związane z budową Oxygen zostały zlecone J.W. Construction. Wiadomość nie została jeszcze opublikowana w postaci komunikatu bieżącego.



P.A. Nova (Kupuj)

Cena bieżąca: 32 PLN

Cena docelowa: 40,4 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	157,6	143,2	-9,2%	181,0	26,4%	196,8	8,7%	Liczba akcji (mln)	10,0
EBITDA	24,4	27,7	13,6%	32,3	16,5%	44,1	36,6%	MC (cena bieżąca)	319,7
marża EBITDA	15,5%	19,4%		17,9%		22,4%		EV (cena bieżąca)	496,0
EBIT	22,5	25,4	13,3%	30,0	18,0%	41,9	39,4%	Free float	38,7%
Zysk netto	18,6	19,5	4,7%	21,0	7,6%	24,8	18,2%		
P/E	13,7	16,4		15,2		12,9		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/CE	12,4	14,7		13,7		11,8		Zmiana ceny: 6m	-2,3%
P/BV	1,6	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	16,6%
EV/EBITDA	9,6	13,6		15,4		13,6		Max (52 tyg.)	37,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	27,2



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

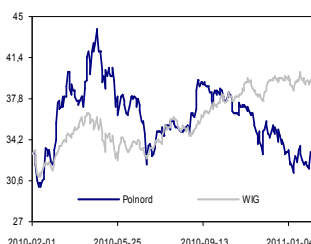


Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 32,58 PLN Cena docelowa: 43,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa
Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	221,3	189,7	-14,3%	352,9	86,0%	403,4	14,3%	Liczba akcji (mln)	22,1
EBITDA	106,9	36,8	-65,6%	91,2	148,1%	143,5	57,3%	MC (cena bieżąca)	720,4
marża EBITDA	48,3%	19,4%		25,9%		35,6%		EV (cena bieżąca)	1 422,2
EBIT	104,9	34,8	-66,9%	89,1	156,3%	141,4	58,7%	Free float	50,5%
Zysk netto	63,6	48,3	-24,0%	58,9	21,8%	114,1	93,7%		
P/E	11,3	14,9		12,2		7,2		Zmiana ceny: 1m	-2,1%
P/CE	11,0	14,3		11,8		7,0		Zmiana ceny: 6m	-7,7%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	1,8%
EV/EBITDA	12,9	39,4		15,6		8,9		Max (52 tyg.)	44,0
Dyid (%)	2,6	2,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	30,1



Rok 2011 powinien przynieść rozpoczęcie kolejnych inwestycji, wzrost sprzedaży mieszkań i spadek kosztów zarządu (zapowiadany brak sponsoringu sportu). Stopniowo Polnord będzie uwalniać środki zamrożone w gruntach i generować zyski, co przełoży się na spadek długu netto. Dużą poprawę wyników i poziomu długu netto może przynieść pozyskanie odszkodowania za grunty pod drogi na Wilanowie. Pomimo sprawy sądowej w toku, sądzymy że najbardziej prawdopodobne jest polubowne rozwiązanie sporu. W przypadku zgody miasta na ugodę, środki przeznaczone na wykup gruntów powinny znaleźć się w budżecie miasta na rok 2011 (wówczas Polnord w 2011 roku mógłby otrzymać ok. 70 mln PLN). Poprawa struktury oferty powinna przynieść wzrost sprzedaży mieszkań w 2011 roku. W 2010 roku Polnord oferował głównie duże gotowe mieszkania na Wilanowie i małe mieszkania w innych lokalizacjach, na etapie „dziury w ziemi”. Dostrzegamy również szansę na pozyskanie w 2011 roku nowych projektów, w formule PPP. Spółka jest atrakcyjna, pod względem przyszłych wyników, jak i dużego dyskonta do BV. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

93 mieszkania sprzedane netto w grudniu

Polnord sprzedał w grudniu brutto 94 mieszkania, miała też miejsce 1 rezygnacja. W efekcie, sprzedaż netto wyniosła 93 lokale. W listopadzie sprzedaż netto wyniosła 60 lokali.

W 2011 roku Polnord przekaże 1000 mieszkań

Prezes Ciurzyński przyznaje, że celem na rok 2011 jest oddanie 1000 lokali. W 2010 roku spółka przekaże 600 lokali, z czego 200 przypada na Q4 2010. Wyniki Polnordu w 2010 roku będą podobne, lub lepsze, niż w 2009 roku. W Q4 2010 widoczne będzie przeszacowanie nieruchomości. W styczniu spółka pozyska 25 mln PLN z refinansowania inwestycji biurowej na Wilanowie (budynek Pol-Aqua). W lutym 2011 roku może być podpisana umowa inwestycyjna z miastem Gdańsk w sprawie budowy kompleksu na Wyspie Spichrzów. Budowa mogłaby się rozpocząć pod koniec 2011 roku. W Q2 2011 może być podpisana umowa z władzami Opola w sprawie realizacji PPP.

Zmiana na stanowisku Prezesa

Pan Wojciech Ciurzyński złożył rezygnację z pełnienia stanowiska Prezesa z przyczyn zdrowotnych. Zastąpi go Pan Bartosz Puzdrowski. Nowy Prezes posiada doświadczenie głównie w ramach inwestycji deweloperskich w segmencie komercyjnym. Był on m.in. dyrektorem Quinlan Private Golub (obecnie Avestus Real Estate), czy dyrektorem ECE Projektmanagement Polska.

Wywiad z nowym Prezesem Polnordu

Nowy Prezes Polnordu, P. Bartosz Puzdrowski, oczekuje, że w tym roku wzrośnie sprzedaż mieszkań w Polnordzie. Biznesplan spółki zakłada sprzedaż 1400 lokali w 2011 roku. Aktualnie w ofercie znajduje się 1700 lokali. W ramach działalności w Warszawie, spółka rozważa zakup nowych gruntów, tak, aby poszerzyć ofertę o inne lokalizacje, nie znajdujące się na Wilanowie. Nowy Prezes nie wyklucza, że do realizacji przedsięwzięć komercyjnych, które grają w Polnordzie coraz większą rolę, spółka będzie starała się pozyskać doświadczonych partnerów. W najbliższym czasie spółka nie planuje emisji obligacji. Nie podjęto jeszcze decyzji w sprawie wypłaty dywidendy z zysku 2010 roku, przy czym ma ona uwzględniać plany inwestycyjne spółki.



Robyg (Kupuj)

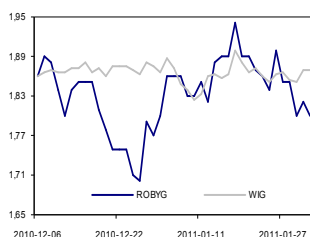
Cena bieżąca: 1,8 PLN

Cena docelowa: 2,59 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	102,0	279,4	174,0%	234,7	-16,0%	597,1	154,5%	Liczba akcji (mln)	257,4
EBITDA	8,8	52,7	499,4%	50,7	-3,7%	150,1	196,0%	MC (cena bieżąca)	463,3
marża EBITDA	8,6%	18,8%		21,6%		25,1%		EV (cena bieżąca)	789,5
EBIT	8,0	51,9	544,4%	49,8	-4,0%	149,2	199,7%	Free float	16,5%
Zysk netto	6,3	31,0	393,2%	35,7	15,4%	100,0	180,0%		
P/E	62,6	15,0		13,0		4,6		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/CE	56,1	14,6		12,6		4,6		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,5	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	112,0	15,9		15,6		4,6		Max (52 tyg.)	1,9
Dywid (%)	0,0	0,0		2,3		2,7		Min (52 tyg.)	1,7



Robyg zgodnie z zapowiedziami realizuje program inwestycyjny, co znajdzie odzwierciedlenie w poprawie wyników sprzedaży w 2011 roku i bardzo dobrych wynikach finansowych w roku 2012. Wyniki sprzedaży w II połowie roku nie są tak wysokie, jak zakładaliśmy, niemniej, nie ma to dużego wpływu na prognozy, gdyż tempo przekazywania mieszkań klientom przyjęliśmy na bardzo konserwatywnym poziomie. Z pozytywnych tendencji, jakie miały miejsce od czasu IPO, możemy wymienić zmianę planu zagospodarowania gruntu w Gdańsku przy ul. Jabłoniowej. Pierwotnie plany zagospodarowania przestrzeni zakładały możliwość wybudowania na gruncie 160 tys. PUM, obecnie jest to aż 250 tys. Zmiana planów zagospodarowania może pozwolić na dodatkowy zysk z wyceny gruntu w 2011 roku. Dostrzegamy szereg atutów spółki na tle konkurencji, m.in. bardzo dobrze przygotowany program inwestycyjny i atrakcyjną ofertę mieszkaniową. Cena docelowa 2,59 PLN na akcję implikuje potencjał wzrostu kursu spółki o prawie 40%. Rekomendujemy kupno walorów Robyga. Zwracamy uwagę na bardzo atrakcyjne P/E 2012 = 4,6.

30 mieszkań sprzedanych w grudniu

Robyg poinformował, że w grudniu udało się sprzedać 30 lokali. Oznacza to, że w całym 2010 roku spółka sprzedała 542 mieszkania (Q4 2010: 140 mieszkań).

Handel

Sprzedaż detalistów za styczeń

Sprzedaż za styczeń była dobra dla odzieżowego LPP i słaba dla NG2 oraz Intersportu. Z miesięcznych danych sprzedażowych opublikowanych przez spółki trudno wychwycić tendencje na rynku. Przychody LPP wzrosły przy niższej marży brutto na sprzedaży, natomiast NG2 i Intersport miały ujemne dynamiki sprzedaży r/r i na sklepach porównywalnych.

Mimo to zapowiedzi dobrych wyników

LPP, NG2 i Alma zapowiadają wzrost konsumpcji w 2011. Styczeń rozpoczął się dla Almy wzrostem sprzedaży r/r. NG2 zapowiada wzrost sprzedaży w 2011 o 15-20% i zwiększenie zysku netto o 20%. LPP liczy na długoterminowe wzrosty konsumpcji, 4Q 2010 był dla spółki pierwszym po siedmiu kwartałach przełamującym trend spadkowy. Wzrost przychodów o ponad 10% zapowiada Empik. W zwiększeniu sprzedaży mają pomóc nowe otwarcia i konsolidacja Merlin'a.

Nowe prognozy i strategie na 2011

Emperia po sprzedaży udziałów w spółkach dystrybucyjnych odwołała prognozy finansowe na lata 2011-2012. Nowa strategia spółki ma być przedstawiona w marcu.

W Redanie zmieniła się osoba na stanowisku Prezesa Zarządu, Piotr Kulawiński złożył rezygnację, zastąpił go Bogusław Kruszyński, dotychczas Wiceprezes Zarządu odpowiedzialny za finanse spółki. Spółka przedstawiła również nową prognozę wyników 2011-2012. Przychody ze sprzedaży mają wynieść 415,8 mln PLN w 2011 i 507,8-539,9 mln PLN w 2012. Wynik netto ma wynieść 14 mln PLN w 2011 i 21-26 mln PLN w 2012. Równocześnie Zarząd poinformował, że prognoza wyników na 2010 rok, czyli 5,8 mln PLN zysku netto została zrealizowana.

Prezes Prima Moda na łamach *Gazety Parkiet* zapowiadała dodatni wynik na poziomie operacyjnym i netto za 2010. Pod koniec stycznia Zarząd miał przedstawić strategię spółki na kolejne trzy lata.

Finansowanie

Bomi w 2011 zamierza wejść z e-handlem do największych aglomeracji. Sklepy internetowe działają obecnie w Warszawie i Olsztynie. W 1Q 2011 ma zakończyć się restrukturyzacja sieci sprzedaży, zamykanie deficytowych lokalizacji i zmniejszanie powierzchni. Niedługo Bomi ma ogłosić przejęcie w segmencie dystrybucji. Prognoza na 2011 rok 9,2 mln PLN zysku netto jest zdaniem Zarządu niezagrożona. Zarząd nic nie wie na temat ofert przejęcia części detalicznej Bomi.

Spółka zależna zajmująca się handlem hurtowym Rabat Pomorze ma zostać wprowadzona na New Connect na przełomie 1-2Q 2011. Później niewykluczone jest wprowadzenie spółki na rynek główny. Przy IPO ma zostać przeprowadzona oferta akcji o wartości 20-40 mln PLN.

Zarząd Bytom poinformował, że spółka zakończyła wszystkie sprawy związane z zapewnieniem jej finansowania. Do końca marca maja zostać sprzedane nieruchomości po byłym zakładzie. Będzie to wymagać zgody akcjonariuszy. Celem spółki na 2011 jest wzrost powierzchni do 8 tys. m², czyli uruchomienie 20 nowych placówek, obecnie jest ich 60.

Monnari planuje emisję 12,5 mln akcji serii G bez prawa poboru w ramach subskrypcji prywatnej o wartości 10 mln PLN. Spółka chce zaoferować 7,5 mln akcji Mirosławowi Misztalowi, a po 2,5 mln akcji spółce MW Inwestycja i spółce Inwest. Cena emisyjna akcji serii G wynosi 0,8 PLN. Dokapitalizowanie spółki jest elementem wykonania układu z wierzycielami.



Emperia Holding (Zawieszona)

Cena bieżąca: 107,6 PLN

Cena docelowa: -

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	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)	1 626,4
marża EBITDA	2,8%	3,1%		3,1%		3,3%		EV (cena bieżąca)	1 987,1
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	27,6	23,8		21,1		19,0		Zmiana ceny: 1m	2,0%
P/CE	14,5	12,3		10,7		9,3		Zmiana ceny: 6m	26,7%
P/BV	2,2	2,0		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	23,7%
EV/EBITDA	12,7	11,2		10,6		9,4		Max (52 tyg.)	109,9
Dyid (%)	0,8	0,5		0,6		0,7		Min (52 tyg.)	75,5



Emperia po sprzedaży segmentu dystrybucyjnego do Eurocash otrzyma około 926 mln PLN, częściowo w akcjach Eurocash obejmowanych po 22,21 PLN za akcję. Gotówka i akcje mają być przeznaczone na akwizycje i dywidendę. Emperia od jakiegoś czasu informowała, że jest zainteresowana nabywaniem spółek, jednak nie będzie ich kupowała drogo. Po sprzedaży części dystrybucyjnej w spółce zostaje segment detaliczny, który wg odwołanych prognoz miał w 2011 wygenerować około 24 mln PLN zysku netto, oraz segment nieruchomości, który miał wygenerować około 13,2 mln PLN zysku netto. Emperia planuje upłynnianie nieruchomości i zajęcie się głównie detalem. Nowa strategia rozwoju ma zostać przedstawiona w marcu 2011.

Sprzedaż segmentu dystrybucyjnego

Emperia sprzedaje udziały w spółkach dystrybucyjnych. Od 1.01.2011 roku pełnienie funkcji Prezesa Zarządu Tradis Sp. z o.o. kontynuuje Pan Jarosław Wawerski, który wycofał wcześniej złożoną rezygnację z funkcji Prezesa Zarządu, a Zgromadzenie Wspólników uchyliło uchwałę powołującą Pana Dariusza Kalinowskiego na stanowisko Prezesa Zarządu. Prezes Jarosław Wawerski jest odpowiedzialny za spółkę do dnia zakończenia procesu przyłączenia i przekazania jej zarządzania Grupie Eurocash. Jednocześnie Emperia odwołała prognozy finansowe na lata 2011-2012.

Skup akcji

W styczniu spółka nabyła w ramach programu skupu 33 725 akcji po średniej cenie 101,6 PLN. Od dnia rozpoczęcia skupu spółka nabyła w sumie 175 173 akcje i wydała na ten cel około 17,7 mln PLN.

Skupienie na detalu i strategia w marcu

Po sprzedaży części dystrybucyjnej Emperia skupi się na działalności detalicznej. Od stycznia sieć Stokrotka zamierza zintensyfikować rozwój sieci. Rocznie będzie otwierane 40-50 placówek. W całym 2010 spółka Emperia otworzyła 20 nowych placówek i zakończyła rok z liczbą 177 Stokrotek i 8 delikatesów Delima. W marcu 2011 ma zostać przedstawiona strategia spółki na kolejne lata.

Wydanie akcji Eurocashu akcjonariuszom

Zarząd Emperii będzie dążył do przekazania akcji Eurocashu (do 14% kapitału) akcjonariuszom np. w postaci dywidendy niepieniężnej. O przekazaniu akcji zadecydują akcjonariusze. Emperia mogłaby otrzymać akcje Eurocashu jeszcze w 2011.

Transakcje insiderów

Insiderzy kupili w styczniu 11 729 akcji spółki po średniej cenie 99,6 PLN.



Eurocash (Kupuj)

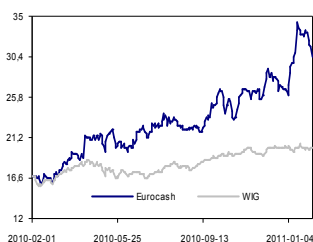
Cena bieżąca: 30,5 PLN

Cena docelowa: 37,4 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 698,3	7 834,2	17,0%	13 895,0	77,4%	15 455,3	11,2%	Liczba akcji (mln)	147,6
EBITDA	194,5	236,5	21,6%	411,0	73,8%	521,5	26,9%	MC (cena bieżąca)	4 502,4
marża EBITDA	2,9%	3,0%		3,0%		3,4%		EV (cena bieżąca)	4 994,4
EBIT	145,2	176,8	21,8%	319,6	80,8%	422,4	32,2%	Free float	48,5%
Zysk netto	102,5	131,3	28,1%	202,0	53,8%	287,8	42,5%		
P/E	40,1	31,7		22,3		16,8		Zmiana ceny: 1m	11,8%
P/CE	27,0	21,8		15,3		12,5		Zmiana ceny: 6m	33,0%
P/BV	11,2	9,1		4,1		3,8		Zmiana ceny: 12m	81,9%
EV/EBITDA	20,3	18,1		12,2		9,7		Max (52 tyg.)	34,4
Dyid (%)	1,0	1,2		1,5		2,1		Min (52 tyg.)	16,0



Rynek FMCG dzieli się na spółki, które inwestują w wolumeny i kapitał obrotowy a później w rentowność, oraz na spółki, które skupiają się głównie na rentowności. Polski rynek FMCG jest bardzo konkurencyjny i przy obecności największych sieci detalicznych i hurtowych na świecie trudno będzie lokalnym spółkom w długim terminie utrzymać lub zwiększać rentowności. Postępująca na rynku konsolidacja dodatkowo wywołuje presję na marżę. Eurocash poprzez nabycie Tradis stał się liderem na dystrybucyjnym rynku FMCG, dodatkowo spółka dalej chce uczestniczyć w konsolidacji i zapowiada, że celem w 2015 roku jest 20 mld PLN sprzedaży. Naszym zdaniem nie będzie to łatwe ze względu na coraz mniej celów akwizycyjnych w kraju. Widzimy natomiast potencjał w nabytych ostatnio spółkach (CEDC i Tradis) i przy uwzględnieniu części synergii uważamy, że Eurocash ma jeszcze miejsce do wzrostu organicznego. Eurocash jest liderem generującym najwyższe spośród spółek z branży z GPW operacyjne przepływy gotówkowe. Spółka ma niskie nakłady inwestycyjne, które jest w stanie sfinansować kapitałem obrotowym i amortyzacją, wypłaca dywidendę i najaktywniej z sektora uczestniczy w konsolidacji rynku. Naszym zdaniem to oraz polityka szybkiego spłacania kredytów jest wystarczającym powodem do premii rynkowej. Cena rynkowa Eurocash zanotowała w ostatnich tygodniach spadek, zmieniamy rekomendację z akumuluj na kupuj, podtrzymujemy cenę docelową 37,4 PLN.

Nabycie Tradis

Spółki podpisały umowę inwestycyjną, na mocy której Eurocash kupi od Emperii udziały w spółkach dystrybucyjnych, których wartość bazowa wynosi 925,975 mln PLN. Eurocash odstępuje od oferty akcji serii K i L. Emperia odwołuje prognozy finansowe na lata 2011-2012. Zbycie udziałów w spółkach dystrybucyjnych nastąpi albo poprzez: wniesienie części udziałów na pokrycie podwyższonego kapitału zakładowego Eurocash w zamian za akcje nowej emisji Eurocash obejmowane przez Emperię po cenie emisyjnej jednej akcji wynoszącej 22,21 PLN (reprezentujące do 14% kapitału zakładowego Eurocash) oraz sprzedaż pozostałej części udziałów przez Emperię na rzecz Eurocash, albo poprzez sprzedaż przez Emperię wszystkich udziałów na rzecz Eurocash w przypadkach określonych w umowie. Wartość bazowa udziałów w nabywanych spółkach dystrybucyjnych została ustalona na kwotę 925,975 mln PLN. Wartość może zostać poddana korektom w zależności od opinii wydanej do dnia 28.02.2011 roku przez audytora.

Rada Nadzorcza Eurocash wyraziła zgodę na nabycie udziałów oraz na wyłączenie prawa poboru akcji Eurocash oferowanych Emperii. Eurocash zobowiązał się odstąpić od realizacji oferty publicznej akcji serii K oraz oferty akcji serii L. Emperia zobowiązała się z kolei do rezygnacji z realizacji planu podziału grupy.

Nowe akcje Eurocash będą uczestniczyły w dywidendzie za 2010. Dodatkowo strony ustaliły cele operacyjno-finansowe na lata 2011-2012, które jeśli będą wykonane Eurocash przyzna Emperii dodatkowe 1 mln akcji za każdy rok. Dodatkowo zysk netto wypracowany przez spółki dystrybucyjne w 2011 roku będzie podlegał podziałowi w równych częściach pomiędzy strony. Transakcja wymaga zgody UOKiK.

UOKiK wyraził zgodę na przejęcie Pol Cater

Prezes UOKiK wyraził zgodę na przejęcie przez Eurocash kontroli nad spółką Pol Cater Holding. Wiadomość neutralna. Spółka informowała o zakupie udziałów w Pol Cater w lipcu 2010. Pol Cater poprzez spółkę zależną DFF prowadzi dystrybucję FMCG do restauracji, firm cateringowych i stacji benzynowych. Spółka za rok obrotowy 2008/2009 osiągnęła 92 mln PLN przychodów, za 6 m-cy zakończonych 30.03.2010 sprzedaż wyniosła 70 mln PLN.



LPP (Akumuluj)

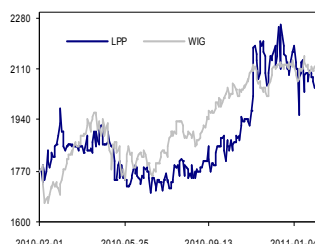
Cena bieżąca: 2060 PLN

Cena docelowa: 2300 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 003,1	2 062,3	3,0%	2 393,8	16,1%	2 756,4	15,1%	Liczba akcji (mIn)	1 800,0
EBITDA	277,4	311,4	12,3%	398,1	27,8%	448,5	12,7%	MC (cena bieżąca)	3 605,6
marża EBITDA	13,8%	15,1%		16,6%		16,3%		EV (cena bieżąca)	3 755,6
EBIT	181,3	215,8	19,1%	292,9	35,7%	340,0	16,1%	Free float	39,5%
Zysk netto	104,7	154,5	47,5%	217,4	40,8%	258,2	18,7%		
P/E	34,0	23,3		16,6		14,0		Zmiana ceny: 1m	-4,8%
P/CE	17,7	14,4		11,2		9,8		Zmiana ceny: 6m	14,3%
P/BV	5,2	5,4		4,8		4,3		Zmiana ceny: 12m	15,1%
EV/EBITDA	13,6	12,3		9,4		8,3		Max (52 tyg.)	2 255,0
Dyid (%)	0,0	2,4		3,5		4,9		Min (52 tyg.)	1 700,0



Akcje LPP spadły w styczniu o 4,5% przy spadku indeksu o 0,7%, co naszym zdaniem wynikało ze słabej sprzedaży za grudzień, co wyniknie w słabszych od oczekiwanych wynikach za 4Q 2010. Obecnie LPP jest wyceniane po PE 16,6 na 2011 oraz EV/EBITDA 9,4 na 2011. Presja na marżę wynikająca z wyższych cen surowców, w tym bawełny oraz wyższych kosztów pracy importowanych z Chin w 2011 roku będzie dotyczyła wszystkich detalistów. Dlatego spodziewamy się poziomów rentowności brutto na sprzedaży bardziej zbliżonych do 2010 (55-56%) niż do poziomów historycznych (59%). Mimo to LPP dzięki zrestrukturyzowanej sieci wypracuje dwucyfrową dynamikę zysku netto. Rekomendujemy akumuluj z ceną docelową 2 300.

Sprzedaż za styczeń

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży osiągnięte w styczniu 2011 wyniosły 184 mln złotych i były wyższe r/r o 14%. Szacunkowa wartość marży brutto na sprzedaży wyniosła ok. 44% i była niższa r/r o ok. 3 punkty procentowe. Wyniki za styczeń nie uwzględniają już sprzedaży Esotiq i Henderson, czyli marek sprzedanych w grudniu. Na danych porównywalnych, czyli bez uwzględnienia sprzedaży bielizny w 2010 roku sprzedaż w styczniu 2011 wzrosła r/r około 17%. Spółka podobnie jak w ostatnich miesiącach 2010 wygenerowała w styczniu niższą rentowność brutto na sprzedaży r/r, co powinno być również widoczne w wynikach kolejnych miesięcy.

Marże handlowe zostaną utrzymane oczekiwany wzrost konsumpcji

Wg Zarządu LPP z opłaconych i zakontraktowanych zleceń na 2011 wynika, że cena w USD zakupu towarów na Dalekim Wschodzie będzie w tym roku około 7% wyższa r/r. Kontrakcja na ten rok jeszcze się nie zakończyła. Wzrost cen wynika głównie ze wzrostu cen bawełny. Zarząd twierdzi, że marża brutto na sprzedaży w 2011 nie powinna być niższa r/r. Ostateczny wpływ cen zakupu na wyniki LPP zależy od kursu USD. LPP nie wyklucza podniesienia cen detalicznych. Wynik netto 2011 ma być o kilkadziesiąt procent wyższy r/r. Jednocześnie LPP liczy na długoterminowe wzrosty konsumpcji, 4Q 2010 był dla spółki pierwszym po siedmiu kwartałach przełamującym trend spadkowy.

Konwersja obligacji

LPP zamieniło zgodnie z dyspozycjami 7 obligatariuszy obligacji zamiennych 11 288 na 11 288 akcji. Liczba obligacji zamiennych serii A, które nie zostaną zamienione na akcje serii K to 69 558 szt.



NG2 (Trzymaj)

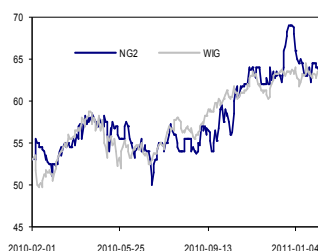
Cena bieżąca: 63,45 PLN

Cena docelowa: 62,7 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	922,4	1 028,4	11,5%	1 199,0	16,6%	1 356,5	13,1%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	126,5	163,0	28,8%	213,2	30,8%	252,6	18,5%	MC (cena bieżąca)	2 436,5
marża EBITDA	13,7%	15,8%		17,8%		18,6%		EV (cena bieżąca)	2 516,7
EBIT	108,2	141,4	30,7%	189,1	33,7%	222,7	17,7%	Free float	31,1%
Zysk netto	83,5	126,5	51,6%	146,0	15,4%	174,8	19,7%		
P/E	29,2	19,3		16,7		13,9		Zmiana ceny: 1m	-3,9%
P/CE	23,9	16,5		14,3		11,9		Zmiana ceny: 6m	17,7%
P/BV	7,2	6,2		5,1		4,5		Zmiana ceny: 12m	14,3%
EV/EBITDA	19,7	15,5		11,8		9,8		Max (52 tyg.)	68,9
Dyid (%)	1,6	1,6		2,4		4,6		Min (52 tyg.)	50,0



NG2 zbliżył się w styczniu do naszej ceny docelowej, spółka jest obecnie wyceniana po PE 16,7x na 2011 oraz EV/EBITDA 11,8x na 2011, co daje poziom odpowiednio 6% poniżej i 32% powyżej mediany spółek detalicznych z GPW. Zakup obuwia jest inwestycją defensywną, uważamy, że NG2 jest idealnym detalistą na czasy spowolnienia w handlu, natomiast w warunkach sprzyjających zakupom wyniki nie powinny być lepsze niż innych detalistów. W tym roku spodziewamy się dobrej 1H 2011 ze względu na efekt niskiej bazy. W 2H 2011 spodziewamy się podniesienia cen na kolekcję jesień-zima. W całym roku prognozujemy utrzymanie rentowności brutto na zbliżonym poziomie do 2010, natomiast marża operacyjna powinna być wyższa dzięki uporządkowaniu w 2010 sieci sprzedaży. Nasze prognozy wyniku netto są zbliżone do planów Zarządu na 2011 i do konsensusu rynkowego. Rekomendujemy trzymaj z ceną docelową 62,7 PLN.

Sprzedaż za styczeń

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży za miesiąc styczeń wyniosły 41,5 mln PLN i były niższe r/r o 16,7%. Przychody ze sprzedaży detalicznej za miesiąc styczeń wyniosły 36,4 mln PLN i były niższe r/r o 15,3. Wiadomość negatywna. Naszym zdaniem słaba sprzedaż za styczeń nie jest wynikiem złych tendencji na rynku, ale niskiego zapasu towarów zimowych. Spółka wyprzedała już większość towarów zimowych, a asortyment w sklepach jest przygotowany na cieplejszą pogodę. W związku z tym nie spodziewamy się lepszych wyników sprzedaży aż do marca.

Zarząd zapowiada wzrost konsumpcji

NG2 zapowiada wzrost sprzedaży w 2011 o 15-20% i zwiększenie zysku netto o 20%.



Vistula (Redukuj)

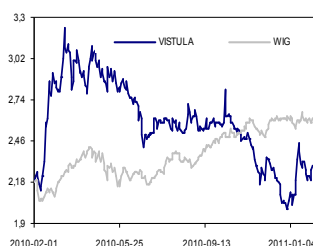
Cena bieżąca: 2,29 PLN

Cena docelowa: 2,1 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-14

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	408,4	359,1	-12,1%	405,2	12,8%	471,5	16,4%	Liczba akcji (mln)	111,6
EBITDA	57,9	44,7	-22,7%	49,6	11,0%	63,5	27,9%	MC (cena bieżąca)	255,5
marża EBITDA	14,2%	12,5%		12,3%		13,5%		EV (cena bieżąca)	480,8
EBIT	40,2	28,8	-28,5%	34,1	18,4%	47,6	39,8%	Free float	40,5%
Zysk netto	16,9	6,1	-64,2%	10,3	70,8%	21,0	102,9%		
P/E	15,1	42,2		24,7		12,2		Zmiana ceny: 1m	10,1%
P/CE	7,4	11,6		9,9		6,9		Zmiana ceny: 6m	-11,2%
P/BV	1,1	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	3,2%
EV/EBITDA	8,3	10,7		9,7		7,6		Max (52 tyg.)	3,2
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Vistula obecnie lepiej radzi sobie w segmencie odzieżowym niż w jubilerskim. Na wyniki spółki w 2011 będą wpływały: (i) słaba sprzedaż/m² w salonach jubilerskich, (ii) presja na rentowność wynikająca ze zmian cen surowców oraz (iii) zadłużenie spółki, którego koszty obsługi pochłaniają większą część wyniku operacyjnego. W 2011 spodziewamy się wzrostu LFL w segmencie odzieżowym i jubilerskim, jednak nie spodziewamy się w salonach W. Kruk powrotu sprzedaży do poziomów historycznych. Ceny surowców, w tym głównie złota będą wpływały na rentowność. Spółka zamierza walczyć o marżę poprzez podnoszenie cen, jednak w przypadku słabej sprzedaży taki rezultat może być trudny do osiągnięcia. Vistula zamierza rozwijać się organicznie i głównie otwierając nowe salony W. Kruk. Jest to naszym zdaniem słuszny kierunek ze względu na mniejszą konkurencję w segmencie jubilerskim. Pozytywne jest, że Vistula zrestrukturyzowała sieć i koszty dzięki czemu może poprawiać marżę operacyjną. Pozytywnych wyników można się spodziewać dopiero w 2H 2011. Przy sprzyjających warunkach Vistula może pobić nasze prognozy na 2011, jednak zadecyduje o tym głównie 4Q 2011. W długim terminie Vistula może pozytywnie zaskoczyć inwestorów, jednak ani najbliższe wyniki za 2010, które będą poniżej konsensusu, ani 1H 2011 nie przyniosą naszym zdaniem pozytywnych informacji. Dodatkowo spółka ma w tym roku ambitne plany inwestycyjne, które w połączeniu ze spłatą części zadłużenia może wymusić emisję akcji. Podtrzymujemy rekomendację redukcji z ceną docelową 2,1 PLN.



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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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

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

Eurocash

rekomendacja	Redukuj	Zawieszona	Akumuluj
data wydania	2010-05-06	2010-10-05	2011-01-17
kurs z dnia rekomendacji	20,61	26,38	33,70
WIG w dniu rekomendacji	41287,90	45542,07	47457,37

LW Bogdanka

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2010-05-06	2010-05-19	2010-08-04	2010-09-01	2010-11-09
kurs z dnia rekomendacji	70,90	72,45	79,15	83,70	105,90
WIG w dniu rekomendacji	41287,90	41562,65	43412,75	42215,66	47254,29

Mostostal Warszawa

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-05-06	2010-08-02	2010-09-16	2010-12-03
kurs z dnia rekomendacji	68,30	67,50	64,80	60,50
WIG w dniu rekomendacji	41287,90	42464,68	44249,33	46481,15

Ulma CP

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2010-07-05	2010-09-22	2010-11-05
kurs z dnia rekomendacji	73,00	75,00	83,80
WIG w dniu rekomendacji	39805,41	44848,46	47066,40

ZA Puławy

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-05-28	2009-11-26	2010-01-06	2011-01-14
kurs z dnia rekomendacji	80,40	71,50	80,90	98,00
WIG w dniu rekomendacji	29775,36	39877,52	41052,00	47447,03

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

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

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

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

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

Niniejszy 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 7 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.